

『賢者のマーケットインサイト』2022年6月22日放送分 補足 Q&A

2022年6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>

<http://www.panrolling.com/tv/#/movie/3ysvsPAIy7Y>

<資料>

<http://www.panrolling.com/tv/report/insight220622.pdf>

<6月20日現在の相場観>

——日経平均が米国株の連れ安となる形で急落し、25000円台に引き戻されました。一時的に大きな反発・反落を繰り返しながら、25000～27000円を推移しているようにみえます。先生は現時点で中期的（3カ月程度）にどのようにみていますか？（6月20日現在）

米国の金利上昇による米国株の急落が日本株に影響を与えています。次回の米 CPI（消費者物価指数）がさらに上昇する可能性もあり、予断を許さない状況です。したがって、上値は重く、底抜けがあり得ると考えています。

——米国株がいったん戻したものの、予想以上の CPI をきっかけに急落して S&P500 は前回安値を割ってしまいました。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？（6月20日現在）

今後3カ月では、7月と9月に0.75%ずつの可能性も高いと考えています。これを前提とすると、今後3カ月で株価があと10%程度は下げても不思議ではないと考えています。なお、さらに来年、FF（フェデラルファンド）金利は4%に乗せているかもしれません。

7月13日の CPI がポイントでしょう。9%に持ってくると、7月の利上げは1.00%になるかもしれません。その場合は、暴落につながる可能性があると考えています。

——WTI 原油がじりじりと上げています。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？（6月20日現在）

原油については、高値での推移が続くと考えています。WTI をレンジでいえば 90~130 ドル程度のボックスだと考えています。

——一方、NY 金は横ばいです。先生は現時点で中期的（3カ月程度）にどのようにみえますか？（6月20日現在）

米国株が不安定ななか、再度高値をトライする場面が出てくるのではと考えています。

<資料 P2>

——先月ご指摘いただいたように FRB（米連邦準備理事会）が6月15日に0.75%引き上げて、FF（フェデラルファンド）金利が1.50~1.75%となりました。例えば、7月13日発表のCPIが8%を超えてくるようなら、7月27日のFOMCでは、1.00%以上の利上げも考えられるのでしょうか？

6月17日現在、今回ご紹介したクリーブランド連銀のデータでは8.67%となっています。今年、この予想は過小評価されていることが多いので、前回の8.6%を超えた数字が出る可能性が現段階では高いと考えています。CPIが例えば9%に上昇した場合は1.00%の利上げも想定しておきたいところです。景気を腰折れさせても中間選挙前にCPIの数字を下げたいとバイデン大統領は考えていると推測しているからです。なお、1.00%上げたとしても、CPIが2%に戻るわけではありません。

——6月14日の米下院補選（テキサス州34区）で民主党の地盤にもかかわらず共和党候補が勝ちました。バイデン政権としては11月の中間選挙で大敗を防ぐために物価上昇を抑えるための「利上げ」だと思いますが、もし7~10月発表のCPIに劇的な変化がなければ、むしろ有権者に「失敗」と受け止められるのではないのでしょうか？

かなり厳しい状況でしょう。今回の供給ができない状況でのインフレは、対処が厳しいもの

です。景気後退（リセッション）などで、需要を下げないかぎり難しいかもしれません。

——ECB（欧州中央銀行）もついに利上げに踏み切りました。南欧諸国の債券利回り上昇（債券価格の下落）はグレイ・リノとなり得るでしょうか？

ギリシャやイタリアなどが厳しい状況ですので、あり得ると思います。さらに、その前に新興国がグレイ・リノとなるかもしれません。

各国 10 年債（6 月 17 日現在）

ギリシャ	4.031%	コロンビア	11.300%
イタリア	3.674%	ブラジル	12.937%
ドイツ	1.660%		
スイス	1.362%		

——ECB が引き締めに転じながらも南欧債を買い支えることがあり得るのでしょうか？

最善の努力はするとおもいますが、支えきれなくなる可能性も想定しておきたいところです。

——日本では「物価高」「円安」に不安があるものの、岸田内閣の支持率は概して 50%以上もあります。そのなかでの参議院選挙ですが、いまひとつ盛り上がり欠ける印象がありません。それでも OP トレーダーとしては買い機会の可能性を探っておきたいところでしょうか？

ひとつの政治イベントであることは確かです。なお、毎日新聞の調査では、18 日現在 48%に低下しています。OP トレーダーとしては、CALL/PUT 買いのチャンスは、いつでも考えています。円安・物価高に無策の状況と考えれば、橋本龍太郎の二の舞となる可能性もあります。そうでなくても岸田首相には短命という 3 つのジンクス（長期政権後の 2 代首相は短命、早稲田出身は短命、外相経験後の首相は短命）があります。

