

オプション倶楽部 TV

2025 年 3 月「政治経済イベント分析」補足 Q&A

2 月の日経平均は、月末ついに昨年 10 月から形成していた 38000～40000 円レンジを下抜ける展開となりました。売坊先生は円高や米国株安とともに、日経平均の 10%以上を占めているファーストリテイリングの思惑売りが要因だったのではないかと指摘しています。

また、今後について売坊先生は 3 月限 SQ にかけての裁定筋などの売りニーズ、19 日にある日米金融決定会合と春分の日、4 月 1 日の日経平均ファストリ株キャップ調整を受けた裁定筋と日経平均連動型投信のリバランス（調整）が、続落の要因になり得るかもしれないと警戒しています。

<資料 P2>

——日経平均ではなく、日経 225 ラージ先物 6 月限の 4 時間足と出来高分布を掲載したのは、大口投資家の売買動向を分析するためとのことですが、なぜメジャー SQ のラージ 6 月限から大口投資家の動向が分かるのでしょうか？

大口投資家の主戦場がラージ先物だからです。ミニ先物では売買枚数が多くなりますが、円滑に売買できるほどの流動性がありません。例えば、日経平均が 37000 円として、大口投資家が 370 億円の売買をしようとすれば、ラージでも 1000 枚の取引となりますが、ミニだと 10000 枚の取引となります。

——昨年 10 月から 38000～40000 円のレンジで推移していた日経平均が、10-12 月期決算発表が一巡した 2 月末に下限を抜けました。下放れとなったのは、なぜだと思いますか？

いくつかの要因が重なったことによると考えていますが、想定どおりだったと思います。

- 1) 円高基調で日経平均の予想 EPS（1 株当たり利益）がピークから約 100 円急減した
- 2) 4 月 1 日から日経平均でファーストリテイリング株のウェイトが引き下げられる（同社株価の日経平均への算入が引き下げられる）ことへの思惑売りが出た
- 3) 高水準にあった裁定買い残高が縮小した

他にも通信講座で毎週追いかけている BPS（1 株当たり純資産）や信用倍率、新高値・新安値、HV（ヒストリカル・ボラティリティ）、IV（インプライド・ボラティリティ）、OP 建玉、新値 3 本足、RSI（相対力指数）、売坊マグマ指数などファンダメンタルやテクニカルが多くが下落を示唆していました。また、米国も同様に金利や株価が不安定な状態でした。

——その後、日経平均は 36000 円台にまで下げたわけですが、反発があり、放れ方が総じて緩やかにみえました。株価のブレイクダウンにしては珍しい展開だと思うのですが、なぜだと思いますか？

ヘッジもかなり効いていました。そのためパニック売りには至りませんでした。

——3 月限の売坊流日経 225CALL 売り戦略も、急落による IV（インプライド・ボラティリティ＝OP 価格から逆算される変動性）の上昇で証拠金の急増が懸念されたものの、結果的に運用しやすかったのではないのでしょうか（まだ 3 月限 SQ 日＝3 月 14 日まで予断を許さないとはいえ）？

ご指摘のとおりです。また、IV が高くなってきたのも SQ までの日数が少なくなってきた時だったことが大きかったです。

——2 月も米ドル円の下降トレンドが続き、150 円割れ（円高）となりました。日米金利差の縮小見通しが影響しているのでしょうか？

金利差を見てトレードされている方も多いので、影響は大きかったと思います。

——先月、先生は「153 円を割れると 140 円台突入もあり得るでしょう」と述べており、そのような展開となりました。ドル円相場について、先生は目先どのような点に注目されていますか？

テクニカルな金利差に注目すれば、140 円の攻防もあるかもしれません。もっとも、中長期では日本経済の弱さと日本への不信感の高まりから円安に戻ると考えています。

<資料 P3>

——**新年度予算が日本維新の会などの賛成多数で衆議院で可決されました。これで政局の不透明感は弱まったのではないのでしょうか？**

そうともいえないと考えています。今回の予算案は国民生活の現状をないがしろにした内容だと受け取っています。夏の参議院選で自公維の議席が激減すると考えています。

——**3月6日、トランプ米大統領が4日に発動したカナダとメキシコへの25%の追加関税について、輸入品の4～5割に1カ月猶予を与えると発表しました。こうした“朝令暮改”は相場イベントとして、どのように利用し得るのでしょうか？**

トランプ大統領が、いつ何を言うか分かりませんが、逆張りのOPスプレッド戦略が面白いと考えています。

——**3月6日、ECB（欧州中央銀行）が主要政策金利である預金金利を、さらに0.25%引き下げて2.50%としました。これで5会合連続の利下げです。ところが、ユーロドルFXは続伸しています。これはなぜでしょうか？ 最終局面での投げ売り（セリング・クライマックス）は通過したと考えられるのでしょうか？**

ユーロドルの急落が一段落したということでしょう。しかし、不確定要素は残っていますので、底を打ったとは断言できないでしょう。

——**3月7日に発表された米国の雇用統計で、失業率が市場予想を上回る4.1%と、やや上昇しました。これに対する米国債市場の反応を先生は、どのようにみていますか？**

このときは、それほど大きく問題視しなかったと思います。インフレ懸念が残っているなか、FRB（米連邦準備理事会）が景気後退を見込んで政策金利を引き下げるのは、もう少し先とみているかもしれません。政策金利の引き下げは景気にプラスですが、インフレを加速させますので、スタグフレーション（景気後退＋インフレ）への懸念があります。

