

『賢者のマーケットインサイト』2022年10月26日放送分 補足 Q&A

2022年10月26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/JtsGmq4dmug>

<資料>

<https://www.panrolling.com/tv/report/insight221026.pdf>

<10月24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、10月頭に26000円割れを試す展開となりましたが、そこから反発して27000円の攻防となっ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？（10月24日現在）

基本的には、株式市場は上値の重い展開を予想しています。また、米国の中間選挙までは、急落があってもバイデン大統領の PKO（株価維持操作）が入る可能性が高いとも考えています。一方、共和党は株価を下げさせれば有利に働くと考えるかもしれません。

一方、中間選挙後は要注意です。上・下院とも民主党が勝利する可能性は低く、その結果、政策などによる対策の即効性が失われるでしょう。したがって、今年は「年末ラリー」よりも金利上昇に伴う株価急落を懸念しています。再度、26000円割れを念頭に置いておきたいと考えています。

——米国株は NY ダウが30000ドルに戻し、S&P500も9月末、一時的に3600を割ったものの3700台に戻してきました。素人目には思いのほか腰が強いようにみえるのですが、11月8日の中間選挙を見据えての米大統領金融市場作業部会による PKO も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？（10月24日現在）

中間選挙までは PKO の可能性があると考えています。FF 金利（フェデラル・ファンド金利 = 政策金利）が低下局面となるには、米 CPI（消費者物価指数）の明確な低下が 3 カ月程度はデータとして表れる必要があると考えています。CPI が 7%程度に下がるのでは不十分でしょう。

ここで問題なのは、FOMC（米連邦公開市場委員会）の日程です。11月2日、12月14日と続いた後は、2023年2月1日です。その後は3月22日と若干間隔があきます。したがって、思わぬ CPI の高止まりまたは上昇に対処できなくなるため、FF 金利の引き上げが事前に加速する可能性があります。

S&P500 については、米 10 年債金利が 4.5%まで上昇した場合、イールドスプレッドを 3%、2.5%とすると、それぞれ 3022、3238 となりますので、かなりの下落余地があると考えています。

——米 WTI 原油は 9 月下旬に 80 ドルを割れたものの、OPEC（石油輸出国機構）の大規模減産決定を材料に反発して一時 90 ドルを超えました。しかし、米バイデン政権が SPR（石油戦略備蓄埋蔵量 = 最大備蓄能力 7 億 1400 万バレルで 10 月 14 日現在の在庫は 4 億 510 万バレル）をさらに大放出することを受けて 80 ドル台で抑えられ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）にどのようにみえていますか？（10 月 24 日現在）

底割れは少なくともないと考えています。具体的には 70 ドル程度が底かもしれません。サウジと米国の関係も悪化していますし、北半球は冬期に入ってきました。また、中間選挙によってバイデン大統領はウクライナ問題よりも国内問題を優先させる可能性も高いと考えています。

——NY 金は、またもや往って来いで 1700 ドルを再び割ってしまいました（もっとも、東京金先物 23 年 8 月限はドル円相場で緩和されて 7800 円も割れず、引き続き 7500~8000 円で横ばいの印象です）。先生は前回「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」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）にどのようにみえていますか？（10 月 24 日現在）

ドル高とドル建て金価格が逆相関となっています。ドル高が続く限りは、まだまだ金価格は軟調な展開が続くそうです。一方、心理的な支持レベルとしては 1600 ドルを考えていま

す。したがって、ドル高が一服すれば、金も反転すると考えています。

——ちなみに「金売り・銀買いの спреッドが面白そう」とのことでしたが、もし先生が組むとしたら NY の先物同士ですか？ それとも米 ETF オプションでしょうか？

OP は IV (インプライド・ボラティリティ) の水準を見る必要がありますが、基本、米 ETF オプションを優先的に考えます。戦略としては、(1)金 CALL 売り+銀 PUT 売り、または (2)金 PUT 買い+銀 CALL 買い、などが考えられます。もちろん、先物や ETF の спреッド取引も排除いたしません。先物・ETF と OP の組み合わせもございます。

