

オプション倶楽部 TV

2024年2月「グレイ・リノ分析」補足 Q&A

2月13日、日経平均は1000円以上も急騰し、一時38000円を突破しました。先月に続き、さらなる“意外高”ですが、売坊先生は「このように相場が熱くなっているときこそ、投資家はスタンスに関わらず、冷静にネガティブ・チェックをしておくことが重要」と説いています。

<資料 P2>

——先週末から日経平均が急騰しています。なぜでしょうか？

2月8日の日経平均の予想EPS(1株当たり利益≒業績)は、7日の2256.08から2309.73と50円以上も上昇しています。PER(株価収益率≒成長性)が15倍とすれば、 $EPS \times PER = 株価$ なので、これだけで750円の上昇が説明できます。8日の上昇幅である743.36円とほぼ一致していますね。

——13日(月)に日経平均が暴騰したのはなぜでしょうか？

背景には、輸出企業などの好決算の発表があったと思います。13日の発表ではEPSが2330.51と前日より34.47円上昇しています。PERが16倍ならば、551.5円のインパクトになります。

さらに、9日のオプション倶楽部会員様向けセミナーでも取り上げましたが、OP建玉と売買動向からみるスパイラルの発生があった状況でしょう。

8日の743円高のうえでの急騰局面でしたので、CALL売りのヘッジでの先物買いも大きなインパクトとなったと思います。OP市場には多くの情報があるので、重宝しています。

——ただ、売坊流のCALL売り戦略にとっては、2月限のSQ日に高値を更新してからの高騰なので、3月限のトレードが比較的、高所から仕掛けやすくなったのではないのでしょうか？

ご指摘のとおりです。ボラティリティも高いため、かなり上の権利行使価格で売れる状況で

す

——**ウクライナ難民がグレイ・リノとなり得るのは、なぜでしょうか？**

ドイツの新聞『ディ・ヴェルト』の電子版が「ウクライナの敗戦となると、さらに 1000 万人以上のウクライナ人が国外に避難する可能性がある」と報じています。ドイツ政府の想定です。これが現実化すれば、欧州にかなりの負担増となり、経済にマイナスとなるでしょう。

——**中国の政府当局は 2023 年の GDP（国民総生産）成長率を前年比+5.2%と発表しました。この大本営発表がだいぶ懐疑的にみられているのは、なぜでしょうか？**

河南省のデータなど矛盾が指摘されているからです。

——**中国の地方経済の足を大きく引っ張っているのは金融・不動産でしょうか？**

不動産への過剰投資のツケが回ってきているということでしょう。

——**コロナショック後のウソの上塗り**で中国経済が、のっぴきならない状況にまで追い詰められている可能性があるのでしょうか？

中国の統計値は、かなり懐疑的にみておくべきだと考えています。もっとも、日本の GDP もアベノミクスによる集計方法の変更で、かなり下駄をはいています。

——**かつて日本で平成バブルが弾けたとき、世界経済には大きな影響がみられませんでした。中国の不動産バブルが弾けた場合でも、東西の分断化が進むなか、こうした“デカップリング”はあり得るのではないのでしょうか？**

かなり中国への投資が進んでいますので、大きな影響があると思います。そうなれば、日米などにも影響が出ると考えています。

＜資料 P3＞

——FRB のドットチャートを掲載したのは、なぜでしょうか？

今年の投資・運用での注目点は、米国の政策金利引き下げのタイミングとその幅でしょう。市場の予想もバラついていますので「決めつけは危険だ」と考えています。

——前回の配信で先生が指摘されたように FRB のインフレ目標が 2%であれば、1 月分と 2 月分の CPI（消費者物価指数）が 3%を割れたとしても、インフレが鎮静化の過程にあるにすぎず、目標値まで収まったわけではありません。それでも 2%周辺に収まる前に FOMC 委員の多数派が年内の政策金利引き下げを予測しているのは、なぜでしょうか？

インフレとの兼ね合いもありますが、利下げをしないと、不動産バブルが崩壊し、地銀をはじめとした金融機関や FRB が窮地に陥りかねないという側面もあるからでしょう。経済は二極化しているのです。

