

『賢者のマーケットインサイト』2022年9月28日放送分 補足 Q&A

2022年9月28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/9gHDrN-PHVg>

<資料>

<http://www.panrolling.com/tv/report/insight220928.pdf>

<9月26日現在の相場観>

——日経平均は前回先生が示唆されたとおり、8月中旬に29000円を抜けたところが天井となり、今月中旬にあった反発も28500円台で頭打ちとなりました。9月上旬につけた安値を割って下げトレンドが強まり26000円割れが視野に入ってくるようにみえるのですが、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？（9月26日現在）

先週末23日のナイトで、日経225先物10月限は26420円となりました。9月の権利取りを狙った買い物も入りそうですが、底値模索中と考えています。26日現在で26000PUTの建玉が1万2000枚以上ありますので、26000円割れを試す展開も想定しています。

——米国株も前回先生が「いいとこ取り」「FRBの逆襲がある」と指摘されたとおり、8月中旬にガス欠となって反落し、NYダウが30000ドルを割れ、S&P500も6月中旬の安値3600割れを狙う展開に逆転したようにみえます。先生は現時点で中期的（3カ月程度）にどのようにみえていますか？（9月26日現在）

米国株は(1)金利上昇(2)業績低迷(3)流動性低下という、3つの逆風の中にあります。イーランド・スプレッドを3%とすると、23日現在で、あと9%程度の下げがあっても不思議ではありません。

——米 WTI 原油は 8 月下旬に 100 ドルを狙うまで反発したものの、米国の戦略石油備蓄“大放し”による下げトレンドを覆すことができず、再び 80 ドル割れを試しているようにみえます。先生は前回も「90 ドルから大きく下放れることはないだろう」とみていらっしやいましたが、現時点で中期的（3 カ月程度）にどのようにみていますか？（9 月 26 日現在）

想定以上に下げて 80 ドルも一時割ってきていますが、そろそろ底かなという感じです。なお、70 ドルを切るなど、さらに下げてきた場合、「世界同時不況」を想定しておく必要があります。

一方、インフレ鎮静化のため米国は石油備蓄を放出してしまいました。国家安全上の目的でも、ここまで原油価格が下げていけば、「米国が備蓄を増やす可能性」もあります。そのニュースにしっかりとアンテナを張っておく必要があるでしょう。

——NY 金は反落してしまい、前回確認した 1700 ドルを割ってしまいました（もともと、東京金先物 23 年 8 月限はドル円相場で下げが緩和され、7500～8000 円で横ばいとなっている印象です）。先生は前回「米ドル高が一服すれば NY 金も出直ってくるのでは」とみていらっしやいましたが、現時点で中期的（3 カ月程度）にどのようにみていますか？（9 月 26 日現在）

中国・インドの実需買いが入っていましたが、米金利が想定以上に上昇してドル一段高の展開となりました。米金利の上値が見えるまで本格的な戻りはないかもしれません。

一方、ユーロだけでなく、将来的には「ドル不信任の可能性」もあり得ます。通貨への不信任です。その場合、金は反発するかもしれません。なお、金・銀スプレッドでは金売り・銀買いのポジションが面白いと考えております。

<P2>

——10 月 13 日発表の 9 月米 CPI（消費者物価指数）では、どのような点に注目されていますか？

あまりに市場予想が楽観的なことに驚いていました。基本は統計作成の細部を把握している連銀予測のほうが信頼性が高いと考えるのが自然です。【オプション倶楽部】OP 売坊戦

略コース（以下「本コース」）会員の皆様へは週次レポートでお伝えしていましたが、今回のように市場予想がズレているような場合、下落にける PUT 買い（さらにはベア PUT スプレッド）など OP を使った戦略が有効です。

—— 9月21日のFOMC（米連邦公開市場委員会）後、パウエルFRB議長はインフレの引き下げに「強い決意」を持って「完了するまでやり続ける」と述べました。CME『Fedwatch』によると市場は11月に0.75%、12月に0.50%、来年1月に0.25%のさらなる利上げを予想しているようです。しかし、歴史的にみて、米CPIが現在、前年比8%で上昇しているなか、4.5%程度の利上げでインフレを抑制する効果があるのでしょうか？

パウエル議長の真意は、やはり「一度景気がかなり鈍化しない限りインフレは収まらない」というものだとして推測しています。米国では特に株価が上がると、資産効果により、購買力が低下しませんので、インフレから抜け出られないのです。