<P2>

——「CME FedWatch」によると 93.9%が 11 月 2 日の FOMC (米連邦公開市場委員会) で 0.75%の引き上げ (FF 金利を 3.75~4.00%に) を予想しています (10 月 24 日現在)。予想どおりでも米国債や米国株の下げ要因となり得るでしょうか？ それとも「1.00%引き上げというサプライズがあれば」でしょうか？

FOMC の金利と同時に、今後の金利引き上げへの「コメント」に注目しています。11 月の 0.75%引き上げは、ほぼ確実でしょう。なお、最終的に FF 金利が 5.50%を超えてくるような予想が主流となってくると、かなり株式市場は厳しい状況になると考えています。

——11 月 3 日に祝日取引が実施されます。これまで 2 回祝日取引がありました。流動性はいかがでしたでしょうか？

少なくとも閑散な状況ではありませんでした。祝日取引はとても重要な取引機会だったと考えています。出来高は祝日としては発表されず、翌営業日に合算されています。例えば、日経 225 先物ラージの出来高は、10 月 7 日に 5 万 5911 枚でしたが、10 月 10 日を含む 11 日は 9 万 1602 枚でした。

——日本銀行のマイナス政策金利はいうまでもなく、YCC (利回り曲線管理) で長期金利を操作しようとするに大きな無理があり、この「異常」な円安ドル高は日銀の「異次元」な緩和策による矛盾が米国・投機筋につけこまれているようにみえます。ブルームバーグの

データによると日銀が保有する 10 年債（先物決済の受渡適格銘柄）の比率は 10 月 7 日時点で 67% だそうです。市場に「財政ファイナンス」だと審判されて日本の長期金利が将来「決壊」してしまうと考えた場合、投資先として有望なものとは何だと思えますか？

なお、日銀も「国債の市中消化の原則は長い歴史から得られた貴重な経験」だと述べています。

<https://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/op/f09.htm/>

在宅勤務など社会を取り巻く環境は大きく変化しています。金融市場も同様です。そのなかでも OP 市場は有望だと考えています。特に「ミニ OP」が出てくれば、その可能性はかなり高まってくると思います。カバード CALL 戦略などができるからです。これは日本だけでなく、世界の流れでもあります。

<P3>

—— 11 月 8 日に注目の中間選挙が米国であります。例えば、(1)民主党が上院で過半数の議席を死守した場合、(2)下院でも過半数を死守した場合、あるいは(3)共和党が上院だけで過半数を獲得した場合、さらには(4)両院とも過半数を獲得した場合の 4 ケースで、米国株市場は異なる反応をみせ得るでしょうか？ そして、別々の 2250P 戦略を考えられるのでしょうか？

上院/下院

- (A) 民主/民主 △
- (B) 民主/共和 ◎
- (C) 共和/民主 △
- (D) 共和/共和 ○

注) 可能性 : 高い ◎ > ○ > △ 低い

基本的には、どの場合になってもいいように OP の買い戦略で臨みたいと現段階では考えています。やや PUT 買いのウェイトを高くするかもしれません。

直前の IV と株価の水準にもよりますが、その時は権利行使価格を調整します。IV が低い場合はストラドルの買いもあり得るでしょうが、基本は「ストラングルの買い」ですね。なお、ストラングル買いのコストを下げるため、また利益の上限を限定させるため、ストラングル

の PUT と CALL よりも、さらに OTM (アウト・オブ・ザ・マネー) の PUT と CALL を同枚数売ること考えています。ベア・スプレッド+ブル・スプレッドです。

——20日、ついに1ドル150円台となりました。今後、政府・日銀の為替介入があったとしてもグレイ・リノとなり得るでしょうか？ 前回は先週末の介入も結果的に世論対策以外は無意味だったようにみえます。

