

オプション倶楽部 TV

2023年10月「政治経済イベント分析」会員様向け補足 Q&A

9月の日経平均は8月下旬の反発の流れで33000円台を2回超えるも、中旬からは失速して32000円を割り込む展開となりました。9月中旬の上げは、いわゆるブレイクアウトであったために注目されましたが、結果的に33000円台の抵抗の強さを確かめる展開となっています。10月頭のブレイクアウトも、むしろ下降トレンドを確かめるダマシとなったようです。売坊先生は10月も引き続き米国株市場の期待との「齟齬」がみられる米国の金融政策決定会合に注目しています。

<資料 P2>

——9月の日経平均は、上旬に付けた天井を超えた中旬の上げが6月からの弱含みを打ち消したようにみえたものの、そこから腰砕けとなりました。中旬からの上下動は主に配当金（分配金）狙いの投資家がボラを激しくさせたからでしょうか？

配当金狙いの投資家の行動もあったと思いますが、日経平均の銘柄入れ替えによる影響も大きかったと思います。さらに、米国の金利上昇とドル円の動きもボラの上昇につながったのだと思います。つまり、将来の不確実性が高まってきたと投資家が考え始めているということでしょう。

——日経平均の目先の注目は「戻りが9月中旬からの下げトレンドを確かめるか？」でしょうか？

米国で暫定予算がギリギリで成立しましたので、しばらくは落ち着きを取り戻すと考えています。一方、先物・OPの証拠金計算方法の改定や米国の金利動向、原油価格によっては、一段安の可能性も秘めている状態だと考えています。年末にかけて、その可能性が高まっていると考えています。

——結果的に日経平均は6月から10月頭にかけて概して31500~33500円を一進一退ながら若干弱含みで推移しました。売坊流のCALL売り戦略にとっては総じて都合の良い展開が続いているのではないのでしょうか？

6月限では急騰場面もありましたが、7月限以降は概ね良好な状態が続いています。CALL

売り戦略は CALL の特性をつかんでおきさえすれば、PUT 売りとは違い、非常に高い確率で管理・運用ができると考えています。OP 倶楽部では、この本質・特性の理解を深めていただきたいと考えています。

——日本銀行は9月22日の政策決定会合で「現状維持」を表明しました。しかし、ドル円レートはジワリとドル高になっただけです。これは昨年同時期の為替介入が記憶に残っているからでしょうか？

心理的にも150円のレベルが次回の介入を警戒させる水準でしょう。一方、日銀政策決定会合の谷間は、投機筋が仕掛けやすい時期でしょう。

——ここで一気に1ドル=150円を超えるドル高円安となれば、日経平均に追い風となり得るのでしょうか？

150円台が定着する場合は、日経平均には追い風となる可能性が高いですね。一方、介入で例えば、一気に140円台前半程度までの円高が進むと、調整局面になると考えています。

<資料 P3>

——米国はツナギ予算が成立したことで、米国債格下げの危険性をひとまず回避できたといえるのでしょうか？

今回の暫定予算内に年度予算が米議会を通過すれば、格下げ懸念は回避できたと思います。一方、今後2回、3回と暫定予算が続くような場合は、再度格下げが議論されるかと考えています。

——10月11日に公開されるFOMC議事録で売坊先生が注目しているのは何でしょうか？

今回、ドットチャート（後述）が一部0.5%上方修正されています。この辺の推移を見極めたいと考えています。

——日米の政策金利決定会合を黄色のハイライトで表示しているのは、なぜでしょうか？

今後の為替・株式市場の方向性を決めかねない重要なイベントだからです。

<資料 P4>

—11月6日（月）からJPXが扱う金融派生商品（デリバティブ）の証拠金計算方式がSPAN方式からVaR方式に変更されます。VaR方式は主に欧州系の取引所で採用されており、より精緻に相場変動リスクを計算して証拠金額の変動を和らげる効果が期待されているとのことですが、先物・OPトレーダーは、ご自身のトレードで証拠金繰りにどれだけの変化があるかを体感するため、しばらくは控え目にするのが得策（証拠金のかからないOP買いは除く）というところでしょうか？

絶対にそうすべきです。今回発表されているものは取引所のものです。これを受けた証券会社がどう対応するのか、また、その対応状況を見極める必要があると考えています。

—より精緻に相場変動リスクを計算するということで、日経225OPでもスプレッド戦略の証拠金額が低減されやすくなるかもしれませんね。

そうなることを期待しますが、まだ分かりません。

—ただ、9月5日時点の証拠金比較ですとATM（アット・ザ・マネー）に近いOTM（アウト・オブ・ザ・マネー）CALLのほうが、証拠金が比較的安く設定されているのが興味深いですね。相場展開的にも、むしろ最もリスクが高そうに見えるのですが。

これは1日だけの定点観測にすぎません。今後のSQまでの日数や相場観によって、どう変わるかを見守っていかないといけないことになります。

—市場で何か起きたときの保険としてPUT買っておくのもひとつの方法と考えられるでしょうか？

ご指摘のとおりです。コストを抑えるのであれば、PUT売りを絡ませたベア・スプレッドなども有効でしょう。ただし、レシオ・スプレッドでは下落時のリスクが大きくなります。

<資料 P5>

——米国で 10 月 12 日に発表される 9 月分 CPI（消費者物価指数）について、どの点に注目されていますか？

現状のクリーブランド連銀の予想は、ほぼ横ばいです。しかし、今後上方修正されるかに注目しています。年内発表の CPI が再度 4%に乗ってくるような展開となると、かなり株式市場には逆風になると考えています。