とはいえ、大変恐縮ですが、FRBはすでに遅きに失しているばかりか、有効な手立てがない状態です。手詰まりですね。したがって、景気低迷を祈るだけかもしれません。その意味では、株価が戻す展開が続くようだとFFレートは4.5%にとどまらず、5%や6%なども想定しておく必要が出てくるかもしれません。

—— 結局のところ、インフレ率を越えない程度の利上げでは“大幅”というよりも中途半端で、インフレを鎮静化できないばかりか、株価にも債券価格にも逆風となり、バイデン政権にとっては中間選挙にダブルパンチとなるのではないのでしょうか？

ご指摘のとおり、バイデン大統領にはダブルパンチです。一方、トランプ元大統領については統一教会関連や税務申告問題の追及によって民主党が巻き返しています。この点では、上院・下院の両方を失う見込みから状況が変化しているのは追い風です。

—— 9月23日は祝日取引初日でしたが、何か変わった印象はありましたでしょうか？

特に明記すべき変わったことはなかったと思いますが、外部環境の変化によって大きく下落しました。「大証や東証がシステムやルールを変更するときは荒れる」という経験則が当たってしまいました。

なお、先物・OP 取引業者の中に祝日取引を取り扱わない証券会社が出るとは思いませんでした。さらに、日経 VI が計算されず、OP や先物の証拠金の基準が計算されないことにも注意が必要です。

——日本銀行は大規模緩和の維持を明言しました。ドル円スワップポイント狙いの FX トレーダー／投資家にとっては“イケどん”の朗報かもしれませんが、日銀の金融政策転換があれば、急激な巻き戻しが起こる可能性はないのでしょうか？ それとも、世界で唯一のマイナス金利政策をとる国となっても、また米欧のようにインフレ率が「急激」に上昇して後手を踏むことになっても、金融政策を転換することはないのでしょうか？ 最近いろいろなところで値上げを目にします。帝国データバンクによると 2022 年の食品の値上げ品目は 2 万品目を超え、平均値上げ率は 14%とのことでした。

円安によって食料品やエネルギーなどの価格が上がっているのは大きな問題です。一方、現在の日本では需要がまだまだ不足しています。日本経済新聞（9月8日付）では 4-6 月期の需要不足は年率で 17 兆円まで改善しているものの、まだまだ大きいと報じています。したがって、金利を上げれば、景気が悪くなるという半面もあるのです。

なお、日銀が金融政策転換を余儀なくされれば、急激な巻き戻しと混乱が起こると考えています。

<P3>

——考えたくもないことですが、もし台湾海峡で有事があれば、日本株は急落してもおかしくないのでしょうか？

状況にもよると思いますが、まずは株価急落の反応となると思います。

——日本政府は 9 月 22 日にドル売り・円買い介入を実施しました（推計：3 兆 6000 億円規模）。これは財務省・日銀が保有する米ドル（外貨準備）の一部を売却したということでしょうか？

そのとおりだと思います。

——この売却益はどうなるのでしょうか？

日銀の決算報告書に現れてくると思います。

<P4>

——「さすがです、クリーブランド連銀」とのことですが、何が「さすが」なのでしょう？
市場よりも予測精度が高い傾向があるということでしょうか？

連銀ですので、メンツがあります。また、当然、消費者物価の計算方法のクセや特徴を熟知しているはずですから、予測精度も高いと考えます。信頼性も高いわけです。

——8月の米CPIは前年比8.3%上昇で、市場予想は8.1%でした。素人目には、あまり差がないようみえるのですが、株式市場にサプライズが走ったようにみえたのは、なぜでしょうか？

市場関係者の期待が大きかったということでしょう。また、アルゴリズムなどが働き、売りの連鎖となったと考えています。

——コア部分の上昇が目立つというのは何を示唆しているのでしょうか？

簡単にいえば、サービスなどの価格が上昇しているということです。

<P5>

——これは米CPI発表のあった9月13日夜間立会（ナイトセッション）の間にPUTの価格が約2倍になったということでしょうか？

そのとおりです。

——基本的に OP 買いはイベントドリブンの短期トレードであり、もし不発に終わり釣果がなければ、即座に損切りで手仕舞うというトレードでしょうか？

そのとおりです。

——テクニカル（例えば平均回帰）でも OP 買いのトレードは考えられるのでしょうか？

9月21日の岩本さんの放送でもありましたように、平均回帰を狙ったOP買い戦略もあります。本コースでもいくつかの平均回帰を取り扱っています。さらに、逆に拡散にかけたOP戦略もあります。

