

VIX 指数に見る米国株価調整の目途

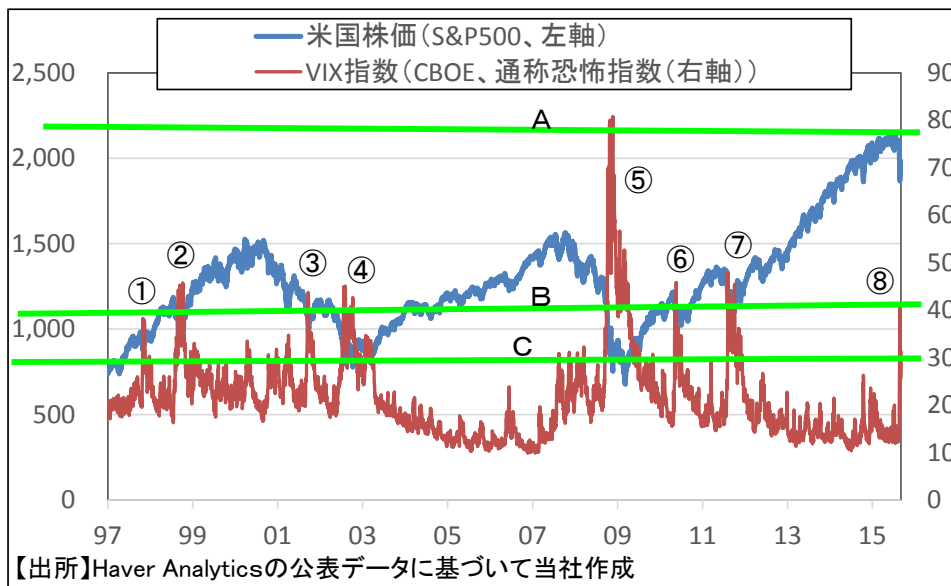
2015年9月8日

りそな銀行アセットマネジメント部
チーフ・マーケット・ストラテジスト
黒瀬浩一
koichi.kurose@resonabank.co.jp

相場に関する有名な格言に「まだはもうなり、もうはまだなり」がある。しかし、データ整備が進んだ現代には「まだ」か「もう」かを客観的に計測する指数がある。個人投資家にもよく知られた VIX 指数（以下、VIX）だ。相場に織り込まれた恐怖の度合いを示すことから、「恐怖指数」としても知られている。VIX の長期の動向から足元の危機を歴史の中に位置づけ、今後の米国株価調整の目途を展望する。

1. VIX と株価の長期動向

下の図表は 1997 年以降の VIX と米国株価の動向だ。VIX（右軸）が 40（緑色の中央の B 線）を超えると株価が大きく下落するパターンは、①から今回の⑧まで 8 回あった。この 8 回を大別すると、VIX40 は通過点でその後にもっと大きく上昇した⑤のパターンと、40-45 でピークを付けた⑤以外の全てのパターンに分けられる。



⑤と⑤以外を分けた要因は何か。それは危機対応の成否だ。百年に一度の危機と称される⑤のリーマンショックは、その前の段階で小さな危機が発生（VIX30、緑色のC線が目途）しても十分な対応を取らなかった。その状況は、VIXが40に達しても変わらなかった。結果的に危機の深刻化を回避できなかったという意味で危機対応に失敗した。逆に

言うと、⑤以外は、VIXが約40の段階で危機対応を実施して結果的に危機の深刻化の阻止に成功した。

足元⑧のVIXの水準は約40だ。これは、もし「まだ」だとすると、これから危機対応に失敗してVIXはもっと大きく上昇する。しかし、「もう」であれば、危機対応に成功して遠からず危機は終息する。次に、足元の⑧がどちらに収束するかを見定めるためのポイントについて検討する。尚、①から⑧の概要は以下の通り。いずれも危機と呼ぶにふさわしい歴史の出来事だ。

