

『賢者のマーケットインサイト』 2022年5月25日放送分 補足 Q&A

2022年5月25日放送のラジオ NIKKEI 『賢者のマーケットインサイト』で
OP 売坊先生が使用した資料の補足 Q&A です。

<動画を視聴する>

<http://www.panrolling.com/tv/#/movie/IUZUDOd9WXw>

<資料>

<http://www.panrolling.com/tv/report/insight220525.pdf>

<資料 P2>

——日経平均が 26000 円台です。チャートの的には 26000~27000 円は 2020 年末からの強い支持帯であり、現在はそこでの攻防のようにみえるのですが、先生は現時点で中期的（3カ月程度）にどのようなみえていますか？

個人的には底抜けを警戒しています。米国のインフレは、基本的にリセッション（景気後退）が不可避だと考えています。また、これからも FF 金利の上昇や FRB の資産圧縮の影響が出てくると考えています。さらに、参議院選、米中間選挙が近づいてきています。ロシアの動向も要注意でしょう。

年内6月、9月、12月のメジャーSQ（大口投資家が主戦場とするラージの先物期近も満期となる）限月をタイミングに 24000 円を試す展開があっても不思議ではないと考えています。

——米国株の反発が弱く、S&P500 指数があっさり 4000 を割ってしまった印象があります。NY ダウも 30000 ドル割れが視野に入ってきたように見えます。先生は現時点で中

期的に米国株をどのようにみていますか？

上記と同様、NY ダウも 30000 ドル割れの可能性が高まってきていると考えています。米国株の下落によって日経平均が連れ安となる流れを想定しています。

——6月10日の米 CPI が予想を上回るものであれば FRB（米連邦準備理事会）が FF（フェデラルファンド）金利を 0.75% 引き上げる可能性も出てくるため要警戒ということでしょうか？

0.75% 引き上げも想定をしておきたいところです。

——ECB（欧州中央銀行）も7月に利上げの公算が出てきました。独 DAX 指数が日経平均と似たような展開で 14000 を割っています。先生は現時点で欧州株（ドイツ株）をどのようにみていますか？

独 DAX も弱気です。基本的に世界的株安の流れは、まだまだ続くと考えています。

——6月限はメジャーSQ です。これから SQ 日（10日）まで先生は OP（オプション）トレーダーとして、どのような点に注意されますか？

5月末ごろまで強含みの展開となると、6月 SQ をより警戒します。強含みの時に PUT を安く買い集めて、下に仕掛けるのが一番儲かるからです。

——日本銀行が5月16日に発表した4月 PPI（国内企業物価指数）が前年比で 10.0% の上昇でした。そして、20日発表の同月 CPI（消費者物価指数）は 2.1% の上昇でした。日銀の黒田総裁にとっては念願の 2% 超えでしょうが、そのくらいでは 10 年債の利回り上昇（価格下落）を抑えるための爆買いや日銀プット（ETF 買い入れ、5月19日に 701 億円で発動）などは、やめる気がなさそうです。黒田日銀が積極緩和の姿勢を転換することは

あるのでしょうか？

黒田総裁は自分の任期(2023年4月8日)まで逃げ切りを考えていると思います。ただし、あるとすれば、あと数週間です。国民の不満が高まり、与党に参院選への不安が出てくると、日銀総裁の解任という電撃が走る可能性もゼロではありません。

——“解任”とは政府与党が辞任に追い込むということでしょうか？

そうです。可能性は低いですが、無いとはいえません。

<資料 P3>

——これはどのような図でしょうか？

今後の要注意の主要ポイントです。FOMCと選挙、そしてメジャーSQです。何かのタイミングで、1日にNYダウが1500ドル安や2000ドル安になるような急落があるかもしれません。

——このポイントでOPトレーダーとして、どのような点に気をつけるべきでしょうか？

CALL売りは積極的にチャンスを狙っていけると思います。一方、PUT売りは、基本的に見送り、または損失限定のスプレッドが無難でしょう。一発退場の可能性が高まっています。

<資料 P4>

——特に欧州は厳しい状況なのは、なぜでしょうか？

やはり、地理的な面と経済的なつながりから、ロシアとの緊張が高まっているということ

です。フィンランドとスウェーデンの NATO 加盟申請がより物事を複雑にしています。また、イギリスが一番早くリセッションになる可能性が高くなっています。また、エネルギー問題を考えると欧州と日本が苦しい立場です。

——18日に与党の税制調査会で法人税の実効税率を引き上げる案が浮上しました。こうした報道は「増税」というグレイ・リノを起こすことにはならないのでしょうか？

日米欧の増税懸念は、以前よりグレイ・リノとしてオプション倶楽部会員様向けの『週次レポート』では取り上げております。可能性はあると思います。

——コメントは米国市場を取り巻く環境が悪化しているのだから米国株が年初来安値を5月中旬に更新したのは必然ということでしょうか？

下げるべくして下げていると考えています。今回、DDM、イールド・スプレッド（ギャップ）、過剰流動性の終焉、バフェット指数・長期投資家の行動から考えれば必然だと思います。

