

オプション倶楽部 TV

2024年7月「グレイ・リノ分析」補足 Q&A

2024年最大級のグレイ・リノである11月の米大統領選に関して7月14日、トランプ氏の暗殺未遂という事件が起きました。いわゆる「10月サプライズ」には、まだ時間があるとはいえ、「ほぼトラ」ムードが相場に与え得る影響について確認しておきましょう。

また、11日に政府・日銀の為替介入があったようです。売坊先生は政府・日銀の介入資金が底をついている可能性があり、ヘッジファンド筋に足元をみられれば「第二のBOE（英国銀行）」となりかねないと指摘しています。1992年にジョージ・ソロス氏を旗頭とする投機筋とBOEが英ポンド相場で仕手戦を繰り広げ、BOEが白旗を上げる結果となった、英ポンド危機のことです。

そして、絶好調に見える米国株ですが、先生は政策金利の連続的な引き下げに対する「いいとこどりの期待」に支えられており、景気後退（リセッション）の足音に耳を傾けるべきだと語っています。

<資料 P2>

——14日、米ペンシルベニア州でトランプ氏が銃撃されましたが、幸い一命をとりとめました。事件の全容は不明ながら、少なくともトランプ氏の「運の強さ」を米国民に印象付ける結果になったのではないのでしょうか？

「今回の事件で共和党の団結が強まるのでは」と考えています。一方、民主党からの鞍替えは、それほどでもないかもしれませんが、総合的にトランプ氏返り咲きの可能性は高まったと考えています。

——対してバイデン大統領は「弱々しさ」を払しょくできずにいます。また、ハリス副大統領には「頼りない」印象があります。民主党サイドとしては、このまま秋口にかけて「ほぼトラ」ムード一色となれば、むしろ株価のPKO（維持操作）をせずに、自然に調整させたほうが、都合が良いのではないのでしょうか？

民主党サイドでも、バイデン大統領以外の候補者でも勝ち目がなくなってきたという考えが出てきているようです。ここで民主党候補となっても、負ければ経歴に傷がつくとの思惑でしょう。

——日米バフェット指数が記録的に高い水準にあります。ただ、個人的には、株価が対 GDP（国内総生産）で過大評価されているわりには、F&G（恐怖強欲）指数や報道からすると株式市場に陶酔感が漂っているようにみえません。目先調整があっても、まだクライマックスがあるようにはみえないのですが、先生はどのようにみられていますか？

バフェット指数で見れば、やはり株式市場は過大評価されていると考えています。コロナでのバラマキに端を発したカネ余りが株高につながり、特に富裕層のキャッシュフローを良くしている状態でしょう。

マクロ的にいえば、米国では生産性の上昇がバフェット指数上昇の要因ともいえると思いますが、日本の生産性はそれほどでもありません。したがって、やはり楽観的過ぎると思っています。

——中国株（上海総合指数）が5月から下落基調にあります。15日に中国の“大本営”から発表された4-6月期 GDP も 4.7%増に「とどまり」、中国経済の減速を示唆していると報じられました。中国投資マネーのリスクオフが日米の株式市場に再度流れた可能性もあるのでしょうか？

中国からの資金流入も起こっていると考えています。中国経済は、かなり深刻だと考えています。

<資料 P3>

——日本時間の 11 日夜に政府・日銀による介入があり、ドル円相場が急落、1ドル 157 円台にまで下げました。なぜ、このタイミングだったのでしょうか？

通信講座では『週次レポート』で事前に指摘していましたが、少ない介入資金で効果を上げるためには、米国金利が低下局面であることがひとつのポイントでした。米国の6月分 CPI（消費者物価指数）発表を受けて金利が低下したところを見計らったということでしょう。