すでに単独の為替介入の効果は限定的でしょう。ただし、中間選挙後に「協調介入」があれば大きなインパクトになると考えています。

——英国のトラス首相(当時)が市場から早々に審判を下されたようにみえます。金融混乱と政策撤回を受けて世論調査では保守党員の55%が辞任を望んでいたという報道がありましたが、もしそうだとしたら、ついこの前に自分たちが党員投票で選んでおきながら、ずいぶん勝手にもみえます。それだけ英国は政治的にも経済的にも社会的にも混迷しているということでしょうか？

政策の実行性に疑問符が付いたのですから、仕方がありません。あまりに思慮のない、思いつきの政策発表では、どこの国でも評価されません。

<P4>

——今回もクリーブランド連銀の米 CPI 予想を掲載されたのはどうしてでしょうか？

現在の株式市場を考えると一番重要な指標だからです。この予想と市場予想がまた乖離するかに注目しています。なぜ市場予想が当たらないのか？ それは恣意的な要素が入っているからだと考えています。

——10月 CPI 発表は11月10日と中間選挙後となりますが、ク連銀の24日現在の予想のように高止まりとなった場合、市場はさらに深刻に受け止め得るのでしょうか？

今後のFF金利の引き上げ幅がさらに広がる可能性があります。重要な指標だと思います。

<P5>

——「金利上昇」「業績低迷」「流動性低下」の3逆風が米国株市場にボディブローのように吹いているということでしょうか？

株式市場が上がる要素が「無い」ということですね。勝ち目のない勝負は避けるのが賢明でしょう。なお、株価は名目値ですので、インフレは株価の上昇要因です。

——これらの風向きを変えるためには、インフレの鎮静化が最優先となるのでしょうか？

インフレ鎮静化が最優先だと思います。これが達成されない限り、指数投資には良いタイミングではないと考えています。

——バブルが崩壊した場合、リーマンショック時のように「大きすぎてつぶせない」として結局は公的資金が注入されています。しかし、流動性の注入はインフレ抑制に逆行するのではないのでしょうか？

そのシナリオは状況をさらに悪化させると思います。インフレ抑制に逆行しますので長期金利がかなり上昇する可能性があります。

<P6>

——GDPギャップの総需要はGDP（国内総生産＝総売上）として供給力（総供給）は何でみるのでしょうか？

総供給は「潜在GDP」で見ます。ポテンシャルGDPとも呼ばれるもので、推計値となります。

——「GDPギャップがマイナスの場合、景気が停滞していると解釈される」とのことですが、マイナスだった2010年代の米国経済は好調だったのではないのでしょうか？

経済の好不調という着眼点ではなく、インフレ圧力の目安を見る指標と考えています。

——この GDP ギャップからみると 2023 年後半からトレンドが転換して米国ではデフレ圧力が予想されるということでしょうか？

インフレ圧力がピークアウトするということです。この表は「逆に 2023 年後半まではインフレ圧力が残る」ことを示したかったので、ご紹介させていただきました。

——日本の GDP ギャップも米国と同様に推移しているのでしょうか？

日本は 2020 年 2Q (▲4.26%) 以降、2022 年 2Q (▲0.69%) までマイナスです。なお、日銀は将来予測を発表しておりません。

<P7>

——この米 10 年債利回りと移動平均が示唆していることは何でしょうか？ 乖離幅から目先、平均への一時的な回帰も起こり得るということでしょうか？ もしそうであれば、株式にとっては一時的強材料となり得るのでしょうか？

過去において、米 10 年債利回りの 10 年平均を現在の利回りが上回ってきた場合、年金基金や生命保険会社などの長期投資家は、株式から債券や短期金融商品への資金シフトを起こしやすい状況となっています。したがって、株式の潜在需要が減ることになります。

なお、平均回帰があるといっても、長期債利回りが下がるのではなく、移動平均が上がる場合があります。また、現状で長期ポートフォリオが痛んでおり、さらなる株式投資へのリスクを取れない状況ですので、株式への強気材料となる可能性は低そうです。