参考：平均回帰を利用した買い戦略のエッジ／岩本祐介さん

<https://www.youtube.com/watch?v=cstXc3f0uIE>

<P6>

——上段は何のグラフでしょうか？ ここから何が分かるのでしょうか？

米国の低格付け債（高利回り債・ジャンク債）の利回りです。急激な金利上昇が起こっています。つまり、その市場から資金が逃げているわけです。今後も低格付けの企業の資金繰りはかなり悪くなると考えています。

特に低格付け企業や新興企業はキャッシュフローが厳しくなると考えています。その規模が大きくなってくると、金融市場にも大きな影響を与えることになるでしょう。

——下段は何のグラフでしょうか？ 上段のグラフとどのような関係があるのでしょうか？

同様に、市中から政府もおカネを回収しています。つまり、金融市場のおカネの流れが変わっています。市場が縮小・流動性が低下しているということです。

——米ドル資金の行き先が株式でもなく債券でもなく金（ゴールド）でもないとしたら、ど

ここに逃げているのでしょうか？ 現金ではインフレで実質的に目減りしているのではないのでしょうか？

バランスシートの縮小ですね。借金返済または現金化（質への逃避）です。

<P7>

——9月21日の利上げ幅は0.75%で、今のところ11月2日の会合でさらに0.75%の引き上げが予想されています。そうすると、11月にはFF金利の誘導目標が3.75~4.00%となり、現在の中長期米国債利回りと同水準となります。これは中長期米国債の利回り上昇（価格下落）を示唆しているのでしょうか？ それとも逆イールドになることもあり得るのでしょうか？

当面、金利にさらなる上昇圧力がかかり続けると考えています。

——「リスクプレミアム」とは何でしょうか？ リスクプレミアムが2.5を割ることは株式を保有するメリットが薄れているということでしょうか？

リスクプレミアムとは、ある証券の期待収益率と無リスク金利との差のことです。10年債とS&P500のリスクプレミアムの差が縮小しているということは、それだけ株式が割高とも考えられます。これが正当化されるには、企業業績が伸びる必要があります。

——下表は米国債の利回り上昇に対して、益利回り（予想EPS=1株当たり利益を株価で割ったもの、予想PERの逆数）も上昇しなければ株式に相対的な魅力がないということでしょうか？

ご指摘のとおりです。企業業績が伸びる、つまり益利回りが上昇する必要があります。

<P8>

——米国人の実質可処分所得（個人所得総額から税金や社会保険料などを除く個人が自由に使える可処分所得から物価上昇分を調整したもの）が2020年4月と2021年3月に急

上昇しているのはコロナ給付金の効果でしょうか？

その影響が大きいと考えています。

——下の2つのバランスシートは何を指しているのですか？ 資産価値の低下で自己資本が減少しているということでしょうか？

株価下落などで左側の資産が減っても、右側の借入金（負債）は減りません。したがって、基本的に右下の自己資本が減少することになります。つまり、財務状況が急速に悪化するわけです。場合によっては債務超過となり、倒産へとつながる可能性もあります。

<P9>

——このグラフは、たとえ今後、米10年債の利回り（長期金利）が低下しても米国株は調整が入り得るということでしょうか？

1985年以降の経験では、そのようになっていたと分かります。

——「不都合な真実」とは何でしょうか？ なぜ長期金利が低下しても米国株には逆風となってしまうのでしょうか？

金利が低下しても、米国株には逆風となる可能性があります。P8に示したように、たとえ長期金利が低下しても、バブル崩壊などで歯車が逆に回り始めると、バランスシートが痛み、それが企業価値を低下させるという「負のスパイラル」になります。売りが売りを呼ぶ展開です。

