

## **オプション俱楽部 TV**

### **2025年10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。ただ、今回は“急変”イベントがありました。その経緯を整理しておきましょう。

日経平均は10月上旬、48000円台にまで吹き上げました。日経225先物・OP10月限は最終清算日の10日に48779.14円のSQ値（特別清算値）を付けます。もっとも、当日の日経平均（現物指数）は、そこまで伸びることなく、陰線での大引けとなりました。いわゆる「幻のSQ」です。

そして“ダブル・ショック”が起きます。公明党が連立政権からの離脱を表明したうえに、トランプ米大統領が「11月から中国製品に100%の追加関税を課す」と発言して米国株が急落したのです。これを受け日経225ラージ先物12月限は10日の夜間立会で2420円安の45200円にまで急落しました。

ただ、週明け13日の祝日取引では先物が46980円まで戻します。また、14日の前場は日経平均が47000円台で推移し、回復の兆しを見せました。当日後場には売り物が出て日経平均は47000円を割れて大引けとなるも、15日の前場には再び47000円台を回復しています。

日経平均は“冷や水”を浴びたにすぎないのでしょうか、それとも大きな転換点に差し掛かっているのでしょうか。売坊先生に現状についてうかがいます。

#### **<資料 P2>**

——日経225ラージ先物12月限のチャートと価格帯別出来高から、どのようなことがみてとれるでしょうか？

売買の分布が上下に離れています。48000円以上で先物を買った買い方と46000円以下で先物を売った売り方が、どちらも傷んでいる状態です。

——日経平均のチャートでみると、いわゆる「アイランドリバーサル」を形成中のようにもみえます。4月からの中期上昇トレンドが一息つく可能性もあるのでしょうか？

先週の下げで今までの上昇トレンドが終わった可能性がでてきたと考えています。

——トランプ大統領の対中追加関税宣言で 10 日に S&P500 が 200 ポイント超える下落となつたのは、なぜだと思いますか？ 米中貿易摩擦の激化で、中国からの輸入が細ることを懸念したのでしょうか。

中国のレア・アース規制に対する反応です。「レア・アースは米国経済のアキレス腱」だと考えています。

——しかし、週明けに S&P500 が戻したのは、なぜだと思いますか？ 自律反発によるものだと思いますか？ それとも市場が TACO (トランプのいつものこけおどし) として織り込んだと思いますか？

株価急落を受けてトランプ大統領が「中国との関係はうまくいく」と発言し、これを好感して大きく戻したと思います。

——今月末に米中首脳会談が予定されています。もしキャンセルとなれば株価に悪影響を及ぼすと思いますか？

キャンセルされればマイナスの影響が大きいでしょうが、キャンセルはされないでしょう。

——もし、トランプ砲がなくて、公明党の連立政権離脱表明による政局の流動化だけだったとしても日経平均にとって「ショック」であったと考えられるのでしょうか？

政局の正常化は株式市場にはプラスです。一方、不安定化は株式市場にとってマイナスです。

——20 日もしくは 21 日に臨時国会召集が予定されています。ここでの首相指名選挙はイベントとなり得るでしょうか？

大きな注目点でしょう。政権交代があるかが注目点です。

——新首相が解散総選挙に打って出た場合、株価への影響はあると思いますか？

あると思います。さらなる混乱による様子見から弱含みとなると考えています。

——日米首脳会談が 28 日に予定されています。そこでのトランプ大統領の言動が株価に影響を及ぼすと思いますか？

トランプ大統領が日米合意の進捗状況を聞いてくると、意外な影響があるかもしれません。

〈資料 P3〉

——先生は常々、このような日経平均の上げ相場では逆張りにベア PUT スプレッドの利用を提案していました。それはなぜでしょうか？

先物売りや信用売りでは、たとえストップロスを置いていたとしても、値が飛んで、どれだけ引かされるか分からぬのに対し、ベア PUT スプレッドは最大損失が限定されているからです。「損失限定」という特徴はベア PUT スプレッドの最大のメリットです。

——今回、10 日（金曜日）にベア PUT スプレッドを仕掛けることができていれば、うまくいった可能性があったのでしょうか？

一時 3000 円以上の下げがありましたので大きな成果となったと考えています。

——単なる PUT（売る権利）の買いよりもベア PUT スプレッドが良い場合があるのは、なぜでしょうか？

売った PUT の権利行使価格を SQ 時に日経平均が下回っていた場合、利益は限定されることになります。しかし、より低い権利行使価格の PUT を売ることで PUT 買いにかかるコストが低くなりますので、費用対効果の改善が望めるからです。

——ベア PUT スプレッドには PUT 売りの部分があります。これに対して証拠金はかかるないのでですか？

かかりません。より高い権利行使価格の PUT を買っているため、売った PUT の損失リスクがカバーされているからです。

——ということは、ベア PUT スプレッドのポジションを解消するときは、基本的に PUT 売りの部分から手仕舞うわけですね？

売りから先に閉じるのが基本です。売りだけ残ると証拠金が必要になるからです。場合によっては資金不足と認識されてしまい、注文が出せない場合もありますので、注意が必要です。

