

米株 VIX、金利高止まり見合いで低下過熱 約 16 年ぶり下振れ乖離、リスク選好に調整余地

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2023/7/31 (月)

米株投資家の不安心理を映し、リスク回避か選好かの尺度となるシカゴ・オプション取引所 (CBOE) の米株 S&P500・ボラティリティー (VIX) 指数は、米 10 年債金利の高止まりとの見合いで低下過熱が警戒され始めた (リスク選好と米株高に過熱感)。VIX は金利比で約 16 年ぶりの下振れ乖離となっており、短期的には過剰楽観の反動調整が注視される。材料面でも米決算発表での過度な悲観後退や、米 FRB の利上げ終盤入りといった好材料が一旦の消化となりつつある。

米株、決算底堅さや利上げ終盤等の好材料消化

「米株 S&P500 に対する投資家のエクスポージャーは拡大しており、一方向に偏ってきている。米株式市場があまりに強気に傾いており、経済や決算絡みで失望を誘う材料が出れば、上昇基調にストップがかかる恐れがある」――。

米銀大手シティグループのストラテジスト・チームは 7 月 25 日、顧客向けレポートでこのような警告を発した (ブルームバーグが引用で紹介)。

13 日には今年の米株上昇を年初に予測していた数少ない米ウォール街関係者、スタイフェルの株式ストラテジストが、「来年の米企業利益に関するコンセンサス予想は楽観的過ぎる」、「2024 年に米経済がリセッション (景気後退) に陥るリスクは十分にあり得る」、「インフレは以前より高い水準に当面とどまる」などと指摘。米国株の停滞期入りを予測している (同)。

その中で少なくとも「短期的な米株高の過熱警戒」を示唆する形で、米株 VIX 指数はリスク選好の急低下に過熱感が見られ始めた。ちょうど米国株は 7 月中旬以降、米企業決算発表での過度な悲観後退や、米 FRB・FOMC での利上げ終盤入り確認など、好材料が一旦の消化となりつつある。目先は短期調整的な米株安と VIX 上昇、日本株の連れ安とリスク回避による全般円高という場面が警戒されやすい。

VIX は 7 月 27 日に一時 12.74 にまで切り下がり、6 月 22 日の 12.73 に続いて、2020 年 1 月以来、約 3 年半ぶりの低水準となってきた。水準面でも、低下の行き過ぎ過熱が警戒されつつある。

米国株市場では米 10 年債金利の高止まりとの見合いで、VIX の下振れ乖離、米株価の上振れ乖離が警戒材料となってきた。米 10 年債金利は上げ渋りながらも、7 月は月間最高が 4.09% 前後へと上昇。昨年 10-11 月や 2008 年以来の高水準が維持された状態にある。

本来であれば米長期金利の上昇は米国株にとり、

1) 米国株のバリエーション面で割高感を高める、2) 米企業の資金調達コストや債務負担を悪化させる、3) マクロ経済への打撃やドル高などで業績には逆風となる――といったマイナス要因となりやすい。

にもかかわらず 7 月以降は金利上昇に対し、米株は上昇で VIX は低下と乖離している。7 月は単純に VIX の月間最低 $12.74 \div 10 = 1.274$ と、米 10 年債金利の月間最高 4.09% の差し引きが、-2.8 の VIX 下振れ乖離となってきた (VIX-金利)。同じ集計法での格差では 2007 年 10 月以来、約 16 年ぶりの開き拡大となっている。

2007 年 10 月といえばサブプライム危機やリーマン不安などが重なり、VIX はその後に上昇。金利水準見合いでの VIX 低下の行き過ぎ調整も重なる形で、VIX の月間最高は同月の 24.15 から 3 カ月後となる 2008 年 1 月には 37.57 へと急上昇していた (リスク回避、米株は急落)。今回も短期的には、過剰楽観の反動修正的な VIX 上昇余地は無視できない。

