

『キラメキの発想』 2024年2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>

——日経平均の予想 EPS（1株当たり利益≒業績）の「前年比」に注目しているのは、なぜでしょうか？

増収・減収の大きな傾向をみているからです。また、その率にも注目しています。

——裁定取引の買残（現物買い残高）が再び増加に転じたことが日経平均 38000 円突破の下支え要因となったのでしょうか？

ひとつの重要な要因にはなつたと考えています。

——今年になって日経平均がさらに急激に上昇した大きな理由として、①ドル高円安、②円安に伴う業績の上方修正、③円安に伴うインフレ、④裁定買残の増加、⑤堅調な米国株、そして⑥中国からの退避資金が挙げられるのでしょうか？

そのとおりだと思います。

——15日に発表された23年10-12月期の実質GDP（物価変動の影響を除いた国内総生産）は前期比▲0.1%（年率▲0.4%）でした。2四半期連続マイナスです。教科書的には景気後退（リセッション）入りであり、ドイツに抜かれたことよりも、こちらのほうが懸念されると思うのですが、これが市場から材料視されなかったのは、なぜでしょうか？

この件にかかわらず、現在、ネガティブなニュースには感応度が低いと考えています。これは危険ですね。いわゆる「靴磨きの少年」状態となっているのかもしれない。

——日経平均“夢の4万円台”を目前としながら、まだ平成バブルのような高揚感がないように見えるのは、なぜでしょうか？ 34年以上前だからでしょうか？

日経平均自体は上昇していますが、ウェイト（寄与度）の高い一部の銘柄だけであり、投資家はあまり儲かっていないのかもしれませんが。

<資料 P3>

— 3月8日は日経 225 ラージ先物の期近が満期を迎える「メジャーSQ」です。裁定取引の解消（利食い）で現物株に売り物が増える可能性を警戒すべきでしょうか？

23日からも3連休があります。これまでに PUT の建玉（仕込み）が増えてくるかがポイントでしょう。もしも PUT の建玉が増えれば、警戒度を上げていく予定です。

— 3月15日は米国株市場でメジャーSQがあります。米国株にも調整が入る可能性を警戒すべきでしょうか？

警戒はしておくべきだと考えています。

— 上昇基調の日経平均を警戒しながら、調整が入る機会を探るという意味では、PUT の買いやベア PUT スプレッドに機会があり得るでしょうか？

PUT の建玉推移をみながらチャンスを見極めていきます。

— 3月19日の日銀政策決定会合でマイナス金利政策が解除されるとの観測が広がっています。売坊先生は現時点でどのようにみられていますか？

3月19日の可能性は低いと考えています。FOMC（米連邦公開市場委員会）の前になりますので。ただし、示唆するような何らかのコメントはあるかもしれません。

<資料 P4>

— 米国の1月分 CPI（消費者物価指数）は市場やクリーブランド連銀の予想よりも高い3.1%でした。CPIで3割ほどの比重がある住居費が引き上げたとのことですが、商業用不動産の値下がりが顕著となっている一方で、住居費は「まだ」ということでしょうか？

居住用の住居費と商業用不動産は別ということですね。

——米 CPI が予想よりも高かったにもかかわらず、米国株市場では特にサプライズがなかったようにみえたのは、なぜでしょうか？

ある程度の下げインパクトはあったと考えています。利下げ予想の中央値が上がりました。

——3月12日に発表される米国の2月分 CPI については、どのようなところに注目されていますか？

現在は横ばいの予想ですが、万が一、上昇となると株価にはマイナスでしょう。

——CME フェドウォッチによる米政策金利（FF レート）の市場予測と FRB（米連邦準備理事会）ドットチャートによる金融当局者の見通しを掲載したのは、なぜでしょうか？

市場参加者と当局の差を見えています。市場参加者が楽観的すぎると、そうならなかった場合にインパクトがあるからです。

<資料 P5>

——NYDJ（ダウ平均）の上昇率から CPI の上昇率を引いたグラフを掲載したのは、なぜでしょうか？

実質的な NYDJ の上昇率を見るためです。

——NYDJ-CPI の黄と黒は何を示唆しているのでしょうか？

下段の CPI の上昇率が高かった時期を黄色で表しています。あまり高くない傾向が見取れます。

——CPI 3年変化率の赤と緑は何を示唆しているのでしょうか？

緑の時は CPI 3 年変化率が高かった時期です。

<資料 P6>

——**米国の大統領選から考えると、どのようなことが分かってくるのでしょうか？**

大統領選挙に向け、さまざまな思惑が交錯すると考えています。また、フェイク・ニュースなどに注意が必要です。

——**米国経済にとってエネルギー価格の上昇は逆風であり、中東情勢の悪化はエネルギー価格の上昇要因になるのではないかと思います。なぜバイデン政権はイランに強硬姿勢なのでしょう？ 米国内の原油生産が回復したからでしょうか？**

“強いアメリカ”を印象づけたいのでしょう。また、武器などの需要が高まりますので、景気の下支えになります。

——**為替レートと米大統領選にはどのような関係が考えられるのでしょうか？**

基本的には底堅いと考えています。強い米ドルはバイデン大統領・民主党にとってプラスです。さらに、ドル高は輸入物価を下げますのでインフレ鎮静化に効果的です。したがって、介入などで極度の円高ドル安に進むと、米国でインフレが高まり、バイデン政権にはマイナスです。

