

『キラメキの発想』 2024年3月18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>

——日銀で ETF（上場投信）購入の停止が検討されています。決定されたら日経平均に影響はあり得るのでしょうか？

先日、すでに TOPIX が前場で 2%以上も下げていたにもかかわらず、日銀の ETF 買いはありませんでした。したがって、ある程度は織り込み済みでしょう。

今後、大きく下げたときに日銀の買いが期待できないとすると、急落時に後場の反発が期待できなくなります。これは裁定業者などに、より暴れやすい環境を提供することになるかもしれません。

——日銀は時価で約 70 兆円規模の ETF を抱えていると報じられています。ただ、出口がないのであれば、分配金こそあれ、絵に描いた餅でしょうか？

今後どのように残高を減らすのか、出口戦略を全く考えずに買っていたのかもしれませんが。一方、市場の流動性を減らしたということで、上昇するにしても、下落するにしても、ボラティリティを大きくしたことになります。これは日銀 ETF 買いによる弊害でしょう。

——本日（19日）の金融政策決定会合で日銀がマイナス金利解除に動くと言われています。ただ、ドル円相場の反応が鈍いように見えるのは、ゼロ金利に変更はなく、20日の FOMC（米連邦公開市場委員会）で政策金利が据え置きになるとみられているからでしょうか？

“鈍い”というのは、円高に振れず、円安傾向を示しているということですね。個人的には今回の FOMC で年末の政策金利（FF レート）水準見通しが 1 段階上がる可能性が出てきたと考えています。今月の FOMC では、いわゆるドットチャート（金融当局者の政策金利見通し）が発表されるからです。3月ドットチャートが万が一、上方修正されると、市場には逆風となります。なお、利下げはないと考えています。

——**極端な為替変動を嫌う日米中銀としては、結果的にうまく小出しにできている感じでしょうか？**

米国は日本の事情を考慮しているとは思いません。一方、日銀は米国の利下げが若干後ずれする可能性が出てきたこと、今期の決算数字を大きく変える可能性がある金融政策の変更について大手銀行からのお墨付きを得たこと、株価が堅調なことで、良いタイミングとなったのだと思います。日米首脳会談前に変更することへの米国への根回しもうまくいったということですね。かなり高くついたかもしれません。なお、米国には US スチールという別の切り札も出てきました。

——**日銀が YCC（利回り曲線操作）を撤廃した場合は、ドル円に影響があり得るでしょうか？**

ゼロ金利政策を解除しても、10年債利回りがすぐに2%とか3%に上昇するわけではないでしょう。

春闘での賃上げが名目的にうまくいったとの政治的配慮のある報道が続いています。しかし、賃上げは一部上場企業だけの状況で終わるかもしれません。非正規やインボイスが頭痛の種となっている個人事業主などには、恩恵が少ないでしょう。その結果、すんなりと2%のインフレが持続しないのであれば、10年債利回りは上がらないでしょう。

なお、日本の財政破綻などへの懸念が出てきたときは、その限りではありません。

——**日経平均は夢の4万円台に到達するも、そこから1500円ほど下げて推移しています。テクニカル的には38000円を割れてくると上昇トレンドの調整というよりは、トレンドの転換もあり得るのではないのでしょうか？**

3月下旬までは、配当権利取り、NISAのオルカン（全世界株）投信購入に伴う外貨買いによる円安、裁定買い残の積み上げなどで、上昇する可能性も残っています。そこから下落した場合は、足元の株価が上がれば上がるほど大きくなると思っています。2024年は意外性を考えておく年でしょう。

——**先生は3月限SQ日（9日）周辺が“調整”の入るタイミングではないかとみられていました。実際に大きく下げたわけですが、翌週の下げが大きかったのは、なぜでしょうか？**

結果として、下げが下げを呼んだ形となりました。ただ、日銀の金融政策の変更をはやして一時、円高傾向が強まったことも要因と考えています。

—— 4月25日の米GDP（国民総生産）速報値に先生が注目されているのは、なぜでしょうか？

景気については今後の米国利下げペースなどにも影響するからです。

<資料 P3>

—— 2月分CPI（消費者物価指数）は前年比3.2%上昇でした。市場予想を若干上回ったにもかかわらず株式市場で弱材料視されなかったのは、なぜでしょうか？

それほど大きく上回ったわけでもなかったからでしょう。しかし、これによって市場参加者が予想する年内の利下げ回数が1回分少なくなり、現状では昨年12月のドットチャートと同じになっています。

今後、さらに3月ドットチャートの発表で、利下げのペースが遅くなる可能性があります。また、クリーブランド連銀の3月分CPI予想値はさらに上がっていますので、米国株市場に影響が出てくると考えています。

