

## 『賢者のマーケットインサイト』2022年8月24日放送分 補足 Q&A

2022年8月24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/JLL15JeVq0U>

<資料>

<https://www.panrolling.com/tv/report/insight220824.pdf>

<8月23日現在の相場観>

——日経平均は前月下旬に28000円近辺でもみ合ってから一段高となり、現在は29000円の攻防となっているようにみえます。ここを突破すると3万円も視野に入ってくると思うのですが、先生は現時点で中期的（3カ月程度）にどのようにみていますか？（8月23日現在）

8月17日に日経平均は29000円を突破しました。19日の予想EPS（1株当たり利益＝業績）は2218.58でしたので、PER（株価収益率）は13.04倍にまで上昇しています。

株価はPERとEPSの掛け算です。予想EPSを2225円とするとPER13.5倍で30038円となります。

ここでPERとEPSについて考えてみます。「PERは投資家の成長期待値」ですので、これだけのグレイ・リノがあるなか、3カ月程度でPERがまだまだ上昇するのは、それほど期待できないと考えています。また、4-6月期の決算発表も一段落しており、次回7-9月期の決算発表までに予想EPSがこれ以上に大きく伸びる可能性も低いとみています。

むしろ、日経平均構成銘柄3TOPの一角であるSBG（ソフトバンクグループ）の収益見通しについて不確実性が高い状態です。市場コンセンサスで5550億円程度の黒字となっていますが、SBGはいわゆるファンドです。来年3月末に投資先の株価がどうなるかなど分

かりません。したがって、日経平均の予想 EPS が 100 円とかの幅で下げてもおかしくないと考えています。

仮に 100 円下げて予想 EPS を 2125 円にすると、PER14 倍で 29750 円です。したがって、30000 円はかなり遠いのではと考えています。

——**米国株は前月下旬から上げ基調が鮮明となり、S&P500 が 4600、NY ダウは 35000 ドルの節目を狙っているようにみえます。市場はパウエル FRB（米連邦準備理事会、ひいてはバイデン政権）が“バリバリ”の金融タカ派（引き締め派）ではなさそうなこと、また 10 日に発表された 7 月の米 CPI（消費者物価指数）が前年比 8.5%上昇で（依然として高い伸びを示しているにもかかわらず）前月値を下回ったことでピークアウト感があること、さらに依然として強い雇用統計などを材料にして、強い戻しをみせ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？（8月23日現在）**

現在の株式市場の反応は、かなり「いいとこ取り」の印象があります。今回のインフレ鎮静化には需要低迷、つまり「景気減速」が必須と考えています。したがって、インフレは若干低下したとしても 3～5%で高止まりするシナリオをメインに考えています。

また、米 10 年債利回り（長期金利）との関係で見ても、米国株は 10%弱割高の状態と考えています。あまりに楽天的な状態だと考えていますので、個人的には少なくとも年内いっぱい急落を警戒しておきたい状況です。

——**米 WTI 原油が 90 ドルを割れました。80 ドルを割れるとストンといっても不思議はないようにみえます。これは世界的な需要減退（景気の悪化）が思いのほか早いことを示唆しているのでしょうか？ 先生は前回「90 ドル割れは長続きしないだろう」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？（8月23日現在）**

依然として 90 ドルから大きく下放れしていくとは考えていません。これから北半球が冬期に入ること、また高騰を続けている天然ガスの代替需要も続くと考えているからです。今後もボラティリティの激しい状況が続くと考えています。

——**NY 金は今回の反発で 1700 ドルの底値を確認したようにみえます（東京金先物期先**

はドル円相場で値動きがいくらか緩和されて 7500 円で底値を確認した印象です)。先生は前回「NY 金はそろそろ底値圏かも」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？（8月23日現在）

足元で 1700 ドルの底値から一時 1800 ドルを回復しました。直近では再度、米ドルが強含んでいますので「米ドル買い・金売り」となっています。しかし、米ドル高が一服してくれば、再度金も出直ってくると考えています。

<P2>

——8月25～27日のジャクソンホール会議では、どのような点に注目されていますか？パウエル議長のインフレ抑制への本気度でしょうか？すでに7月末の引き上げ幅を0.75%にした時点で79～87年にFRB（米連邦準備理事会）議長として活躍したボルカー氏に比べると“穏やかな姿勢”の印象があります。