原油変動率は約 1 年の低下が一服、VIX に連動性

その他、過去には同格差が 2018 年 8 月から 12 月にかけて、-2.0 から -2.1 へと VIX の下振れ乖離が拡大した。当時の VIX は「金利見合いでの下げ過ぎ」という過剰楽観の反動修正も一因となり、月間最高は 2018 年 8 月の 16.86 から 12 月には 36.20 へと急上昇に転じている。同年は 8 月からの VIX 低下過熱が先行シグナルとなり、米日株は遅行で 10-12 月に調整急落となっていた。

VIX の月足テクニカル面では、12 カ月移動平均に対しての月間最低の乖離率が 27 日時点で -37.9% の下振れとなってきた (月間最低 $\div$ 12 カ月平均)。2021 年 7 月以来の乖離拡大となっている。過去実績として -30% を大きく超える下振れ乖離は、巡航速度を大きく超えた過熱シグナルとなり、その後に VIX は反動上昇となるパターンが目立っている。

現在は米株 VIX というボラティリティー (変動率) 指数と相関性の高い原油相場の変動率も、昨年 7 月以降の原油反落に連動した約 1 年に及ぶ低下が一服となっている。WTI 原油先物の月間高値と前月安値を比較した変動率は、12 カ月移動平均で 7 月から昨年 6 月以来の拡大へと転換してきた。原油相場の反発が影響しており、過去実績に沿えば米国の経済・企業へのコスト打撃や米国債金利の上昇圧力などを通じて、VIX 上昇と米株の不安定化を含めた調整株安につながりやすい。

足元の米国株市場では IT ハイテクの寄与度が高いナスダックについても、短期的な株高過熱が警戒

され始めた。ナスダック版の VIX であるシカゴ・オプション取引所 (CBOE) ナスダック 100・VXN 指数 (ボラティリティー指数) では、株価に先行実績のある週足・一目均衡表の先行スパン・雲下限の方向角度が、9 月 1 日週から微妙な上向き化となっている。先行き追隨した VXN の上昇と、ナスダックの調整反落シグナルとして注視されそうだ。

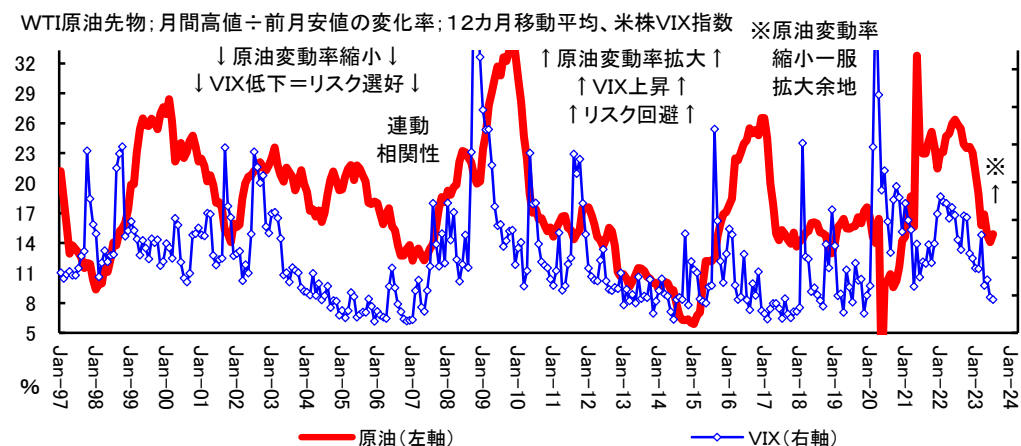
足元の米国株については「企業収益の先行き改善期待」との見合いでも、株高ペースに先走りの過熱感が見られ始めた。7 月以降の米企業決算発表では打たれ強さが見られ、全体として最悪期の通過や先行きの回復が期待されている。

