

『賢者のマーケットインサイト』 2022年7月20日放送分 補足 Q&A

2022年7月20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/muPPGen82CE>

<資料>

<http://www.panrolling.com/tv/report/insight220720.pdf>

<7月18日現在の相場観>

——日経平均は引き続き 26000~27000 円のレンジをもみ合いながらも下値を切り上げ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？
（7月18日現在）

上値よりも、底抜けを警戒しています。日経平均の PER で 12 倍から 13.5 倍程度でしょうか。これらと今後の EPS の下落を鑑みると、上値はここから 5% 程度上の 28500 円、下値は 10% 下の 24000 円台前半でしょうか？

——米国株は 13 日に発表された 6 月の米 CPI（消費者物価指数）が前年比 9.1% 上昇という高い伸びを示したにもかかわらず、落ち込むことなく、S&P500 は 3800、NY ダウは 31000 ドルで強弱入り混じっているようにみえます。S&P500 が天井値から 1000 ポイント下げていますし、コモディティ（商品）相場下落を材料に、反発もあり得るのでしょうか？ 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？（7月18日現在）

コモディティ価格の下落も限定的だと考えています、また、CPI 計算の構成比率を見てみると、食料や賃料、エネルギーが大きな比率を占めています。特に食料や賃料には価格膠着性がありますので、現水準で維持したとしても、年率では高水準の伸びが少なくとも年内は続

きます。

一方、米国の4-6月期の決算発表が始まっています。今後、予想EPSが5%程度下落すれば、株式も5%程度下落しても不思議ではないと思っています。また、7月FOMCでの1%利上げの可能性が五分五分だと考えています。1%ならば、株価へのインパクトは大きいと考えています。

——米 WTI 原油は 100 ドルを割れ、90 ドル割れも視野に入っているようにみえます。銅相場の急落も含め、需要減退を弱材料視する向きがありました。先生は前回 90~130 ドルのレンジでみていらっしゃいましたが、現時点で中期的（3 カ月程度）にどのようにみえますか？（7月18日現在）

原油価格については、下限に近づいていると考えています。90ドルを割る展開もあり得ますが、長続きはしないと考えています。中東の増産はあまり期待できませんし、今後は冬期の需要増も見込まれます。欧州がロシア産ガスの輸入が困難になってきている状態で、代替需要が増加してくる展開です。

一方、60ドルを割るような展開では、世界経済はかなり深刻な状況になっていると考えています。

——NY 金は 6 月末から一気に下げ、ここ 2 年の底値水準である 1700 ドル割れ目前まできました。幸か不幸か円建てですと円安のため、それほど下げている印象ですが、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？（7月18日現在）

こちらもそろそろ底値圏かもしれないと考えています。米国金利高は、金利を生まない金にとっては逆風ですが、米10年債の利回りがピークアウトした状況であれば、たとえ金利が高止まりしても、安全資産としての金の需要が出てくると考えているからです。

<P2>

——CME の FedWatch によると、7月27日米 FOMC（連邦公開市場委員会）では 18 日現在、市場参加者の 7 割が 0.75%引き上げとみているようです。1.00%引き上げとなれば、それなりのサプライズとなるでしょうか？

かなりのサプライズになると考えています。経済状況を考えるのであれば、0.75%が妥当な線でしょう。一方、それでは中間選挙前に、インフレが明確に低下したとの統計数字は出てこないでしょう。したがって、バイデン大統領の立場からすれば、景気をオーバー・キルしても、インフレの数字を下げるからこそ、現在の劣勢を挽回できる可能性をつなぐこととなります。

——現在、1.50～1.75%の米政策金利をたとえ7月末に2.50～2.75%に引き上げたとしても即効性がないとすれば、むしろ利回り曲線（イールドカーブ）がさらに平坦化（フラット化）することに不安はないのでしょうか？

経済対策は、いつまでという期限がある問題ではありません。一方、中間選挙は期限が決まっています。したがって、バイデン大統領にとっては、景気後退への対策は優先順位の低い問題だと考えています。

——ECB（欧州中央銀行）もインフレを懸念して金融引き締め策に転換しましたが、日本銀行は緩和策を維持しています。参議院選挙でも緩和策維持の与党が勝利しました。日本では「CPI 急騰」という結果が出て緩和策が維持され、むしろさらに国債を発行して財政出動させるようなウルトラCもあり得るのでしょうか？

