

米株 VIX、リスク回避の上昇余地残存

上昇局面 9-12 週で現状 6 週、金利比でも上昇余地

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/10/27 (金)

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、リスク回避方向への上昇余地が残存している。すでに金利上昇打撃などで VIX は上昇傾向にあるが、直近最低後から 10 月 27 日週で 6 週目であり、最近の日柄調整的な上昇期間である 9-12 週には届いていない。過去は金利上昇と連動した株安・VIX 上昇も観測されてきたが、現状は金利上昇見合いで VIX が低位にあり、乖離修正の VIX 上昇余地も警戒される。

昨秋の金利急上昇やコロナ後、VIX 上昇 10 週前後

「米国企業の収益は経済動向とともに頭打ちになっている」、「今後 6-12 カ月について、幅広い株式をアンダーウェイトとする」、「広範な株式は高ボラティリティー (変動率) という新体制に適応し始めているものの、われわれが想定するマクロ的ダメージを完全に反映していない」——。

世界最大の資産運用会社・米ブラックロック傘下のブラックロック・インベストメント・インスティテュートは 10 月 23 日、顧客向けレポートでこのような警戒姿勢を示した (ロイターが引用で紹介)。

株式のリスクとしては、企業の価格決定力低下のほか、労働市場の逼迫による賃金上昇やインフレの高止まりなどを指摘。さらに金利の上昇を踏まえると、「全体的な株式のバリュエーションは高止まりしているように見える」として、金利見合いでの割高さにも警鐘を發している。

その中で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、10 月 25 日の終値が 21.19 となった。9 月 15 日の 12.68 を直近最低として、23 日には一時 23.08 にまで上昇し、3 月以来となるリスク回避方向の高水準となっている。

今年は 6-9 月に 12-13 レベルへと低下し、コロナ危機前である 2020 年 1-2 月以来の低水準となっていた。その分だけ 9 月中旬以降は VIX の下げ過ぎと過度なリスク選好 (市場楽観) に対し、反動調整が見られている。金利上昇打撃もあって、米株安と VIX 上昇が進展してきた。

VIX の直近最低は 9 月 15 日週の 12.68 であり、その後の上昇週は足元の 10 月 27 日週で 6 週目となっている。一方で最近の過剰楽観の反動修正などによる VIX 上昇の局面は、最低週後に「9-12 週で上昇が一服」という日柄調整のサイクルが観測されてきた。その意味で残りの 9-12 週目となる 11 月中旬か

ら 12 月上旬にかけては、一段のリスク回避方向を示す VIX 上昇の残存余地が無視できない。

現在と同じように長期金利の急上昇がリスク回避相場を促した昨秋でいえば、VIX は昨年 8 月 12 日週が最低となったあと、上昇局面へと移行。翌週から「7 週と 9 週後」の 10 月に 34 まで上昇したところで、VIX の上昇と米株安は一服となっている。コロナ危機が直撃した 2020 年 1 月から 3 月のリスク回避でいえば、VIX は急上昇を含めた上昇期間が「9-10 週」の持続となっていた。その期間中に当座の悪材料の織り込みが進み、VIX は上昇がピークアウト、米株は下げ止まりから反発へと移行している。

当座の米金利上昇一服と VIX の上昇ピーク通過につながるイベントとしては、10 月後半に向けた米国企業・決算発表の一段落、10 月 31 日-11 月 1 日の FRB による FOMC 通過、11 月 3 日の米雇用統計での雇用・賃金の鈍化確認、11 月上旬の米国債入札の消化、11 月 14 日以降の米物価指標などでのインフレ低下の確認——などが注目されそうだ。

VIX30-40 越えで金利上昇一服の傾向、現状 20

VIX は長期テクニカル面でも、一段の上昇に注意を要する。直近 25 日の終値が 20.19 に対し、リーマン・ショック後の 2009 年以降、約 15 年もの間に有効機能してきた重要な上限抵抗ラインとして、25 日時点の数値ベースで月足・一目均衡表の基準線 25.81、先行スパンの雲下限 37.12、雲上限 47.01 などがある。

