

## 『キラメキの発想』 2023年9月25日放送用補足Q&A

2023年9月25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>

——日経平均が付けた6月半ばと7月頭の天井ではなく、8月頭と9月上旬の高値に注目されたのは、どうしてでしょうか？

6月半ばと7月頭の天井も意識していますが、8月以降もトリプルトップを形成してきています。

——トリプルトップのチャートパターンとみた場合、ネックラインは、どのように引いたらよいでしょうか？

31500円と31000円がひとつのポイントでしょう。

——32000円を割れると一気に下げる恐れがあるということでしょうか？

下げが加速する可能性があります。

——逆にトリプルトップが否定されるとすれば、日経平均が33500円を突破したときといえるでしょうか？

6月19日高値の33772.89円を突破したときでしょう。

### <資料 P3>

——9月20日のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、大方の予想どおり政策金利の引き上げが見送られたものの、FRB（米連邦準備時理事会）は年内にあと1回、0.25%の引

き上げを行う可能性を示唆しました。これを受けて、金融引き締め長期化観測がさらに強まり、10年物米国債利回り（長期金利）が上昇したとみられています。売坊先生は長期金利が4%で高止まりすることも十分にあり得るとお考えでしょうか？

9月22日には一時4.508%を付けました。これが常態化する可能性もありそうです。

——しかし、CMEの『FEDウォッチ』によると9月22日現在、市場の過半数は、まだ政策金利が「年内据え置きになる」とみているようです。今後、米政策金利の年内引き上げ観測が強まれば、一段のドル高円安要因となり得るでしょうか？ 昨年は、このタイミングで日本の通貨当局による為替介入がありましたよね。

この水準からは日銀によるYCC（利回り曲線操作）の変更と介入との思惑で荒っぽい動きをするかもしれません。まずは150円レベルがポイントでしょう。

——米国株はどうでしょうか？ 今のところ大きく動揺しているようにはみえません。ただ、S&P500は8月頭から軟調に推移して、4300~4400ポイントの大底圏を確かめているようにみえます。

不安定な兆候もみえてきています。4300を割れると、大きな調整があるかもしれません。やはり10年債利回りが4.5%を超えてきたことは、大きなショックだったのでしょうか。

——9月20日FOMCで1ドル=148円台に入りましたが、22日の日銀金融政策決定会合では“異次元の金融緩和を維持”で決定しました。売坊先生は、この決定がどのような影響をドル円レートと日本株に与え得るとみていますか？

為替につきましては、次回の日銀金融政策決定会合（10月31日）まで、また仕手筋などが円安に向けて仕掛けてくる可能性が出てきたと考えています。日経平均については、円安メリットもありますが、円安デメリットも意識されてきたと考えています。エネルギー価格などコスト高につながるからです。7-9月期で業績の上昇が期待できるものの、足元のEPS（1株当たり利益）の下げはデメリットが出てきた徴候かもしれません。

——10月から米国で新会計年度が始まるにあたって「つなぎ予算」の成立も危ぶまれる状

**況となり、30日までに可決しなければ政府機関の一部が閉鎖されるということですが、こうした状況に陥ることよりも、前から先生が指摘されている「米国債の格下げ」理由となることが債券・株式市場へのリスクとなるのでしょうか？**

大統領選挙に向けての駆け引きが始まっている状況です。万が一、政府機関の一部が閉鎖ということであれば、格付け会社はその影響を精査して、さらなる格付け引き下げを検討しないわけにはいかないでしょう。

#### **<資料 P4>**

**—— 株価指数連動 ETF・投信が投資家への分配金支払い分を 225 先物買いで補わなければならないのは、なぜでしょうか？**

株価指数連動 ETF・投信は指数に連動することが目標です。権利落ちをすると、ETF・投信は現物+現金(配当の予定入金)のポートフォリオとなります。現金部分を持ったままだと、指数との連動性が下がりますので、先物などを使って現金相当分を買いヘッジすることになります。

**—— 権利落ち日となる 28 日の日中立会で株価指数連動 ETF・投信からの 225 先物が入るということでしょうか？**

27 日の現物引け 15:00 前後から、15:15 の間にも先物買いが入ります。ここで重要なのは指数との連動性を維持するためには、27 日の現物指数から導かれた理論価格で買い集める必要があります。高くても安くても連動性が下がります。なお、細かいことを申し上げますと、配当金額はあくまで予想値であり、若干の変動はあり得ます。

**—— 「32500 円」というのは 9 月 27 日株価を仮定したものでしょうか？**

27 日引けの指数値は分かりませんので、32500 を先物の理論値として仮置きしています。

**—— 「裁定買いの現物の相対取引ほか」とは、どういう意味でしょうか？**

ETF 側が引け値にアレンジ料を上乗せして裁定ポジションの現物ポートフォリオを買い取ることになります。裁定買いポジションを持っている証券会社などの業者は、裁定の現物がなくなりますので、先物の売りポジションを手仕舞うなどして、ヘッジをする必要があります。ETF 側からすると、若干の手数料を払って、先物の変動リスクを回避するわけです。証券会社側は、手数料+若干のアレンジ料が期待できます。さらに、うまくトレードできれば、プラスアルファの利益も見込めます。

#### <資料 P5>

——日経平均の銘柄入れ替えは春秋定期的に年二回あるのですが、今回注目しているのは、なぜでしょうか？

今回だけでなく、毎回注目しています。

——3銘柄の入れ替えに指数連動ファンドが4000億円を捻出する必要があるのは、珍しいことなのでしょうか？ ウェルズアドバイザーによると、225連動ETF（上場投信）の純資産額は、野村で約8兆9009億円、日興で約4兆2620億円、大和で約4兆1469億円もあるようですね。