——利回り急騰を受けて債券にテクニカルな買いが入ることはあり得るでしょうか？ あるいは直近で FRB (米連邦準備理事会) が方針転換 (回収中断) をすることもあり得るのでしょうか？

株式から長期債への資金シフトも考えられますが、現在のように短期金利が長期金利より

も高い場合は、短めの債券へのシフトとなり、長期債が買われるとは限りません。

<P8>

——米 10 年債利回りの長期チャートを掲載されたのはなぜでしょうか？

現状の長期金利の状況を示したかったからです。現在起こっていることは、過去 40 年にわたりなかったことです。したがって、過去 40 年の経験が通用しない市場環境となっているとの認識が重要だと考えています。

——年金や生命保険といった長期資金はインフレリスク（実質の期待収益率）を考慮しないのでしょうか？

生命保険の給付金などは、基本、名目値です。インフレ・リスクもアセット・アロケーション（資産配分）の決定には重要視されるでしょうが、キャッシュフロー上は、名目値です。

——例えば、年金基金が 5% で運用してくれたので給付金が増えたぞと思ったら、インフレが 10% のため実質は目減りしていたということもあるのでしょうか？

変額年金なら給付金原資が増えるでしょうが、日本の国民年金は運用成績が上がったからといって、給付金が連動しているわけではありません。もちろん、給付金が一定なら、インフレ下では実質価値は下がるということになります。

<P9>

——マーク・ファーバーの月次レポート 10 月号で米 10 年債利回りの月足を引用されたのはなぜでしょうか？

今月のファーバーレポートで一番気になった図表でしたので、ご紹介しました。私も、市場よりも金利上昇の可能性が高いと考えています。しかし、さらなる上昇リスクの存在を考慮しておく必要性を認識することができました。グレイ・リノです。

——70年代の高インフレ時代、80年代初頭のピークまで長期金利が実質マイナスだったとしても米国債への投資は正解だったのでしょうか？ この時代の勝ち組資産とは何だったのでしょうか？

どの通貨で評価するかにもよります。また、資金の性格・投資期間にもよります。なお、1970年代は「株式の死」の時代で、株価は横ばいでした。したがって、高金利の債券はひとつの良い選択だったと考えています。今後「株式の死：第2章」が始まる可能性も高くなってきたと考えています。なお、1970年代の再来より状況が悪い1929年の再来の可能性も出てきたと考えています。

——70年代の高インフレ時代と現在と徹底的に違うところは何でしょうか？

環境、テクノロジー、生活様式など、かなり変わっています。また、現在はデリバティブ（金融派生商品）市場がさらに拡大しています。単なる株式や債券だけでなく、OPなど新たな金融商品を活用することで収益の確保が狙えるようになったこともひとつでしょう。

<P10>

——リスクプレミアム（ある証券の期待収益率と無リスク金利との差）が縮まっているのは米10年債利回りにもリスクが“有る”からとも考えられるのでしょうか？ 国債利回りも“無リスク金利”ではないのですか？

無リスク金利は、FF金利などの短期金利です。10年債の金利（利回り）ではございません。したがって、10年債利回りにもリスクが残ります。

なお、FF金利よりも10年債利回りが低い場合は、10年債利回りへの投資はリスクが大きくなり、期待収益が下がるということになります。FF金利が将来下がるのであれば、10年間FF金利で運用したと仮定した場合よりも、10年債を買ったほうが、収益が上がるだろうと考えれば、10年債が買われます。

——現状、長期金利（米10年債利回り）のあからさまな上昇にもかかわらず、しかもイーロドカーブ（利回り曲線）がそのままだとすればFRBの利上げによって利回りが上昇し得

ると分かっているのに、市場では米国株を割高とみる向きが鈍いように見えるのはなぜでしょうか？

過去 40 年間は「株価が下がっても、金利が低下するので救われた」という経験と期待が残っている可能性があります。したがって、市場参加者がまだまだ楽観的なのです。いいかえれば、今後バブル崩壊があれば、かなりの下落となると個人的には考えています。

