

『キラメキの発想』 2023年8月14日放送用補足Q&A

2023年8月14日放送のラジオ 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>

— 8月22～24日のBRICS首脳会談で売坊先生が注目しているのは何でしょうか？

BRICS 新通貨構想について、内容、スケジュール、そして意気込みに注目しています。米ドルの信認低下につながるかを見極めたいと考えています。

— 9月15日のFOMC（米連邦公開市場委員会）で売坊先生が注目しているのは何でしょうか？

今回は、利上げはないと思いますが、その後の政策金利に対するFRBの考え方を確認したいと考えています。

— 9月22日の日銀金融政策決定会合で売坊先生が注目しているのは何でしょうか？

円安がさらに進んだ場合の日銀の対応です。さらにYCC（利回り曲線操作）についての考え方を見極めたいと考えています。

<資料 P3>

— ドル円が季節的傾向どおりに円安に向かっている印象がありますが、日経平均が伸び悩んでいるように見えるのは、なぜでしょうか？

円安が進んでいますが、日経平均の予想EPS（1株当たり利益≒企業業績）が低下傾向にあるからです。自動車以外の製造業や内需産業はインフレ進行によって「本業はあまり芳しくないのでは」とみています。

——日経平均の予想 EPS がここにきて頭打ちになっているのはなぜでしょうか？ 4-6 月期決算の内容に問題があったからでしょうか？

国内においては、これだけインフレが進行し、家計の可処分所得が下がっています。また、政府が、増税をちらつかせていますので、財布のヒモは引き締めざるを得ません。また、経済のグローバル化からブロック化が進んでいるのも影響しているでしょう。

さらに、4-6 月期の決算発表では、まだ経営者は楽観的な業績見通しを出すのは時期尚早と考えているのでしょう。未達の場合の株主からの追求が厳しいこともありますので、保守的な予想となるのが、多くの日本企業の特徴です。

——円独歩安による海外事業での収益増（円換算による）に業績の“軽さ”を指摘されているのは、なぜでしょうか？

単に円安によって業績が上振れているだけとも考えられます。業績が良いわけではないかもしれません。

——EPS 減少と米国株低迷が逆風になるとしても、ドル高円安が日経平均の追い風となるのでしょうか？

海外からの配当金が円安で膨らめば、EPS が上昇しますので、日経平均にはプラスです。

<資料 P4>

——「米 10 年債利回りとドル円レート」と「日米 10 年債利回り差とドル円レート」の 2 つのチャートを掲載したのは、なぜでしょうか？

今までは、日本の 10 年債は 0.5% が上限で、その水準にほぼ張り付いていましたので、簡易的に米国債金利だけを見ておけばよかったわけです。今回、YCC の上限が上がりましたので、本来どおり日米金利差で見ていく必要が出てきたからです。

——7 月中旬からドル高円安が進んでいるのは、日米 10 年債利回り差が拡大するとみて円

キャリー取引（円売りドル買い）が増加しているからでしょうか？

今回の日銀金融政策決定会合のある9月22日まで、YCCの変更はないと考え、前回会合後に一時、円売りポジションを縮小させていた投機筋が、再度円売りドル買いを積み上げ始めているからでしょう。CPI（消費者物価指数）やPPI（生産者物価指数）の上昇も、投機筋には円売りドル買いのサポート要因です。

<シカゴ金融先物市場（IMM）日本円通貨先物における投機筋の正味建玉>



出所&©) <https://imm.gradefour.net/>

——4月に10年物米国債の利回りが底入れして上昇が続いています。米CPI（消費者物価指数）が鎮静化していく傾向にあったなか、長期金利が上昇していたのは、なぜでしょうか？

CPIとPPIが上昇し始めているからです。さらに次回9月13日発表の8月CPIについては、クリーブランド連銀は3.2%から3.81%へと大幅上昇を見込んでいます。

——バイデン政権は債務上限の停止によるさらなる債務増加で市場の関心が財政問題（債券格付け）に向かうとは考えなかったのでしょうか？

政権のブレーンは想定をしていたとは思いますが、格付け引き下げの確率は過小評価していたかもしれません。

<資料 P5>

——市場の関心が債券の格付けに向かっているのは、なぜでしょうか？

米国債の格付け引き下げによって「寝た子を起こした」感があります。

——米国債 CDS（クレジット・デフォルト・スワップ≒信用リスク保証取引）のプレミアムが債務上限問題のあった6月に比べて低下しているのは、なぜでしょうか？ フィッチが米国債の格付けを下げても、CDS は上げていません（ここ数年に比べれば水準が高いとはいえ）。

基本、先送りであってもデフォルト（債務不履行）は回避されたわけですから、ヘッジのニーズは、当面は下がったこととなります。CDS はデフォルト・リスクへの保険のようなもので、投資家の需給で決まるわけですから、買い需要が減ったことによる低下ですね。

——日本は債務残高の対 GDP 比が膨大で、国債の格付けが低いにもかかわらず、CDS が低水準にあるのは、なぜでしょうか？

日本国債の保有者における海外投資家の比率が低いことが影響していると考えています。また、日銀が大量保有していますので、海外投資家を含め、ヘッジするニーズが少ないということですね。