今後の金利引き上げ政策へのヒントとなる文言が出るかに注目しています。失礼ながら、FRBは初動が遅かったと考えています。コントロールを失ったインフレについては、その都度、数字を見て対応せざるを得ないという、受け身的なスタンスは変えられないと考えています。その結果、インフレ抑制に対する決意は強くなっていると考えています。

——CMEのFedWatchによると、9月21日米FOMC（連邦公開市場委員会）では8月22日現在、FF（フェドファンド）金利先物市場では参加者の45%が0.50%引き上げとみている一方で55%は0.75%引き上げとみており、0.75%幅に傾いてきました。0.75%引き上げもでも、米株市場ではそれなりのサプライズとなるのでしょうか？

0.50%か0.75%かはあまり問題ではないかもしれません。0.50%でも今後も引き上げが続くとの文言であれば、市場は失望するでしょう。一方、0.75%でも打ち止めのニュアンスとなれば好感されるかもしれません。ただし、万が一、0.25%とか1.00%となれば、金融市場は大きく反応すると考えています。

——9月9日はラージの日経225先物期近もSQ日に清算されるメジャーSQとなりますが、メジャーSQ限月が大きく荒れやすいのはどうしてでしょうか？来月9日までにボラティリティの激しい展開があってもおかしくはないということでしょうか？

ラージ先物は3・6・9・12月限しかありません。大きな金額で裁定取引（この場合、現物と先物の価格差に着目した取引）を組むにはミニ先物だと枚数が大きくなりすぎてしまうため、流動性の観点から執行しにくいという問題があります。したがって、裁定取引には3・6・9・12月限のラージ先物を使うのが基本です。

ここで8月限のSQ日（8月12日）に裁定買が3000億円以上も入り、8月12日現在の裁定買残高は1兆3248億円となりました。また、このときSQ値が上に飛んだのは記憶に新しいところです。仮に9月限のSQで1兆3248億円の裁定解消売りが出れば、かなりのインパクトになることも想定されます。

### <P3>

——今年9月23日より大阪取引所に上場する株価指数先物・OPと商品先物・先物OPが祝日にも取引されるようになります（23年の年始と成人の日を除く）。このことはOPトレーダーにとって、どのような意味を持つのでしょうか？

日本の祝日や祝日前日に海外市場が大きく動いたときなどに臨機応変な対応ができるようになり、とても便利ですので大いに期待しています。

今後、現物でも祝日取引が始まれば、さらに使い勝手が良くなりますね。

——10月限は通常、シルバーウィークが入るためOPトレーダーとしては、前半は慎重に売り建てることになるかと思います。しかし、今回は祝日取引が入ることでトレードがしやすくなるといえるのでしょうか？

10月限のSQ日は10月14日ですので、SQ週の10月10日（月）にも225先物・OPの取引できますね。ただ、7日（金）のNY時間はナイトで日経225先物・OPもトレードできますから、ここではそれほど大きな動きはないかもしれません。

とはいえ、取引所がルールを改正したときは荒れやすいというイメージが個人的にはあります。したがって、まずは祝日取引初日の9月23日（金）に注目しています。

**<P4>**

**——韓国やインドではミニ OP の上場で爆発的に出来高が増えたと聞いています。日本でもそのような展開が期待できるでしょうか？**

そのような展開を期待しています。なお、そのためには取扱証券会社さんが増えて、流動性が増してくればいいと考えています。また、リーズナブルな手数料体系や運用ルールの適用にも期待しています。

**——週次（Weekly）OP はミニ OP のみでの取引になるのでしょうか？**

通常の週次 OP にミニ週次 OP が追加されると考えております。

**——日経 225 マイクロ先物とミニ OP は証券会社さんの手数料設定が難しそうですね。**

この設定が出来高に直結すると思います。当初は、各証券会社さんのキャンペーン等も大いに期待しております。

**——現物株と先物・OP の損益通算ができないのは、従来は個人にとって現物が投機手段ではなく保有前提の資産として、また先物・OP がヘッジ手段ではなく投機手段としてみられているからでしょうか？**

課税当局の考えですので分かりかねますが、非常におかしな制度だと考えています。

**——先物・OP 市場がさらに盛り上がることで現物市場のさらなる活性化も見込めるのでしょうか？**

投資家層も増えるでしょうし、投資の戦略やヘッジの手段が増えることになりしますので、活性化すると思います。また、現物受渡の個別株 OP（かぶオブ）の活性化も期待しています。時代は変わっていますので、旧態依然であれば、世界の流れについていけなくなるかもしれません。

