

オプション倶楽部 TV

2025年9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。

9月上旬、スピード調整を経た日経平均が上伸し、45000円を突破しました。売坊先生は、この高騰劇に日経225先物9月限の期日（SQ日=12日）に向けての裁定筋の“裏仕掛け”も一役買ったのではないかとみています。

ただ、いくつかのテクニカル指標が再び天井を示唆しています。各指標からどのようなシナリオが考えられるか確認していきましょう。

ファンダメンタル要因からみると“異常”にみえる日経平均の4月からの大相場ですが、それを下支えしているひとつに「不動産価格の高騰」があると先生は指摘しています。そして、その一因が円安による外国人投資家の買収です。外国人向け“日本不動産バーゲンセール”で成長性というよりも不動産を持つ日本企業が評価されてしまっているかもしれません。

ただ、外国人の国内不動産投資を規制したとしても、この“バブル”は円安インフレとコスト高が続くかぎり膨らんでいくだろうと先生はみています。

<資料P2>

——8月中旬に44000円目前の高値を付けてからスピード調整状態だった日経平均が、9月上旬に42000円近辺で反発し、ついに45000円台に達しました。まさに青天井相場ですが、チャート的には、ここで天井となると大きめの反動安があり得るようみえます。売坊先生は現時点でどのようにみていますか？

勢いがついてきたところでしたが、日銀のETF売却開始が発表されました。これにより需給への懸念が出てきますので、上には徐々に仕掛けにくくなっていくと考えています。

——日経225ラージ先物9月限が期日（SQ日）を迎えたあとも、ムードが変わることなく日経平均が続伸したのを先生はなぜだと考えていますか？

9月末までの配当権利取りもあるでしょう。需給が締まっているということです。また、日

本国債の利回りが急落したことで株式の配当を得たい金融機関もあったのかもしれません。

——9月の日経平均の 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）を 20 日間のものでみた場合、前月に比べて水準を「下げる」いるようにみえます。最高値を更新していたわりには意外なのですが、これは大きな下げがなかったからでしょうか？

日経平均の急落がなかったからです。

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>

——また、先生は9月の HV について先生はどのようにみていますか？

かなり低い水準にまで下げています。したがって、このような時は急落による上昇を警戒しています。

——9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、19 日現在で 24.05%です。8月の水準よりもいくらか下げています。先物の中心限月が変わったことで OP の需要が弱まったからでしょうか？

とはいえる、HV と比べると、まだまだ高い水準にあります。先月より水準を下げてきたのは HV が低下してきたからでしょう。

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>

——また、先生は9月の IV について先生はどのようにみていますか？

依然として 20% を割れない状況が続いている。今後も、その状態が続きそうです。これは、日経 225 先物・OP の証拠金計算方式による JPX 市場の特性です。

——9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？

こちらも安定的な状況が続いている。その結果、S&P500 も堅調な展開が続いている。

参考：OPCTV 『VIX で分かる米国株市場参加者の思惑』

<https://youtu.be/husvgyLaPYs>

——このチャートで VVIX (VIX のボラティリティ指数) を表示しているのは、なぜでしょうか？

VIX と VVIX は同時に上昇する傾向があるからです。

＜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、かなり低下してきています。売り残がかなり積み上がってきたことによります。

——信用倍率が先月とほぼ同水準です。信用売り残が多いままということでしょうか？

1カ月で比較すると同水準ですが、一度上昇した後に低下してきています。

——とすると、日経平均の続伸で信用り筋（空売り筋）が傷んでいると考えられるのでしょうか？

傷んでいる投資家もいると思いますが、難平で売り乗せが起こっている状態です。

——日経平均が続伸しても信用倍率が4倍を割れたままということは、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？

再度上昇してくると、信用売り方の損切りによる上昇があり得る状態です。

—SQ があった 9月 12日に裁定筋は先物売り—現物買いのポジションを、ほとんど解消しなかつたといえるのでしょうか？

先物 12月限が割高の状態のため 12月限にロールした(乗り換えた)ということでしょう。

—裁定売り残（日経平均の現物と先物を使った裁定筋による現物株側の売り残高）の直近を丸で囲んだのは、なぜでしょうか？

裁定買い残の水準は同じままですが、売り残が 3000 億円ほど減りました、つまり、現物を買い戻したということです。これが日経平均上昇の一因だったということでしょう。

9月限 SQ に高値が付いたのは、裁定売り残の解消（現物買い）によるインパクトもあったと考えています。

<資料 P4>

—日経平均の構成比率上位 10 銘柄を掲載したのは、なぜでしょうか？

日経平均の寄与度をみることで、日銀の ETF 売却によるインパクトをみるために

—かつては 10%を超えていたファーストリテイリングの比重がいくらか下がり、ソフトバンク、アドバンテスト、東京エレクトロンの比重がいくらか上がったようにみえます。日経平均は AI 関連株で値を上げていると考えられるのでしょうか？