——現在のドル高は S&P500 企業にとって総じて好都合なのでしょうか？

“すべて”の企業ではありませんが、収益がマイナス傾向である以上、好都合とはいえないと思います。

<P11>

——先生がブログで「VOL (ボラティリティ) が注意喚起を告げている」と記していました。これはグラフをみると日米欧の IV が上昇傾向にあるからでしょうか？

ボラティリティ関係の指標はいくつかあります。そこには、投資家の心理状態が反映されています。その水準や、その関係を見て、過去のパターンからもういわゆる危険な兆候を読み取っています。

——米ナスダックの HV (ヒストリカル・ボラティリティ) と IV (インプライド・ボラティリティ) を掲載したのはなぜですか？

いつもは日経平均のものを出していましたが、今回は米ナスダックのものを掲示しました、そのほかにもオプション倶楽部の『週次レポート』では、NY ダウや S&P500 の状況を掲載しています。

<P12>

——OP には CALL (ある権利行使価格で買える権利) と PUT (ある権利行使価格で売れる権利) の 2 種類があり、それぞれが各権利行使価格で売買されています。ややこしいです

ね？ 何か理解しやすい糸口はありますか？

まず、これが大きなハードルですね。モノの売買は売り手と買い手があるということと似ていますね。2つの商品の売り手と買い手という事です。

——どの PUT も CALL も SQ までの期間は売買ができて、SQ 日に権利行使価格と SQ 値で清算されるということでしょうか？

日経平均 OP は、SQ の前日の日中引けまでは取引ができることになります。

——「ナイト」「桂馬」とはどのような意味ですか？

将棋の桂馬やチェスのナイトです。OP の損益曲線が途中で屈折するので、桂馬やナイトの動きと似たイメージとなります。

<P13>

——時間的価値とは SQ 日（満期となった先物と OP を清算する日）にその OP で権利を執行しても利益になる「可能性」と考えられるのでしょうか？

「その OP が SQ 日（まで）に使える権利の価値」ということになります。SQ 日を超えると時間的価値はなくなります。満期を超えた保険の価値がなくなるのと同じです。

——タイム・ディケイがあるので、OP 買いは建玉をしたままだと時間的価値がどんどん目減りしていく逆風があるということでしょうか？

OP 価格は「本質的価値」と「時間的価値」に分解されます。本質的価値は、その権利行使価格と現物価格との関係で決まります。一方、時間的価値は日経平均につれて基本的には減っていきます。なお、ボラティリティが上がると、OP 価格が上昇する方向に動きますので、時間的価値の絶対値が上がることもあります。

——逆にタイム・ディケイがあるので、OP 売りは建玉したままだと時間的価値がどんどん目減りしていく順風があるということでしょうか？

基本的には、そのとおりです。なお、前述のように、ボラティリティが上がると、OP 価格が上昇する方向に動きますので、時間的価値の絶対値が上がることもあります。

<P14>

——単体で OP を売った場合は、できれば「氷」が全部溶けるまで保有しておいたほうがいい戦略といえるのでしょうか？

基本的には値段が高い時に氷を売って、価格が安くなった時に水を買うということです。なお、相場が思惑から大きく逆に動いた場合や、ボラティリティ上昇の場合は、早い段階で買い戻すことも選択肢の一つです。

——逆に単体で OP を買った場合は、できれば「氷」が溶ける前にすぐ市場で転売したほうがいい戦略といえるのでしょうか？

時間的には氷は解けますので、早めに転売するのが戦略となります。

——どうして溶ける可能性が高い F-OTM（現在値からかけ離れており、権利を行使しても利益にならない権利行使価格）の OP でも取引が成立するのでしょうか？

CALL と PUT と先物の間には、裁定取引が働きます。したがって、F-OTM でも価格が存在するのです。

<P15>

——これは前回にも掲載されたグラフですね。何か新しい展開がありましたでしょうか？

前回から傾向は続いているとの確認です。ここにも OP 買いのチャンスがあります。

——変動率ではなく値幅で分析されたのはなぜでしょうか？

長期的には変動率で分析すべきだと思います。一方、OPの権利行使価格は値幅で設定されています。これらを加味し、特に2022年に注目したので、値幅のものを掲示しました。株価水準がそれほどブレていないので、大きな問題もないと思います。その結果、イメージがつかみやすい値幅で掲示いたしました。また、OPの行使価格の設定も値幅で決まっていますので。