——その場合、資金はどこに向かうのでしょうか？

借入金利が高い企業は、借入金の返済を優先する必要があります。また、資金繰りが悪くなりますので、投資には向かって行き難くなります。

<P10>

——このグラフは何を指しているのでしょうか？

欧州の状況です。マーク・ファーバーのレポートは、その実情を端的に示しています。特に財政が悪い国（イタリアやスペイン）の実情が悪化していると分かります。

——ECBの債券ポートフォリオは質が悪化しているということでしょうか？

そのとおりです。イタリアやスペインなどの危機が顕著化するかもしれません。

——ECBが財政内容の悪い国ほど支援をするのは延命治療にすぎないのではないのでしょうか？ その間に健全性の回復を望めるものなのでしょうか？

逆に、助けないと危機が表面化することになります。時間稼ぎに過ぎなくなるリスクもご指摘のとおりです。

<P11>

——ボラティリティはいつスパイク（突発的上昇）が起きてもおかしくないという状況でしょうか？

その危険性を危惧しています。

——円金利の上昇が裁定業者のコスト増につながるのは、なぜですか？ 現物を信用で取引しているからでしょうか？

資金調達によって現物株を購入することが多いからです。また、先物の証拠金に利用している可能性もあります。

——3ページのグレイ・リノー覧で「日経平均の銘柄入替と年末までのSQ」とありました

が「年末までのSQ」がグレイ・リノになるのは、裁定買い残がボラティリティスパイクのきっかけとなり得るということでしょうか？

裁定買い残の解消は日経平均を下押しすることになります。「PUT の建玉の多い権利行使価格の水準を現物指数が下に抜けると PUT 売りをしている投資家は、先物を売ることヘッジをする可能性が高くなります。それがまた現物売りや裁定買い解消につながる」というスパイラルによる下落になりかねません。

<P12>

——値高株の採用で日経平均 TOP 3（東エレクトロニクス・ファストリ・SBG）の影響度が低下するとなぜ NT 倍率（日経平均を TOPIX で割った指標）は下げやすいとみられるのでしょうか？

資金効率を考えると TOP 3 など比重の大きな銘柄の現物買いで日経平均を上げにくくなるからです。

——なぜ銘柄入替がグレイ・リノとなり得るのですか？

TOP3 等の比重が小さくなると、日経平均連動型ファンドなどは、TOP3 等の比重を指数と同程度に小さくする必要がありますので、超過分の売りが予想されるからです。

——先生は NT 倍率に基づいた 225 先物と TOPIX 先物のスプレッドトレードをすることもあるのですか？

現在も採用している戦略のひとつです。

——その売買タイミングは NT 倍率の水準でみていくのでしょうか？

オプション倶楽部 OP 売坊戦略コース（以下「本コース」）会員様向けの月次セミナーでも取り上げましたが、平均回帰の特性を利用するののひとつです。

<P13>

——上段のグラフは 2019 年からの日次変動幅でしょうか？

2019 年 1 月から 450 円以上の上下があった時だけを抜き出したものです。

——「大幅上昇」「大幅下落」とは 500 円幅ですか？

500 円の少し内側の 450 円としました。

——累積でみると 2019 年からは日次ベースで大幅上昇（長大陽線）のほうが多いということでしょうか？

2019 年から 2021 年中盤までは、その様な結果でした。相場は上げ基調でした。その後は、中立的ですね。相場はボックスですね。

——このパターンから見えてくることは何でしょうか？

大きな相場の流れが見えてくると考えています。また、ボラティリティの大きさから相場が荒れやすいかも見て取れます。さらに、現状のパターンも読み取れますので、すべてトレードに活用できると思います。このような、分布の形状やパターンを見ていくのが OP 売坊流の運用戦略です。本コースでもご紹介させていただいております。

<P14>

——弱気観からベア PUT スプレッドを組んだと思うのですが、単なる PUT 買いだけではなく、それよりも低い権利行使価格の PUT 売りで組んだのはなぜでしょうか？

単純 PUT 買いの場合、外れた時の損失が大きくなる可能性があるからです。また、場合によっては、単純 PUT 買いよりもスプレッドのほうが想定した下落幅では収益率が高くなることがあります。相場の動きに仮説を立て、期待収益率が高い戦略を選択するということで

す。

——同じスプレッドでも組み合わせる権利行使価格によってリスク対リターンに違いあるのですね？

これもとても面白い特徴ですね。ATMに近いほうが良いわけではないというのがOPの特徴です。

<P15>

——基本、個人投資家がOPトレードの主戦場とすべきはPUTにしるCALLにしる、ディープ・アウト・オブ・ザ・マネー（DOTMまたはFOTM=ATMからかなり離れた権利行使価格のOTM）でしょうか？

(1)勝てる確率(2)期待収益率(3)想定損失額から戦略を絞っていきます。ATMに近くでトレードをするのは勝率がかなり高いと考える場合ですね。基本的には上記(1)~(3)の視点で考えると案外ATMから離れたOPを選択するほうが効率が良いと個人的には考えています。特に、資金量が限定されている個人投資家には有効な視点でしょう。

——先生はあえてITMをトレードするケースはあるのですか？

裁定取引ができそうな場合や緊急時にはあり得ますが、基本的には手を出しません。

<P16>

——ここで建玉情報を掲載されたのはなぜでしょうか？ 26000のPUTを赤で囲っています。

建玉情報も市場に潜むリスクを把握するのに大いに役立つからです。

——ATMから離れた権利行使価格のCALLも売買が成立しているのですね。

これも面白い OP 市場の特徴ですね。

——ITM となっている 27500 の PUT も建玉残高が多いですね。日経平均が 26000 を割れてくると本当に困る PUT の売り方がいるということでしょうか？