#### <資料 P4>

——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）から算出された指標である日経 VI（ボラティリティ指数）、欧州株のボラティリティ指数である VSTOXX、米 S&P500 のボラティリティ指数である VIX の長期推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

IV が長期にわたり底練りしているときは、突如上昇するリスクが常にあるということです。

参考：OPCTV 『VIX で分かる米国株市場参加者の思惑』

<https://youtu.be/husvgjLaPYs>

——日本の日経 VI が欧州の VSTOXX、米国の VIX に比べて高い水準にあるのは、なぜだと思いますか？

日経 225OP 市場の IV が比較的高めなのは、日経平均が平均株価であり一部銘柄の寄与度が高い点、そして JPX（日本取引所）の証拠金計算方式による特性です。

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>

——VIX（SPX-OP から逆算された IV の指標）と VIX9D（常に残存期間 30 日で計算されている VIX を 9 日で計算したもの）の動きから、どのようなことがみえてくるでしょうか？

これらの指標をみているだけでも、米国株が下降トレンドに入るタイミングが見て取れると考えています。

**<資料 P5>**

——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？

9月末の数字には配当・優待権利取りにからんだ特殊要因があるからです。

——信用売り残は9月26日の週に急増するも、10月3日の週に急減し、1兆円の水準に戻していますね。それはなぜだと思いますか？

9月末の配当・権利を取るため「現物株買い+信用つなぎ売り」のポジションがあったからです。その結果、信用売りの数字が急増したわけです。配当落ちで、これらのポジションが解消され、信用売り残も減少しました。

——14日の日経平均の下げで信用売り筋（空売り筋）は一息ついたと考えられるのでしょうか？

若干は改善しています。しかし、13日の夜間立会で日経225先物がかなり戻しましたので、その改善度は小さくなつたでしょう。

——裁定筋が10月3日の週に現物買い残をいくらか減らしたのは、なぜだと思いますか？

ポジションがかなり大きくなってきたこともあるのでしょう。10月限SQ（最終決済日）に向けての調整の側面もあったと考えています。

——直近の裁定筋の現物買い残を丸で囲んだのは、なぜでしょうか？

買い残がいったんピークアウトしています。この点では上値追いは厳しくなつたのではと考えています。

<資料 P6>

——日本経済新聞社が算出している日経平均の予想 EPS（1株当たり利益÷業績）が9月上旬から上昇中です。これがあえて“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？

トランプ関税への対応が徐々に進み、業績への影響が軽微になってきたことが考えられます。とはいっても「トランプ関税の再度引き上げ」というリスクは残っています。

——日経平均の予想 PER（株価収益率÷成長期待）が9月配当落ち以降も上昇を続け、10月10日には18.52倍を付けました。今後もテクニカルな（内部要因での）上昇によって、ここまで行き過ぎることがあり得る前例になったと考えるべきでしょうか？

相場ですので行き過ぎはあり得ます。ただ、10月限SQに向けて買い方が仕掛けてきた側面が大きかったと考えています。

——EPS×PER=株価となるわけですが、日経平均の予想 EPS と PER のマトリクスを掲載したのは、なぜでしょうか？

その組み合わせによる今後の株価水準が一目でわかるからです。

<資料 P7>

——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）があったときに記入する足を陰転（もしくは陽転）させるというテクニカル手法です。これをみると日経平均の14日終値は46847.32円で、陰転の水準である45769.50円を割りませんでした。これは日経平均の強さを確認したといえるのでしょうか？

まだまだ分からぬでしよう。といったんは天井を打った流れになっていると個人的には考えています。

——NT倍率（日経平均÷TOPIX）とその21日移動平均からの乖離率を掲載したのは、なぜでしょうか？

かなりの異常値となっています。「日経平均売り+TOPIX 買い」の機会だったと考えています。

——10月10日の時点でNT倍率が歴史的な水準に上昇しており、それをけん引していた日経平均がTOPIXと歩調を合わせるための「速度調整」があり得たということでしょうか？

その面もあったと考えています。

#### <資料 P8>

——前回に引き続き日米長期金利差（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？

現在の米ドル円と長期金利差は押さえておきたい関係だからです。これだけ長期金利差が縮小しても円高にならないのは、日本の政治経済の弱さを表していると考えています。日本円は、すでに先進国通貨ではなく「後退国通貨」となっているかもしれません。

——同じく前回に引き続き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玉とドル円の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？現在、米国政府機関の一部閉鎖を受けてCFTC（米商品先物取引委員会）から最新の情報が発表されていません。

情報が更新されないのは非常に困ったことです。ただ、直近で円買い持ちが残っていましたので、このポジションが巻き戻されると円安が加速する可能性があります。

——米ドル円OPのIVが上昇過程にあると思われますか？その場合、ストラングル買い戦略（CALL 買い+PUT 買い）でボラティリティを買っていく戦略も考えられるのでしょうか？

米ドル円OPのIVは上昇基調だと思います。ただ、買いのタイミングは少し前だったかもしれません。なお、実践される場合はBID-ASKのコスト（気配値の開き）にも注意してください。

**【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。