

## 『賢者のマーケットインサイト』 2023 年 1 月 25 日放送分補足 Q&A

2023 年 1 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>

<https://www.panrolling.com/tv/#/movie/uvCr0PMuq2s>

<資料>

<https://www.panrolling.com/tv/report/insight230125.pdf>

<1月23日現在の相場観>

——日経平均は18日に日本銀行の現状維持に“安堵”して上げたものの、すぐに修正され、頭重い展開が続いています。また、先生は先月に「今後3カ月のレンジでは26000～28750円を考えていますが、ブレイクするとしたら下でしょう」とおっしゃっていました。とはいえ、目先の動きと昨年後半からのチャートを見ると26000円付近をさらに固めているようにもみえます。先生は現時点で中期的（3カ月程度）にどのようにみえていますか？（1月23日現在）

現在26000円がサポート・ラインとなり、反発をしています。とはいえ、底打ちをしたとの判断は時期尚早でしょう。下落のスピードが速かったこともあり、中期的な下落基調でのテクニカルな戻し局面とみえています。

日銀のYCC（利回り曲線操作）の条件引き上げ、または解除は、時間の問題でしょうし、米国株の債券対比での割高状態も解消していません。したがって、特に3月のメジャーSQを心配しています。これから3カ月では25000～28000円と先月よりも約1000円レンジを下げていると考えています。今回もブレイクするとすれば下だと考えています。

——米国株は大局的には、2022年初めを大天井に景気後退（気味）を反映して下げ基調にあるなか、何度か希望的観測による戻りが起きているようにみえます。この下降トレンドが覆るにはS&P500の場合、昨年12月に付けた4100水準、昨年8月に付けた4300水

**準が主要抵抗帯になると思いますが、先生は現時点で中期的（3カ月程度）にどのようにみ  
ていますか？（1月23日現在）**

金利上昇が緩やかになるとの期待から、相場が堅調となっています。一方、長期債も底を打った感じがあり、これ以上の金利低下は難しいと考えています。したがって、S&P500が今後4100水準を回復する可能性を考えていません。今後も上値の重い神経質な展開が続くと考えています。

**——米 WTI 原油は先月「下限に近づいている」と先生が指摘されたように、その後は底を固めているようにみえます。先生は現時点では中期的（3カ月程度）にどのようにみていますか？（1月23日現在）**

今後も底堅い展開を予想しています。70ドル割れは想定していません。米国のシェール・オイル会社の採算が悪化します。また、米国もその水準であれば、備蓄への需要が出てくると考えるからです。

**——NY金は先月続伸し、現在は1900ドルの攻防となっています（一方、東京金先物は円高で勢いが相殺されたものの23年12月限が8000円の天井圏を試す展開になってきたようにみえます）。先生は先月「引き続き底堅く、じわじわ上がっていく展開」を予想されていましたが、現時点では中期的（3カ月程度）にどのようにみていますか？（1月23日現在）**

東京金は底堅い展開で8000円も超えてきています。中国が積極的に買っているのが要因でしょう。今後もジリ高の展開を考えています。なお、中国がなぜ買っているのかについては、台湾進攻や今後の西側諸国との対立を想定しての準備かもしれません。

<P2>

**——CMEグループの『フェドウォッチ』によると市場のほぼ100%が2月1日のFOMC（米連邦公開市場委員会）で0.25%の利上げ（政策金利は4.50～4.75%に）を予想しています。すると、これではない数字となれば、サプライズとなり得るということでしょうか？**

<https://www.cmegroup.com/ja/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html>

今回は 0.25%でほぼ決まりだと予想しています。したがって、0.5%ともなれば大きなサプライズとなり、株価は大幅に下落すると考えています。

—— 1月18日に米農務省から発表された昨年12月分の米小売売上高は前月比で市場予想（中央値 0.9%減）を下回る 1.1%減となりました。11月修正値も 1%減となり、年末商戦でむしろ売上が低迷しているのは、米国の個人消費が勢いを失ってきているといえるのでしょうか？

実態として、やはり米国の個人消費に陰りが出てきていると考えています。インフレも進行していますので、購買力が低下しているということですね。

—— 1月20日に総務省から発表された12月の消費者物価指数が前年同期比で 4.0%上昇し、1981年以来、41年ぶりの高水準となりました。さらに今年になって加工食品の値上げが目につきます。それでも、米欧の中央銀行がそうだったように、日本銀行はできるだけ「見ぬふり」を続けるのでしょうか？ ユーロ圏のように消費者物価指数が 10.0%上昇ぐらいの水準にならないかぎり、籠城を続ける可能性もあるのでしょうか？

