

『キラメキの発想』 2024年7月1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>

——円建ての金・S&P500・インド NIFTY と日経平均の成績推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

運用の基本的な意義とは「将来の購買力を増加させること」です。したがって「名目」の数字ではなく、インフレを考慮した「実質」で考える必要があります。また、今のところ通貨はいつでも両替ができますので、日本円だけで考える必要もありません。

そこで海外等に投資をした場合、それぞれ同一通貨建てで評価すれば、どの投資が過去において良かったかを比較できます。今回はそれを日本円に合わせました。

この例から分かるのは、日経平均は上昇しているものの、円建ての金や S&P500、インド NIFTY のほうが相対的に良かったことです。

——短期は 2023 年 6 月末を起点とし、中期は 2019 年 6 月末を起点としたのは、それぞれなぜでしょうか？

区切りよく約 1 年と約 5 年としました。どこを起点とするかで見え方が変わります。

——この格差拡大はドル高円安が大きく影響していると思います。日経平均が 4 万円を超えようが、さらに上昇しようが、円自体の購買力が弱くなっていることを意識して運用すべきということでしょうか？

ご指摘のとおり、ドル円ばかりでなく、ほとんどの先進国通貨に対して円安が大きく進行しています。ここで日本がエネルギーと食糧を輸入に頼っている現状を考えると、円の購買力低下を意識して運用すべきだと考えています。

——ついにドル円が 160 円を突破しました。今後も、円安の流れが変わらないかぎり、海

外資産での運用を検討すべきでしょうか？

ガソリン代、光熱費、食糧価格は米ドル円レートなどが大きく影響しています。したがって、外貨を持たず、円しか資産がない場合、少なくとも自分は為替リスクを負っていると考えべきでしょう。

<資料 P3>

——購買力平価（PPP）モデル説とは「それぞれの国で同一の財・サービスを購入できる金額が等しくなるように為替レートが調整される」という説明でよいでしょうか？

購買力平価説とは「為替レートは短期的にはさまざまな要因から影響を受けるものの、長期的には2国間の財・サービスの価格が均衡する水準に収束する」という理論です。有名なものにマクドナルドのビックマック価格による比較があります。

——この図の場合、日米で消費者物価指数（CPI）、企業物価指数（CGPI）、輸出物価指数（EPI）が等しくなるよう為替レートが調整されるならば、2024年5月24日はそれぞれ、107.63円、90.66円、64.43円が適当になるという解釈でよいでしょうか？

それが購買力平価モデルによる理論値ということになります。

——日本の貿易収支が赤字傾向になるとドル円の実勢レートがCGPI-PPPを上回るようになったのは、なぜでしょうか？

いろいろな要因が複合的に絡んでします。一方、その段階で大きく変わった日本経済の構造変化は「貿易黒字から貿易赤字になった」ということです。そのタイミングで起こっていますので、現在個人的には、この要因が大きいと考えています。

単純に考えると、貿易赤字は外貨の買い需要超となりますので、円安要因です。

——日本の24年5月貿易収支が1.2兆円の赤字となりました。日本にとって円の独歩安が追い風となって「いない」のでしょうか？ また、米国からの輸入が増加傾向にあるとの指摘があり、むしろドル高円安は逆風（そして、米国にとっては順風）となっているのでは

ないでしょうか？

そのとおりです。エネルギー・食糧などを買うために、円安により、さらに多くの円を支払う必要がありますので、日本経済には逆風です。

——なぜドル円の実勢レートが3種のPPPを大きく上回っているのでしょうか？

これが今考えるべき重要なポイントのひとつだと考えています。通常の購買力平価から、かなり逸脱している状態にあるのは、ひとえに日本サイドの問題です。乱暴に言えば、一流国通貨から、すでに脱落した国の通貨になり果てたということです。日本円のリスクが大きい
ためプレミアムがつき始めているということでしょう。

数十年後の教科書などに「円暴落の予兆だった」と記されなければいいなとは思いますが、ただ、不勉強で恐縮ですが、過去の歴史で「通貨安にもかかわらず国が栄えた例」があれば、ご教示いただきたいです。

——なぜドル円の実勢レートが3種のPPPを大きく上回っていると将来的な円暴落を示唆していると考えられるのでしょうか？

円を買い、外貨を売る立場からすると、円を保有するリスクが、かなり高いと考えているからでしょう。ドイツ銀行為替調査グローバルヘッドのサラベロス氏は、2023年11月の時点で、すでに日本円をトルコ・リラやアルゼンチン・ペソと同じカテゴリーに分類しています。