——2021年から日経平均がいわゆるチョッピ（方向感なく不規則に荒い値動きを繰り返す状態）な相場となっているように見えませんか？ 方向感のなさは先物よりもOPトレードに優位性があるのではないのでしょうか？

相場は基本的にボックス圏での推移のほうが多いですね。ご指摘のとおり、そこにはOPトレードの優位性があると考えています。

<P16>

——これは先物トレードとOP買いの資金効率を示す表でしょうか？

そのとおりです。OPには損失限定という素晴らしい特徴があります。

——たとえITMでもプレミアムが低く設定されるため、先物を設定された証拠金でトレードするよりもOP買いの収益率が高くなり得るということでしょうか？

そのとおりです。OPの特性を理解されてくると、いかに投資家にとって使い勝手の良い金融商品か分かると思います。なお、今回の比較は日経平均が上がるか下がるかを当てにいく場合です。

先物ですと利益と損失は1：1です。しかし、OP買いの場合、2：1や3：1、つまり大きな利益を少ない損失で実現でき得ることになります。また、資金効率が悪くなり、収益率が上がるということになります。

今年は大きな値幅が出やすく、それが交互に起きていると本日お話をいたしました。その時にも活用できる実践方法のひとつです。

——OTM のほうが ITM よりも低いプレミアムで買えるうえに、利益率が大きくなりやすいということでしょうか？

ご指摘のとおりです。感覚的には ITM のほうが利益率が大きくなりそうですが、現実はそのうちではありません。

——例えば、日経平均が上昇して OTM の CALL のプレミアムが上昇した場合、時間的価値が増えるのですか？

ボラティリティが上昇すると、OP 価格が上昇しますので、OTM の時間的価値が増えます。一方、SQ までの日数が減ると、時間的価値が減ります。したがって、どの期間で見るかと、ボラティリティの変化幅などのそれぞれの程度によって、上昇する場合も下落する場合もあり得ます。

——なぜ、それでも OP 買いよりも先物売買のほうが個人トレーダーに人気があるのでしょうか？ 時間的価値の問題でしょうか？ サイズの問題でしょうか？ しかし、サイズの問題であれば来年のミニ OP 登場で解消できそうですね。

何よりも「OP は難しい」という先入観があるのではと思います。先物のほうが単純です。一方、OP も本質を理解していくと、それほど難しくなかったことがお分かりいただけると思います。

オプション倶楽部で会員様にお伝えしたいと考えているのは、個人でも使えるシンプルな方法です。機関投資家のように「ギリシャ文字」を管理・追究しない方法もあるのです。「ギリシャ文字よりも先に知っておくべき重要なことは他にある」というのが“オプション倶楽部が掲げる目標のひとつ”です。

——売坊-OP 合成指数とはどのようなものでしょうか？

これは米国の OP 関係指標を組み合わせて作成し、フォローしている指数です。OP 関係指標には、人間の心理的なものも入っていますので、その歪みをとらえた指標となっています。

——売坊-OP 合成指数をどのように参考にできるでしょうか？

上昇・下降局面や相場の転換点を（中期的に）見分けるために開発したものです。オプション倶楽部の会員様には週次レポートで更新していきます。

——作成方法は非公開なので「あくまでご参考に」ということですね？

現在のところ内容は開示していませんことを恐縮ですがご了承ください。

——日経平均など日本市場の指数も作成できるのですか？

この合成指数の作成要素のひとつが米国 SKEW 指数です。残念ながら日経平均には SKEW 指数がないため、同じものは作成・検証できません。

【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。