黒田総裁の任期満了までは、動きが取れない状態でしょう。したがって、次期総裁が誰になるのかと、その発言に注目が集まるでしょう。現在は沈黙していますが、ヘッジ・ファンドなどもそのタイミングをついてくると考えています。リスクは、黒田総裁の早期退任です。

<P3>

—— 「OP 買い戦略のチャンス」とありますが、なぜでしょうか？

大きく動く可能性があるからです。万が一、動かなくても損失はそれほど大きくないのが OP 買い戦略の魅力です。

—— 日銀の政策が緩和から引き締めに変換したと認識された場合、日経平均に弱気のサブ

**ライズとなり得るのでしょうか？**

今後は、そのリスクがつかまとうと考えています。今後は毎回の日銀金融決定会議ごとに緊張が高まるでしょう。また、次期総裁が決定したときもサプライズが起こるかもしれません。

**——今年中に10年物日本国債の利回りが1.00%を超えることもあり得るのでしょうか？**

その可能性は否定できませんね。

**——その場合、大きな影響を受けるのは不動産市場でしょうか？ それとも社債市場でしょうか？**

不動産市場、社債市場ばかりでなく株式市場にも大きな影響があると考えています。

**<P4>**

**——「悪い円高」とありますが「円安」ではないのでしょうか？**

今までは悪い円安でしたが、今後は悪い円高も意識されると思います。なお、円高円安は恩恵を受ける側面と影響を受ける側面があります。安定しているのが一番不確実性のない状態です。

**<P5>**

**——米国で長期金利（米10年債利回り）が低下している（米国債が売られている）局面でも株価の調整があるのはなぜでしょうか？**

長期金利が低下しているといっても、益利回りの関係では株価は割高だと考えています。利回り格差（イールド・スプレッド）を正当化するだけの企業業績の伸びも期待できないと考えています。

——この場合、おカネはどこに流れているのでしょうか？

世界経済をひとつの企業とみた場合、バランス・シートが縮小しているということですね。借金の返済もそのひとつです。

——過去 40 年にわたる米 10 年債利回りの長期下降トレンドが逆転したとすれば、この「不都合な真実」さえも逆転することはないのでしょうか？

過去の例を見てみると、株価は長期低迷期に入っています。したがって、債券利回りの長期下降トレンドが逆転し、上昇に転じてくれば、同じ状況になる可能性が高いと考えています。バランス・シートの縮小局面です。

——下表には NK225（日経平均）と TOPIX の成績を併記されています。これは米国債利回りと米国株が下げたときは日本株も連れ安になっているということでしょうか？

米国株が大きく調整するときは、やはり日本株にも影響が出ると考えるのが自然でしょう。

<P6>

——日本経済が直面している課題としてこの 4 つを挙げたのはなぜでしょうか？

マクロ的な面からみた、避けてはとおれない日本経済の課題を列挙したものです。個々の企業ではなく、現状を把握するのに覚えておきたい側面です。それを物語っているのが日本の格付け（A+）でしょう。英国や韓国の格付け（AA：S&P）よりも低い状況は、こうした課題を反映していると考えています。

——日本経済がこれから根本から成長するには、この 4 つの課題をクリアしなければならないということでしょうか？

どこまで対応できるかが、日本の将来の成長率を決めると考えています。

——GDP（国内総生産）ではなく GNP（国民総生産）としているのはなぜでしょうか？

企業は海外でも利益を得ており、GNP はそうした所得を含んでいるからです。ただし、両方とも重要だと考えています。

——以前「2024 年問題とは、人口減少で運転手が不足しているうえに労働時間の上限規制で輸送量が減少する問題であり、このままでは 2030 年に 3 割のモノが運べなくなり、最大 10 兆円の経済損失が試算されている」との説明を先生からいただきました。これは運賃高騰から物価上昇の圧力になり得るのでしょうか？ それとも需要減退からデフレ圧力になり得るのでしょうか？

物価上昇の圧力となり、コストアップから、企業収益の低迷も懸念されます。そして、モノの値段が上がれば、需要減退となります。縮小均衡となる危険性がここにあります。ドローンや自動配達ロボットの実用化との競争です。

——エネルギーと食糧の自給率が低いのは今に始まったことではないと思うのですが、なぜ大きな問題となり得るのでしょうか？

今まで政治がまともに取り込んでこなかった問題ですが、取り巻く環境はさらに悪化してきました。世界経済がグローバル化からブロック化になってきているのも、その一例です。