さらに 20 カ月移動平均線を中央値としたボリンジャーバンドで、バンド上限ライン 32.48 も強力な上限抵抗線 (=上限メド) として機能してきた。

米国株市場では長期金利の上昇との見合いで、VIX 「下振れ乖離」の修正が警戒される。米長期金利の上昇は 8 月以降、米株下落と VIX 上昇の要因となっているが、10 月 23 日の前後には 10 年債金利が 2007 年以来、16 年ぶりの 5% 超えまで上昇してきた。現状は金利上昇との見合いで、VIX の上昇度合いが抑制されている。

米長期金利が米株安=VIX 上昇に作用する要因としては、1) 米国株のバリュ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——といった経路がある。

10 月は 25 日時点で単純に VIX の月間最高 23.08 ÷ 10 = 2.308 と、米 10 年債金利の月間最高 5.02% の差し引きが、-2.71 の VIX 下振れ乖離となっている (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きた。

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 はその後に大きく上昇。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 へと跳ね上がっていた（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 上昇の余地残存は無視できない。

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。

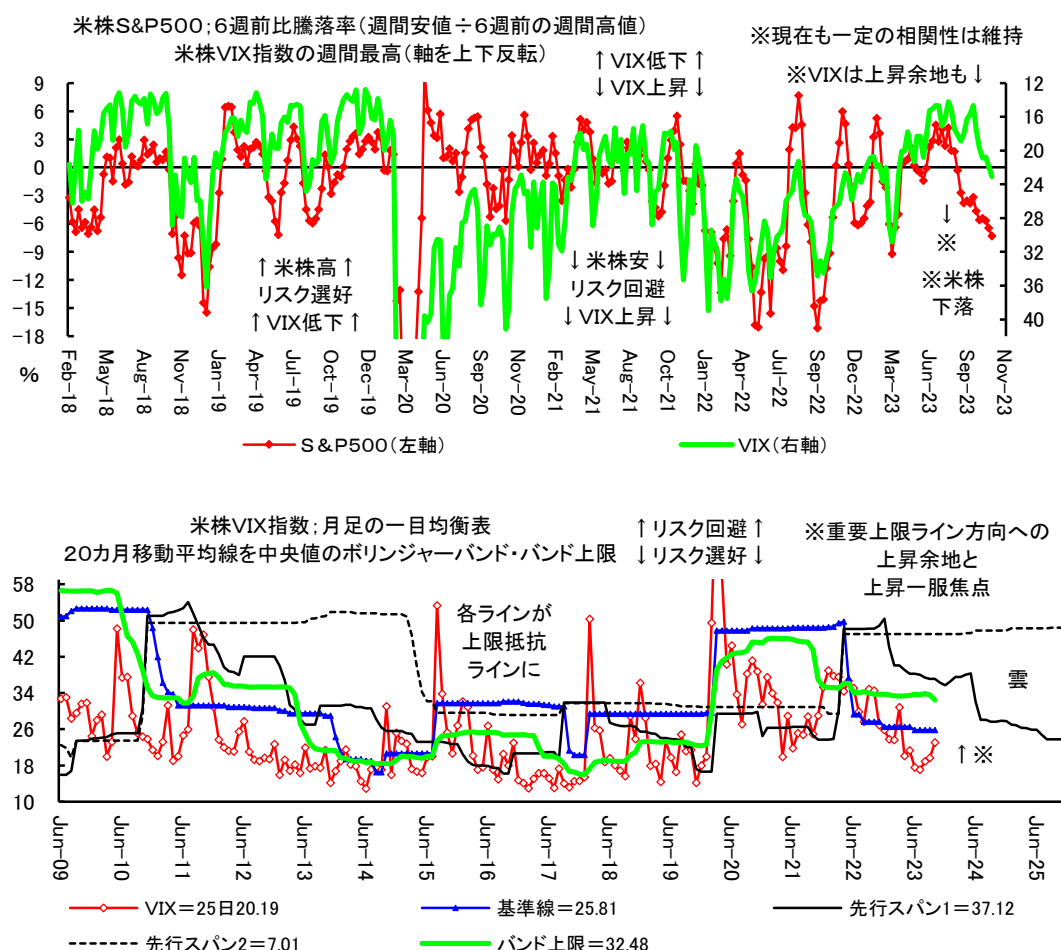
一方で米 10 年債金利と VIX の相関実績でいえば、現在のような金利上昇と VIX 上昇（株安）圧力の局面では、VIX が 30 から 40 の節目超えに上昇してくると、金利は上昇一服から低下へと転じている。金

