

『キラメキの発想』 2025 年 5 月 19 日放送用補足 Q&A

ラジオ NIKKEI 『キラメキの発想』で OP 売坊先生が使用した資料の補足 Q&A です。

<資料 P2>

——堅調に回復していた日経平均が 38000 円近辺で足踏みとなりました。先物筋や信用筋の踏み（損切り）が一巡したと考えられるのでしょうか？

売り方の買い戻しが、いったんピークを越えたと考えています。

——6 月 13 日に日経 225 ラージ先物 6 月限が満期となり残玉が SQ（特別清算値）で決済される「メジャー SQ」があります。そこに向けて、どのような点に注目されていますか？

今後、裁定筋の現物買い残がどの程度増えてくるかと、SQ 週での PUT（売れる権利）の値動きに注目しています。なお、5 月 9 日現在の裁定買い残は約 1 兆 6100 億円です。

——6 月 17 日に日銀で政策金利の発表があります。日銀が利上げをする可能性について売坊先生は、どのようにみていますか？

米ドル円が 150 円台に乗っていれば、可能性は出てくると考えています。しかし、現状では見送りだと考えています。

——6 月 18 日には米国で FOMC（連邦公開市場委員会）の政策金利発表があります。トランプ大統領は FRB（米連邦準備理事会）のパウエル議長を「利下げが遅すぎて伝説級の男」と批判しています。FRB が利下げをする可能性について売坊先生は、どのようにみていますか？

インフレ懸念が残っているなか、今回も利下げはないと考えています。

<資料 P3>

——3 大格付け会社のひとつ「ムーディーズ」も 16 日、米国債の信用格付けをついに最上

位の「Aaa」から「Aa1」に引き下げました。この影響を売坊先生は、どのようにみていますか？

他の2社はすでに下げているので、投資家にそれほど大きな動揺が広がるとは考えにくいでしょう。ただし、ドミノ倒しのように他2社も一段階下げてくるかには注目しておく必要があるでしょう。

——「日経平均の乱高下（HV と IV の上昇）」をグレイ・リノに挙げているのは、なぜでしょうか？

トランプ政策と日米金利の上昇で日経平均の HV（ヒストリカル・ボラティリティ）や IV（インプライド・ボラティリティ）が再上昇する可能性を考えているからです。

——日経平均の HV は日経平均の過去データから計算される「変動性」です。4月暴落のデータが計算期間から外れるまで高い水準を維持するのでしょうか？

ご指摘のとおりです。ただ、計算期間が短期的なものは、すでに外れてきています。

——日経平均の IV（インプライド・ボラティリティ）は日経 2250P の各現在値から逆算される「変動性」です。IV を指数化した日経 VI（ボラティリティ指数）は4月暴落で 60% 近くまで上昇してから 20%前半にまで戻しています。これは日経平均が堅調に回復した安心感によるものでしょうか？

株価が順調に戻ったことで安心感が出てきた結果、特に PUT 買いでリスクを回避するニーズが低くなったのでしょう。

<資料 P4>

——米国のイールド・スプレッド（10 年物米国債の利回りと S&P500 の益利回りの差）を掲載したのは、なぜでしょうか？

米国の金利上昇は大きなグレイ・リノです。イールド・スプレッドでみると S&P500 の益利回り（株価収益率の逆数＝期待収益）が 10 年債の利回りと、ほぼ同水準になってきてい

ます。企業業績が大きく上昇するのではないとすれば、株式の割高感は否めません。

——S&P500 の益利回り（4.52%）が米国債の利回り（4.482%）と、ほぼ同じぐらいにまで下げているということは、投資家は米国債よりも S&P500 を信用して買っていると考えられるのでしょうか？

投資家によって考え方や戦略は違うでしょう。ただ、ここまでイールド・スプレッドがゼロ近くまで上昇していえることは、株式に楽観的な投資家が多いということです。

——30 年物米国債の利回りを掲載したのは、なぜでしょうか？

超長期債の利回りも監視する必要があるでしょう。2023 年に付けた最高水準を上抜けてくると、さらに警戒感が高まるでしょう。スタグフレーション（高インフレ＋景気後退）が現実化する可能性が、さらに高まってくるということでしょう。

——日本・米国・中国・韓国の 5 年物 CDS（信用リスク保険）スプレッド（リスクプレミアム、ベースポイント＝0.01%で表示）を掲載したのは、なぜでしょうか？

米国債への保険料（CDS）が高まっている状態です。つまり、米国への信頼が下がっていることになります。

＜資料 P5＞

——40 年物日本国債の利回り推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

日本の 40 年債も利回りが、かなり上昇しています。こうした債券を保有している GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）などの投資家は価値が額面の 50%となり、含み損を抱えていることとなります。額面金額が戻ってくるのは満期となる 2060 年、つまり約 35 年後です。