- ① 1997年タイバートの暴落に始まりアジア各国に波及したアジアの通貨危機
- ② 1998年8月のロシアのデフォルト、その余波でヘッジファンドLTCM破綻、秋に日本の金融危機
- ③ 9・11テロ
- ④ 2002年から2003年にかけてエンロンやワールドコム不正会計とブッシュ大統領のイラク戦争

- ⑤ サブプライム危機に始まるリーマンショック
- ⑥ 2010年5月頃のギリシャ破綻処理
- ⑦ 米国の格下げとギリシャ破綻がポルトガルやスペインに波及しかけた欧州財政危機
- ⑧ 8/11からの人民元の唐突な切り下げ、8/12天津爆発事故に始まった中国発の危機

2. 今後のポイントと株価調整の目途

今後を見る上で最大のポイントは、⑤のリーマンショックに至ったような危機対応の失敗が再現されるかどうかだ。言葉を変えると、中国が景気の減速を超える失速、株価の下落を超えた金融システムの不安定化や機能不全、を容認するかどうかだ。

中国が過剰設備や地方政府の不良債権問題を抱えているのは事実だろう。共産党内の政争で経済政策が後回しになる傾向があるのも事実だろう。共産党が株式や為替市場をマイクロマネジメントしようとして素人のような対応が市場にネガティブサプライズを与えているのも事実だろう。しかし、景気対策と金融システム危機を回避するための予算は、財政資金や外貨準備など豊富にある。共産党内の政争は、平時は別としても、経済が危機に陥りそうな場合にはいわゆる挙国一致内閣となるのが通例だ。

次に、⑤と⑤以外のパターンの株価パフォーマンスを下の図表で見てみよう。尚、①はタイムラグを経て②に至った。④の不正会計とイラク戦争は、事情が事情であり、危機対応で対応できる性質のものではない。従って①と④は、過去とのアナロジー（類推）という意味で適切ではない。

米国株式の歴史的危機局面でのパフォーマンス

| | | 株価高値 | 株価安値 | 下落期間 (日) | 下落率 | 株価高値更新日 |
|---|---------------------------|-----------|------------|-------------|---------|-------------|
| ① | アジア通貨危機 | 1997/8/9 | 1997/11/12 | 95 | 6% | 1997/12/30頃 |
| ② | ロシア破綻 LTCM危機 日本金融危機 | 1998/7/17 | 1998/10/8 | 83 | 19% | 1998/12/20頃 |
| ③ | 911テロ | 2001/9/10 | 2001/9/21 | 11 | 12% | 2001/11/10頃 |
| ④ | 不正会計 イラク戦争 | 2002/1/4 | 2002/10/9 | 278 | 34% | 2004/11/11頃 |
| ⑤ | リーマンショック | 2007/10/9 | 2009/3/1 | 509 | 57% | 6年後 |
| ⑥ | ギリシャ危機 | 2010/4/23 | 2010/7/21 | 89 | 16% | 2011/12/3頃 |
| ⑦ | 欧州財政危機 米国格下げ | 2011/7/7 | 2011/10/3 | 88 | 19% | 2012/2/20頃 |
| ⑧ | 中国発危機 | 2015/8/10 | | | 7%(9/3) | |

百年に一度の危機と称される⑤のリーマンショックでは、株価は高値から57%下落、株価が高値を奪還したのは6年後だった。①と④と⑤以外(黄色部分)は、平均すると株価の高値からの下落率は17%、株価が底値を付けたのはピークから約2か月後、株価が高値を奪還したのは高値から約6か月後だった。こうしてみると足元の⑧は、危機対応が失敗しないと仮定しても、株価の値幅と日柄の調整には「まだ」余

【出所】Haver Analyticsの公表データに基づいて当社作成

地があると見るべきだろう。特に日柄は、危機対応の成果がリアリティー・チェックの対象となるため、やや長い時間がかかることには注意を要する。

以上

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。