——日銀としては CPI が現実を突きつけるまでは国債を買いまくる構えでしょうか？

すでに海外投資家と日銀のバトルが始まっています。日銀が第2の BOE（イングランド銀行）になるかもしれません（※1992年にジョージ・ソロスをはじめとするヘッジファンド勢がポンドを売り浴びせたのに対し、BOEは当時参加していた通貨制度の為替変動幅を守ろうと買い向かうも、結果的に脱退、変動相場制に移行した）。

——「円の独歩安」といわれていますが、グローバル化の恩恵を最大限に受けていたのが日本経済で、ブロック化の被害を最大限に受けているのが日本経済なのではないでしょうか？

エネルギー自給率・食糧自給率が低い日本は、圧倒的に不利な状況にあると考えています。被害というよりも、無策ですね。

<資料 P3>

——この図は前回と同じく、OP 売りはここを通過するときには慎重に、一方 OP 買いはここを通過するときには仕掛けを考えるポイントといえるのでしょうか？

そのとおりです。

——年後半は OP 買いの機会となり得る重要イベントが毎月のようにあるということでしょうか？

金利上昇局面で、スタグフレーション懸念もあるなかでは、なおさらチャンスは多いと考えています。

<資料 P4>

——これは「6月発表の米CPIが市場予想を超える高さになり得る」との弱気要因から PUT 買いに好機があったということでしょうか？ タイミング的には6月9日（金）に7月限 22750 PUT を買い、14日に手仕舞えば、50円近い値幅を取り得たということでしょうか？

そのとおりです。率にすれば、約6倍ですね。

—こうした OP 買いのポイントについて 26 日の感謝祭ではお話しいただけるということですね？

はい。26 日には、買い戦略のポイントもお話しさせていただく予定です。

<資料 P5>

—シカゴ小麦が 5 月半ばに大きくはねてから調整が入った印象があります。どのようにみられていますか？ 何かサプライズがあれば上昇するボラティリティの高さがあるという感じでしょうか？

ボラティリティは高いと考えています。チャートを見ると、調整は入っていますが、底値も堅いと考えています。米国産小麦の不作がさらに悪化すれば、再度上昇に転じると考えています。

—世界的小麦相場の急騰ですが、日本では政府売渡制度のおかげでショックが和らげられているといえるのでしょうか？

「今までは」ですね。今後、諸外国との買いつけに敗れば、おのずと価格は上がります。

—世界第二位の小麦生産国であるインドの輸出停止も大きかったのでしょうか？

<https://jp.reuters.com/article/ukraine-crisis-india-wheat-idJPKCN2N10NM>

大きいと思います。各国とも、食糧確保・価格安定に乗り出しています。エネルギーとともに食糧の確保問題が今後の日本経済のアキレス腱となるかもしれません。

<資料 P6>

—「日本の 2024 年問題」とは、ドライバーの労働環境は良くなるものの、物流コストが増大し、日本経済全体には悪影響を及ぼし得るということでしょうか？

2024 年問題とは、自動車運転業務の年間時間外労働時間の上限が 960 時間となることによって発生する問題です。ドライバー不足となれば、モノが運べないということになります。スーパーなどに品物が並ばない、ネットで買った商品が届かないといった状況が想定されます。2030 年になると、3 割のものが運べず、経済損失は最大で 10 兆円程度との試算もあります。

——「日本の 2025 年問題」とは、労働人口の減少と社会保障費（医療介護費）の増大で、現役世代の保険料負担が急増し得るということでしょうか？

800 万人といわれる団塊世代が後期高齢者（75 歳）となります。2025 年では 4 人に 1 人が後期高齢者となりますので、社会保障費の増大のほか、医療、介護などに支障をきたしかねません。

——「日本の 2030 年問題」とは、生産年齢人口の減少で事業継承が難しくなり得るということでしょうか？

日本人の 3 分の 1 が高齢化（65 歳以上）する問題です。労働人口が減るので GDP も低下する可能性があります。さらに、上記の物流ドライバーの問題もあります。

<資料 P7>

——前回と同じスライドですが、再度掲載されたのはなぜでしょうか？

前回とのつながりでお話を続けていくためです。今回は資産配分（アセット・アロケーション）の問題をより具体的に数字で確認していきたいと考えています。

<資料 P8>

——「最適化」とはポートフォリオを最適化する考え方ということでしょうか？

そのとおりです。リスクとリターンの関係の最適化です。

——「リスク」とは損失額でしょうか？

将来の資産額の取り得る幅です。リスクが大きいということは、将来の取りうる資産額の範囲が広いということになります。別の言い方では、不確実性が大きいともいえます。

——「制約条件」とは何でしょうか？

投資家ごとの投資の条件です。たとえば、イスラム教の投資家は、ビールなどアルコール類の会社には投資できないため、その制約条件下で考えるということです。

——右側のグラフはどのようなことを教えてくれるのでしょうか？

例えば、債券と株式の組み入れ比率を変えると、ポートフォリオのリスク・リターン関係がどう変わるかということです。また、その関係は、債券と株式の相関によっても変わります。