大きな建玉の権利行使価格を上抜けると CALL 売りのヘッジのために先物買いが出てきて、下抜けると PUT 売りのヘッジのために先物売りが出てきます。特に、下へ抜けてくると相場が急落するスパイラルとなるリスクが高くなってきます。

<P17>

——この図は先生のエッジの部分に関わっており「ええっ開示しちゃうの」と思われる本コース会員様もいらっしゃるのではないのでしょうか？

OP 売坊流の大切なエッジの部分です。まずは確率で考えるというのが基本です。

<P18>

——「3つの側面」とは何でしょうか？

OP 売坊流、OP を理解し運用していくために重要な3つの視点です。これを本コースでは、腹落ちするまで理解し、修得し、実践に役立てていただきたいと考えております。

——「本質的価値」と現状の差（サヤ）を見抜くということでしょうか？

なぜ、そのような状況になっているのかの状況を理解するということです。OP 価格は結果です。それには必ず「原因と本質」があります。

——「心理」とは市場参加者の心理ということでしょうか？

ご指摘のとおりです。金融市場の価格は人間の行為による結果だからです。

——「すぐ逃げる」とは、ヤバいなと思ったらすぐに手仕舞うということでしょうか？ その後、状況が好転したときは、どのような行動・思考が求められるのでしょうか？

そのとおりです。OPの手数料は証券会社様の努力によって、かなり廉価です。まずいと“肌”が考えたときは、ポジションをなくし、冷静に考え、また、必要に応じてポジションを組めばいいわけです。OPは満期日が近いという特徴のある金融商品です。したがって、時間が経てば何とかなるという発想は厳禁です。

<P19>

——「1リスク当たりのリターンの最大化」というのは、同じ金額のリスクを取るならリターン（利益）が高いほうを選んだほうが効率的ということでしょうか？

そのとおりです。まずは「リターンの最大化」よりも「リスクの最小化」「1リスク当たりのリターンの最大化」から徐々にトレード経験を積んでいくことが重要だと考えています。運用では、リターンの金額にとらわれるのではなく、その安定性が何よりも重要なのです。

そのうえで、時と場合によって「より大きなリスクを取れるか」のタイミングをみていきます。そうすることで、全体的なリターンを、安定的な運用のなかで、さらに伸ばしていけると考えています。

<P20>

——この「1リスク当たりのリターンの最大化」を測るモノサシが「シャープ・レシオ」というものでしょうか？

そのひとつがシャープ・レシオ（Sharpe Ratio）です。なお、Sharpeとは人の名前です。1990年にノーベル経済学賞を受賞したウィリアム・シャープが提案しました。

——なぜ取るリスクを標準偏差でみているのですか？

標準偏差でリターンのバラつきを計算できるからです。大きなリターンを求めて大きなリスクを取ると、基本的にはリターンのバラつきが大きくなります。したがって、標準偏差が大きくてリターンがバラついているほど不確実性が高い、つまり「リスクが大きい」と考えられるわけです。

シャープ・レシオはご自身の運用状況を継続的に確認するうえで有効といえます。シャープ・レシオがあまりに下がっているようだと、それはリスクを取り過ぎているかもしれない、リスクの取り方に問題があるかもしれないと気づくからです。

——**投信のシャープ・レシオは、どれくらいの基準で「優秀」といわれるのでしょうか？**

株式ファンドで2を超えれば優秀ですね。

——**OP 売坊流 CALL 売り戦略のここ1年間のシャープ・レシオが10を超えるといっても、にわかには信じられないでしょうね（笑）。**

この数字は、誰も信じないかもしれません。一方、日次で計っていませんので、若干高く出ることもあります。また、OPのSQ日とSQ日の間を1か月として計測しています。なお、モーニングスター社のシャープ・レシオの計算も月次と表記されています。

年間収益率が10%、シャープ・レシオが10という世界は、標準偏差が1%となります。この場合、正規分布を前提とすると、年間収益の期待値は7%から13%の間に99.7%の確率に収まると推測できます。

同様に、年間収益率が50%で、シャープ・レシオ10の世界では、同様に正規分布を前提とすると、年間収益の期待値は35%から65%の間に99.7%の確率に収まると推測できます。

この「シャープ・レシオ10の世界」がOP売坊の目指しているものです。

【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。