日銀が金利引き上げに追い込まれる可能性は残されています。一方“ウルトラC”というと特効薬というイメージですが、それは劇薬です。かなりの痛みを伴う状況となりますし、かつ、うまくいく保証もありません。

——8月限SQ日（12日）の前日が「山の日」で休日となります。12日に荒れるケースを想定して9月限でPUTやCALLの買いを試すことも考えられるのでしょうか？

タイミングとしてはあり得る候補日です。1～2週間前から大口投資家等のポジションを見て判断します。なお、少なくとも今年の年末までは、OP買いのチャンスがかなり多いと考えています。

——9月限はメジャーSQです。日経平均がボラティリティの高い展開になってもしかるべ

しというところでしょうか？

今年の9月と12月のメジャーSQ限月は大きく荒れる可能性が高いと考えています。したがって、ボラティリティは高い水準が続くと考えています。そのような状況では、日経平均も上値が限定的となり、CALL売り戦略には好都合です。

<P3>

——英国のジョンソン首相が辞任を表明し、9月に保守党で新党首が誕生するようです。その有力候補にリシ・スナク前財務相が挙げられているようですが、英国はEUを離脱していることで、より大胆な利上げで対インフレ政策をとれるのではないのでしょうか？

英国はかなり厳しい状況に追い込まれています。金利引き上げはインフレ対策とはなりませんが、景気を冷やすこととなります。

——英国はEUに比べても厳しい状況なのではないのでしょうか？

ジョンソン首相の辞任以降の英国経済は不確定要素が多くなっています。政治的に、かなり厳しい状況となってきています。また、猛暑で「非常事態宣言」も出ている状態です

<P4>

——バイデン政権は中間選挙前に「物価対策をがんばっています」とみせるため、利上げ以外に他の手段をとることも考えられるのでしょうか？

今のところ、財政の問題もありますので、即効性のありそうな政策はなさそうです。一方、国民の目をインフレからそらすことはできるかもしれませんが、可能性はかなり低いですが、米ソ開戦です。ないとは断言できません。

——さらなる財政出動となれば米国債の大量増刷となるのでしょうか？

かなり厳しい政策ですね。財政出動をするには、まずは景気が低迷しているという事実を作

る必要があるからです。

——それを結果的に FRB が引き受けるということもあるのでしょうか？

可能性は否定しませんが、インフレに「火に油」となるかもしれない劇薬です。

——あまり考えたくはないのですが、物価以上に米国人にとって大きな関心事を作ってしまう恐れもあり得るのでしょうか？

地政学リスクの増大です。考えたくありませんが、米口・米中開戦などですね。

——クリントン政権期の 1994 年とオバマ政権期の 2010 年に民主党が中間選挙で大敗を喫しています（ただし、2010 年は上院では過半数を維持）。このときはグレイ・リノがあったのでしょうか？

どの時代にもグレイ・リノは程度の差さえあれ存在しています。1994 年は、米国がソマリアから撤退し、金日成主席が死去し、チェチェン紛争が勃発しています。2010 年は、中国が米国と軍事交流と停止し、モスクワ地下鉄爆破テロが派生し、米国で国民皆保険制度が成立しています。

<P5>

——左側の表は何を示しているのでしょうか？

米 CPI を見るうえでは、比重の高い項目（食料、エネルギー、家賃）を見る必要があります。そこで、CPI の構成比重を見ると、食品と家賃が5月の時点で 13.4%と 32.4%と高い比重となっています。それぞれ年率で 10.4%と 5.6%上昇しましたので、食品と家賃がそれぞれ 1.39%と 1.81%、CPI を押し上げたこととなります（水色の部分）。

さらに、エネルギー価格の高騰による上昇分は 3.45%です。この3つの要因で6月の CPI が 6.65%上昇したと分かります。

——右側の表は何を示しているのでしょうか？

そこで、現状の食料価格とエネルギー価格を FAO（国際連合食糧農業機関）統計と WTI で推測してみます。具体的には、5月まで発表されている FAO 価格指数と 7月 15日現在の WTI が、このままの水準で推移したとき（水色）の年間上昇率を調べてみます。今後の推移を予想するためです。

特に橙色の部分は、現状の水準で変化しなくても、年間の変化率は高い水準が続くと分かります。今後も、この数字が反映されるとすれば、CPI の数字は、なかなか下がらないことになります。