そのような指数連動ETFのほか、裁定取引のポジションがリバランスの必要性に迫られることになります。

——乱暴な計算になるかもしれませんが、10月に日経平均の約10%を構成するファーストリテーリング株に400億円の売りが出るかもしれないということでしょうか？

その可能性は高いということです。

——裁定残高のグラフを掲載したのは、なぜでしょうか？

日経平均の銘柄入れ替えによる影響をみるためです。

——裁定買い残（先物売り—現物買いポジションの残高）が歴史的な高水準にあることから12月限SQ日（12月8日）に向けての解消売りが注目されるということでしょうか？

そのとおりです。銘柄入れ替えで大きくポジションを減らすかもしれません。

#### <資料 P6>

——日経平均の予想PER（株価収益率）が歴史的に高い水準である16倍を超えてきました。市場が日経225銘柄の円安業績に期待しているということでしょうか？

16倍を超えてきたことは、円安による業績上昇の期待が高まっていることを反映していると考えています。一方、米国金利が上昇したわりにドル円は頭が重くなってきています。

——市場の期待（PER）とは裏腹に日経平均の予想EPSが低下傾向にあるのは、なぜでしょうか？

やはり円安と高インフレによって企業のコストが上がるからです。業績にはマイナス面もあるわけです。

——このマトリクスから今後、市場の期待どおりEPSが10%上方修正されたとしても、市場の期待が比較的高いところ（15倍以上）で維持されないと34000円突破は難しいということでしょうか？

そのとおりです。

#### <資料 P7>

——日米の長期金利差とドル円レートのグラフとその分布図を掲載したのは、なぜでしょうか？

現在のドル円は、やはり日米の金利差との相関が高いことになります。

——日米 10 年債利回り差とドル円レートに相関があるのは、なぜでしょうか？

外国為替相場を見るときに理論のひとつに「為替レートは自国通貨と外国通貨の名目金利の差によって決定される」という金利平価説があります。簡単にいえば、高金利国のほうが、お得だということで、その通貨が買われるということになります。

——ここにきて相関が強まっているのでしょうか？ だとしたら、なぜでしょうか？

金利差が大きくなってきたことも原因のひとつでしょう。感応度が高くなっています。

<資料 P8>

——これは期間の区切り方によりますが、2020 年のコロナショック以降でみると、日経 225 よりも円建てインド NIFTY や円建て S&P500、円建て金のほうが、成績が良いということでしょうか？

ご指摘のとおり、期間の取り方によりますが、そのとおりです。

——円資産で運用しており、為替ヘッジをしていないかぎり、海外資産についても円建てで考えるべきなのでしょうか？

日本で生活している以上は円で考えるのが一般的でしょう。

——この「ロング＝ショート戦略」は前回ラジオで話をされていたインデックス運用の一例といえるのでしょうか？

応用例ですね。株式市場は、いつか暴落が起こることがあり得ます。その時、ロング＝ショート戦略を取っているのであれば、損失が出て、そのインパクトが相対的には小さくなると期待できます。

——この場合の「ロング＝ショート戦略」とは、割安（バリュー）性というよりも、成長（グ

ロース) 性が高い国の株式を買って、低い国の株式を売り、世界的な株価変動リスクを低減するということでしょうか？

基本的にそのとおりです。

——例えば、新興国株投資のほうがハイリスク・ハイリターンなので、世界的な株価下落があったときは日経 225 売りでいくらか相殺するというのでしょうか？

そのような考え方も成り立ちます。

——円建てでみるため、為替レートも判断材料とする必要がありそうですね？

そのとおりです。なお、円金利が相対的に低い場合、円安の効果も期待できます。

#### <資料 P9>

——ここで米国の通貨供給量（マネーサプライ）を掲載したのは、なぜでしょうか？

通貨供給量の状況は日々追っておく必要があります。大きな政策転換などがあるかもしれませんが。

——なぜ、コロナショックでバラまいた通貨を吸い上げて、市中に回る通貨の量を減らすことがインフレ抑制になるのでしょうか？

市中のおカネを回収すれば購買力が低下しますので、需要が下がります。

——この場合、弱いところから通貨が回らなくなり、債務（不良債権）が増えてしまう結果となるのではないのでしょうか？

それが起こるとバブル崩壊につながることになり得ますね。

——FRB がバランスシートを圧縮しているということは、少なくとも満期で償還された資金を再投資せずに通貨を吸収しているということですよね？ となると、米財務省やジニーメイ（連邦政府抵当金庫）は、新規に発行される国債や MBS（住宅ローン担保証券）をどこに売るのでしょうか？

基本、市場で消化せざるを得ません。その結果、需要が低ければ、利回りが上がるわけですね。

#### <資料 P10>

——ここでクリーブランド連銀の CPI 予想を掲載したのは、なぜでしょうか？

来月も高止まりの予想となっているからです。裁定でもあと 1 回、場合によっては 2 回の利上げがあるかもしれません。その結果、金利の低下が始まるのは来年後半以降になると考えています。

——米国の債券・株式市場参加者は CPI 前年同月比 3% 上昇を「物価上昇の高止まり」と認識しているのでしょうか？ 昨年の上昇率に比べれば落ち着いてきたという認識ではないのでしょうか？

昨年に比べれば落ち着いてきてはいるものの、インフレは高水準で高止まりする可能性も高まってきていると考えています。これを受け、10 年物米国債利回りが 4.5% 水準まで上昇してきたのだと考えています。市場参加者は楽観的希望の修正を余儀なくされ、金利上昇の株価への影響を懸念し始めてきていると考えています。

——ここで来年 3 月の政策金利予想を掲載したのは、なぜでしょうか？

来年 3 月でも金利が下がらない予想となってきたことを示すためです。

#### 【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。