—— CPIが前年比3%で上昇しているのであれば、庶民感覚では物価の上昇が続いているのではないのでしょうか？

大多数の米国民はそのように感じていると思います。

—— それでもバイデン大統領が民主党員に支持されているのは、なぜでしょうか？ 民主党の支持層はどちらかという現場系労働者のイメージがあります。

やはり「現職は基本的に強い」ということでしょう。ただし、選挙の支持率は流動的です。今後もどうなるかは予断が許さないでしょう。

——CME フェドウォッチをみていると市場参加者は利下げを楽観視しただがっているようにみえます。それはなぜでしょうか？ 物価の高止まりは意識されていないのでしょうか？

FRB（米連邦準備理事会）と市場参加者の予想が再度一致してきました。先ほど述べたようにFRBがさらに回数を減らす可能性もありますし、利下げは大きく政治と絡んでいますので、変更はないかもしれません。

なお、パウエルFRB議長の利下げに関するコメントは、リップサービスかもしれません。または、実際には下げられないので、何とか発言で、株価下落と金利上昇を止めたいのかもしれません。

<資料 P4>

——歴史的に米国で政策金利の引き下げが株価の下落と連動しているのは、なぜでしょうか？ 当局が政策で対処するのは、事実が周知となつてからだとすると、基本的に後手後手に回るものだからでしょうか？

教科書的にいうと、利下げは株価にプラスです。しかし、過去かなりの幅で政策金利が下げられるような環境では、経済に大きな問題を抱えていることとなりますので、株価が大きく下げていることが多かったわけです。逆にいうと、そこまで利下げをしないとイケないほど経済が痛んでいたということです。

——コメントにある「背景を考慮していない」とは、どういうことでしょうか？

単に金利を調整するだけの意味なのか、緊急性をもって政策金利を引き下げないといけなほど経済が痛んでいる背景があるか、ということです。

——ただ、利下げが完了したあとは米国株が上昇に転じているともいえるのでしょうか？

それは、どの水準から、どれだけの金利幅で下がるのかによって違ってきます。かなりの幅で利下げした場合は、株価が大きく調整しているということです。

<資料 P5>

——結局のところ日銀のマイナス金利政策に日本経済に良い効果はあったのでしょうか？最近いろいろな物価が上昇していると、金利のないデフレ経済は個人的には過ごしやすかった印象もあるのですが……。

個人的には、国民には良い結果ではなかったと考えています。デフレ経済は、すでに財を持っている人には良かったかもしれませんが、借金を抱えている人や財産形成層にはマイナスです。立場によって違いますので、一言では良し悪しはいえないと思います。

<資料 P6>

——ドル建てではなく、円建てで比較したのは、なぜでしょうか？

どの通貨で比較しても、同一通貨であれば、相対的パフォーマンスの比較は可能です。円建てのほうが身近だと思い、今回は円で評価したものを掲載させていただきました。

——日本株は「一人負け」とはいえ、中国株に比べればマシではないでしょうか？

比較する期間にもよりますが、足元では両者とも負け組でしょうか。

——平均年齢を挙げたのは、なぜでしょうか？

経済が大きくなるものに「人口ボーナス」という考え方があります。30～40代の人口が多い国は、教育費や住宅などの支出が大きいので、経済成長が高まるからです。

——平均年齢の高い国のほうが経済成長に優位性がないとすれば、欧州で平均年齢の高いドイツやイタリアにも逆風になっているということでしょうか？

一般的には、そのとおりです。

<資料 P7>

—IMF（国際通貨基金）の WEO（世界経済見通し）を掲載したのは、なぜでしょうか？

日本の成長率が欧州に対しても劣後している状況が見て取れます。

—IMF は G7 諸国のなかで米国と日本の実質 GDP が低下していくと予測しているのは、なぜでしょうか？

米国は、おカネをばらまいたツケが回ってきているということでしょう。経済活動の下駄（コロナ給付金）がなくなりました。日本は想定を超える人口減が大きく影響してくると個人的には考えています。

—対して欧州やカナダの復調を予測しているのは、なぜでしょうか？

最悪期を脱してきているということですね。景気サイクルの回復過程に入り始めたということでしょう。

—日本の一人当たり GDP（ドル建て）が 23 年前よりも減少しているのは、ドル高円安やデフレ経済であったことも影響しているのでしょうか？

ドルベースで比較していますので、当然、ドル安円高が大きく影響しています。

<資料 P8>

—「デジタル関連の国際収支」とは何でしょうか？ クラウドや SNS やネット会議といったサービスのことでしょうか？

簡単にいえば、IT 関係の国際収支です。日本がかなり遅れている分野です

—財務省が算出している「通信・コンピュータ・情報サービスの国際収支」は日本経済新聞が報じた「デジタル関連の国際収支」と対象が異なるのでしょうか？

対象が異なります。

——円安によって海外に支払う IT 技術・サービス料が増えているということもあるのでしょうか？

そのとおりです。日本の技術力やノウハウが相対的に低いということですね。マイナカードを見れば、その技術レベルが分かります。さみしい限りですが、思考力や柔軟性が低いともいえそうです。農耕民族は狩猟民族に比べて温和なのも原因でしょう。