<資料 P9>

——この表は何を意味しているのでしょうか？

長期投資家の資産配分の考え方です。必要な期待収益率を達成するポートフォリオを組む場合、なるべくリスクが少なくなるように考えるのが基本的な戦略です。したがって、債券の期待収益率が上がった場合は、株式への配分を下げること、ポートフォリオのリスクを下げる事ができるわけです。

——年金基金などの長期投資家はリスクを同じままで、より高いリターンを狙うのではなく、加入者への支払いを考えたリターンを基準に、より低いリスクを考えるということですか？

目標収益率を実現するため「いかにリスクを下げるか？」という発想となります。

——GPIF もそうですか？

本来はそうすべきだと考えています。株式への投資配分上限を倍増したことで、残念ながらそうはなっていません。かなり大きなリスクをとっています（私の分は年金原資でいいので返してもらいたいと思います）。

<資料 P10>

——このグラフは何でしょうか？

こちらはクリーブランド連銀が発表している CPI 予想の推移です。予想値がじわじわ上がっているのが気になります。このままでは、次回の数字は前回の 8.6% を超える可能性が高そうです。9% 台もあり得そうですが、その時はかなりの激震が走るかもしれません。

——クリーブランド連銀はどうしてこのような数字を日々更新しているのでしょうか？

現状を広く一般に示しているものだと思います。

——PCE（個人消費支出）も高止まりしていると考えられるのでしょうか？

若干鈍化傾向を示しているものもありますが、まだまだ高止まりが続いている状況だと考えています。

——先生はコア指数（エネルギーと食品を除いた指数）に意味があると思いますか？

意味はあると考えています。現状では在宅勤務などにより、家賃の数字が高騰し続けています。

——先生は会員への月次セミナーでこのグラフから CPI がサプライズになる可能性を言及していましたがなぜですか？

クリーブランド連銀の足元の数字が日々上昇していたからです。また、食糧価格やエネルギー価格も上昇していました。一方、市場のコメントは「希望的」楽観論が広まっていました。したがって、高めの数字が出る可能性が高く、実際そうなった場合は株価の急落を想定できたからです。PUT 買いのチャンスでした。

<資料 P11>

——FFPI（FAO＝国連食料農業機関が発表する食糧価格指数）から世界的に物価がここ1年で1.5倍になっており、これを抑えるには世界的な需要減退が求められるということでしょうか？ つまり世界的景気後退ということでしょうか？

人は食べないと生きていけません。高い食糧価格を払った後の可処分所得が減れば、当然景気にはマイナスです。食料以外の「モノ」を買う余裕がなくなるのですから。

——逆に供給拡大は米欧と中ソが政治的に和解しない限り無理ということでしょうか？

プーチン大統領がメッセージを発信していたときがチャンスでした。イソップ寓話の「北風と太陽」的発想が必要だったのではと考えています。

<資料 P12>

——ミシガン大学消費者信頼感指数を取り上げたのはなぜでしょうか？

ファーバー博士のレポートには、とても考えさせられる視点が多々あります。これもそのひとつです。過去に短期間で10ポイント以上下落したあとは、かなりの確率で景気後退（リセッション）入りしているのが見てとれます。

——日本の消費者信頼感指数も同様に有効なのでしょうか？

日本の数字も参考にしています。一方、相対的には米国の数字をより重要視しています。

<資料 P13>

—このグラフは何でしょうか？

消費者物価と株価の関係です。消費者物価が上昇している局面では、1年程度では株式のパフォーマンスが良くないと分かります。これを見る限り、高インフレ時には、焦って株を買う必要がないともいえます。インフレのピークアウトと鎮静化を確認してからで十分、間に合うと考えています。

—3年変化率とは3年前との比較ということでしょうか？ そこから何がみえてくるのでしょうか？

3年前との比較です。「インフレ対応力があるとしても3年は辛抱しないとイケない」ということですね。

—株価は名目値であるため、たとえ上昇したとしても、物価を差し引いた実質値でみると、下げている場合があるということでしょうか？

そのとおりです。

<資料 P14>

—イールドスプレッドの警戒水準を3%、米10年債の利回りを3.5%と4%に仮定すると、S&P500は3511と3260程度に安くなり得るということですね。

6月17日の益利回りの6.21%から計算するとその値が求められます。ひとつの目安ですね。EPSの伸びが上方修正されると、S&P500の適正水準は上昇します。

—逆に債券（米国債）が株式（米国株）よりも割安ということで、米国債が買われて、利回りが目先、下げる可能性はないのでしょうか？

可能性はゼロではありません。一方、現状ではFRBが債券を買わないだけでも需給関係が悪くなりますので金利が上がるかに注目しています。

<資料 P15>

——この「OPトレードで大事な3つの視点」とはどのようなことでしょうか？ 「確率」「経済合理性」「心理」ということでしょうか？ それとも「ルールの把握」「本質の理解」「証拠金管理と危機管理」でしょうか？

