

## オプション倶楽部 TV

### 2023年5月「政治経済イベント分析」補足 Q&A

今回は2023年5月の注目イベントとして「米国のCPI（消費者物価指数）」と「景気先行指数」をとりあげます。米国でインフレの高止まり（再上昇）、景気後退、金融不安再燃が懸念されるなか注目されるのが、依然として株式市場からの信頼「は」厚い金融当局の舵取りです。

#### <資料 P2>

——チャートからは4月の日経平均は総じて堅調に推移したようにみえます。しかし、先生は「頭重い」と指摘されたのは、なぜでしょうか？

28日の夜間立会で225CFDが29000円を突破して引けました。米国の景気後退への懸念が和らぐとともに、政策金利（FF金利）引き下げ期待もあるという「良いとこ取り」の状態だと考えています。

しかし、株価は予想EPS（1株当たり利益）とPER（株価収益率）の掛け算です。予想EPSが2100前後で推移している以上、ここからさらに30000円の大台をとりに行くには、PERの上昇が必要です。

PERが上昇するには将来の成長に向けての楽観的な相場環境が反映されなければなりません。しかし、日米金利上昇懸念、金融不安、スタグフレーション（景気後退+インフレ）懸念など多くのグレイ・リノが存在しているなかでは、難しいと考えています。

なお、相場は行き過ぎることもあります。今後も引き続き30000円を超えていくような中期上昇トレンドになるとは、現在のところは考えていません。業績発表が始まっているので、EPSの数字に注意をしておく必要があります。

——上段のチャートで、黄色で囲ったのは、为什么呢？

ファーストリテイリング（9983）が業績見通しを発表したタイミングです。

——今回の上昇をけん引したとされるファーストリテイリングは4月28日現在、日経平均の構成率で11.30%を占めています。もし、上限（12%）を超えてしまい、平均計算の“調整”がされた場合、日経平均にどのような影響が考えられるでしょうか？

[https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/news/20220523J\\_2.pdf](https://indexes.nikkei.co.jp/nkave/archives/news/20220523J_2.pdf)

日経平均を計算するときに調整が行われる場合、日経平均に連動するETFや投資信託、また裁定取引（先物と現物）に影響が出ます。例えば、今までファストリ株100株で連動していたとすると、調整で9掛けになるのであれば、90株でよくなります。したがって、ファストリ株への売り需要が出てくることで、日経平均は下落する可能性があります。

——日経平均の予想EPS（1株当たり利益≒企業業績）が低下傾向にあるなか日経平均が上げているのは、なぜでしょうか？

米国株が堅調であることと日銀の大規模緩和継続声明が大きく影響していると考えています。特に後者は、円安の流れとなり、株価にプラスととらえられているようです。

#### <資料 P3>

——市場では5月3日のFOMC（米連邦公開市場委員会）で政策金利が0.25%引き上げられて5.00～5.25%になると予想されています。据え置きの可能性を指摘する声もありますが、もしそうなれば、むしろ景気後退・金融不安への懸念から弱材料と受け取る可能性はありませんか？

4月28日現在、5月3日FOMCの金利引き上げ予想は約80%です。したがって、ご指摘のように、据え置きとなれば、景気後退・金融不安への憶測が出てくると考えています。また、0.5%引き上げとなると、これもまた弱気材料になると考えています。

——年内に米国がデフォルト（債務不履行）に陥るリスクとは何でしょうか？

債務上限問題があります。このままの上限を引き上げられなければ、7-9月ごろに債務不履行になるという試算を連邦政府が発表しています。

——5月第二週に国内企業の決算発表がピークを迎えます。先生はどのようにみていますか？

日本の経営者は控え目な決算見通しを出す傾向があります。特に第1四半期の予想発表時はその傾向があります。あまりに楽観的な見通しを出して未達となると、株主からの追求が厳しくなるからです。

——よく「彼岸底・鯉のぼり天井」といいます。先生はこうしたアノマリーも参考にされるのですか？

頭の片隅にはおいてあります。しかし、毎年そのとおりになるのであれば、誰も苦勞をしませんね。そのため、EPS、PER、BPS（1株当たり純資産）、PBR（株価純資産倍率）、ボラティリティといった現状の数字をみています。

——6月限は日経225ラージ先物がSQを迎えるメジャー限月です。メジャー限月は相場が荒れやすいといわれます。そのうえ、現在のところボラティリティの水準が低く、株価が水準を上げていることから、5月はボラの上昇（日経平均の急落）に警戒すべき時期といえるのでしょうか？

そのように考えています。株価が高値にある状態では、特にメジャーSQには注意が必要だと考えています。

——総務省が発表した4月の東京都区部CPI（消費者物価指数）は前年同月比3.5%上昇でした。その当日に日銀は現状維持を発表しました。先生はFRBの金利引き締め策が「遅きに失した」と指摘されていますが、日銀もそうなる可能性はありませんか？

まだまだ植田日銀総裁就任から日がたっていないので、判断をするのは時期尚早ですが、日銀が何もできない状態となる懸念を個人的には感じています。特に28日の声明で「今後1年から1年半にかけて検証していく」とのコメントは「何をのんきなことをいつているのだ」という印象です。失礼ながら、学問としての学者の時間軸で金融政策の運営を続けられるのであれば、国民はかなりの物価高による生活苦を強いられるかもしれません。

**<資料 P4>**

——米労働省から発表される CPI や雇用統計を事前に政府要人や FRB（米連邦準備理事会）は把握しているものなのでしょうか？ というのも、FOMC の直後に、その判断材料となり得る経済統計が発表されるのは、この不透明感が強まっている時期に不思議な気がしてなりません。

