

VIX ポジション中立化、リスク回避の混乱軽減 影響度減退もリスク選好の自制や波乱への備え進捗示唆

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

2024/10/28 (月)

リスク回避の尺度であり、米株投資家の不安心理を映すシカゴ・オプション取引所 (CBOE) ボラティリティー (VIX) 指数の先物取引では、投機ポジションの軽減化と中立化が進展してきた。過度なリスクテイクの自制や波乱相場への備えを示唆するもので、今後の各種悪材料によるリスク回避相場時に混乱の軽減化や短期化の可能性がある。足元では米国株の先高やボラティリティー低下 (= 変動率と VIX の低下・安定化) を見込む楽観局面で膨らみやすいショート (売り持ち) の解消が進み、約 6 年ぶりのネット・ロングに転換している。

ショート増は反動 VIX 上昇と米株安、足元ロング

「恐怖指数の異名を持つ米株 S&P500・VIX 指数では、先物ポジションでネット・ショート (売り持ち) が過去最大に積み上がってきた。(過去は一定レベル以上にショートが膨張すると) ポジションの巻き戻しによる VIX の上昇を伴い、S&P500 指数は下落している」、「(投機筋の VIX 先物のネット・ショートは) 株価にも大きな影響を与える規模ほどまで積み上がっている。リスクオフ (回避) につながるネガティブな材料が出れば、巻き戻しが必ず起きる」――。

ロイター通信は 2019 年 11 月、当時の VIX ショート拡大について市場関係者のコメントを踏まえつつ、このような警告を発している。当時を含めて過去 VIX ショートの拡大には複合要因があるものの、米株市場の先高やボラティリティーの低下と安定化 (= VIX 低下) を見込むリスク選好やリスク軽視の楽観ムードが高まる局面で観測されてきた。

ひるがえって現在の場合、シカゴ・オプション取引所の投機的な VIX 先物ポジション (CBOE、非商業部門) は、最新 10 月 15 日週時点で +322 枚のネット・ロングとなっている (買い持ち)。前週の -3008 枚や直近のショート最高である 7 月 16 日週の -6 万 2305 枚から売り持ちの減少と解消が進み、2019 年 1 月以来、約 6 年ぶりのネット買い持ちに移行してきた。

先行き米大統領選や FRB の金融政策、米国の企業収益や景気動向、中東発の地政学リスクなどに不透明感が漂う中であって、すでに VIX 先物ではショート手仕舞いと投機ポジションの軽減化、中立化が進展している。過度なリスクテイクの自制や、波乱相場への備え進捗を示唆するものだ。今後の各種悪材料によるリスク回避相場時には、混乱が軽減化、短期化される可能性がある。

目先はリスク回避が高まって、VIX ショートの巻き戻し等による VIX 急上昇と、市場ボラティリテ

ィー上昇の懸念、米国株の急落、日本株の連れ安、リスク回避の円全面高といった連鎖波乱の潜在リスクが抑制される。

VIX ポジションでのロング+ショートという合計ポジションに占めるショート比率は、10 月 15 日週時点で 49.9% となっている。今年 6 月の 64% を直近最高として低下となり、2019 年 1 月以来の低水準となってきた。過度なリスク選好の修正やポジションの手仕舞い、中立化進展を示すものだ。

過去 50% の中立化以下では、リスク軽視の過熱調整進捗が意識されるほか、中立化を超えた一段の VIX ショート減・ロング増 (リスク回避方向) 余地の狭まり、VIX ショート比率の下限接近などにより、日本市場では株安と円高・ドル安の余地が低減となってきた (株安・円高の歯止め)。TOPIX や日経平均株価、ドル/円でのドルについて、下げ余地縮小や底固め、下限切り上がりにつながっている。

これまで VIX ポジションはリスク選好が優勢の局面で、VIX 低下見込みでショートが拡大。反対にリスク回避の局面で、VIX の上昇や上昇警戒によるショート削減やロング転換が観測されてきた。その点で為替相場のポジションでは円先物と相関性があり、円はリスク選好時に円安方向のショート、リスク回避時に円高方向のショート整理やロング転換が見られている。

VIX と円ショート整理進捗、ショート再拡大余力

足元の VIX ポジションについては、ショート整理からロング転換へと移行している。先行き実際のリスク回避相場と市場波乱は警戒されるものの、「未然の備え」が進捗してきた分だけ、今後は反対方向となるロング整理とショート再拡大の伸びしろ余地が注目されそう (リスク選好の VIX 低下・米株高を見込む方向)。