アドバンテストは 3月末で 4.78%でした。8月末には 7.38%に上昇しています。

—大手メディアは日銀が保有する ETF の売却決定を週末に株価が下げた理由として報じていますが、単にこれまで継伸しての利食いではないのでしょうか？

日銀は、まだ実際に ETF を売っていないが、格好の売り材料になったということでしょう

う。一方、その金額が、かなり小さいとのことで若干落ち着きを取り戻しています。

——本来、黒田日銀が ETF を爆買いしていたことが「異常」であり、100 年かけて正常に戻すプロセスは、むしろ慎重すぎるのではないか？

買い入れ自体が異常ですので、日銀の考えることは理解が難しいですね。一方、保有する日本国債の含み損がかなり膨らんでいますので、その補填の意味もあっての売却開始かもしれません。

<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、日本経済新聞社が算出している日経平均の予想 EPS が 9 月上旬から反発に転じています。これは、なぜだと思いますか

自動車関税の影響が若干マイルドになったことがあるかもしれません。また、円高がそれほど進まないことも影響していると考えています。

——予想 PER は 9 月 18 日には 18.14 倍を付けました。まさに「異常値」かと思いますが、これをあえて“正当化”する場合、どのようなことが考えられるでしょうか？

9 月末まではテクニカルな面があるでしょう。裁定取引の現物買いを使った物量に任せた力業が利いていたということです。今後は日銀の ETF 売りもありますので、特に 9 月配当落ち以降は波乱があるかもしれません。

——新値三本足は相場が高値（もしくは安値）を更新すれば行を変えて記入し、直近 3 本の足を包み込む下降（もしくは上昇）があったときは、記入する足を陰転（もしくは陽転）させるというテクニカル手法です。これをみると調整後、上昇トレンドが再開しており、市場はさらに強気ムードにあるといえるのでしょうか？

陽線の本数が 7 本とかなり伸びてきています。したがって、今後は、いつ陰転してもおかしくない状態でしょう。陽線の幅が縮まってきたときが警戒です。

<資料 P6>

——日経平均とその移動平均からの乖離率をみると、少しアクセルを緩めるもさらに踏み込んだようにみえます。先生は、どのようにみていますか？

また上昇スピードが速かったことによる調整段階に入ったと思います。市場心理の変化があるかに注目しています。

——ドル円と日経平均の分布をみると9月19日現在、傾向線の下限をさらに割れているようみえます。これはどのように考えられるでしょうか？

日経平均が貢われ過ぎか、円がこれからさらに安くなるかでしょう。日本政治・経済への不信感・不透明感から円はさらに弱くなっていくと考えています。

——中銀ウィーク（各国で金融政策決定会合がある期間）を通過してもドル円は動意づかず、チョッピー（方向感のない乱高下）な展開です。ドル円が底堅いのは、なぜだと思いますか？手持ちの円を安くドル転したいという潜在的な実需があるからでしょうか？

基本的には日本への不信感の高まりでしょう。トルコ・リラやアルゼンチン・ペソと同様、円は最弱通貨のひとつでしょう。

<資料 P7>

——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？

まさに金利差だけで為替は語れないということです。円を買うリスクが高まっているとみるべきでしょう。

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

中銀ウィーク前に円買いのポジションが、いったん縮小しています。中銀ウィークを経て、これがどのようになっていくのは注視しておくべきでしょう。

——9月に大口投機筋の円買い越しが一時増加に転じるも結局はさらに減ったことが、ドル円が下降とならなかつた（円高とならなかつた）一因と考えられるのでしょうか？

中銀ウィークの前に玉整理があつたことが影響したのでしよう。

＜資料 P8＞

——日本の不動産価格指数（住宅）を掲載したのは、なぜでしょうか？

将来の円安も想定され、海外投資家が割安に見える日本の不動産への投資を活発化しているのがみてとれます。

——将来的にさらなる円安が想定されるのであれば、外国人は今買わなくてもいいのではないでしょうか？

すでに日本の不動産は海外投資家には割安にみえますので、円建ての価格は上がる可能性があります。

——外国人の農地取得面積と取得した外国人の内訳を掲載したのは、なぜでしょうか？

農地は国防において非常に重要な面を持っています。食糧自給率が低い国にとって外国人の農地保有はリスクが高いということです。その意味で自公政権は売国政策をとっているともいえます。したがって、円は買えないのです。

——外国人の農地買収は不動産価格上昇の「要因」となっているのでしょうか？

農地は、その一例です。マンションなども、どんどん外国人に買われている状態です。

——日本の農地は 2024 年時点で 427.2 万ヘクタールと推計されています。その年に 175 ヘクタールを外国人が買収しただけでもインパクトとなるのでしょうか？

不動産価格のほか食糧や国防などの危機の問題でもあります。米国のように規制が必要な

状況でしょう。

——外国人による不動産購入に規制がかかれば、不動産バブルが弾ける可能もあるのでしょうか？

その可能性は、かなり低いと考えています。円安が進み続けるならば、コスト高で日本の不動産価格は上昇を続けるでしょう。

昨年から述べているように、現在の日本人は資産運用に外貨を持ち、また日本株よりも金などの貴金属や実物不動産・REIT（不動産投信）を用いるべきと考えています。

外国人投資家への規制があれば株価（日経平均）は影響を受けるかもしれません。しかし、相対的に不動産価格（J-REIT）への影響は小さいでしょう。

【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。