また、日本の人口減少とは逆に、世界人口は増えてきています。食糧などについては、かなりひっ迫した状況となってくるでしょう。

——酪農の崩壊とは、国内で多くの畜産農家が廃業に追い込まれるということでしょうか？

そのとおりです。飼料価格の高騰で、かなり切迫している状態です。

——EV（電気自動車）の開発競争で日本のメーカーは後れをとっているのですか？

そのように考えています。

**<P7>**

——「一人当たり GNP」が年 0.59%成長しないと GNP を維持できないとありますが、これは難しい目標なのでしょうか？

高齢化問題も大きく影響するでしょう。歳をとってくれば消費も減ってきます。さらに、実質で考えると、この数字にインフレ率を足して考えた伸び率が必要です。

**<P8>**

——左図（主要国の一次エネルギー自給率比較）が示唆しているのは何でしょうか？ なお、国内のエネルギー自給率を高めることは経済にとってプラスとなるのでしょうか？

危機管理につながります。経済のブロック化が進むなかでは大きな問題です。いわゆる兵糧攻めにあえば、経済が回りません。

——この表では原子力が自給に含まれていますが、日本の場合、六ヶ所再処理工場が稼働しているといえるのでしょうか？ ウラン燃料を再処理できないのに「自給」とするのは、何となく疑問に感じます。

ご指摘のとおり疑問が残りますね。これは経済産業省の資料ですが、原子力を取り除くと、さらに日本の現状は悪くなりますね。

——右図（食料自給率）のカロリーベース（1日の摂取カロリーのうち国産品が占める割合）と生産額ベース（国民に供給される食料の生産額における国内生産の割合）が示唆しているのは何でしょうか？

個人的にはカロリーベースに注目しています。生きていくのに必要なカロリーをどれだけ自給できているかということですので。

——主にアジア諸国の経済発展による需要増を反映して海外に「だいぶ頼っている」食料を安価に輸入することが、より難しくなるということでしょうか？

諸外国の経済発展と人口増加で、食料を安価に輸入することが難しくなるということです。世界の自給率が下がってくれば、国内消費に回すのが優先ですので、輸出するゆとりがなくなってきました。すでに、マグロなどでは、中国等での人気によって買い負けの状態です。

——「兵糧攻めには耐えられない」というのはエネルギー・食料供給国と仲良くするのが日本の安全保障上、欠かせないということでしょうか。

そのとおりですね。さらに、国内の自給率も高めていかなくてははいけません。水にも問題が生じてきています。現在、日本国内の水資源も諸外国資本に買われてきていますが、規制がほぼない状況を危惧しています。

<P9>

——この国際経営開発研究所（IMD）が評価している「世界デジタル競争ランキング」はソフト対応の遅れをどのように示唆しているのでしょうか？ IT 技術・知識・準備において日本は先進国ではないということでしょうか？

もはや、最先端ではありませんね。

——IT 業の成長に後れをとっていることがデジタル化の進展によるハッキングや“サイバー戦争”で劣位になりやすいということでしょうか？

IT 業の遅れは今後の商品開発に大きく影響します。また、今までアナログ社会であった日本が、技術力が劣後している中でデジタル化してくると、ハッキングなどの危険性がさらに高まると考えています。

<P10>

——日本の半導体産業が凋落した原因として、日本企業の体質的な問題（人材の流出・製造

**委託化の失敗) が真っ先に挙げられているように思うのですが、先生はどのように考えますか？**

教育と日本企業の人材投資の問題ですね。

**——「微細化」とは何でしょうか？ なぜスマホなどに4 nm まで微細化された半導体素子のチップが必要となるのでしょうか？**

製品が軽量化し、省エネにもつながるからです。ネットなどでの情報量が大きくなればなるだけ、その処理をする量が大きくなります。誤解を恐れずに単純化して申し上げますと、情報が2倍になって、同一のスピードを確保するのに、半導体を2つ使うとすれば、スマホはどんどん大きくなってしまいます。

**<P11>**

**——時間外労働で60時間を超えた分についての「割増賃金率」が中小企業でも50%になるとのことですが、これによって考えられるのは中小企業の経営悪化と物価上昇といったところでしょうか？**

中小企業はかなり経営が圧迫されるでしょう。また、物流量にも制約が出てきます。ネットで注文して、明日来るなどは、非現実となるかもしれません。

**——2050年の超高齢化とは具体的にはどのような状況でしょうか？**

日本では人口の約38%が65歳以上と推計されています。また、世界人口でも18%が65歳以上になると予想されています。さらに、IEP（経済平和研究所）は10億人以上が環境悪化によって避難民になると推計しています。