——**3月19日に日銀の金融政策決定会合があります。先生は、どのような点に注目していますか？**

日本株が不安定な状況ですので、追加利上げの可能性は低いと考えています。同日には米国でも FOMC（米連邦公開市場委員会）もあります。もし、日銀が政策金利を引き上げた後で米国が政策金利を引き下げると、金利差縮小→ドル円下降（円急騰）→日本株暴落となる可能性があります。

＜資料 P4＞

——裁定買い残（裁定筋の日経 225 先物売り＋日経平均現物買い取引における現物買いの残高）の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

ラージ先物 3 月限が満期となる SQ 日（3 月 14 日）、4 月 1 日に向けての状況を確認するためです。つまり、現物売りのポテンシャルの大きさを把握するためです。

——裁定買い残が積み上がりず 2 兆円を割れてきたのと日経平均が弱含みになったのは関係があり得るのでしょうか？

関係があると思います。とはいえ、まだまだ 2 兆円の水準です。

——NT 倍率（日経平均÷TOPIX）と日経平均の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

相場の大きな流れをみるためです。かなり下げてきましたので、弱気相場入りを考えておく状況でしょう。

——NT 倍率が目先急落していることから反発し得るとみれば、日経平均に反発があるか、TOPIX が急落するかということでしょうか？

NT 倍率の下げが、かなり速いので、反発はあり得る状態でしょう。ただし、これは倍率です。両指数が上昇・下降しても拡張・縮小する場合があります。

＜資料 P5＞

——日経平均の構成比率上位 10 銘柄の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

4月1日からの日経平均におけるファストリ株のウェイト引き下げを意識しているからです。

——ファストリの株価が年初から下げ基調にあるのは、なぜだと思いますか？

やはり、ウェイト引き下げを懸念する市場参加者がいるということでしょう。

——4月1日からのファストリ株の引き下げを見越して、裁定筋や日経平均連動ファンドが保有する同社株を調整した可能性もあるのでしょうか？

3月 SQ 前日まではポートフォリオからファストリ株だけを外すことは基本的に考えられません。裁定ポジションは先物の理論価格を意識していますし、日経平均連動ファンドは日経平均と同じ動きをすることを基本的に狙っているからです。指数に勝っても負けてもダメなわけです。

ただし、裁定業者はポジションを縮小したり、日経平均連動ファンドは先物で代替させるために現物ポートフォリオを縮小したりしている可能性は残ります。しかし、この場合は225銘柄すべてです。

——OPCTVで1月29日に配信したワンポイント解説で、先生は日経平均の3割をファストリとAI関連3銘柄が占めていると指摘されました。決して日本株を総合的に示す指標ではないことは注意が必要ですね？

日本経済と日経平均に全く関係がないとは申しませんが、日経225先物・OPをトレードするならば、日経平均の特徴は、つかんでおきたいです。まだ未視聴であれば、ぜひご覧いただければと思います。

OPCTV ワンポイント解説「日経平均は一横綱三関脇で3割近くを占める指標」

<https://youtu.be/M02vBgTvn08>

——アドバンテストの枠を黄色で塗りつぶしているのは、なぜでしょうか？

注目している銘柄でもあり、順位の変動が多いからです。

<資料 P6>

—— **3月12日に米国で2月分のCPI（消費者物価指数）が発表されます（1月分CPIは3.0%）。先生は、どのような点に注目していますか？**

2月の数字も大切ですが、3月分の予想が、より重要でしょう。ク連銀の予測値が3月10日現在で2.47%と、かなり低下しているからです。

—— **米大手先物取引所グループのCMEが公表しているFFレート（政策金利）予想『FEDウォッチ』（同取引所が上場しているFFレート先物から逆算）を掲載したのは、なぜでしょうか？**

毎週見ていると、先週から利上げ予想が、かなり後退していると分かります。市場参加者のFFレート予想は、かなりばらついているとともに、揺れ動いているわけです。金利の不確実性は高まっていますので、リスクが高い状況です。

—— **3月19日にFOMC（連邦公開市場委員会）があります。先生は、どのような点に注目していますか？**

こちらも見送りの確率が高いと考えていますが、10日の株価急落で可能性も排除できなくなりました。もしFFレートが下がると円高、日本株安が起こるかもしれません。直前の日経平均の水準や動きを見て、日経225OPでベアPUTスプレッドを検討しています。

日銀が利上げした後で同日にFRB（米連邦準備理事会）が利下げをすれば、円急騰、日本株暴落もあり得ると想定しています。

—— **アトランタ連銀の『GDPNow』（米国の実質GDP成長率のリアルタイム予測値）を掲載したのは、なぜでしょうか？**

米国の景気が、かなり悪いことを示しています。

—— **3月には『ドットチャート』（FOMC各委員の年末ごとのFFレート見通しをまとめたもの）が更新されます。先生は、どのような点に注目していますか？**

『ドットチャート』がどうなるかは、とても興味深いところです。こちらも低下すると、円急騰もあり得るでしょう。

【免責事項】

本テキストの図表・数値などは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性・信頼性・完全性を保証するものではありません。

本テキストに掲載された情報・図表・資料は、あくまで情報提供を目的としたものです。証券など金融商品の売り買いを提案・勧誘するためのものとして、また証券など金融商品について助言・推奨するものとして、利用・解釈しないでください。

本テキストは一般向けに編集されています。特定の投資目的・特定の投資環境・特定の投資家を一切考慮していません。事前に専門家の適切な助言を受けるべきですし、最終的な投資判断は、個人が個々の状況を考慮して、自らの責任で下すようにしてください。

本テキストに基づく行為の結果、発生した障害・損失などについて筆者およびバンローリング社は一切の責任を負いません。

本テキストに記載された URL などは予告なく変更される場合があります。

本テキストに記載されている会社名・製品名は、それぞれ各社の商標および登録商標です。