確率・経済合理性・心理です。また「前提」としてルールを把握し、本質を追究して考えることが重要だと考えています。「実務的」には証拠金とリスク管理が重要です。

——確率は定量的分析で、経済合理性は定性的分析ともいえるのでしょうか？

確率もそうですが、経済合理性も対費用効果など定量分析です。なお、経済合理性は論理的な定性的な部位もあります。

——「すぐ逃げる」とあるのは、経済合理性や損切りルールとは別に直感的に「ヤバい」と感じて手仕舞いをしたほうがよいということでしょうか？

投資の場合でも、そのような動物的な「第六感」が働く時があります。こうした「勘」は単なる思いつきではありません。「今までの知識と経験に基づいて、順序だてた論理的思考の過程や段階を経ずに、一足飛びに結論に達すること」だと考えています。したがって、従ったほうがよいと思います。「勘」が鋭い人は、つまり、知識と経験が豊富なのです。

——常に損切りルール（例えば、オプション価格でX円引かされたら仕切る）というものを決めておいて、それを守ったほうがいいのでしょうか？

損切りルールも重要ですが、上記の「勘」も重要です。どちらかに限定する必要はないと考えていますが、私は「勘」と「ルール」を両方とも重視しています。

——こうした「勘」を磨くうえで重要なことは何でしょうか？ 経験・反省・勉強でしょうか？

経験・反省・勉強も重要です。勘を磨くためには、本質を見抜き、考えていく知識も必要です。本コースでは「なぜ・なぜ・なぜ……」の部分でお話をさせていただいておりますので、ご参考にしてみてください。本質にたどり着くまで、また、その後も思考し続けていくことが重要です。その意味では、投資家は一生涯勉強だと考えています。

<資料 P16>

——年金は株でも運用されているというのと CALL 売りとどのような関係があるのでしょうか？

株が上がり、年金運用がうまくいけば年金額が増える可能性もあります。したがって、CALL 売りで多少失敗しても、分散投資的な効果があります。一方、株が上がらず年金運用がうまくいかないのであれば、CALL 売りから収益が出ることになります。

——「株の上昇時はボラティリティが下がることが多い」のボラティリティとは OP 価格から逆算されるインプライド・ボラティリティですか？

インプライド・ボラティリティです。

——そうであれば、日経平均の上昇時に PUT の価格が安くなりやすく、先物でいう逆張りの吹き値売りのように PUT 買いを検討する機会になるということでしょうか？

そのとおりです。まさに今週月曜日（6月20日）の寄りつきは PUT 買いのチャンスでした。

<資料 P17>

——これは PUT 売りでは特に、PUT の価格以上に差し入れる証拠金の急増が非常に危険になるということでしょうか？

PUT 売りの危険なところは、株価急落で証拠金必要額が急増して証拠金不足となることです。追証に対して送金が間に合わなければ、強制決済です。その時、かなり不利な価格で決済される可能性があります。%

——日経平均の上昇時に CALL 売りにかかる証拠金の増加が「場合による」となるのはなぜですか？

株価が上がれば、基本 CALL の証拠金が上がります、一方ボラティリティが下がれば、証拠金金額は基本下がる方向に作用します。したがって、どちらが大きいかによって、上がる場合と下がる場合があります。

——OP 売り戦略の場合、できるだけファーアウト（現在値からかけ離れた権利行使価格）の OP のほうが、比較的ニア（現在値に近い権利行使価格）の OP よりも証拠金の増加率は低いのでしょうか？

「金額の絶対値」ではなく「率」で考えると、F-OTM のほうが大きいこともよくあります。場合によっては4倍となるようなことも起こります。

<資料 P18>

——このところ米国株の下げが目立ちますが、IV の現水準からすると「まだパニックではない」という印象でしょうか？

VIX で 40%を超えてきたときに個人的にはパニックと考えています。

<資料 P19>

——『OP 売坊戦略コース』をどのような方に受講していただきたいと思われませんか？

自ら学び続けることが好きだという方には面白いと思います。『OP 売坊戦略コース』では、本質の考え方などについても解説しています。OP は簡単に考えることもできますし、本質

を追究し始めると、かなり奥の深い金融商品です。非常に科学的な興味深い金融商品です。

——逆に『OP 売坊戦略コース』に不向きな方はどのような方だと思われますか？

ブラックボックスのシグナルだけでいいという方には、OP の面白さをお伝えできないのが残念です。

【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。