

## 『賢者のマーケットインサイト』2023年3月22日放送用補足 Q&A

2023年3月22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/8uPb2fe8DeI>

<資料>

<https://www.panrolling.com/tv/report/insight230322.pdf>

<3月20日現在の相場観>

——日経平均は3月初旬に噴き上げたものの9日の日足が「宵の明星」のようになって急落しました。先生は先月「今後3カ月は26000~29000円のレンジで考えている」とおっしゃっていましたが、今回の値動きは29000円のレンジ上限が確認されたといえるでしょうか？ つまり、年初からみられた戻りはレンジ内で終息して、テクニカルな調整・反発はあるにしても下値(26000円)を探る動きになると考えられるのでしょうか？ 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？ (3月20日現在)

米銀破綻から金融システムへの不安が広がっています。この信用不安への懸念は短期的に収束するとも思えません。最低でも数カ月から年単位の問題です。

この問題が表面化してきたことで、上値が重いと考えています。日経平均はレンジとして26000~29000円で下値を試す展開を予想しています。また、レンジを抜けるとすれば、やはり下でしょう。

——米国株も先生が先月予想されたように上値の重い展開が続き、S&P500は昨年末に試した3800割れを再度試そうという展開となりました。もし、ここを割れれば、一気に3600が視野に入ってくるようにみえます。

しかし、金融不安の広がりを受けてFRB(米連邦準備理事会)が政策自体を再度転換さ

せれば、つまり QE (量的緩和) を復活させて問題をさらに先送りすれば、少なくとも目先、力強く戻す可能性もあるのではないのでしょうか？ 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？ (3 月 20 日現在)

QE を復活させると、これを好感して一時的に株価は上昇するかもしれませんが、それはインフレの問題を放置し、将来への問題の先送りとなります。したがって、市場のセンチメントをみながらの売り上がりを考えています。

また、初期の段階では短期決戦で CALL 買いでしょうか？ 中長期の買いはリスクが高いと考えています。買うとしても PUT 買いで損失限定とする合成ポジションでしょう。

——米 WTI 原油は先生がレンジ下限とみていた 70 ドルを割れてしまいました。金融不安を受けての調整 (リスクオフ) と報じられていますが、先生は現時点で中期的 (3 カ月程度) にどのようにみえていますか？ (3 月 20 日現在)

想定以上に弱含んでいます。さらに下落すると、米国の石油備蓄への需要、シェール・オイル業界のコスト割れが深刻化し、米国経済に新たな問題も出てきます。したがって、下値圏にあると考えています。

ただし、金融不安が拡大すれば、景気後退のイメージが広がり、もう一段の下落があるかもしれません。

——対して NY 金は急反発し、2 月頭に付けた 1900 ドル後半の高値を突破して 2000 ドルを伺う展開となりました (一方、東京金先物は 8000 円台に戻して 24 年 2 月限は 8300 円台となり、過去最高値を更新しています)。先生は先月「1800 ドルからの大崩れはなく、底堅い展開になる」と予想されていましたが、現時点では中期的 (3 カ月程度) にどのようにみえていますか？ (3 月 20 日現在)

かなりの上昇ですね。質への逃避から金や銀の相場が急騰しています。今後も金融不安が火種として残るでしょうから堅調な展開になっていくと考えています。先月同様、底堅い状況でしょう。

<P2>

――3月10日にシリコンバレー銀行=SVB(資産規模で全米16位、IT企業やいわゆる「スタートアップ」企業との取引で知られる)、12日にシグネチャー銀行(全米29位、暗号資産関連企業との法人取引が主体、なお8日には同形態のシルバークラウド銀行が自主清算をしていた)が破綻して、金融不安がファースト・リパブリック銀行(全米14位)、ひいてはクレディ・スイスにまで広がりました。

これを受けて銀行がFRB(米連邦準備理事会)から借り入れた資金(連銀窓口貸出)がリーマン危機を上回る1528億ドルにまで急増し、FRBが新設したBTFP(銀行短期融資制度)の利用額が119億ドルに上ったと報じられています。これはFRBが進めているバランスシートの縮小に反する動きではないでしょうか？

FRBも苦戦続きですね。バランスシートの縮小に反する動きであり、インフレ制御に逆風となる政策ですね。問題の先送り、インフレの解決がさらに難しくなりそうです。

――FRBのパウエル議長が昨年11月に「スーパーコア・インフレがコア・インフレの先行きを理解するうえで最も重要な分野になる可能性がある」と述べたと報じられています。「スーパーコア」とはサービス業に集中したCPI(消費者物価指数)だそうですが、要は物価を先行して引き上げているエネルギー費や食費どころか住居費も外してしまおうという動きではないでしょうか？