**<P12>**

**——左図が示唆しているのは何でしょうか？**

こちらは、天野氏のブログからお借りしたのですが、現在の金融システムの構造を示したものです。

——**経済には実体経済と金融経済があり、政府が国債と税を使って出し入れをしているのですが、具体的には国債をどのように使うのでしょうか？**

最終的には信用の創造につながります。

——**例1として通貨発行権をめぐる不換紙幣（法定紙幣）と暗号通貨に争いがあると挙げていますが、それが国際金融資本と何の関係があるのでしょうか？**

基本的に、各国政府よりも、その後ろにいる国際金融資本の存在の認識が重要だと考えています。

——**例2として、統合政府（日銀+政府）と統合銀行（日銀+民間銀行）を挙げていますが、その違いを意識するとなぜ財政と金融の違いがみえてくるのでしょうか？**

統合銀行は信用創造（購買力と向かい先）とマネーストックおよびマネタリーベースという銀行の通貨発行権の観点で見たものです。統合政府は国債を日銀がどれだけ保有しているかという財政の観点です。

このように2つのバランス・シートを用いれば、さまざまなマクロ現象を解析できると考えています。なお、詳しくは天野氏のブログや著書もご参照ください。

<https://ameblo.jp/amanomotoyasu/entry-12783996249.html>?

——**なぜ統合銀行の立場からみると米国の債務上限問題が理解できるのでしょうか？**

政府と銀行業の通貨発行権が分離しているから起こることです。これは統合銀行の立場から説明できると考えています。

——**なぜ統合政府の立場からみると日本政府が破綻しない理由が分かるのでしょうか？**

日本政府が破綻しないのは、日銀が国債の約半分を持っているからです。これは統合政府の観点から説明できると考えています。

**——なぜ統合銀行と統合政府の立場からみるとアベノミクスで「良い」物価上昇を実現できなかった理由が分かるのでしょうか？**

アベノミクスで国債を 500 兆円も購入したのに良い物価上昇の達成に失敗してきたのは、その資金が日銀当座預金に積み上げられているからでしょう。これは、統合銀行と統合政府の両方から説明できると考えています。

**——おカネが日銀当座預金に積み上げられたままで、そこからおカネが流れなかったのはなぜでしょうか？**

日本銀行当座預金の主な役割は、以下の 3 つです。なお、信用創造の蛇口を操作するのは、日銀（またはその上の組織）の裁量です。

- (1) 金融機関が他の金融機関や日本銀行、あるいは国と取引を行う場合の決済手段
- (2) 金融機関が個人や企業に支払う現金通貨の支払準備
- (3) 準備預金制度の対象となっている金融機関の準備預金

YouTube に 2022 年 12 月に天野統康氏（政治・経済・思想研究家）が新刊『フリーメイソン最上層部により隠されてきた民主主義の真の原理』の概要を解説した動画ありますのでご参照ください（2 時間 42 分）。

<https://youtu.be/J9UNgSjQf7k>

今までの経済学では触れてこなかった現状の民主主義や金融システムについて鋭く斬新的な視点で解説されています。視点が増え、視野がかなり広がると思います。

**——これまでと違った視点を学ぶことにどのような優位性があるのでしょうか？**

新しい視点で物事を見ることは、運用にとってとても重要です。すべての人が将来について

同じことを言い出したら、それはすでに市場に織り込み済です。

——その意味でも OP の勉強は役に立つのでしょうか？ オプション倶楽部の目的のひとつは「新しい視点で相場をみてもらうこと」にあるといえるのでしょうか？

いろいろな視点から物事を見ることは、OP だけでなく資産運用の重要な思考法だと考えています。全く違った景色が見えることがあるからです。そして、そこに収益の機会があります。

<P13>

——ミニ OP (100 倍) を買った場合、支払うプレミアムはラージ (1000 倍) の 10 分の 1 となるわけですね。例えば、ある PUT の価格が 10 円だったとき、ラージを買うときは 10000 円のプレミアムを払うのに対して、ミニを買うときは 1000 円で済むということでしょうか？

ご指摘のとおりです。なお、手数料+消費税もかかります。

——例えば、暴騰・暴落を予見すれば、1 枚当たり 1000 円のプレミアムを支払って、翌日に 5000 円の収益を狙うといった機動的なトレードを損失限定でしやすくなるわけですね？