かぶオプは現物受け渡しですので、とても使い勝手の良い金融商品です。一方、現在は取り扱い証券会社が少ない状態となっているのが残念です。

#### <P5>

——米商務省が7月28日に発表した第2四半期実質GDP（国内総生産）速報値が前期比年率0.9%減となり、第1四半期の1.6%減に続いて2四半期連続で縮小しました。一般に欧米ではGDPが2四半期連続でマイナス成長となった場合を景気後退（リセッション）とみなすと聞くのですが、今回は米政府・FRB どころか市場もメディアもそうみなしていないように見えるのは、なぜでしょうか？

中間選挙でバイデン大統領に不利となるからだと考えています。

——日本のコアCPI（生鮮食品を除く）は通信費（スマホ代含む）の引き下げ効果がはげ落ちるものの、住居費の急騰が考えにくく、コモディティ相場が下げていることから、欧米のように目先劇的に上昇しにくいようにもみえるのですが、先生はどのようにみられていますか？

日本では、食品などの値上げが、この秋からさらに増えてくる流れにあると予想されています。また、円独歩安によって電気代なども、まだまだ上昇してくると考えています。こうしてインフレが3%を超えたとき、日銀YCC（利回り曲線操作）が揺らぐかどうか注目しています。

#### <P6>

——これは前回資料（7月20日資料P5）のスライドを更新したものになりますが、左側の表「米CPIの主要項目」からどのような変化がみられるのでしょうか？

7月米CPIが前月の9.1%から8.5%に0.6%低下したうち、エネルギーが0.42%占めています。つまり、今後エネルギーが反発した場合は、逆の結果となるわけです。足元では天然ガスが上昇し直近の高値を更新してきています。その他、引き続き家賃の上昇がCPIを押し上げていると分かります。

——バイデン政権が中間選挙前に「家賃統制令」的なものを出す可能性もあるのでしょうか？

選挙で勝つために意味があると考えれば、何でもやる可能性があります。

——右側の表「FAO 統計と WTI 原油からの予測」は 23 年以降のマイナスを示唆しています。物価高騰の 3 TOP（食品・エネルギー・家賃）のうち食品とエネルギーは来年にかけてピークアウトの可能性が出てきたということでしょうか？

将来の数字は予想できません。これは直近の数字が横ばいとなった場合のシミュレーションです。年率というのは「12 カ月前との比較」ということです。別の見方をすると 23 年までは「1 年前との比較」で上昇が続くことになります。

<P7>

——これはどのような表でしょうか？

以前、選挙の時にもご紹介しましたが、今回もケース分析の手法で考えていきたいと思いません。現在の注目点を 3 つ挙げますと、①インフレの程度、②リセッション（景気後退）の有無、そして③政策金利の動向です。それぞれ 2 つのケースで考えてみると、 $2 \times 2 \times 2$  の 8 ケースに分類できます。

なお、株式市場の反応については私見です。また、その程度や時期によっても変わりますし、その他の要因や株価の水準等によっても変わりますので、適宜見直していく必要があると考えています。これを例として、ご自身でもシナリオを建てていただければと思います。

このようにケースに分けてみると、どのケースになるかによって、かなり市場の反応は違うと考えています。また、この段階では、どれかひとつに絞るのは難しいでしょう。市場参加者も意見が分かれており、不確実性の高い状況が続くと考えます。したがって、このようなときこそ OP 買い戦略が威力を発揮するのだと考えています。

