

『賢者のマーケットインサイト』10月27日放送分 補足 Q&A

2021年10月27日に放送されたラジオ 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/insight.html#/movie/zPZmU43TKfw>

<資料>

<http://www.panrolling.com/tv/report/insight211027.pdf>

<資料 P2>

——なぜ11月の政策金利に米長期金利上昇のリスクがあるのでしょうか？

FOMC（米連邦公開市場委員会）での政策金利発表時のコメントによっては、利上げ時期が早まったり、利上げ回数が増したりすると市場は受け取るかもしれません。その結果、金利上昇のスピードが速まる可能性があります。

——なぜ早期利上げ予測が強まると金利（長期債利回り）の上昇スピードが速まり得るのでしょうか？

利上げの観測が早まると、ファンドなどは金利上昇でポートフォリオの時価が下がることを調整するため、長期債を売る可能性が高いからです。結果として金利が上がります。

——なぜ金融当局は雇用統計（失業率）を政策実施の理由とするのでしょうか？

FRB（米連邦準備理事会）は(1)米国の雇用の最大化、(2)物価の安定化、(3)適切な長期金利水準の維持を実現することで、米国経済を活性化することを目標としているからです。

——経済活性化は政府の仕事であり、雇用という足かせを自らに課して FRB（中銀）は最大の仕事であるインフレに対して（最近5%も物価が上昇しているのに）甘くみている印象はないでしょうか？

バランスと優先順位の問題ですね。それこそ FRB がどう考えているかということになります。個人的には、インフレの脅威が迫っていると思いますが、金利引き上げが早すぎると経済が失速したり、ここまで上昇した株価などへの影響が大きくなったりします。かなりの綱渡りですね。

<資料 P3>

——中国不動産バブルで現在特に注目されているポイントはありますか？

先日から止まっていたドル建て社債に対する利払いが 10 月 23 日にあると中国メディアは報じています。とはいえ、今後利払いができない可能性も残っていますし、できたとしても元本が償還できるかは、まだまだ不透明です。

——11 月末の米ブラック・フライデー前後はクリスマスまでの商戦を占う意味でグレイ・リノになり得るでしょうか？

今後、クリスマス商戦などを含め、物流上の問題で商品が不足しているとのニュースが出てくると、景気の先行きに対する期待がしぼむことで、グレイ・リノにつながる可能性があります。

<資料 P4>

——バルチック海運指数は世界中の海運会社から石炭・鉄鉱石・穀物などの貨物船の運賃を収集して算出されると聞きます。なぜ上昇しているのでしょうか？

複合的な問題だと考えています。物流に対して、船が足りない。人手が足りず、港で荷揚げができない。したがって、船が沖合で待機するので、船が足りない。さらに原油高で燃

料代も上がっています。

——コモディティ価格が上昇しているのはなぜでしょうか？

商品によってさまざまですが、需要と供給のバランス、異常気象による生産の低下、燃料代上昇によるコスト増が絡んでいます。日本の場合は、現在の円安がさらに輸入品の価格を押し上げる形になっています。

——コモディティの需給バランスですが、コロナ禍による供給不足でしょうか？ それともポストコロナ（？）で需要が旺盛な国があるのでしょうか？ 中国のコモディティ需要が旺盛であるとすれば、なぜ不動産バブルが破裂しそうなのでしょう？

半導体は供給不足ですね。また、コロナ感染者の休業や死亡、および手厚かった失業給付などで、一部では労働者が減っていることも考えられます。

中国の不動産バブルはコロナがあってもなくても、いずれ破裂したと考えられます。年収の50倍以上にまで不動産価格が上昇していたのですから、時間の問題でした。

——トラック運転手不足は日米中欧にもみられる（あり得る）現象でしょうか？

米英では顕著ですね。コロナ禍で通販の需要が増したためです。日本でも宅急便等は大忙しの状況だと思います。

——なぜトラック運転手が不足しているのでしょうか？

コロナの影響での退職者も増えている状況です。さらに、給与水準もそれほど高くなく、きつい仕事ですから。

——NYで地下鉄運転士が3カ月380万円でも不足しているのはなぜでしょうか？

NY市交通局の発表では、コロナの感染拡大で5000人もの職員が退職したといわれています。その結果、地下鉄の運航を10%ほど減らしているとのこと。なお、誰でもすぐに運転できるわけではありません。