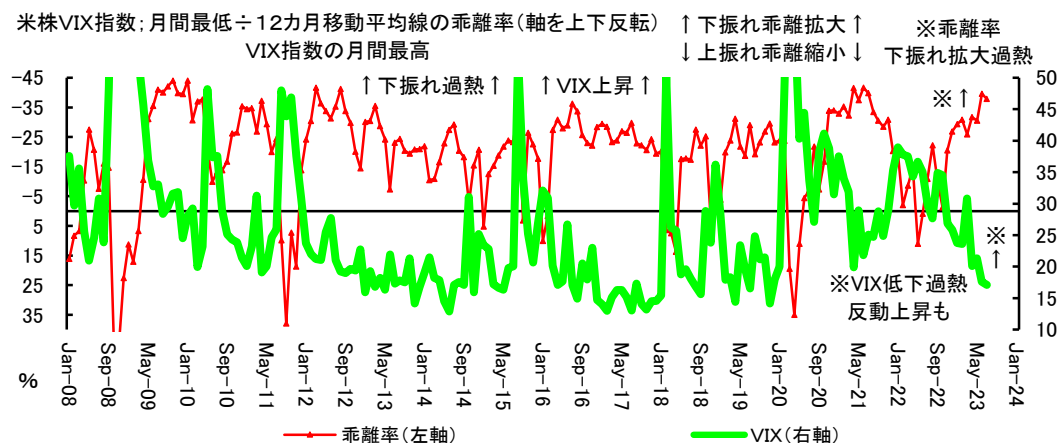
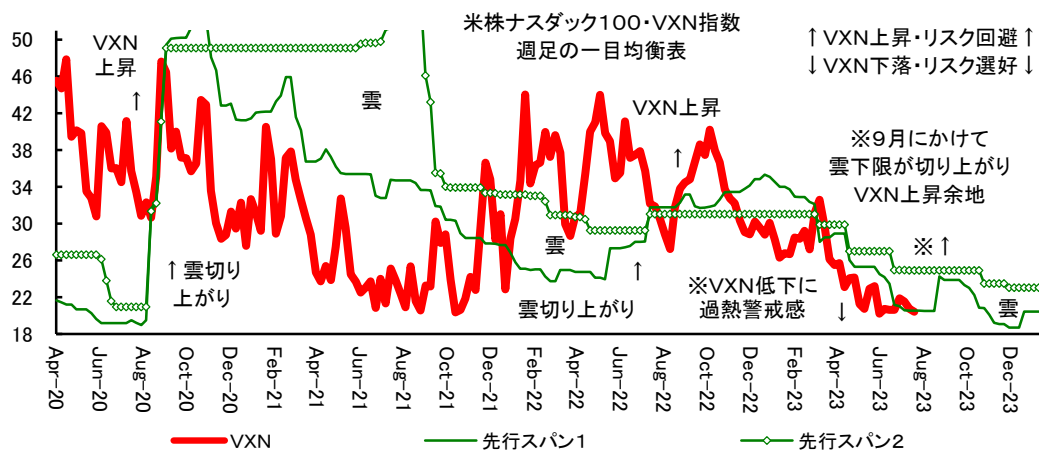
それでも直近 4-6 月期決算については米金融調査会社リフィニティブが 6 月 23 日時点で、「米 S&P500 種採用企業は前年同期比 -5.6% の減少」という予測を示していた。7 月中旬以降の決算発表を受

けて、上方修正の可能性もあるがそれでも「前年比減益」はまだ持続している可能性がある。

米経済分析局による米国の企業利益 (在庫評価・資本消費調整後) は、直近 1-3 月が前年比 -1.8% の減益となっていた。同期の S&P500 は期末値の比較で、前年比 -9.3% という連動株安となっている。

それに対して現在は S&P500 の 4-6 月が、前年比 +17.6%、足元の 7-9 月は 7 月 27 日時点で +26.5% (昨年 9 月末比) という大幅な株高となってきた。一定の減益幅に対しての株価の上振れ乖離としては、2007 年 4-6 月の利益 -3.1% で株価 +18.4%、1998 年 10-12 月の利益 -9.9% で株価 +26.7% といったケース以来、特殊な株高の先走り過熱となっている。このうち 2007 年については、その後にサブプライム危機やリーマン・ショックなどに見舞われ、米国株は反動急落となっていた。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。