したがって、CPI がピークアウトしたとしても楽観は禁物だと考えています。2%の水準に戻ることは、かなり難しく、少なくともあと半年は高水準で推移すると考えられるからです。

——なぜ食品価格は高止まりの様相なのでしょう？

小麦など農産物は生産に時間がかかるからです。一方、流通コストや効率性の問題でも価格が上昇しています。石油価格の上昇は当然、輸送費の上昇につながります。また、グローバル化からブロック化への移行が、単位当たりのコストの上昇となっています。

<P6>

——このスライドは 5 月で紹介したものを更新したものになりますが、ここから何が分かるのでしょうか？

ここにきて、FRB の資産が減っていることに注目しています。カネ余りから緊縮になってきますので、後述のページにある新興国や低格付け債がかなり問題化する可能性があります。

——スケジュールどおり FRB の保有資産は縮小しているのでしょうか？

統計上は保有資産の縮小となっています。

——FRB が評価損を気にせず保有債券を満期まで抱えてのんびり減らしていく方法もあり得るのでしょうか？

保有債券の満期日別の保有残高を、再投資しない運用は考えられます。一方、時間が間に合わないかもしれません。

<P7>

——上のグラフは何を示しているのでしょうか？

低格付け債（注：ハイ・イールド債、ジャンク債）の状況です。6%を超えてくるような状況では景気後退（リセッション）が警戒されます。

——下のグラフは何を示しているのでしょうか？

米国債など高格付け債の利回りが高ければ、低格付けの債券を買う理由が乏しくなります。例えば、高格付け債が2%上昇したとき、低格付け債の上昇幅は2%以上にならないと経済合理性がありません。

ここで、低格付け債を発行している会社は、今まで安い金利でおカネを借り入れられていたのですが、高い金利を払わないとおカネが借り入れられないこととなります。したがってコストが上がりますので、財務基盤が軟弱になるとともに、減益要因です。最悪は倒産です。

現在、2500億ドル（約34兆円）程度のハイ・イールド債が債務不履行（デフォルト）になるのではと世界銀行チーフエコノミストのラインハート氏は警戒しています（出所：ブルームバーグ）。

——債券利回りの上昇で資金繰りに行き詰まり、債務不履行となる米国企業が、これから増加していく可能性があるのでしょうか？

足元でデフォルト率の上昇が始まった気配があります。米国にとどまらず、世界的に債務不

履行となる企業や国が増えてくると考えています。

すでにスリランカとレバノンがデフォルト状態にありますが、デフォルト寸前のデフォルト状態の国は 19 カ国と半年で 2 倍以上となっています。特に注意すべきなのは、エルサルバドル、ガーナ、エジプト、チュニジア、パキスタンです。

<P8>

——このチャートは何を示しているのでしょうか？

年初からの対ドルベースの新興国通貨の下落率を表しています。先日、破産宣告したスリランカは対米ドルで半値です。1997 年のタイを起点にしたアジア通貨危機では、タイ・バーツやマレーシア・リングgitも短期間で半値となっています。つまり、アジア危機の再来を警戒すべき段階に入ってきているとも考えられます。

さらに見ていくと、トルコ・リラ、アルゼンチン・ペソやハンガリー・フォリントも下落が止まりません。日本円も、実は韓国ウォンなどのアジア通貨よりも悲惨な状況ですし、アルゼンチン・ペソやハンガリー・フォリントと同程度に減価しています。

先進国だったという昔は、もはや忘れる必要があります。したがって、海外投資家が日本株に積極的にいなくても、つまりリスクが高いと考えるのは当然です。

——米ドル高を背景に米国の投資家が積極的に海外（特に新興国）資産を購入する動きはないのでしょうか？

リスクの高い資産をあえて購入する必要はありません。米国には、さまざまな投資機会がありますので、あえて為替リスクをとる必要もないわけです。

——確かに 17 日付ブルームバーグで「アジア新興国からの外国人投資家による資金引き揚げは、年初来 710 億ドル（約 9 兆 8400 億円）で、すでに 2021 年の 2 倍の流出額」という報道がありました。では、こうしたおカネは、どこに流れているのでしょうか？