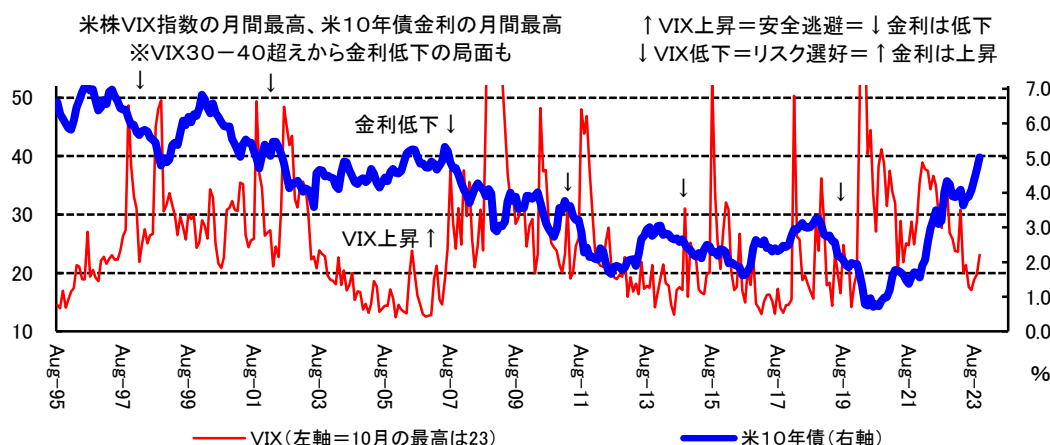
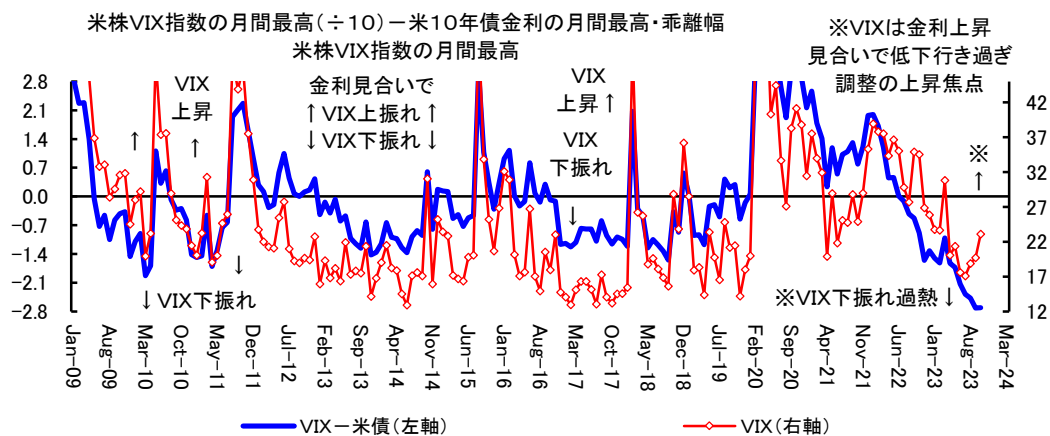
利の上昇がリスク回避や安全逃避を拡大させ（=VIX 上昇）、それが安全逃避などによる米国債への資金シフトと金利低下につながるという相場循環・市場調整機能だ（米債価格は反発）。

過去の VIX と米 10 年債金利の月間最高比較では、昨年 9-10 月に VIX が 34 超えに上昇した前後で、10 年債金利は 4% 超えへの上昇から低下に転じている。2009 年 6-7 月には VIX が 32 から 33 に上昇した局面で、当時の 10 年債金利は 4% 超えから一旦の低下となっていた。

現在のような金利 5% 超えは 2007 年以来だが、同年は 2007 年 6 月に金利が 5.32% 前後にまで上昇した。当時の VIX はサブプライム危機という悪材料もあったが、翌 7 月に 24 超え、8 月に 37 超えまで急上昇となっている。

裏表の関係により、金利は 6 月の 5.32% 前後が上昇ピークとなる形で、上げ洩りから金利低下に転じるという連動相関性が見られていた。今回も同じように金利上昇→VIX 上昇（株安）→金利低下（株下げ止まり）という循環連鎖の波及タイミングが注視される。





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。