——その HV（ヒストリカル・ボラティリティ）を付記したのは、なぜでしょうか？

債券の不確実性が高まっていると分かります。金利の見通しが不安定であれば、株式市場も不安定になると考えるのが普通です。

——40年物日本国債・第13回債（2020年5月～21年3月発行、2060年3月20日償還）の入札結果と94～99円で購入された第13回債の価値が現在、ほぼ半値に下げていることが何を示唆していると考えられるのでしょうか？

第13回債は、ほぼ額面水準で入札されています。第13回債だけでも、ほぼ3兆円です。したがって、乱暴に言えば、どこかの投資家たちが、この銘柄だけで合計1.5兆円の含み損を抱えていることになります。

＜資料 P6＞

——日経平均が450円以上動いた日の値幅と年別頻度を掲載したのは、なぜでしょうか？

引き続き荒れる展開が続いているということです。

——日経平均が高い水準にあることで割合的には小さな変動でも、値幅的には大きな変動となるため、OPトレードに妙味が生じていると考えられるのでしょうか？

ご指摘のとおりです。

——日経平均と米ドル円の散布図を掲載したのは、なぜでしょうか？

現在の日経平均とドル円の相関を示すためです。ドル円が1円変動して日経平均が約700円程度動いていると考えています。

——例えば、赤丸（2025年5月16日）をみると米ドル円からみて日経平均が高値、もしくは日経平均からみて米ドル円が安値（円高）で評価されていると考えられるのでしょうか？

緑の回帰線が理論値とすれば、赤丸の位置は株価が買われすぎ、または円高になりすぎとい

うことになります。もっとも、実際は橙線の幅に収まっていれば、異常値だとは考えていません。

<資料 P7>

——日経平均の日次変化率の分布を掲載したのは、なぜでしょうか？

いわゆる正規分布（データが平均付近に集積するような分布）に近いと分かります。

——ただし、現実世界のデータですから完全な正規分布ではなく、異常な動き（外れ値）がありますね？

ご指摘のとおりです。これを「ファット・テール」と呼んでいます。

——日経 VI の日次分布を掲載したのは、なぜでしょうか？

正規分布ではないことを確認してもらうためです。

——株式が市場で取引されている以上、日経 VI がゼロになるということは考えにくいですね？

ボラティリティがゼロやマイナスになることはあり得ないですね。

<資料 P8>

——相場の動きを「方向性」「変動性」の2つに分けたのは、なぜでしょうか？

OP で収益を狙う場合、方向性と収益性に大きく分けられるからです。

——売坊流では相場の方向性も変動性も当てられないことを前提に日経 225CALL 売り戦略を紹介しています。また、低めのリスクで方向性を当てにいく、ブル・スプレッド戦略や

ベア・スプレッド戦略についても紹介しています。では、低めのリスクで変動性を当てにいく戦略もあるのでしょうか？

あります。そして、そのタイミングを計るひとつとして売坊マグマ指数を使っており、会員様には日経平均と S&P500 の数字を週次レポートで伝えています。

<資料 P9>

——日経 VI、VSTOXX（欧ユーロ STOXX 株価指数 OP の VI）、VIX（米 S&P500 株価指数 OP の VI）を掲載したのは、なぜでしょうか？

ボラティリティも指数等によって特性があります。

——MOVE 指数（バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチが各種米国債 OP 価格から推計している米国債 VI）を掲載したのは、なぜでしょうか？

同様に米国債の荒れ具合をみるために、MOVE 指数をみています。債券のボラティリティが高いなかで株式のボラが下がることは考えにくいです。

別の言い方をすると、債券のボラティリティが高い時に株式のボラティリティが低水準であれば、株式のボラティリティが将来上がる可能性があることに警戒すべきでしょう。

<資料 P10>

——高配当株である KO（コカ・コーラ）の IV を掲載したのは、なぜでしょうか？

現在、不確実性が高く、このような時は長期保有の株式投資には大きなリスクがあるからです。

また、中短期売買をするにせよ、トランプ大統領が、いつ何を言い出すか分かりません。その一言で一気に相場の方向が変わってしまう状況です。したがって、株価の方向性に賭ける戦略にとって、あまり良い時期であるとはいえないでしょう。

