

オプション倶楽部 TV

2025年8月「異常値分析」補足 Q&A

異常値分析では、主に市場参加者の需給面や心理面を含むテクニカル要因について確認しています。

8月上旬、日経平均はさらに跳ねて44000円目前にまで吹き上げました。日経225先物の売り方が踏んだことで割高となった先物を売り、現物を買う裁定筋が参入し、テクニカルな上昇のスパイラルが動いたと売坊先生はみています。

先物・OP9月限の期日（9月12日）を控え、先物売り方は日経平均が下がてくるとヤレヤレの買い戻しをしてきそうです。また、裁定筋には歴史的水準からみると、まだ現物買いの余力がありそうにみえます。

一方、個人投資家が主とみられる空売り筋は、そこを天井とみて、さらに売り増しているようです。その根拠としているのが、天井を示唆する数々のテクニカル指標かもしれません。そのいくつかを確認していきましょう。

そして、ここで「きっかけ」として注目されるのが、8月に入って文字どおりの横ばいが続くドル円相場の展開です。売坊先生はドル円が1円下（円高）に動くと日経平均にマイナス700円ほどのインパクトがあり得るとみています。9月中旬の日米金利政策決定会合を控え、先生がどのような視点で注目しているかを伺いました。

<資料 P2>

——8月は日経平均のHV（ヒストリカル・ボラティリティ＝日経平均の過去データから算出された変動性）がさらに水準を上げてきたようにみえます。これは日経平均がさらに上下にブレやすくなっていることを示唆しているのでしょうか？ 先生はどのようにみていますか？

トランプ関税や日本の政局など不確実性が残っている状態を表していると考えています。日経平均も高値圏にありますのでPUT（所定の価格で売れる権利）などへのヘッジのニーズも高いと考えています。

参考：OPCTV『ヒストリカル・ボラティリティで見極める相場の荒れ具合』

<https://youtu.be/GD8n5lnLmWU>

——ただ、8月の日経平均のIV（インプライド・ボラティリティ＝日経225OPの価格から逆算された変動性、その指標として日経VI＝ボラティリティ指数が算出されている）は、日経平均が続伸したにもかかわらず、25%周辺で推移しており、前月の水準よりも2～3%上昇する程度でした。OP（特にPUT）に需要が生じているとすれば、IVが大きく上昇しないのはなぜだと思いますか？

日経平均が一気に水準を上抜けてきたことから、下げれば売り方によるヤレヤレの買い戻しが入りやすい状況でしょう。このような状況で売り仕掛けるには、政治面や経済指標などで、それだけの悪材料が必要となるからでしょう。

参考：OPCTV『インプライド・ボラティリティを制する者は市場心理を制す！？』
<https://youtu.be/LAIA7vu8dQw>

——8月のS&P500（SPX）とVIX（SPX-OPから逆算されたIVの指数）の動きから、どのようなことがみえてくるでしょうか？

非常に安定的な動きをしていたことになります。株価が堅調に推移していたこともその要因でしょう。

参考：OPCTV『VIXで分かる米国株市場参加者の思惑』
<https://youtu.be/husvgylPYs>

——VIX9D（通常のVIXが期日まで残り30日で計算されているのに対して、残り9日で計算されたもの）がVIXを下抜くと市場の警戒感を示唆しているとのことですが、8月中には反落しました。VIXが下げ続けるなかでVIX9Dが追い抜いても警告となるのでしょうか？

特に警告となるのは、どちらも上昇してきて追い抜いた場合です。下降基調の場合は見方が微妙に違います。

＜資料P3＞

——信用倍率（信用取引の買い残高÷信用取引の売り残高）と日経平均の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

信用倍率が急低下しています。余力があるともいえますが、高値の懸念があると考えています。

——信用倍率が8月15日時点で3.42倍にまで下げたのは、信用売り残がさらに増加したからでしょうか？

ご指摘のとおりです。

——すでに、それまでの連騰で空売り筋は、だいぶ傷んでいたと思います。それでも「ここが天井」とみて、さらに売り向かって、さらに引かされたということでしょうか？ 8月18日には日経平均は44000円目前まで上昇しました。

売り残の金額は4月11日の4569億円から8月15日には1兆1052億円にまで積み上がっていますので、売り乗せていると考えています。

——逆に信用買い残が頭打ちなのは、買い方が利食いをしているからでしょうか？ また、ハシゴが外されるのを恐れて、さらに踏み込んで買い増すのをためらっているからでしょうか？

買い残は6月20日の4兆540億円から8月15日には3兆7786億円まで減っていますので。一部は手仕舞いをしているということです。

——信用倍率がここまで急低下しているのを逆張り的な思考でいえば、むしろ日経平均には上げ余地があることを示唆しているのでしょうか？

ご指摘のとおり、踏み上げのリスクはあると思います。しかし、日経平均の予想PER（株価収益率÷成長期待）が18倍寸前にまで上昇したことを考えると、やはり高値圏だと考えています。