<資料 P4>

——日経平均とドル円の分布図を掲載したのは、なぜでしょうか？

上昇要因であった円安に対する日経平均の感応度が悪くなっていることを示しています。ただし、165円まで円安が進めば41000円もあり得るでしょう。

——米国ではAI半導体株が引き続き好調にみえるのですが、日経平均寄与度ビッグ4の東京エレクトロンやアドバンテストの株価が低迷しているようにみえるのは、なぜでしょう

か？ 米ドル視点では、さらに割安になっているのではないのでしょうか？

最先端の技術かどうか、他の代替があるか、ということですね。日本の技術のほとんどが、もはや最先端ではありません。一方、エヌビディアは現状では他に代替がない状況でしょう。

——トリプル安とは日本円・日本株・日本国債の下落ということでしょうか？

そのとおりです。

——日本銀行の金融政策が“正常化”されれば、日本国債の値下がり（利回り上昇）が予想されるかもしれませんが。しかし、そうであれば、日米金利差の縮小見通しでドル円相場の反落（ドル安円高）が起きないのは、なぜでしょうか？

日本の政治や経済に倫理観のない事例が散見されている今「日本円がジャンク通貨になるのでは？」というリスクがさらに高まっているからです。日本円がリバ抜きのババになりつつあるのかもしれませんが。

<資料 P5>

——ドル円が急騰ではなく、ジリ高のため、そのボラティリティ（変動性）が上昇しないことで、介入の口実をひとつ失っているということでしょうか？

そのとおりです。財務省の神田財務官には説明責任があるとは思いますが。しかし、具体的な数字を述べたことで市場に逆手に取られていますね。

——それはイエレン米財務長官からクギを刺されているからでしょうか？ 5月に「極端な変動を抑えるためでない限り、為替レートに手をつけないことでG7は合意している」という発言をしています。

それもひとつでしょう。また、大統領選挙までは輸入物価を上げたくないという米国の都合もあるでしょう。

——7月末日予定で財務省財務官が神田氏から三村氏に替わります。これが介入のタイミングに影響し得るのでしょうか？

思惑は働くでしょう。勇退記念介入があるかもしれません。また、三村氏になれば、過去にとらわれない論理での介入があるかもしれません。

<資料 P6>

——下のグラフは円建ての日本の実質 GDP（国内総生産）でしょうか？

そのとおりです。

——米国の実質 GDP は順調に成長しているとはいえ、株高など資産インフレによる富裕層の消費が下支えしている可能性もあるのではないのでしょうか？

その影響が大きいと考えています。

<資料 P7>

——日本の生産性が OECD 加盟国の中で低い理由のひとつに、よく長時間労働が挙げられています。では“働き方改革”で企業に強制的に労働時間を短くさせれば、生産性は高くなるのでしょうか？

単に強制的に行動を制御されても、効率は悪いままでしょう。自主性が重要です。

——日本の生産性が低いのは、量的に（生産量が）少ないのでしょうか？ それとも質的に（付加価値が）低いのでしょうか？ 両方でしょうか？

技術力などの水準が相対的に出遅れていることが大きいと思います。つまり、付加価値が低いことが大きいと考えています。

——付加価値という意味では、日本のデフレイマインドがモノやサービスの値上げを難しく

させていましたが、食品や日用品の値上げが目立つ今後は、上昇してくるのでしょうか？

原材料費等の上昇分を補う程度でしょう。国民の購買力が低下しているなかでは、値上げ幅が大きければ、販売数は伸びないでしょう。

<資料 P8>

——日本最大級のヘッジファンドでもある農林中金が外債投資の失敗で 2 兆円を超える含み損を抱え、その損切りによって 25 年 3 月期の最終赤字は 1.5 兆円規模になる見通しと報じられました。米欧で債券利回りが上昇（価格が下落）したとはいえ、円安で相殺とはならなかったのでしょうか？

決算見通しで損となる以上、為替では補えなかったということです。なお、為替ヘッジをしていたかは把握していません。

なお、今後、米国債が大量に売られると、米国金利の上昇要因となり得ます。それにしても農林中金の運用は、プロの金融機関とはいえなほほど稚拙だったといわざるを得ませんね。