自分たちを正当化するために統計数字をいいようにいじっていると捉えられかねない動きですね。かつてGDP(国内総生産)統計を水増しした安倍元首相と手口が似ています。

――1970年2月から78年1月までFRB議長を務めたアーサー・バーンズ氏は、コアCPIの概念を取り入れて都合良く展開させてしまったため、現実には起きた生活費の上昇を直視できず、高インフレを招いたと評す向きがあります(それでも政策金利を9%に引き上げていますが)。同じような不安がパウエル議長にもみられませんか？

パウエル議長のリスクは、方針がかなり短期的にブレることですね。外部環境の急激な変化もありますが、予見のなさともいえます。

金利を急激に引き上げれば、債券ポートフォリオが痛むのは当然分かっていたことです。それらを見越してのFRBの行動ですので、市場は非常に疑心暗鬼となってくるかもしれません。なお、パウエル議長は弁護士であり、経済の専門家というよりも法律の専門家です。

——3月20日現在の CME『フェドウォッチ』によると大方では22日のFOMC（米連邦公開市場委員会）で0.25%の利上げ（政策金利を4.75～5.00%に）が予想されています。ただ、SVBショックで「0.50%引き上げ予想が据え置き予想にブレる」という二転三転がありました。こうしたときに今のFRBはタカ派になりにくいかと思いますが、もし大方の見通し（0.25%引き上げ）とは違う決定があった場合、225OP 買いの材料となり得るでしょうか？

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

今回は0.25%の可能性が高そうです。一方、利上げ無しの場合や、0.5%になれば大きく市場が動くでしょうから、OP 買いの機会でしょう。ただ、確度が低い場合、投資資金を減らすことも考えます。

なお、利上げ無しの場合、株価が上がるとも限りません。「インフレ退治の放棄」と市場がとらえれば、急落もあり得ます。

——また、3月20日現在、5月3日のFOMCでは、据え置きと0.25%の利上げ（政策金利を5.00～5.25%に）で割れているようみえます。こちらは現在のところ、225OP トレード戦略を立てるうえで、どのようにとらえていますか？

基本は「戻り売り」でしょう。金利低下の予想も出てきていますが、それだとCPIは高止まりし、最悪の場合、反転の流れにつながりかねません。CPIが上昇すれば、これはこれで市場にはショックとなるでしょう。

——通常、連休はCALL 売り戦略にとって慎重になるべき期間だと思います。しかし、今年の5月の3連休には祝日取引が実施されます。それでもOP トレーダーは5月限を慎重にトレードすべきでしょうか？

日経平均やボラティリティの水準、米国の株式・債券市場の動向にもよります。まだ、かなり先ですので、現段階では何ともいえませんが、今のところCALL 売りのほうはそれほど心配していません。逆に、PUT 売りは、かなり慎重になるべき時期ですね。

<P3>

——スライドにある「ブラック・スワン」の絵は何を示唆しているのでしょうか？

グレイ・リノからブラック・スワン（多大な影響を引き起こす予想外の極端な事態）になる事案が出てきそうな予感がしてきたというイメージです。または、グレイ・リノの確率が高まっているとも感じています。

——SVB ショックを受けてドル円レートがドル安（円高）に転換しました。3月22日に0.25%の利上げがあって、米国の政策金利が4.75～5.00%となっても、円高のトレンドは続き得るのでしょうか？

今後も金利への思惑で動きそうです。金融不安が深刻化すれば、円高トレンドとなるかもしれませんが、逆にインフレ退治に焦点が当たり、米金利が上昇基調に戻れば、円安もあり得ます。したがって、チョッピーな（方向感のない乱高下の）動きとなりそうです。

——3月22日に引き上げがなければ、FRBが引き締めを慎重とみて、円高に拍車がかかることはあり得るのでしょうか？

あり得ると思います。しかし、130円は心理的な抵抗水準でしょうか？

<P4>

——ここにある「人の絵」は何を示唆しているのでしょうか？

現状の金融市場のイメージです。ダメージをうけている部位もあります。

金融市場はつながっていますので、一部の部位にダメージがあれば、他の部位にも影響が及ぶことを示唆しています。

——SVBの経営が悪化した大きな理由は何でしょうか？ 融資先が焦げ付いたからでしょうか？ それとも、取り付け騒ぎがあったからでしょうか？

金利上昇による財務の悪化と報じられています。また、その懸念から資金流出が加速したということでしょう。ネット時代は簡単に資金を引き上げられます。金融機関にとってはリスクが高まっている状態です。