<資料 P5>

——これはどのような図でしょうか？

米国株がなぜ軟調なのか、6つのポイントを並べたものです。

——米国の中間選挙は弱気要因でしょうか？ 不透明感があるからでしょうか？

波乱の可能性があります。グレイ・リノということでしょうか？ 特にインフレが鎮静化しない場合のバイデン大統領やFRBの対応が気になっています。

——今回の金利上昇が、なぜ現役のファンドマネジャーにとって試練となるのでしょうか？

米国金利は1980年代から40年以上にわたり低下してきました。したがって、現役の若手ファンドマネジャーは、机上では分かっているが、金利上昇局面の経験が実際にはないかもしれません。

<資料 P6>

——米10年債利回りの10年移動平均と5年移動平均を表示されているのはなぜでしょうか？

10年が運用のタイム・ホライズンとして特に重要なメルクマーク（道標）となるからです。

——なぜ年金基金のマネジャーにとって10年が運用期間の重要なひと区切りとなるのでしょうか？

個々の年金ごとに年金加入者の人口ピラミッドが違います。各年金基金は加入者の人口ピラミッド等も考慮しなければなりません。将来の年金給付に支障がないようにリスクを管理していくためです。そのため、特に10年が運用のタイム・ホライズンとして重要なメルクマーク（道標）となります。

——米10年債利回り（長期金利）が急騰して10年移動平均を上抜けたことにどのような意味があるのでしょうか？

簡単に言えば、毎週・毎月定期的かつ継続的に債券を買う年金等の長期投資家機関のコストとなるからです。逆転した場合、含み損となっている可能性が高くなります。したがって、ポートフォリオで、よりリスクが高い資産クラス、つまり株式への投資行動が制約さ

れます。

——資産配分（アセット・アロケーション）の変更とは、どのようなことでしょうか？

同じ期待収益率であれば、リスクの少ないポートフォリオに変更するということです。米国債と米国株の 2 つの資産で考えると、米国債の期待収益率が上がれば、ポートフォリオの期待収益率を維持するのであれば、株式への比重を下げるのが基本です。株式の比重を下げ、債券の比重を上げることで、期待収益率を下げずに、ポートフォリオのリスクを下げるすることができます。

——なぜ債券利回りの急騰（債券価格の急落）が株式に悪影響となるのでしょうか？

まず、金利が上がると、株価の理論値をその株を持ち続けた場合に将来支払われる配当金の現在価値の合計値であるとする DDM モデルでは、理論株価が下がります（資料 P8 参照）。また、ポートフォリオを組む場合、期待収益率を下げずに株式の投資比率を下げ、債券への投資比率を上げることでリスクを下げるすることができます。

——これは欧州や日本でも起こり得るのでしょうか？

ポートフォリオの理論は、万国共通ですので、起こり得ると考えています。

<資料 P7>

——FRB が 6 月から保有資産の圧縮を始めるのは、なぜでしょうか？

FRB の資産規模が対 GDP（国内総生産）比で、大きすぎると考えられているからです。GDP 対比で 3 割程度が妥当だと主張している FRB 委員もいます。その水準に戻すには 3 兆ドル規模の資産圧縮が必要です。

——FRBのバランスシートが悪化すると、どのような問題があるのでしょうか？

長期金利が上がるとFRBの保有債券に損失が出ます。したがって、長期金利が低いうちにバランスシートの縮小に着手する必要があります。FRBの資産内容が悪化すると、最悪、破綻危機も否定できません。

——売却ではなく償還されたものを再投資しないだけにすれば、元本は確保されますし、市場への悪影響を減らせるではないでしょうか？

例えば、FRBの保有する国債が満期を迎えると、FRBは米国財務省から償還金を受け取ります。したがって、これを国債に再投資しなければ、FRBの資産の部の国債金額が減少します。一方、新規国債を民間銀行が購入するとき、その購入原資としてFRBに預託している準備金を使えば、負債の部も減少します。この流れとなれば、FRBのバランスシートは縮小します。しかし、これですと縮小規模が予定よりも小さくなってしまいます。または、時間がかかりすぎます。

——ECBが資産縮小を始めたらギリシャやイタリアで債務危機が起こる危険性はないのでしょうか？

欧州の中でも、混乱が起こることは想定されます。

<資料 P8>

——配当割引モデルとは何でしょうか？

株式評価モデルのひとつです。株価の理論値は「その株式を持ち続けた場合に将来支払われる配当金の現在価値の合計値である」とする考え方です。

配当割引モデルは、小生のブログのワンポイントレッスンでも述べていますので、よろしければご覧ください。

<https://www.panrolling.com/seminar/opuribo/pre/video.html>

——黄色で塗った「0.81」は何でしょうか？

それぞれ金利、つまり割引率が2%から3%に上昇したときの理論株価の位置です。0.81ですと19% ($1-0.81=0.19$) の下落要因ということです。

——黄色で塗った「0.73」「0.67」は何を示しているのでしょうか？

それぞれ金利、つまり割引率が1%から2.5%と3%に上昇したときの理論株価の位置です。0.73ですと27% ($1-0.73=0.27$) の下落要因ということです。