——他にも外債投資による含み損で大変なことになっている日本の金融機関やファンドがあってもおかしくないと考えたほうがいいのでしょうか？

決算内容を注視していく必要がありそうです。

<資料 P9>

——28 日（米 27 日夜）の米大統領選討論会をご覧になりましたか？ もし、そうだとしたらどのような感想を持たれましたでしょうか？ 先生はかねてから「民主党はバイデン大統領の出馬で決まったわけではない」と述べていました。

バイデン大統領の体調・指導力に対する不安が高まった形です。民主党候補の交代の可能性が高まったと考えています。

<資料 P10>

—**SWAP 金利（スワップポイント＝通貨間の金利差調整分）による収益を狙ってクロス円通貨の FX を買い建てる戦略を基本に考えるわけですね。**

FX-OP を使った戦略は、いくつもあります。SWAP 金利を狙ったトレードは FX 投資家の間で人気がありますが、それに OP を応用させる戦略は、そのひとつです。通信講座では、使う OP の権利行使価格や満期日を相場状況によってどう考えていくかなどをお話しています。

—**SWAP 金利の年利は、額面（取引金額）と証拠金のどちらで比較したほうがよいのでしょうか？**

個人的には「証拠金の2倍以上」で考えています。為替変動による含み損分を考慮しているからです。したがって、2倍であれば、期待収益率は半分となりますが、それでもかなりの水準です。

—**クロス円レートの下落による証拠金の増加もあるでしょうから最初から満玉（全資金）を張るわけにはいきませんか？ そうすると「FX での運用資金に対する利回り（年利）」という考え方もできるのでしょうか？**

そのとおりです。現金と温存している部分も含めた金額を分母として、期待収益を出しています。その他、FX-OP 戦略による期待収益率は 15%とかなり低めに設定しています。

—**MXNJPY（メキシコペソ円）の SWAP 金利収入を狙ったトレードを実践する場合、最も注意すべき点は何でしょうか？**

ボラティリティが高い点です。また、サクソバンク証券では MXNJPY のブレインバニラ（普通の）OP がないことも考慮する必要があります。

<資料 P11>

—**買い建てたクロス円の FX を CALL 売り（満期時に為替レートが権利行使価格に達していたら、その価格で FX を売らなければならない取引）でカバーすることに、どのような**

メリットがあるでしょうか？

いわゆる「カバード CALL 戦略」には、FX（クロス円買い）による利益と SWAP 金利による収入を狙いながら、FX レートが逆に振れた場合の損失額も減少させられるのがメリットです。ただし、クロス円が大きく上昇したとしても、利益は限定されます。

——CALL 売りによるプレミアム収入だけでなく、SWAP 金利も受け取れることで、買い建てた FX の損益分岐点が、さらに下方にズレるということでしょうか？

ご指摘のとおりです。単純な FX よりも有利なポジション（損益曲線）になると考えています。

——対して、買い建てたクロス円の FX を CALL 売りでカバーすることに、どのような「デメリット」があるでしょうか？

円高になった（FX が下げた）ときの損失分を CALL 売りと SWAP 金利の収益で相殺できますが、完全に払拭できるわけではありません。為替変動リスクは残ります。

——ということは、カバード CALL 戦略で売る CALL の権利行使価格を選び方、相場観と損益分岐点がポイントになるのでしょうか？

そこが重要なエッジ（優位性）となります。

——サクソバンク証券には MXNJPY の OP がないのですが、この場合、どのような代替手段が考えられるのでしょうか？

場合によっては、他のクロス円の OP を使うことも一案です。

<資料 P13>

——よく「世界株ポートフォリオ」とか「世界債券ポートフォリオ」とかいますが、世界同時株安や世界同時債券安となれば、ポートフォリオにする意味がないのではないでしょ

うか？

世界株安と世界債券安が同時に起これば分散効果はさらに低減します。それを改善する金融商品（手段）のひとつが OP でしょう。

——先生は「分散投資」という場合、金融商品、運用戦略、運用期間で分散することを強調されていたように思います。期間の分散とは何でしょうか？

株式には満期がありません。一方、OP や債券には満期があります。したがって、その満期日を分散させることでリスクを下げ、1 リスク当たりの収益率の改善を図ります。

——例えば、日経 225 ミニ OP には毎週 SQ 日があるように、FX-OP では数多くの満期が設定されていますので、期間の分散が図りやすいといえるのでしょうか？

ご指摘のとおりです。

【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、個々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。