円については今夏からのリスク回避相場などにより、シカゴ IMM の円先物ポジション (国際通貨市場、投機部門 = 非商業、ネット) ベースで、8 月から円高方向を見込む円ロングに転換している。一方でリスク回避か、リスク選好かの尺度となる VIX で、「先行きロング整理とショート再拡大」の伸びしろが醸成されつつあるなか、連動性の高い円ポジションも円ロング整理 (円の売り戻し) と円ショート再拡大 (円売り再開) の伸びしろ余地、円の再下落余地 (ドルなどの外貨は再上昇) が焦点になっていく。

過去 VIX ショートが大幅に積み上がっていた局面からの反動では、2018 年 2 月などで「ボラティリティーと連動するファンドを組むリスク・パリティ・

ファンドからの株売りが出たほか、低いボラティリティ（米株が急変動しない）に賭けていた上場投資商品（ETP）の価格が急落し、早期償還も相次ぐ」（ロイター）といった市場混乱の連鎖ケースも見られていた。

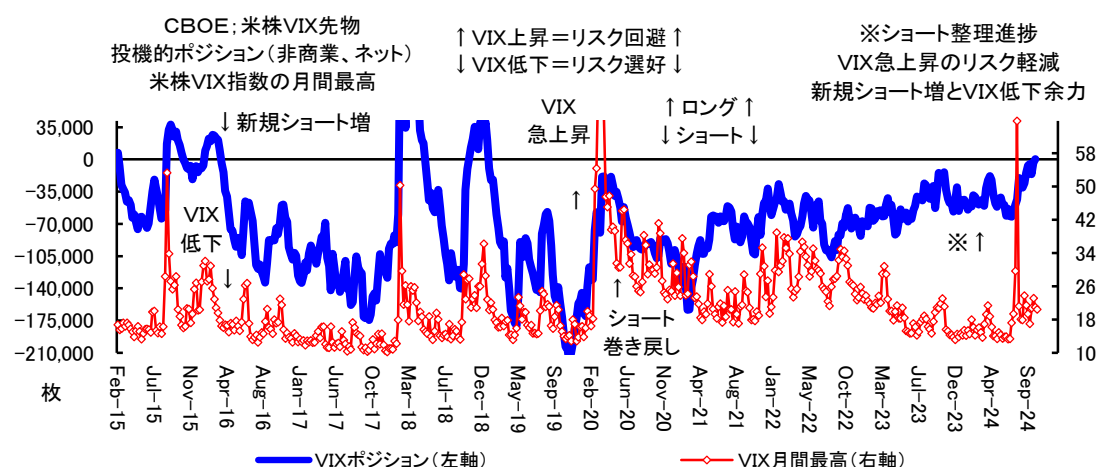
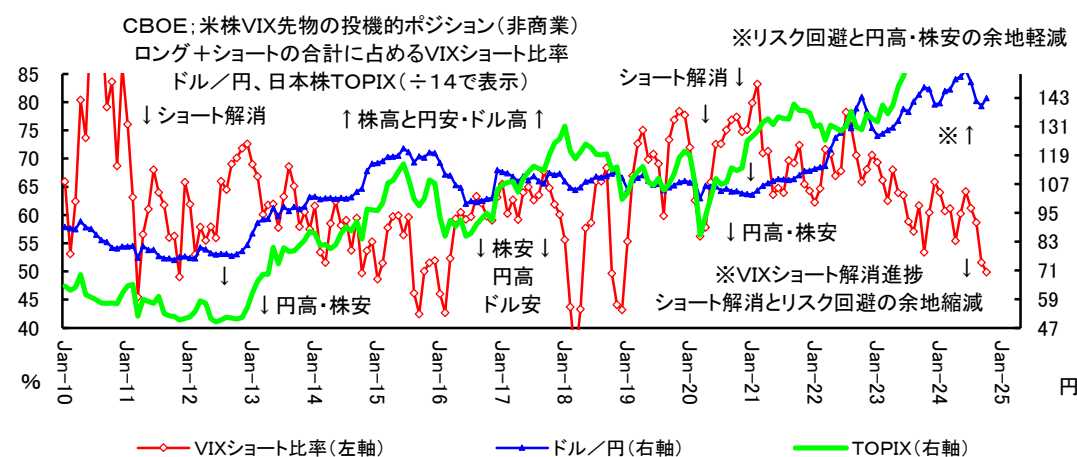
その点、足元ではVIXショートが解消され、ロングに傾斜しており、こうした反動波乱の潜在リスクが限られる。