——最近のFRBによる銀行への資金供給（血流促進???)は各市場が一息つく要因となるでしょうか？

短期的には一息つく可能性もあります。一方、どこからまた火の手が上がるか分かりません。

——目先、米10年債の利回りが低下しているのは、なぜでしょうか？

質への逃避ですね。また、金融機関の財務評価を改善するという効果もあります。なお、利回りの低下は債券価格の上昇ですので、中国に対して保有する米国債を売却する機会を与えることとなりますね。

——米10年債とジャンク債の спреッドが拡大しているのは、なぜでしょうか？

信用の低い債券は、もはや買えないということでしょう。投資資金はリスク資産から資金を引きあげたいということでしょう。

<P5>

——先ほどと似た質問になりますが、米10年債が米2年債ほど利回りを上げない（値下がりしない）のは、なぜでしょうか？

逆イールド幅が縮小してきています。一方、インフレ懸念が長く残る形となっています。その結果、中期的には金利再上昇への懸念が残っている状態でしょう。

——短期金利よりも長期金利が低い「逆イールド」となると、民間企業や家計は長期間で固定金利の借り入れをするのが難しくなるのでしょうか？

借り手の状況や目的と、貸し手の金融機関の状況によりますね。しかし、今の段階では、長期だと金融機関は金利を引き下げるとリスクが高いため、貸出金利は高止まりするかもしれません。

——日本のフラット 35(借入期間が最長 35 年の固定金利型住宅ローン)は 23 年 3 月現在、金利が年 1.960~3.270%とのことですが、これから日本も米欧のように高インフレとなり、しかも長期化すると考えるのであれば、まだまだ日本の住宅ローン金利は低いといえるのでしょうか？

その前提では、まだまだ低い状況ともいえますね。

——ハイイールド債（ジャンク債）利回りの推移を再度掲載しているのは、なぜでしょうか？

高格付け債の金利が下がっても、低格付け債の金利は下がらない状況です。つまり、そのような企業は資金繰りの悪化が加速して、デフォルト（債務不履行）率が高まる懸念があります。

<P6>

——先月に引き続き米アトランタ連銀が公表している粘着価格 CPI（硬直性がある物価＝主に家賃を示唆）と弾力価格 CPI（振れやすい物価＝ガソリンや生鮮食品など）を掲載したのは、なぜでしょうか？

現状をしっかりと認識しておくためです。金融不安によって長期金利は低下しています。しかし、その結果、インフレは高止まり、もしくは最悪、反発する可能性があるでしょう。引き続き、この指数を確認していく必要があると考えています。

——市場が今年末の米国の政策金利（FF 金利）を 4.25~4.50%で予想しているのは、まだ市場では楽観論が根強いということでしょうか？ それとも FRB（および政府）がインフレよりも金融不安を重視するとみているからでしょうか？

個人的には市場は楽観的だと思います。年央のインフレの数字が市場の予想よりも高止まりしてしまうと、金利低下の思惑がしぼんでくるかもしれません。

金融不安と高インフレを同時に解決するのは、かなりの難題でしょう。

#### <P7>

——米 10 年債利回りとその 5 年・10 年移動平均と S&P500 を掲載したのは、なぜでしょうか？

金利低下は経済環境がそれほど悪くない状況では株価にプラスでしょう。しかし、金融不安時や金利急上昇時は、金利低下と株価下落が同時に起こっているのが過去の経験則です。

——今回は A・B・C のように米 10 年債利回りが移動平均を突き抜けても株価に調整がみられないのはなぜでしょうか？ まだまだ利回りがピークアウトしたと債券市場はみていない（米国債がまだまだ安くなるとみている）ということでしょうか？

現在は、過去のバラマキでまだ市中におカネが余っている状況でしょう。再度資金の回収が進めば、株式市場も調整してくる可能性が高いと考えています。一方、回収が進まなければ、結局はインフレが高止まりすることになるでしょう。

#### <P8>

——イールド・スプレッドとイールド・ギャップの推移を再度掲載したのは、なぜでしょうか？

金利水準がかなり変わっていますので、そのフォローアップです。金利がかなり下がっていますが、まだまだその水準では株式は割高です。

——ここでの「リスク・プレミアム（期待収益率と無リスク金利の差）」とは、イールド・スプレッド、つまり米 10 年債利回り と S&P500 益利回り（PER＝株価収益率の逆数）の差