——WTI 原油が 90 ドル台を固めてきています、これでエネルギー価格の先高観がますます強まるのではないのでしょうか？

米国のハリケーンなどで米国の原油生産に影響が出てくると 100 ドル突破もあると考えています。

——そうであれば、CPI が冬にかけて再上昇する可能性があり、政策金利（FF レート = 5.25~5.50%）の引き下げ期待が弱まり、そうなれば、米国株には弱気材料となり得るのではないのでしょうか？

再度、政策金利の引き上げへの懸念が出てくれば、米国株に悪材料となると考えています。

——ここでドットチャート（FOMC = 米連邦公開市場委員会参加者の政策金利見通し）を掲載したのは、なぜでしょうか？

「前回に比べて」金利見通しが 0.5%上方修正されていることをお伝えしたかったからです。

——CME の『FED ウォッチ』をみると市場参加者の大勢が政策金利の年内据え置きを予想しているように見えます。しかし、このドットチャートは年内にもう一度、政策金利の引き上げがある可能性を示唆しているのではないのでしょうか？

個人的には、年内最低 1 回の引き上げがあると思います。特に今回暫定予算となりましたので格付け引き下げ懸念が再燃すると「ドル防衛の視点」からも金利引き上げの可能性は高まると考えています。

<資料 P6>

——この1年後の米国債イールドカーブ予測値はどのようにして算出したのでしょうか？

OP 倶楽部会員様には詳しく説明していますが、長期の運用と短期の運用を繰り返した場合の期待収益率は同じという「期待仮説」を使って筆者が計算したものです。

——ここから何が分かるのでしょうか？ 来年には米国債イールドカーブが逆イールドからフラット化するという事は、政策金利が引き下げられるのに対して、長期債の利回り（長期金利）があまり下げないということでしょうか？

短期債の利回りがかなり下がったとしても、長期債の利回りはご指摘のとおり、それほど下がらないということです。これは現在の株式市場参加者の期待と異なっているかもしれません。相変わらず株式は債券（金利）対比で割高だということです。

つまり、短期金利の低下を期待した株式への期待は楽観的過ぎると考えているわけです。

——とはいえ、来年に長期金利の上昇が一息ついたうえで利下げがあれば、米国株には追い風となり得るのではないのでしょうか？

長期金利の水準が下がらないということは、短期債から長期債への資金移動があるかもしれません。一方、株式に資産が移動するインセンティブにはなりにくいと考えています。

<資料 P7>

——上段の米国政府の債務残高における赤線は何を示しているのでしょうか？

10兆ドルごとの水準です。債務残高が10兆ドル積みあがるスピードが加速度的に早くなっています。これは米ドルへの信認を低下させる要因です。

——米国で債務残高がうなぎのぼりに増えているのは、なぜでしょうか？

直近ではコロナ対策のための給付金が大きな理由です。

——下段の対 GDP 比は何を示唆しているのでしょうか？

総額で見るとともに、GDP 対比でもみておく必要があります。経済規模が 2 倍となれば、債務が 2 倍となっても、比率では悪化していないことになります。

コロナ禍で GDP 対比も急上昇後も低下傾向を示していますが、まだ 100%を超える高い水準です。

——日本の債務残高対 GDP 比は 260%を超えていると思います。それでも問題になっていないといえば、問題になっていないのではないのでしょうか？

日本も問題がないわけではありません。なお、米国債は海外投資家が多く所有していますが、日本国債は、ほとんどが日銀を含む国内投資家です。したがって、日本の場合は国内要因です。

一方、海外投資家の所有比率が高い場合、海外投資家の売りが増えると危機に陥るという構図となります。グローバルな問題となります。

——日本の債務残高もまた円安の要因になっているといえるのでしょうか？

多少は影響していると考えています。ただし、現在の投資家が注目しているのは金利差でしょう。

<資料 P8>

——この『米国の借金時計』は何を示唆しているのでしょうか？

日々刻々と上昇していることが一目瞭然となります。

<資料 P9>

——この米ドル指数のチャートは何を示唆しているのでしょうか？

米ドルの強さを複数の主要通貨に対して指数としてみたものが米ドル指数です。ドルは日本円に対しては強含んでいますが、米ドル指数では、金利が上昇しているにもかかわらず横ばいです。

つまり、米ドルの信認を維持するために金利を引き上げているともみてとれます。以前からお話しているように「基軸通貨としてのドルの信認低下を目先の金利を高めることで何とか維持している状態」ともいえます。

したがって、今後 CPI が下がったからといって、政策金利を下げるとドルが弱くなり「ドルの信認低下ととられかねない」というジレンマが米国にはあるわけです。

——米ドルが強い理由は「高金利通貨」であることでしょうか？

そのとおりです。その結果、なんとか「強いドル」を演出しているともいえるわけです。特にバイデン大統領は、大統領選挙前の弱いドルは死活問題となりかねません。

——ここで、この 10 年債利回りのチャートは何を示唆しているのでしょうか？

チャートを並べると、足元では BRICS のドル離れからドルの信認が低下しつつあるなか、金利を高くすることで何とかドルの信認を保っていることがみえてきます。

——そもそも米国債の利回りを追うことが、なぜ日経平均の分析に重要となるのでしょうか？

債券投資と株式投資を比較するときは、将来のキャッシュフローを現在価値に置き換えることで可能となります。したがって、債券投資、つまり利回りをみることで「株式が割高か割安か」が分かるわけです。米国債に対して米国株が割高であり、米国株が下げれば、日経平均にも下げ圧力がかかります。

【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。