——ガラケーに象徴される日本の閉鎖性が IT 技術・サービスの海外展開で後れをとったということでしょうか？

残念ながら、そのとおりだと思います。

<資料 P9>

——分散運用というと世界中の株式市場に投資をするイメージを持つ方もいますが、それで分散効果は図れるのでしょうか？

世界をひとつの企業として考えれば、売上は「人口×一人当たりの購入額」です。

ここで地球が養える人口について考えると、すでに限界に近づいているかもしれません。事実「今日を生きるための食料、8億人が待ちの状態」と AC ジャパンが広告しています。

したがって、人口が頭打ちとなり、一人当たりの購入額が増えない世界では、シェアの取り合いとなります。この前提では、買い建てだけの世界分散投資は機能しないことになり得ます。つまり、ロング・オンリー（買いだけ）の分散投資戦略には限界があるのです。

A株とB株に分散投資をすることを考えたとしましょう。ここでA株のリターン（収益率）が▲20%、B株が▲10%では、分散投資をしても、全体ではプラスになりません。一方、A株をショート（売り建て）、B株をロング（買い建て）するスプレッド戦略ですと、A株とB株がどちらも下落していても全体でのリターンはプラスになります。

——OP（オプション）で分散運用とは、どのようなものでしょうか？

OPは日経平均だけではありません。日経 225OP の他に米国の指数・ETF・個別株 OP や債券の OP、貴金属の OP、ボラティリティの OP、また FX にも OP があります。したがって、これらを組み合わせることで、分散効果を得られるわけです。

——例えば、日経 225CALL 売りとドル円 PUT 売りで分散運用が図れるのは、なぜでしょうか？

それぞれの金融商品は完全に独立しているわけではなく、その価格変動には関連性（相関）があるからです。

<資料 P10>

——この表は何を示唆しているのでしょうか？

分散した場合の期待収益率の例です。各自のリスク許容度のなかで、またその時の情勢に合わせて、分散投資ができることを示しています。

——ここで例示したのは、すべて売坊流の OP 売り戦略でしょうか？

売り戦略をメインにしていますが、買い戦略や先ほど述べたスプレッド戦略（ロング＝ショート戦略）なども紹介しています。その時その時で、より低いリスクで収益を狙い、かつ毎月安定的な収益を上げるのが OP 売坊流です。シャープレシオ「10」の世界を目指しています。

——米国低位株 OP 売り戦略の収益率が高いのは、取引金額（丸代金）が小さいため、対資金総額（運用資金）のリターンが大きくなりやすいということでしょうか？

良い質問です。基本的に OP 価格は IV（インプライド・ボラティリティ＝予測変動率）が高くなると収益率が高くなります。

低位株とは株価が低い銘柄です。また、リスクが高いので保険料が高くなります。つまり、

IVが高いわけです。したがって、OP 価格が高くなり、収益率も高くなるわけです。

ここで重要なのは、この低位株の株価が上昇しなくてもいいということです。売っている PUT の行使価格以下にならなければいいわけです。また、万が一、権利を行使された場合は、CALL を売ることによってカバード CALL 戦略につながられます。これが PUT 売りで CALL 売りのホイール戦略です。

——各 OP 商品で戦略を実施するとき、分散運用を考えるなら、それらの相関性も考慮したほうがよいということでしょうか？

相関を考えるのが基本でしょう。なお、相関は安定的ではありません。したがって、その時々でどのような関係になっているのかを考えていくほうが、効果が高いでしょう。

<資料 P11>

——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、継続会員が増えたことや、戦略による分散効果を期待できることもあるのでしょうか？

当初は日本の方に馴染みのある日経 225OP を題材に OP の本質をお伝えすることを目標としていました。しかし、OP は日経 225OP だけではありません。米国株や FX の OP もあるわけです。対象とする原資産は何でもいいのです。

現在、金融市場は日々変化しています。したがって、どのような状況でも、より低いリスクで安定的な収益を得る方法をお伝えするために、米国株 OP や FX-OP の戦略を追加させていただきました。

ご指摘のように、お陰様で継続会員様が増えてきたこともございますので、それにお応えするためにも、別の着眼点や発想からの資産運用法もお伝えすることが、与えられた使命だと考えましたので、対象を広げています。

私が目指しているのは、何時いくら儲かるかが分からない投資手法ではなく、可能な限り収益の計算が成り立つ、リスクを極力抑えた資金の運用法です。すなわち、将来のキャッシュインフローを設計する方法です。そのために通信講座では、いかに収益を安定化させるかについて、デルタなどのグリークス（OP リスク指標）を使わず、投資手法だけでなく、経済

や心理学を含めた思考法をお伝えしています。

【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・損失などについて筆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。