でしょうか？ それとも政策金利と S&P500 益利回りの差でしょうか？

米 10 年債と S&P500 の益利回りの差です。

——リスク・プレミアムの縮小が正当化されるのは企業業績の成長（EPS=1 株当たり利益の上昇）が必要とのことですが、米 10 年債がまだまだ安くなるとみて、株式から債券にシフトしにくい、という面はないでしょうか？

金利上昇を見込めば長期債には資金移動しにくいかもしれませんが、その場合は短期債に資金移動させればよいということになります。

<P9>

——ここで先月に引き続き日米の通貨供給量を掲示したのは、なぜでしょうか？

米国の通貨供給量（マネーストック）がマイナスに転じていたということです。今回、金融不安を払しょくするため、短期的には供給量が増えました。しかし、落ち着けば、また減少してくることになるでしょう。要は時間稼ぎでしょう。

また、減少してこなければ、インフレの高止まりが長期化することになるでしょう。

——通貨供給量が増えれば、中銀バブル（何でもバブル）がさらに継続する可能性はあるのでしょうか？

短期的には、あり得るでしょう。一方、長期トレンドは縮小方向でしょう。さもないと、インフレが高止まりを続けることになります。

<P10>

——債券バブルの崩壊とは何でしょうか？

低金利時に高い価格まで買われた債券価格の暴落です。

——2008年のリーマンショックで中銀が金融不況を防ごうと操作したことが、より市場経済の健全性を失わせてしまったということでしょうか？

あまりに多くの資金供給をしたことで、新たな弊害を生んでいるという「悪循環」となっています。

——次のSTEP07は何でしょうか？

金融大再編もそのひとつの候補でしょう。

——なぜ現在の国際金融資本の存在を認識することが重要なのでしょうか？

詳しくは天野さんのブログでも解説していますが、世界を誰が管理しているのか認識することが重要だと考えています。その過程でおカネの流れをおさえ、損失限定のOP戦略を組むためです。

現状では、この存在を認識することで、世界中の多くの出来事が整合性をもって考えられます。なお、この仮説が間違っていたとしても、損失限定的な戦略を取ることで大損失にはつきません。このような特徴を持っているのがOPという金融商品の優位性です。

<P11>

——これまで日経平均は概してPER（株価収益率）12.5～15.5倍のバンドで評価されてきたものの日本経済の長期的な成長課題に改善がみられないことから、バンドの水準が調整（例えば12.0～15.0倍に）される可能性が出てきたということでしょうか？

過去との連続性を考えるためバンドはこの水準を使っています。しかし、イメージとしては、ご指摘のとおり、下方に修正して考えています。

今後も人口減少などへの適切な政策が期待できないのであれば、日本の潜在成長率は下がり、その結果、バンドが今後も下がる方向を考えています。

——PBR（株価純資産倍率）に注目されているのは、なぜでしょうか？ 分母である株価が下げ基調であれば、PBR も下げ基調なのは当たり前のように感じてしまいます。PBR も PER と同じく潜在成長力とみなせるのでしょうか？

心理的な底値を確認するためです。また、投資家の感情をトレンドで把握しています。

——PBR が 1 倍に向かっているということは、BPS（1 株当たり純資産、3 月 20 日現在：23636.55 円）が日経平均の下値目途になり得るということでしょうか？

現状では、その水準がひとつの目安です。ただし、BPS は日々変わりますのでフォローが必要です。

——JPX が PBR 1 倍割れの企業に改善を要請したという報道がありました。BPS を過大に評価している企業が多いのでしょうか？

過大に評価しているというよりも「資本を有効に使い」ということでしょう。一方、これまで長い間改善できなかったのですから、すぐに対応ができるとも思えません。

<P12>

——なぜ、信用倍率（=信用買い残÷信用売り残）のチャートを掲載したのでしょうか？

これも相場を読む貴重な情報だからです。現在の株式市場の潜在的な買い需要の大きさをみています。

——信用倍率が 5 倍を超えてくると買われ過ぎの兆候があり、逆に信用倍率が 3 倍を割れてくると売られ過ぎの可能性があり、分母である信用買い残が増加する、もしくは分子である信用売り残が減少する可能性があるということでしょうか？