<資料 P6>

——左は日米中韓の CDS 推移で、右は欧州主要国の CDS 推移ですが、別々に分けているのは、なぜでしょうか？

欧州はスペインなどの数字が高いので、出典元が分けているのだと思います。

——世界的に CDS が低下傾向にあるよう見えるのは、中央銀行がバラまいたおカネのおかげということでしょうか？

本来は各国政府の債務が増えているわけですから、CDS は上がるはずですね。今後、イン

フレが高止まり、または再上昇して、政府の債務残高に焦点が当たり、格付けが下がり、デフォルトが意識されてくれば、CDSは上昇してくると思っています。

——このチャートを見ると、むしろボラティリティのように嵐の前の静けさのようにみえますね。財政問題が解決の方向に向かっているようにみえない国もあるのではないのでしょうか？

私にもそのように見えます。お金がシュリンク（収縮）するとき、流れは一気に変わるかもしれない。個人的には正念場であると考え、グレイ・リノとして警戒しています。

<資料 P7>

——ここにきてインフレ再燃が予想されてきたのは、原油価格の上昇が大きいのでしょうか？

7月CPIの反発は、住居関連費用、自動車保険、食料品の上昇が大きな要因です。さらに、石油価格の上昇も将来のインフレ再燃をイメージさせていると考えています。

——日本では政府の補助金減額でガソリン価格が高騰しています。総合指数の上昇に直接的・間接的に寄与するのではないのでしょうか？

そのとおりだと思います。

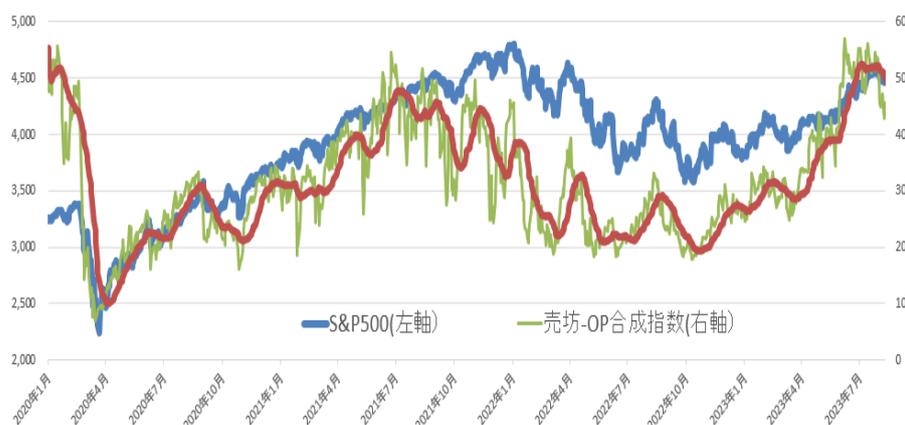
——米国債市場も米国株市場も「インフレ再燃懸念」には、まだ関心がない状態でしょうか？ それとも政策金利（FFレート）の追加利上げに対する警戒感が強まっているのでしょうか？

個人的には警戒感を強めていますが、株式市場はそれほどでもなさそうです。ただし、債券市場は金利上昇という形で反応していますね。

<資料 P8>

—S&P500 の Fear&Greed (恐怖強欲) 指数が頭打ちを示唆しているとしたら、日本株への下押し圧力となることが考えられるのでしょうか？

米国株が大きく調整すれば、日本株も影響を受けるでしょう。少なくとも、米国株式市場は当面の天井をつけたのではないかと考えています。売坊-OP 合成指数も下落を示唆しています。



出所) CBOE、ブルームバーグなどより筆者作成 (2023年8月11日現在)

—Fear&Greed 指数が 75 以上に振り切れた場合、一度は 50 (中立) まで戻している傾向がみられますか？

一度は 50 程度まで調整することが多いと考えています。

<資料 P9>

—時価総額の対 GDP 比であるバフェット指数が相場の天底を示唆し得る指標になっているということでしょうか？

中期的には、相関が高いので、その傾向があるということです。GDP の拡大がなく株式市場だけが拡大するということには経済合理性がありませんので、限界があります。ただし、ハイパーインフレ時は、その限りではないかもしれません。

——この場合の天底は指数値の水準というよりも推移から判断されることといえるでしょうか？

その推移やトレンド方向を個人的には見ています。

<資料 P10>

——逆に、仮に長期的に弱気相場に転じ、不確実性指数が急騰したときは、株価の底値を示唆し得るということでしょうか？

不確実指数がピークアウトを明確に示した時は、ひとつのタイミングですね。他の指標とともに判断しています。

<資料 P11>

——ここで投資手法をトップ・ダウンとボトム・アップに分けたのは、なぜでしょうか？

一般的な投資の考え方の代表です。なお、個人的には、マクロ環境の激変時には、トップ・ダウンのほうが管理しやすいと考えています。

<資料 P12>

——市場リスクとは何でしょうか？

日本株であれば、日本市場に投資をした場合のリスクです。簡単に言えば、個別株のリスクは「日本市場のリスク」「業種のリスク」「個別株特有のリスク」に分解できます。その中で一番大きいものは、一般的に日本市場のリスクです。日本市場のリスクは、日本株の買い持ちだけの分散投資では、低減させられません。

——10年物国債と日経平均の相関係数が一定ではないことが何を示唆するのでしょうか？

株式と債券に分散投資をしても、短期的には効いたり効かなかったりするということです。

万能ではないのです。一方、年金基金とか生命保険などのような長期投資家であれば、意味があります。

<資料 P13>

——インデックス投資と個別株投資の強みと注意点を押さえておくことが投資家の運用成績の向上にどのように役立つのでしょうか？

それぞれの強みと限界を理解することは、ご自身のポートフォリオを冷静に分析し、リスクがどこにあるのかを明確にできます。人口が飽和状況になりつつあり、世界経済の成長の限界が近づいて来ている段階では、単なる長期分散投資の優位性は、徐々に低下していくと考えています。

【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。