——いずれにせよ FRB が利下げに転換したら、70 年代と同じように、小休止後にさらに

**大きなインフレが噴き上げる可能性があるということでしょうか？**

その危険性が高まっていると考えています。

**——利下げがインフレ再炎上の燃料になり得るとしたら、それはなぜでしょうか？**

需要が拡大すれば、供給に問題・支障をきたすからです。

**<P8>**

**——米国で住宅価格が上昇しているのはなぜでしょうか？ インフレや住宅ローン金利の上昇は住宅需要を減退させるのではないのでしょうか？ 実質金利はマイナスだからでしょうか？**

住宅価格は長いトレンドで動くものです。インフレや住宅ローン金利の上昇は住宅需要を減退させる側面もある一方で、インフレ率が高いのであれば、住宅などの財を持つことでヘッジをする側面もあります。そのため、住宅需要が増すこともあります。

さらに再建築価格の上昇も住宅価格の上昇となります。資材や人件費が高くなっているからです。

**——家賃が上昇しているのは、住宅を買えなくなった人が賃貸に向かっているということでしょうか？**

各種の要因が重なっていると思います。住宅価格の急激な上昇で、住宅を買うのも難しい状況の人たちが、賃貸に向かっていることもあります。また、職場への出勤が求められれば、都市部へ生活拠点を移すニーズも出てきています。根底には、日本と違い米国は移民もあり、人口が増えていることがあります。尚、在宅勤務などの生活様式の変化も見逃せません。

**——貸主が家賃を上げているのはなぜでしょうか？**

需要が高くなれば、価格は上がります。また。維持費などの物価上昇に対応するためですね。

**<P9>**

**——ここで CPI の食品価格指数とエネルギー価格指数の推移を示したのはなぜでしょうか？**

食品価格とエネルギー価格の傾向を見ていただくためです。かなり急角度の上昇です。なお、食品についていうと、米国人の体重上昇傾向が続いているという調査が数多くあります。これも影響しているのかもしれませんが、運動不足かもしれませんが、摂取カロリーが増えているのかもしれませんが。需要増ですね。米国立衛生統計センターの発表では、米国人の 40% が肥満と考えられています。

米国人男性平均体重：86 キロ（1999-2000 年度）→ 89.8 キロ（2015-16 年度）

米国人女性平均体重：74 キロ（1999 年）→ 77 キロ（2017 年）

出所）米国立衛生統計センター

**<P10>**

**——チャートの黒枠は何を示しているのでしょうか？**

景気後退期を示しています。

**——実質金利がマイナスということは現金（米ドル）の価値が落ちているということでしょうか？**

米ドルの購買力が下がっているということです。

**——それなのに外国為替的にドル高なのはなぜでしょうか？**

例えば、ユーロもより購買力が下がっているということですね。また、日米は名目金利差の拡大がひとつの要素となります。理論的には、高金利通貨は弱くなるのが本来の形です。

**<P11>**

——このグラフの赤線と青線は何を示しているのでしょうか？

青線の数字に注目してください。これが基本的に1年後と3年後のインフレ予測の中央値です。

——上段は1年後の予測値、下段は3年後の予測値ということでしょうか？

ご指摘のとおりです。

——この予測をしているのはNY連銀のエコノミストなのですか？

約1300件の家計を対象にしたNY連銀の調査結果となります。

**<P12>**

——上段の1・3・5年後予測は今年のNY連銀予測の変化を示しているのでしょうか？

そのとおりです。直近の動きを見るために再掲しています。

——下段の表は何を示しているのでしょうか？

3種類のシミュレーション結果を示しています。それぞれの場合で5年後の購買力を維持するのに必要な金利水準を計算したものです。

Aのケースでは、現在10000ドルする財が5年後には12423ドル（黄色）になると分かります。税金を無視すると、購買力を維持するには4.5%の複利で運用することによって均衡すると分かります。つまり、現在の5年債利回り（3.2%程度）では、購買力を維持できないと分かるわけです。単純に考えると現在の5年債利回りでは低すぎるとも考えられます。

Bのケースは、インフレが高止まりした場合です。この状態では、5.5%程度で複利運用をする必要があります。

Cのケースは、5年債の利回り水準が3.2%のときに均衡するインフレ予想です。かなりインフレが急低下する必要があることが分かります。

以上は非常に乱暴なシミュレーションです。しかし、この状況を見てみると、金利上昇圧力が続くのではと個人的には予想しています。少なくとも中長期債の利回り低下は限定的と考えています。