おカネの流れを読むのは難しいところがありますが、一部は米国債に流れていると考えて

います。

——トルコの6月CPIは前年同月比78.6%上昇という、とんでもない数字でした。ハイパーインフレの状態にあると思うのですが、こうなったのは、なぜでしょうか？

トルコ統計局の発表によると、交通費が123.3%増、食料品が93.3%増となっています。エルドアン大統領が通常の経済学の原則とは逆に「金利が下がれば物価も下がる」という理論を掲げているので、金利が上げられず、インフレが加速しています。

なお、実際のインフレ率はさらに高く、もはやトルコの統計は信用できないと指摘している投資家もいます。トルコのエネルギー自給率は2016年で約25%です

<P9>

——MOVE-VIXとは何でしょうか？

MOVE指数は、債券のボラティリティ指数です。別の見方では、市場のFRBに対する信頼度とも考えられます。

MOVEが高い場合は信頼度が低いということになります。FRBへの信頼度が低い状態は、当然、株式市場にマイナスです。

このようなき十分に株式市場への備えができていれば（つまり、VIXが高ければ）、いいのですが、あまりできていないときは株価急落の可能性が高くなるとも考えられます。

そこで、MOVE指数からVIX指数を引いたもので株式市場の状況を見ています。この数字が100の水準程度を超えている場合、株式市場の急落を警戒しています。

——債券市場はリーマンショック初期の不安感と同じ水準にあるということでしょうか？

同じような状況にあるとMOVE指数は示唆していると考えています。

——下の S&P500 のボラティリティのグラフからどのようなことがみえてくるでしょうか？

一方、株式市場の2つのボラの関係からも、株式市場が不安定となるタイミングを計ることができると考えています。このようなボラティリティの見方が通信講座（OP 売坊戦略コース）のひとつのトピックスです。

<P12>

——上のグラフは何を示しているのでしょうか？

日経平均の過去1年の値幅状況です。

——日経平均が500円幅で動くことは頻繁にあるということでしょうか？

現状では2%程度の変動が頻繁に起こっています。ボラが高い状況ですね。これはOPトレーダーにとっては収益機会です。

——CALL や PUT の短期買いに機会があるということでしょうか？

短期買いにもチャンスがありますし、売り戦略にもチャンスがあります。

——下のグラフは何を示しているのでしょうか？

NT 倍率で日経平均の方向性を予測しています。

——NT 倍率と日経平均には正の相関があるのでしょうか？ あるとすれば、なぜでしょうか？

現状では高い相関性があります。日経平均に与えるインパクトの強い3銘柄（東京エレクトロン、ファーストリテーリング、ソフトバンクグループ）の株価変動が日経平均に大きく影

響を与えるからです。

<P13>

—このスライドから何が分かるのでしょうか？

OP取引の基本です。単に対象となる株価の上昇下落だけでなく、変動性の拡大縮小でトレード機会がある金融商品です。

<P14>

—CALL 売り戦略は SQ 日に権利が失効するまでの勝負であり、OP 買い戦略は短期間で売り手仕舞うことが前提の勝負ということでしょうか？

買い戦略は基本、短期勝負です。中期である場合は、スプレッドなど組み合わせで対応するのが効率的でしょう。

—CALL 売りでは、日経平均が SQ 日までに「そこまで上昇しないだろう」という水準の権利行使価格の CALL を売っていくということでしょうか？

これも通信講座（OP 売坊戦略コース）でのポイントですが、その「水準」を統計学を使って考えていきます。なお、統計学といっても、見方だけが分かればいいので、統計値を計算する必要はありません。その水準を計算するエクセルのスプレッド・シートをご提供させていただきます。

—OP 買い戦略では、日経平均が SQ 日までに「そこまで上昇・下降するだろう」という水準の権利行使価格の OP を買うというのではなく、日経平均の変動によるプレミアム(OP 価格)の急上昇による利幅を狙って、買いを仕掛けるということでしょうか？

ATM（注：日経平均の現在値）に近い権利行使価格の OP がいいとは限りません。これも、OP の興味深い特徴です。

<P16>

——SQ 値よりも同月末の終値のほうが低い場合、翌月も軟調な展開になることが多いのは何か理由があるのでしょうか？

SQ 後月末までのトレンドが続くことが多いからだと考えています。

<P18>

——こちらのスライドは何を示しているのでしょうか？

通信講座（OP 売坊戦略コース）のコンテンツのひとつである『学習プログラム』の目次です。まずは、基本編で CALL の特徴と本質を押さえていくことが重要となります。

【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。