公には事前知っているといわないでしょうが、当然、感触はつかんでいると考えています。特に5月の日程は変則的ですので、私なら当然、感触をつかむようにします。

——米 FRB が3日に市場予想どおり 0.25%の利上げをして、また引き続き雇用情勢が“堅調”だったとして、10日発表の4月分 CPI が先生の指摘どおりの「反発」があれば、市場はどのように受け取り得るとお考えでしょうか？

ショックを受ける可能性もあり得ます。その場合は、今回の金利のピーク（ターミナル・レート）が 0.25%上がる可能性が高くなると考えています。また、金利引き下げのタイミングも後にズれることで、株式市場には逆風だと考えています。

——FRB が資金供給をしても金利低下が鈍化するどころか金利が上昇する兆候があるかもしれないとは「米ドルが信任を失う可能性」ということでしょうか？

そのとおりです。「世界通貨としてのドルの信認を低下させたい」という意思を持った国々もあると考えています。駆け引きが起こっている状態でしょう。金価格の上昇、アジア通貨構想など、その兆候は表れてきています。

**<資料 P5>**

——米国で商業銀行が預金残高を減らしているのは、なぜでしょうか？

預金保険の限度額以上を預金している方々にとって、より安全だと考えられる MMF などに資金を移すのは自然な防衛反応ですね。

——アップルの預金サービスは米国の金融不安に拍車をかけ得るでしょうか？

可能性はあると思います。日本でも同様なサービスが始まると、地銀、信用金庫・信用組合算などにとっては脅威となるでしょう。いまでも、ネット系の銀行では、0.2%程度の普通預金金利が付くところがあります。

——今後、アマゾン銀行やマイクロソフト銀行の登場もあり得るのでしょうか？

あり得ると思います。時代は変わってきています。今までとは違った「銀行業」事業形態の会社が出てくるでしょう。旧来型の支店経営の銀行はなくなっていく運命なのかもしれません。路面店がなくなっていくということです。

——日本でも政策金利の急上昇があれば、預金金利に追いつけない銀行から追いついていくスマホ金融サービスに資金が動く可能性はあるのでしょうか？

可能性は高いと思います。物価高から少しでも生活を守ることは死活問題につながりますから。

#### <資料 P6>

——CLI（景気先行指数）がどこまで落ち込めば景気後退（リセッション）と判断できるのでしょうか？ それとも 100 を割った時点で、すでに「要警戒」なのでしょうか？

米クリーブランド連銀の資料で見ると、個人的には、絶対的な水準ではなく、直前のピークからの下落幅（3ポイント）を意識しています。例えば、今回のピークを 101 とすれば、98 を割れてくると要警戒です。

なお、後述の米調査機関、コンファレンス・ボード（全米産業審議会）の基準では年率 7～8%近く下落してくると要警戒と考えています。

——OECD（経済協力開発機構）の指標（下記 URL 参照）をみると英国の CLI がだいぶ落ち込んでいるようにみえます。すでに景気後退に入っているのでしょうか？

<https://data.oecd.org/leadind/composite-leading-indicator-cli.htm>

個人的には「英国の景気後退が先か、米国の景気後退が先か」という問題だと考えています。いずれにせよ時間の問題でしょう。

——基本的に実質 GDP（国内総生産）が 2 四半期連続でマイナスだと景気後退とみなされるそうですね。米国の 23 年 1-3 月期 GDP は前期比年率で +1.1% でした（前期は +2.6%）。減速となりましたが、まだマイナスではないから材料視されていないということでしょうか？

「2 四半期連続でマイナスだと景気後退」と考えられています。現状はプラスですが、懸念はくすぶっている状態です。

#### <資料 P7>

——この「景気後退確率」は、どのようにして算出されるのですか？

コンファレンス・ボードなどが 4 月 20 日発表した最高経営責任者（CEO）調査による数字です。今後 12~18 カ月の米経済の見通しについて米企業の 98% の CEO が「景気後退に備えている」と回答したことになります。

——景気後退確率が 2022 年後半からすでに振り切れているようにみえます。しかし、米国株市場に大きな動揺がみられないのは、なぜでしょうか？

楽観的に考えている方々が多いということですね。政策金利が引き上げから引き下げにすぐ転じると市場関係者が期待しています。対して FRB は年内の引き下げに否定的なようです。このギャップが株式市場にはリスクだと考えています。

——下段のコンファレンス・ボード景気先行指数と前ページの CLI（景気先行指数）は何が違うのでしょうか？

OECD の CLI は景気循環が転換するポイントの兆候を早期に捉えるためのもので、長期的

な潜在水準に照らして経済活動の変動を明らかにします。CLI は経済の短期的動向を定量的ではなく定性的に示しています。

一方、コンファレンス・ボードの景気先行指数は、業種を横断して収集・分析した以下 11 の経済指標を合成して作成されたものです。

1. 製造業の週平均労働時間（時間）
2. 週平均失業保険申請件数（千件）
3. 消費財新規受注（10 億ドル）
4. 入荷遅延比率（%）
5. 設備財受注（10 億ドル）
6. 新規住宅着工許可件数（指数）
7. 製造業受注残高（年率、10 億ドル）
8. 原材料価格（変化率、%）
9. S&P500 種株価（指数）
10. 実質マネーサプライ（10 億ドル）
11. 消費者期待度指数（指数）

個人的には、両指数を参考にしています。

#### 【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・損失などについて著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。