倍率だけでなく実際の金額もみています。その数字から買い余力の大きさを推測していま

す。

——売坊マグマ指数（ボラティリティ上昇のマグマがどれだけたまっているかを判断するための指数）は、主にボラティリティ指数に基づいて計算されているのでしょうか？

計算方法は恐縮ですが開示しておりませんが、ボラティリティ関連の数字から計算しています。

——これほどまでにマグマがたまることは過去にあったのでしょうか？

今回は久しぶりにマグマかなりたまった状況でしたので、注意をしていました。

——マグマをためている期間が長くなるほど、ボラティリティの跳ね方が大きくなるのでしょうか？

力学的に言えば、エネルギーが蓄積されている状態ですので、そのエネルギーが急激に発散したときには大きな影響があると考えています。

<P13>

——これは、たとえハイリターン（収益）でも、さらにハイリスク（損失）なトレードを続けていけば、たとえ勝率が 50%を超えていてもジリ貧であるのに対して、たとえ 1 トレードのリターンが小さくても、リスクゼロで勝率 100%なら、いずれ大きな結果になるということでしょうか？ 考えてみれば当たり前のことですが、現実には前者を好むトレーダーが多いと？

個人個人の投資・トレードに対する考え方ですね。ご自身にあった方法で運用をしていただければいい問題ですが、個人的には安定性を最優先に考えています。

——実際には無リスクで勝率 100%のトレードを継続することなどあり得ませんが、売坊流では、できるだけそれに近い運用を目指していこうということですね？

目指しているものは、夢物語と聞こえるかもしれませんが、しかし、OP という金融商品を利用することで、その実現の可能性があり得ると考えています。

——ただ、OP 売りに対して「コツコツドカン（コツコツと積み上げた利益をドカンと大きな損失で一瞬にして失ってしまう）」のイメージをお持ちの方がいますし、実際にそうなった方がいます。“ドカン”とならないために重要なこととは何でしょうか？

誤解を恐れずに申しあげれば、個人破産などの可能性は PUT 売りの場合です。現在の経済環境であれば、CALL 売りは、その本質を理解し、しっかりと管理をしていけば、世間で思われているほど大きなリスクがあると個人的には考えておりません。

#### <P14>

——この表は何を示しているのでしょうか？

この表は、正規分布を前提とした、シャープ・レシオごとのリスク・リターンのイメージを表したものでございます。

——1トレードのリターン（収益率）に対するリスクを極力低くすることでシャープ・レシオは大きくなり、正規分布を前提した確率で年リターンがどのようになるかということでしょうか？

収益率を安定化させれば、シャープ・レシオが上がりますし、逆にシャープ・レシオが高いということは、運用成績が安定していることになります。

——どこの権利行使価格でトレードをするかによって“リスクの低さ”に差が出るものではないでしょうか？

同じ枚数などの同条件であれば、そのとおりです。

<P15>

——例えば、4月限の34000 CALLを売るというのは、SQ日（満期日）である4月14日までに日経平均が3万4000円にまで上昇しないほうに賭けるということでしょうか？

そのとおりです。

——「安定的なキャッシュ・フローを生み出す」というのは、月次CALLには毎月SQ日があるため、トレードの結果が毎月出るということでしょうか？

毎月決着がつくというのは、ひとつの特徴であり、OPトレードのメリットだと考えています。日計りトレードと考えたのに損切りできず、その理由を長期投資だと自分自身に納得させるような言い逃れはできません。

——CALL売りが中期的に有利なのはタイム・ディケイ（満期日に近づくにつれてOP価格の時間的価値が急激に減少する）があるからでしょうか？

日本の場合、CALL売りが有利なのは、潜在成長率が低く、インフレ率が低い場合です。足元では、インフレがハイパー・インフレにならないかを懸念しています。

一方、潜在成長率が相対的に日本よりも高い米国株や、インフレ率が高いトルコなどの株式市場では、現物を持たないCALL売りはリスクが高い戦略となります。

——逆にOP買いはタイム・ディケイがあるため、SQまで待たずに反対売買による短期勝負をするわけですね？

短期勝負です。

——売りにせよ買いにせよ、日経平均が動きそうなきっかけを見極めるために、グレイ・リノ、イベント・リスク、市場分析が重要となるのでしょうか？

そのとおりです。その分析の流れをオプション倶楽部でご紹介し、会員の皆様とともに研鑽しております。

<P19>

——ここで S&P500 の予想 EPS と売坊—OP 合成指数を掲載したのはなぜでしょうか？

オプション倶楽部では米国株 OP も取り扱っていますので、その分析の一端となります。また、米国株の動向は当然、日本株にも影響します。

オプション倶楽部では OP を前面に出していますが、日米株式指数の動向をみるうえでも付加価値のある情報をご提供できればと考えています。また、円ドルレートや NT 倍率を使った市場間スプレッド戦略などもご紹介しています。

<P20>

——売坊流 OP トレードに向いているのは、どのような人だと思われますか？

単なる他人のシグナルでトレードをするのではなく、自ら本質を突き詰める研究心の高い方には利用価値が高いと考えています。

【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。