——右側の表は何でしょうか？ 各金融機関が予想する政策金利（FF レート）の引き下げ開始時期と 24 年内の引き下げ幅でしょうか？

そのとおりです。かなりバラついています。

——なぜ、この表を掲載したのでしょうか？

金融機関の予想も、かなりバラついていることを示したかったからです。不確実性が大きいということは、リスクが大きいということです。

＜資料 P4＞

——オフィス空室率が上昇し、商業用不動産が値下がりしているなか、返済を迎える額が年々増加していることで、どのようなことが懸念されるのでしょうか？

満期を迎える資金の借り換えができなければ、不動産を売却する必要があります。空室率が高い現状では、あまり高額では売れないかもしれません。したがって、金融機関には、貸し倒れのリスクが高まっていると考えています。体力のないところは最悪のケースも想定

されます。地銀不安第二幕が始まっているのかもしれませんが。

——ニューヨークで空室率が上昇しているのは特に印象的ですね？

家賃の高騰も影響していますね。

——コロナバブルが玉突き的にまだ続いているのは、それだけ世界的に政府の財政出動と中央銀行の緩和政策が“異次元”だったということでしょうか？

コロナ対策での資金供給は今まで経験のなかった水準でしょう。したがって、過去の常識が通用しない状況が起こっても、何ら不思議ではありません。

<資料 P5>

——都市銀行のマイナス金利適用残高（金融機関が日本銀行の当座預金に預け入れている資金のうち、第一階層「基礎残高」と第二階層「マクロ加算残高」を超過して積み上げている第三階層「政策金利残高」のこと）が急増しているのは、なぜでしょうか？

そこをどう解釈するかがポイントでしょう。短期的にマイナス金利が適用されてもということだと思えます。投資にまわして損をすれば、元も子もありませんから。債券利回りが上昇すれば債券価格は下がりますし、株価も下がる可能性があります。

すでに、一部の金融機関は「防御態勢」に入っている可能性が出てきたということでしょう。個人投資家としては、くれぐれも「ババ」を引かないように運用をしていく必要があります。そのような時に便利なのは、PUT でしょう。

——日銀が当座預金の各階層に適用している金利を掲載したのは、なぜでしょうか？

マイナス金利でも、金融機関が積み上げていることを示したかったからです。

——マイナス金利が適用されるにも関わらず都市銀行が日銀の当座預金に資金を預けているのは、なぜでしょうか？ 0.1%の付利がある基礎残高と同程度の額であればトントンと

いう考え方でしょうか？

日銀の金融政策変更によって、株式や債券に投資して損を出すよりもまだマシだと考え始めているのではと考えています。

——4月26日の日銀政策決定会合でマイナス金利が解除され、国債の利回りが上昇すると確信しているということでしょうか？

各金融機関の思惑は分かりませんが、そのように考えている金融機関が出てきたのではと推測しています。

<資料 P6>

——ここで改めて「日本の金融システムなどへの不安」を挙げたのは、なぜでしょうか？

人口減少などで発生する問題は物流だけではありません。個人的には日本は特に欧米と比べてリスク管理への対応が遅れており、金融システムに大きな不安があると感じています。これは日米英の各金融機関で働いた経験から来ています。

——金融システムとは「金融業界で使用されているシステム」ということでしょうか？

基幹システムだけでなく、その周辺への波及もあると考えています。金融機関のシステムに問題が起これば、マイナカードや e-TAX などにも影響が出るでしょう。

——羽田の事故と金融システムへの不安とは、どのような関係が考えられるのでしょうか？

これも危機管理の問題とすれば、想定が甘いといわざるを得ません。AI 技術の発展やサイバー攻撃の激化等による問題は、日本だけでなく、世界のリスクとなっていくでしょう。

AI 技術の進展はプラス面だけが強調されています。しかし、大きなリスクも内包していると考えています。

——JPX のデリバティブ証拠金システムがもたらしている不安と金融システムへの不安とは、どのような関係が考えられるのでしょうか？

想定されないような事象からリスクが一気に広まっていく可能性を考えておきたいということです。その広がり方やスピードは、かつてないほど速いものとなるでしょう。

【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。