<資料 P7>

——ここで懸念されるバッドシナリオとしては

「全米の主要都市でオフィス空室率が上昇するなど商用施設の需要が減少している」

→「それに伴い商用不動産が値を下げている」

→「商用不動産の所有者に借金の返済期限が迫っている」

→「借り換えるにも金利が上昇しているし、商用不動産に投資・融資し辛い環境になっている」

→「売却増で商用不動産の市場価値がさらに下がる」

→「金融機関が経営難になるほど大量の不良債権を抱えるか？」

という流れでしょうか？

ご指摘のとおりです。

——これは米国だけの流れと考えられるのでしょうか？ 欧州や日本、新興国の商用不動産市場でも起こり得ることなのでしょうか？

在宅勤務が増えてオフィス需要が減ると他国でも同様のことが起こる可能性もあります。中国では、過剰マンションの問題もあります。以下は東証 J-REIT 指数ですが、かなり軟調な展開となっています。



出所) <https://kabutan.jp/stock/chart?code=0105>

<資料 P8>

——米日バフェット比率とはバフェット指数（株式時価総額÷名目 GDP）の日米対比でしょうか？

そのとおりです。

——黄色線は平均値でしょうか？

この期間の平均値です。

——日経平均はドル建てでは米国株よりも割安であるものの対 GDP 比では割高であるということでしょうか？

ドル建てでは、相対的に負けています。さらに、GDP 対比では、相対的に日本株は割高圏にあると判断しています。

<資料 P9>

——ドル円と日経平均の分布図を掲載したのは、なぜでしょうか？

2本の傾向線の間であれば、円安のインパクトによる株高です。赤の方向に動くということは、ドル高円安でも株価が上がらない状況ですので、好ましくない状況です。本来、日本経済が強く、競争力が高ければ、円高でも株価が上がりやすい緑の方向になるはずですが。

——通貨安にも関わらず株価が上昇していないのは、なぜ「良くない傾向」となるのでしょうか？

円安で輸出企業の業績が水増しされたにもかかわらず、株価指数が上がっていない状況だからです。

——逆に通貨高で株価が上昇するのは、なぜ「良い傾向」となるのでしょうか？

輸出企業にとって円高はマイナスなのに、業績が上がることで、株高になっていると考えられるからです。つまり、付加価値と競争力が高まっているということです。

——この分布図からどのような相場観、投資・売買アイデアが浮かんでくるのでしょうか？

日本経済が本当に強く、競争力を上げていて魅力的なのか、単なる為替要因なのかを客観的に判断できると考えています。

<資料 P10>

——今年、売坊流の日経 225CALL 売り戦略の目標利回りが低くなったのは、証拠金の計算が SPAN 方式から VaR 方式に変わり、OP 単体売りにかかる証拠金額（収益率の分母となる）が総じて高く設定されるようになったからでしょうか？

VaR 方式の証拠金計算方法がリスクと考え、資金にゆとりをより持たせているからです。大事故が起こる前に SPAN 証拠金に戻してほしいと考えています。

——日経平均が価格水準を上げ、変動幅（変動率ではなく）が大きくなりやすくなったことも証拠金の上昇に関係があるのでしょうか？

基本的に、変動率とボラティリティが影響していると考えています。

——売坊先生の通信講座で米国株 OP や FX-OP による運用も積極的に紹介するようになったのは、日経 225OP の取引ルール変更で収益率が低くなったのが大きな理由でしょうか？

OP トレードのキモである証拠金管理でいえば、今までも米国株 OP や FX-OP のほうが日経 225OP よりも相対的に簡単でした。誤解を恐れずに申し上げれば、米国株 OP や FX-OP は証拠金の変動が予測しやすいからです。

そのうえで、VaR 証拠金方式への変更によって日経 225OP の証拠金変動が予測しにくくなり、リスクが高まってしまいました。個人的に VaR 証拠金は経済合理性に欠けている面もあると考えています。

そこで資金の余裕度を上げたため、結果として収益率が低くなってしまいました。なお、OP 売坊流では、実際に建玉に差し入れた証拠金の金額ではなく、トレード用に準備した未使用のおカネも含めた「資金総額」を分母として目標利回りを計算しています。

<資料 P12>

——シャープ・レシオとは何でしょうか？ 大きいほど低いリスクで高いリターンの運用ができていますと考えられるのでしょうか？

リスクフリーレート以上の超過収益を、その収益のボラティリティで割った数字です。大き

ければ大きいほど良いとされています。

通常の投資信託では「2」もあれば優秀だと考えられていますが、OP 売坊は「10」の水準を目指しています。すなわち、年率化した収益のボラティリティの 10 倍の収益を目指すということです。

——「収益のボラティリティ」とは何でしょうか？

例えば、月次収益率のばらつきです。

——この計算式の「リスクフリーレート」とは日本の政策金利（超過準備に付く金利）でしょうか？ それとも 10 年物日本国債の利回りでしょうか？

リスクフリーレートは O/N（オーバーナイト）金利とするのが一般的です。10 年債の利回りではございません。

——この計算式の「リスク」とは何でしょうか？

資金総額の減少がリスクです。翌日までの預金での運用であれば、資金が減るとは考えにくいからです（ただし、マイナス金利となっている場合は減りますね）。

<資料 P13>

——先生の定義されている「運用」とは「損益の目途が立つトレードを安定的に継続できること」といえるでしょうか？

収益率がある程度計算できるということです。「結果として儲かった、いくら儲かるかがわからない」では、私の定義では運用ではありません。別の言い方をすると、キャッシュ・インフローを計画的かつ、かなりの確度でデザインするということになります。そのため、シャープ・レシオ 10 を目指しているわけです。

【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。