——米国ではコロナ禍で運輸業に退職者が出ているなか失業率は低下傾向にあるとすれば、この方たちはどこに就職したのでしょうか？

失業給付がなくなった後で、後遺症などで仕事を探していなければ、失業者に入りませんので、分母と分子に含まれていませんね。

——物流不安が年末の消費者需要に水を差し得るといえるのでしょうか？

クリスマスに品薄状況が続く可能性がありそうです。

<資料 P5>

——イールド・スプレッドとイールド・ギャップで株式が債券に対して割高になっていると示唆しているとのことですが、目安となる危険水準はそれぞれ-3%突破と3倍割れということでしょうか？

その水準を見ています。

——物流高・コモディティ高→物価上昇（インフレ）→米長期金利上昇→株式割高（企業業績悪化）という流れでしょうか？ただ、この場合、物価上昇で長期金利が上昇するのはなぜでしょうか？

金利と物価は密接に関係しています。物価が上昇すると、人々は今、モノを買おうとします。その結果、銀行の預金が減ると、銀行は金利を上げて、資金流出を食い止めるという流れとなります。

——世界的に年末商戦（消費）が冷え込んだとすれば、長期金利の下げ要因になり得るのでしょうか？

景気は悪くなります。しかし、インフレ懸念は残ります。この場合、懸念しているスタグフレーションとなりますね。

<資料 P8>

——どうして権利行使価格や PUT・CALL によって IV が異なるのでしょうか？

IV は、すべての権利行使価格について、価格（プレミアム）から逆算したボラティリティで、特定の行使価格毎に計算しています。したがって、特定の権利行使価格で PUT や CALL の需要が大きくなり価格が上昇すると、その権利行使価格のオプションの IV が高くなります。

<資料 P10>

——9月10日と10月8日・15日・22日のスマイル・カーブを掲載したのはなぜでしょうか？

9月10日と10月8日はそれぞれ10月限と11月限が期近限月となった時です。その後、毎週の動きを見えています。

<資料 P11>

——SKEW 指数とはどのようなものなのでしょうか？

SKEW 指数とはシカゴ・オプション取引所 (CBOE) が算出している指数です。実際の計算は複雑ですが、簡単にいえば OTM-CALL と OTM-PUT の IV の差です。中立が 100 で、これより大きい数値のときは PUT の IV のほうが高い、すなわち需要が大きいということになります。

——なぜ PUT のほうが歪むとブラックスワン警報なのでしょう？

過去の経験則です。投資家の警戒が極端に進むときは、やはり暴落の危険性が高かった時期ということになります。

<資料 P12>

——ストラングル買い（通常は ATM 付近の同じ権利行使価格の CALL と PUT の買い）とストラドル買い（低い権利行使価格の PUT と高い権利行使価格の CALL の買い）に OTM CALL 売りを加えるという 2 戦略を紹介されていますが、前者は相場が荒れる、後者はどちらかといえば弱気の相場観ということでしょうか？

ストラドルの買いでは、PUT も CALL もプレミアムが高くなってしまいます。そこでコストを下げるためにストラングルを検討します。

なお、上値があまりないとするのであれば、より高い CALL を売ることで、ストラングル・ストラドルともに損益曲線を上方へシフトすることを考えています。スライドでは、ストラドルに OTM の CALL 売りを加味した損益曲線のイメージを掲載していますが、ストラドルでも OTM の CALL 売りを追加することもできます。1 枚であれば、損失は限定される状況は変わりません。

実際には、想定した値幅で動いたときに、どちらの戦略のほうが収益率が高いか、および、1 日当たりのタイムディケイなどによるコストを考慮しながら検討していきます。

<資料 P13>

—CALL レシオ・スプレッドとカレンダー・スプレッド（期近売り・期先買い）をあげられていましたが、どちらも相場が中立とみるということでしょうか？ 両者の違い（長所・短所）はどのようなものでしょうか？

CALL レシオ・スプレッドは、SQ 日が同じですので、扱いやすい戦略です。両者を比較すると CALL レシオ・スプレッドは相対的に分かりやすいのが長所です。また、相場が若干上がった場合に利益があります。

一方、カレンダー・スプレッドは時間的価値の減少を加味したものですので、どの SQ 日の組み合わせをどの権利行使価格で組むかがポイントとなり、若干複雑な戦略となります。