直近のVIXショート整理に関しては、7-8月に市場混乱とリスク回避相場を受けたVIXの急上昇があり、その局面で利益・損失の確定を含めたVIXポジション全体の清算と解消が進んだ側面がある。さらにVIXはコロナ・ショック以降、短期急変の相場環境で超短期センチメントの反映に疑念が生じたほか、取引規模が減少傾向にある。現在は投機・ヘッジ対応などでVIXを活用する場合の短期調達金利の高止まり（FRBの大幅利上げ余波など）等もあり、VIX

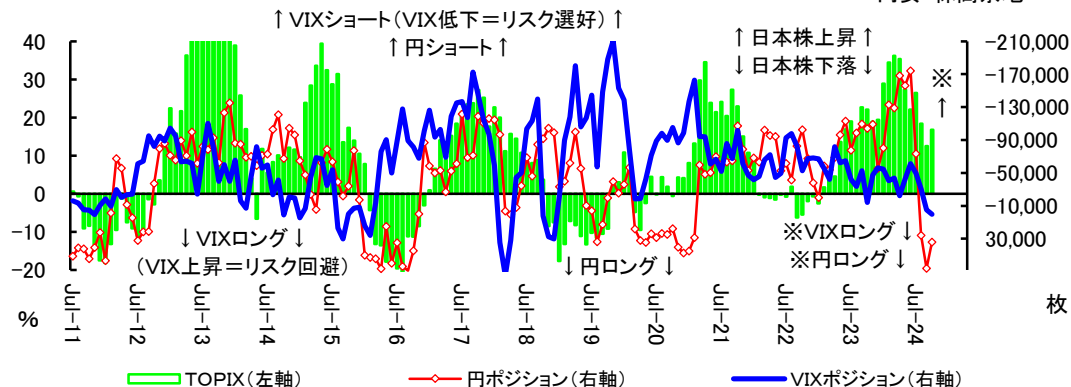
の市場影響度は減退している。

それでもVIXの指数水準とポジション動向は現在もなお、リスク回避方向か、リスク選好方向か、あるいはリスク回避のショック度合い、リスク選好の盛り上がり度合いなどを探る参考指標や先行指標として、一定の有用性を保っている。

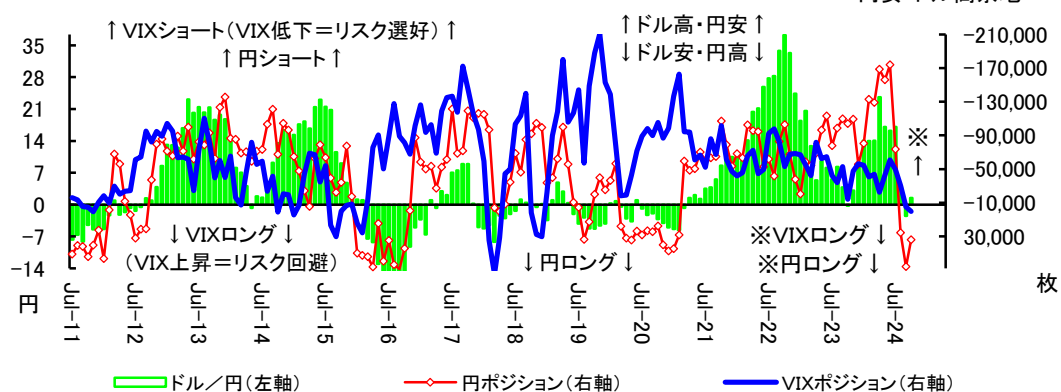
最近ではロイター通信が10月23日、「11月5日の米大統領選当日は市場大荒れか、米金融機関が備え着々」と指摘しながら、市場参加者は「ボラティリティ（変動幅）の急拡大で不意打ちを受けないよう万全を期そうとしている」と伝えた。その中では「バンク・オブ・アメリカのデータに基づく、株式投資家の不安心理の度合いを示すCBOEボラティリティ・インデックス（VIX、恐怖指数）は、米国で選挙が予定される年は7月から11月にかけて25%程度高くなる傾向がある」といったVIXへの言及が見られている。



シカゴIMM; 投機的な円先物ポジション, CBOE; 投機的なVIX先物ポジション ※VIXと円にショート余力
日本株TOPIX月間高値・前年比騰落率(ポジションは非商業、ネット、軸を上下反転)



シカゴIMM; 投機的な円先物ポジション, CBOE; 投機的なVIX先物ポジション ※VIXと円にショート余力
ドル/円の月間ドル高値・前年比変化幅(ポジションは非商業、ネット、軸を上下反転)



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。