そのとおりです。売買のタイミングがとても重要となります。

——もちろん、流動性が重要かとは思いますが、それがあれば、225 ミニ先物の代用としてミニ OP 買いでテクニカルなトレードも可能となるのでしょうか？

どの程度の流動性となるかにもよりますが、大いに期待しています。

——また、例えば目先、日経平均が下落する恐れがあれば、ミニ PUT を買っておくことで、より機動的に保険のように損失限定で現物のヘッジができるかもしれませんね。

個別株と日経平均の相関度により、程度の差こそあれ、ヘッジの機能も大いに期待できると考えています。

<P14>

——CALL 買いは日経平均の上昇に“収益性”があり、PUT 買いは日経平均の下落に“収益性”があるといえるのでしょうか？

CALL は買える権利、PUT は売れる権利ですので、価格の変動についてはご指摘のとおりです。また、株価が動かない場合でも、ボラティリティが上昇すれば CALL と PUT の理論価格は上昇する方向に動きます。

——買う OP の権利行使価格によって“収益性”に差が出るのはなぜでしょうか？

それは、現物価格の変動幅に対する感応度が違うからです。

——権利行使価格の選び方もポイントとなるわけですね？

そのとおりです。このポイントは、オプション倶楽部で修得していただきたい視点です。

<P15>

——CALL や PUT の買い玉を SQ 日まで維持する必要はなく、市場で売却して利食いや損切りをすることもできるのですよね？

SQ 前日の日中引けまでは、いつでも反対売買が可能です。

——OP 買いの最大の魅力は最大損失額が購入した価格（プレミアム）に限定されているところですが、ダメだと思えば、損切りもできますよね？ 例えば、10 円で買った PUT が翌日に思惑どおり跳ねず 9 円になっていたとしたら、そこで手仕舞うこともできるわけで

すね？

予想が外れた場合でも、早期に手仕舞うことで、損失額をさらに小さくすることができます。10 円で買って、9 円で売れば、1 円の損失となります（注：既存 225OP は倍率が 1000 倍ですので、1 円の損失であれば、金額ベースでは 1000 円+手数料+消費税です。ミニ 225OP の場合は 100 倍ですので、100 円+手数料+消費税となります）。

——「コントラリアン」とは相場の逆張りだけでなく、多数派の逆を行くということでしょうか？

そのとおりです。

——掲載したチャートが示唆しているのは何でしょうか？

これは PUT の値動きですが、価格が短期間に大きく上昇する場合があります。

<P16>

——これはどのような表でしょうか？ 日経 225 ミニ先物を 26425 円で 10 枚売ったときと 26125PUT を 150 円で 1 枚買ったときで、日経平均がどれだけ変動したら、ミニ先物の証拠金（13.2 万円×10）と PUT に支払ったプレミアム（15 万円）に対して、それぞれどれだけの収益率があるかという試算でしょうか？

そのとおりです。収益率は OP のほうが良かったということになり、これが普通です。また、相場が外れて逆に行った場合も、先物よりも損失額が少なく済むとシミュレーションは示しています。

——こうした試算は JPX（日本取引所）様が提供しているオプション価格計算ツールでも可能でしょうか？

<https://oseopc-cloud.qri.jp/>

OP の理論価格は、ご指摘の価格計算ツールでも可能です。

<P17>

——これは、“大方”が「日銀が1月17～18日の会合で政策を変更する可能性がある」とみるなか、籠城戦を継続すると表明した“安堵感”から日経平均は反発するだろう……というイベント予測でCALLを買っていれば収益性があったという例ですね？

そのとおりです。

<P18>

——左側の分布図は何を示唆しているのでしょうか？

日経平均の日次変化率の分布表です。長期のサンプル期間では、正規分布に近い分布をしています。

——黒で囲った枠と青で囲った枠は何を指しているのでしょうか？

正規分布に似た形状ですが、すそ野が広い状態です。つまり、実際の日経平均で大きく変動する確率は正規分布より高いこととなります。ここに、OP買い戦略の妙味があります。

——右側の図表は1日で日経平均が450円以上動く日が2021年から増えているということでしょうか？

ご指摘のとおりです。その結果、OP買いのチャンスが多くなっています。

<P19>

——タイムディケイ（時間的価値の減少）という最大のデメリットに対してどのような対策をとるかの指針がこれら5つのポイントであり「ノウハウ」となるわけですね。

そのとおりです。これもオプション倶楽部の『月次セミナー』などでお話ししています。OPの基本的な特徴を難しいギリシャ文字を使わなくても修得できると考えています。

## <P20>

**——ボラティリティ（インプラドとヒストリカル）の動きや水準が相場の急変を警告してくれるのでしょうか？**

過去の経験則では、そのような傾向が高いと考えています。このポイントは、日経平均で運用するときに重要な特徴です。

### 【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、個々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。