一方、OP トレードでは株価の変動性に賭ける戦略を組めます。今回ご紹介するカレンダー・

スプレッドは比較的単純で扱いやすい戦略です。

——通貨 ETF である FXY（日本円通貨 ETF）の IV を掲載したのは、なぜでしょうか？

米ドル円の HV でなく、IV の推移をみるのに代用できると考えています。

——各種金融商品の ATM（アット・ザ・マネー＝現在値に近い権利行使価格）OP の IV を掲載したのは、なぜでしょうか？

米国では個別株の OP も盛んに取引されています。5月9日現在、5600 以上の銘柄に OP があります。さらに、期限（満期日）が2年先とか長いものもあります。

各種個別株や FX-OP の特性をつかめば、それぞれに適した戦略を組めます。これを通信講座で解説しています。

＜資料 P11＞

——今回、カレンダーOP スプレッドについて紹介することにしたのは、なぜでしょうか？

カレンダーOP スプレッドは株価が上がるか下がるかよりも期近（期限が近い）OP と期先（期限が先の）OP による時間的価値の減少スピードの違いを狙ったスプレッドです。

米国株 OP で組めば、理論的には最大損失がプレミアムの差だけとなります。また、期先の同一権利行使価格 OP を買っていますので、売り建てた期近 OP の証拠金の差し入れを不要とする証券会社もあります。

一方、ストラドルやストラングルの売り（CALL 売り + PUT 売り）には証拠金がかかります。つまり、米国株 OP のカレンダー・スプレッドには、証拠金の使用面でかなりの優位性があるわけです。

また、個人的には先物や現物を使って相場の変動に中立であろうとするデルタヘッジ戦略よりも時間的なゆとりを持てて単純な管理方法だとも考えています。

——**ダイアゴナル OP スプレッド戦略は対象商品の方向性だけでなく時間的価値の減少スピード差とボラティリティの変化にも賭ける戦略といえるでしょうか？**

ご指摘のとおりです。ダイアゴナル・スプレッドは単純なカレンダー・スプレッドよりも、複雑な様相が絡む応用戦略と考えられでしょう。

——**今回、ダイアゴナル戦略ではなくカレンダー戦略に注目しているのは、なぜでしょうか？**

異なる期限の同じ権利行使価格の CALL もしくは PUT を組むことで、価格の変動リスクを極力排除しようとしているからです。

もちろん、同じ権利行使価格の OP でも、投資家需給や流動性のリスクは残ります。しかし、理論的には損失限定の戦略となり、スプレッドのなかでは非常に単純で分かりやすい戦略です。

<資料 P12>

——**先生が日経 225OP のトレードでよく紹介されているベア PUT スプレッド戦略（PUT 買い+より低い権利行使価格の PUT 売り、単独 PUT 買いよりも低コストでトレードができる）は、基本的に政治経済イベントによる相場急落を狙う短期勝負でした。しかし、カレンダー・スプレッドは基本的に期近部分が満期になるのを狙うトレードといえるのでしょうか？**

ご指摘のとおりです。時間的価値の減少スピードが、期近のほうが期先よりも速いので、その差を取りに行くのが、この戦略の狙いです。

——**IV が上昇するときがカレンダー・スプレッド戦略の狙い目となるのは、なぜでしょうか？ IV が上昇すると他の条件が同じであれば OP 価格（プレミアム）は高くなるので、売り玉には不利ではないでしょうか？**

同じ権利行使価格でも期限が長い物のほうが、ボラティリティへの感応度が大きいからです。ボラティリティが上昇したときは、買い建てた OP のほうが、理論価格が上がりやすくなります。

グリークス（OP リスク指標）で恐縮ですが、合成したポジションのボラティリティ感応度である「ベガ」がプラスになるように組むことになります。

ベガとは対象商品の IV が動いたときに OP 価格（プレミアム）がどれだけ変化するかを表す指標です。

＜資料 P13＞

——左側のカレンダー・スプレッドの損益曲線は何を示唆しているのでしょうか？

こちらは最初に ATM で組んだカレンダー・スプレッドの損益イメージです。

——右側のカレンダー・スプレッドの損益曲線は何を示唆しているのでしょうか？

そのポジションの管理例です。その後、対象商品が値を上げたとき、当初よりも高い権利行使価格によるカレンダー・スプレッドを追加します。すると、損益曲線はこのように変わり、利益の出る価格帯が広がります。

——OTM（アウト・オブ・ザ・マネー＝買い手が権利を行使するとマイナスになる権利行使価格）や ITM（イン・ザ・マネー＝買い手が権利を行使するとプラスがある権利行使価格）のカレンダー・スプレッドも加えていくと、ポジション全体では収益性のある相場の変動幅を広くできるということでしょうか？

ご指摘のとおりです。通信講座では基本的な仕組みだけでなく、そこからどう対応していくのが合理的な管理方法となるかを検討しています。

【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・損失などについて筆者およびバ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。