#### <P13>

——このイールド・スプレッドはS&P500の反発を受けて米国債に対して米国株が割高になっていることを示唆しているのでしょうか？

そのとおりです。

——米国債の利回り低下（価格上昇）というシナリオも考えられるのでしょうか？

3%の基準ラインに戻るには、以下3つの方向性が考えられます。なお、その複合的な場合もあります。

- ①米国株の水準が下がる
- ②米国債利回りが下がる
- ③米国企業の業績（EPS）が上がる

#### <P14>

——労働生産性が低下しているのはなぜでしょうか？ 賃金が上昇しているからでしょうか？

米労務省が8月9日に発表した4-6月期の非農業部門労働生産性は、1947年の統計開始

以来最大の落ち込みとなっています。前期比で 2.6%増えた労働時間に対し、生産が 2.1%減ったからです。

——単位労働コスト（モノを生産するのに必要な労働経費）が上昇しているのも賃金が上昇しているからでしょうか？

賃金単価が上昇しているというよりも、労働時間の増加が大きく影響している状態です。

——であれば、賃金の上昇は庶民にとってもインフレ対策としても良いことではないのですか？

賃金単価が上がっているのであれば良いことです。しかし、労働時間が長くなっている場合は違います。

なお、ここで見ておきたいのは、労働生産性が下がるということは、企業の利益率が下がるという側面です。企業業績の低迷につながります。

<P15>

——8月23日現在のボラティリティ推移から何かよみとれることがありますか？

日本の場合、このまま IV が下げてくると、2020年3月以前（黒枠部分）の状況と似てくることに注意が必要です。

<P16>

——上表の「9:×2:00」とは何でしょうか？

9時×2分00秒です。例えば、9時12分であり、9時32分です。

——SQ値とは先物やオプションの限月満期日に未決済のままの建玉を決済するための「特

**別清算値」ですね。これは当日の日経平均始値と違うことがあるということでしょうか？**

始値は9時00分05秒時点の数字で「気配値を入れて」計算します。一方、SQは「実際に売買されたもの」を後から集計することになります。この例では、A社とB社は9時00分05秒に売買が成立していますが、C社は9時X2分05秒に初めて売買が成立したことを意味しています。

**——ここでの裁定取引とは日経平均（現物バスケット）と日経 225 先物の価格差（サヤ）を取るトレードということでしょうか？**

裁定取引とは、同じような動きをするはずである2つのものの価格差（サヤ）を取るトレードです。そのひとつが、ご指摘のものです。他にもシンガポール取引所上場の225先物と大阪取引所上場の225先物の価格差を取りにいくようなものもあります。

**——基本的に日経 225 先物の相場が通常（日経平均からの理論価格）よりも割高や割安になったときに裁定取引を仕掛けるのですか？**

そのとおりです。安いほうを買い、高いほうを売ります。この組み合わせポジションはSQ日に構成個別銘柄がすべて始値で売買が成立した場合、現物株側を成り行きで反対売買することで、同値で清算できます。

**——裁定取引をした場合、取引所に報告するのがルールなのでしょうか？**

取引所への届け出が必要となっています。

**——取引所が発表している裁定売り残・買い残とは裁定取引中の現物側ポジションの取引金額ということでしょうか？**

基本的にはそのとおりです。

**——最近の裁定売り残・買い残の推移からどのようなことがみえてくるのでしょうか？**

メジャーSQ 直前に裁定買い残が増えているとき、その解消のために大量の現物株売りがSQ 日に出た場合、SQ 値が下がってしまう可能性を考えておく必要があります。逆も同じです。

#### <P17>

——これはファーストリテイリングが日経平均の10%を占めていることから、その株価変動が日経平均に大きく影響を与えるということでしょうか？

ご指摘のとおりです。

——このことと裁定取引やメジャーSQ とどのような関係があるのでしょうか？

現在の裁定買い残がメジャーSQ ですべて解消されたときのファーストリテイリングの売り株数を、現在の出来高の大きさと比較してみることで、そのインパクトを推測しています。

#### <P18>

——この先物と20000PUTのチャートは何を示唆しているのでしょうか？

2020年3月に暴落したときもメジャーSQのタイミングでした。大きく相場が動いた一例となります。

#### 【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

任で下さる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。