——裁定買い残（現物先物の裁定筋による現物株側の買い残）と日経平均の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

日経平均が高値をとってきた大きな要因は、やはり裁定筋による現物買いだったと考えています。7月18日の1兆2466億円から8月15日には2兆1277億円と約9000億円も増加しています。

——裁定筋が9月限の期日（SQ日＝9月12日）に先物売り一現物買いのポジションをホールオバー（繰り越し）せず、解消してきた場合、日経平均の下げ圧力となり得るのでしょうか？

可能性はあります。しかし、まだどうなるかは予断を許しません。

＜資料P5＞

——EPS（1株当たり利益＝業績）×PER（株価収益率＝成長期待）＝株価となるわけですが、日経新聞が算出している日経平均の予想EPSは目先頭打ちにあり、そのため予想PERは8月18日には17.93倍を付けました。これは先生が上限の目安としている15.5倍を大きく超えています。買い方はトランプ関税2.0が発動しているなか、日経平均を構成する企業が、ここからさらに業績を伸ばしていくと考えているのでしょうか？

業績予想については、トランプ関税もあり、楽観的には考えにくいでしょう。石破政権の親中政策などを考えると、米国車の販売不振を口実に再度関税引き上げなどが出てくるかもしれません。

——業績が伸びると考えているとすれば、買い方はドル高円安がさらに進むことで輸出企業が好業績となることを期待しているのでしょうか？

市場参加者の皆さんがどのように考えているかはわかりません。ただ、日米金利差が縮小傾向のわりに円高が進んでいない状況です。これは日本経済への警鐘かもしれません。

——新値三本足は相場が高値（もしくは安値）を更新するたびに行を変えて記入し、直近3つの足を包み込む下降（もしくは上昇）があったときに記入する足を陰転（もしくは陽転）させるテクニカル手法です。これをみると直前まで陽線が連なっていました。これは日経平均には強いトレンドがあるも、足元では調整が入っているということでしょうか？

上昇トレンドがいったん終わったと考えています。

——新値三本足では、どのような展開を“予兆”として注目していますか？

陰転や陽転したときに、そのまま数本続くことが多いので、大きなトレンドと市場心理をみるのに役立てています。

＜資料 P5＞

——日経平均とその移動平均からの乖離率をみると、だいぶ上に振り切れているように見えますね。どのような展開を“予兆”として注目していますか？

乖離率が大きい場合、やはり「スピード調整」があると考えておくべきでしょう。

——ドル円と日経平均の分布をみると8月22日現在、傾向線の下限を割れています。これはどのように考えられるでしょうか？

日経平均が割高または今後の円安を示唆していると考えています。

——ここでドル円が下降（ドル安円高）となれば、日経平均の大きな逆風になり得ると考えられるのでしょうか？

リスクとして考えておくべきでしょう。特に9月のFOMC（米連邦公開市場委員会）と日銀金融政策決定会合による金利差縮小で、どこまで短期的に円高ドル安が進むかに注目しています。

＜資料 P5＞

——日米長期金利差（10年債利回り差）とドル円の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

直近の関係からみると短期的に円高に振れるリスクを考えておきたい状況だからです。

——IMM（米大手先物取引所 CME の国際金融市場部門）に上場する日本円通貨先物市場の大口投機筋とドル円の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

大口投機筋の円買いポジションは減少傾向にありました。直近では、いったん止まっています。

——大口投機筋の円買い越しが減少傾向にあったことが、ドル円が下降とならない（円高とならない）一因と考えられるのでしょうか？

このポジション解消も円高とならなかつた要因でしょう。

——日米の長期金利差が縮小傾向にあるにもかかわらず、5月以降、大口投機筋が円買いポジションを減らしていったのは、なぜだと考えられるでしょうか？

日本政府と日本経済へのリスクが意識されているのだと考えています。30年債などの入札も不調であり、国債の利回りも上昇基調です。日本国債の格付けが引き下げられるリスクは高まっていると考えています。また、日米関税合意による80兆円の対米投資はドル買い要因とも考えられます。

——海外投資家が日本株を買い越しているなか、大口投機筋が円買いポジションを減らしているのは、将来的な円安を予期しているということでしょうか？

金利差縮小による円高よりも、日本への信用リスクなどによる円安予測がでてきたということでしょう。

——となると、9月にFRB（米連邦準備理事会）が利下げをしたうえに日銀が利上げをして、それが長期金利差の縮小に影響したとしても、ドル円が下がらない（円高にならない）シナリオも考えられるのでしょうか？

あり得るでしょう。また、金利差縮小で円高に振れたとしても、大きなトレンドが変わることは考えにくいでしょう、中期的には円安トレンドが続くと考えています。

【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、個々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パ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。