<資料 P9>

——イールド・スプレッドとイールド・ギャップを掲載したのは、なぜでしょうか？

こちららも債券と株式の割高割安を判断する材料だからです。金利上昇によるイールド・スプレッドの縮小により、株式の割高傾向が続いています。

<資料 P10>

——恒例の日米 M2 (通貨供給量) 伸び率の推移ですが、先月確認したときから何か変化がありましたでしょうか？

日本は通常の範囲まで下落しています。一方、米国は急速に縮小してきており、3月には10%を割れてきています。

——米国の M2 伸び率も高水準とはいえ、歴史的に異常な水準から戻ったとも考えられるのでしょうか？ こうした鈍化はインフレの抑制に影響するのでしょうか？

まだまだ異常な水準から正常に戻る過程でしょう。鈍化がすすめば、インフレ抑制につながってくると考えています。

<資料 P9>

——コスト・プッシュ・インフレとは何でしょうか？

供給不足から起こるインフレです。

——現在のインフレは供給ひっ迫によるものであり、米ドルの乱発による通貨価値低下が主要因というわけではない、ということでしょうか？

主要因は供給不足だと思います。

——需要の減少が必要ということは景気の悪化が必然ということでしょうか？

景気が悪化して、需要が減らないと、インフレは下がりにくいということです。

<資料 P12>

——米国株（S&P500）をけん引してきた FANG 関連株が頭打ち・急落となっています。メタバースは経済成長の起爆剤とならないのでしょうか？

メタバースとは「メタ（超）」と「ユニバース（宇宙）」を組み合わせた造語のことで、三次元のインターネット上の仮想空間のことです。ポテンシャルはあると思いますが、FANGなどの損失の処理が先だとも考えています。

＜資料 P13＞

——2021 年は世界 86 取引所合計でオプションの出来高が先物の出来高を上回りました。特にインドでオプション人気が高く、インド取引所のニフティ銀行株指数オプション（Bank Nifty）は 2021 年に約 85 億枚の出来高を記録しています（JPX の 225 オプションは約 2500 万枚）。高ボラティリティの商品を低プレミアムで売買できるのが人気の一因のようです。相場の底流が変わりつつあるなか、日本でもこうした商品が出てくると、オプション人気が高まる可能性はあるのでしょうか？

日本でも、世界的な流れのなかで先物・OP 商品への注目がさらに高まってくると思います。日本では、その注目度が若干遅れ気味です。したがって、その世界的競争力を維持するためにも、日本取引所グループ（JPX）も改革を進めてくれるものと大いに期待しています。

＜資料 P15＞

——権利を買った人はそれを行使する自由があり、権利を売った人は行使されたらそれにこたえる義務があるということでしょうか？

そのとおりです。

——なぜ OP 売りに証拠金が必要なのでしょう？

買い戦略は損失が限定されていますが、売り戦略はリスクが無限（CALL の場合）だからです。したがって、売り方が損失分を払えなくなることを想定して証拠金制度が用いられています。基本、買い方の利益は売り方の損失です。売り方の損失が補償されていないと、

せっかく買い戦略で相場を当てても、利益がもらえなくなると困ります。

注) 売り方が損失を補填できない場合、取り扱い証券会社が支弁することになります。

——OP 売りにかかる証拠金は急激に変動するものでしょうか？ 例えば、今日は4万円だった証拠金が翌日には20万円になるとかあるのでしょうか？

225OPの証拠金計算方法は複雑です。ご指摘のように、翌日に4倍になることもございます。したがって、売り戦略では証拠金の管理がとても重要であり、ひとつのノウハウとなってくるわけです。

<資料 P17>

——オプション買い戦略の特徴はいかがでしょうか？

損失限定の戦略が取れることです。

——オプション複合戦略の特徴はいかがでしょうか？

相場観に基づいたいろいろな戦略が取れることです。

<資料 P18>

——225 オプション売り戦略はSQ日（満期日）までに日経平均が標準偏差内に収まっている確率から、その外で仕掛けていくということでしょうか？

今回ご紹介している戦略は、基本的には標準偏差を考慮した戦略です。

＜資料 P19＞

——ただ、最近は突発的に変動性（ボラティリティ）が急騰し、1日で500円を超える上げ下げがみられるのではないのでしょうか？

同時にボラティリティについても、その特性を理解しながら運用を進めています。

——ボラティリティ分析をはじめパターン分析から相場がOP売りに不利な状況になったときを避けるなど、戦略に臨機応変にメリハリをつけながら、利益をコツコツと積み重ねていくイメージでしょうか？

ボラティリティ分析や、パターン分析を取り入れながら、相場の転換点や、急騰急落の可能性を探っています。これらはオプション倶楽部会員様向けの『週次レポート』でご紹介させていただいております。また、ご指摘のとおり、確率を重視し、コツコツと収益を積み上げることを目指しております。

【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・損失などについて著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。