——なぜ「日銀の介入理由は苦しい言い逃れ」なのでしょう？

今回の介入は当局が以前指摘していた「2週間で4%のブレ」ではありません。また、ボラティリティが上がっているわけでもありませんでした。

例えば、165 円を防衛ラインと考えているとすると、その水準に迫ってきていたために、介入ありきで、その時に都合の良い理由を何とか見つけ出したのでは、とも考えられるからです。

つまり、介入ありきで、理由は後づけということです。今回の介入に米国は、あまり良い印象を持たないでしょう。

——ただ、今回の介入で政府・日銀はドル円の上限をとにかく 160 円にしたがっていると考えたとすれば、それを利用した OP 戦略も考えられるのでしょうか？

相場見通しを想定して OP を使った戦略を立てることができます。そこでは、その戦略のメリットとデメリットを比較していくプロセスが重要となります。

——米国の先物取引所グループ「CME」の IMM（国際金融市場）部門に上場する日本円通貨先物における大口投機玉の推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

介入後に円売りポジションがどう変化するかをみています。

<資料 P4>

——前回の介入と今回の介入を比較するチャートを掲載したのは、なぜでしょうか？

前回との比較です。前回は 9 兆円以上の介入で 8 円の円高となりました。今回は今のところ 4 円程度です。さらに、介入資金も 3 兆円程度と推計されています。

「なぜ、もっとやらなかったのか？」という疑問が残ります。一番単純な説明は、すでに売れる米ドル残高の底がみえてきたということでしょう。長期米国債を売ることは米国の許可なしにできないでしょう。

——前回介入してから 1 カ月ぐらいで介入前の水準（円安に）戻しているにもかかわらず、今回も介入したことになりますね。政府（財務省）は円安の進行をできるだけ阻んでいれば、いずれ潮目が変わる目途があるということでしょうか？

個人的には、日本の経済構造が完全に変わっていると考えています。したがって、中期で円高トレンドに戻ることは、かなり厳しいという考えです。

——「すでに玉切れ」と考えられるのは、なぜでしょうか？

保有する米国債を売れないとすると、手持ちのドルが介入で減少しています。保有している米長期債が満期を迎えるまで、待たなければなりません。一方、米国債を担保にして米ドルを借りる手段は米国への根回しが必要でしょう。

——政府・日銀のドル売り・円買い介入では、財務省の外国為替資金特別会計にあるドル資金を売却して、円を買い入れることになると思うのですが、具体的にどの資金が使われたかは財務省が発表する「外貨準備等の状況」から分かるのでしょうか？

令和6年7月5日
財務省

令和6年6月末における我が国の外貨準備高は、1,231,495百万ドルとなり、令和6年5月末と比べ、77百万ドル減少した。外貨準備等の状況は以下の通りである。

(百万ドル単位)

I. 外貨準備及びその他外貨資産

A. 外貨準備	1,231,495
1. 外貨	1,086,471
(a) 証券	928,214
うち：本邦発行体分	-
(b) 預金	158,257
i. 外国中央銀行及びBISへの預金	157,841
ii. 本邦金融機関への預金	391
うち：海外拠点分	-
iii. 外国金融機関への預金	25
うち：本邦内拠点分	25

出所) 財務省「外貨準備等の状況」統計表一覧」

https://www.mof.go.jp/policy/international_policy/reference/official_reserve_assets/data/index.htm

日本の外貨準備は2024年6月末で証券が9821億ドル、預金が1582億ドルです。証券が米国債等であり、売れないとすると、残りは預金の部分です。1582億ドルは160円換算で25兆円です。この金額がひとつの目安となります。

また、毎月どれだけの米国債が満期になるかが分かれば、その数字も重要です。2024年4月末の米国債保有額が1.150兆ドルで、3月末が1.188兆ドルでしたので、380億ドル減ったこととなります。160円換算で6兆円強です。なお、この4月の数字は2023年9月以来の減少でした。

——1992年の英ポンド危機では、ポンドを買い支えようとしたBOE（英国銀行）がジョージ・ソロスを旗頭とするヘッジファンド筋の売りに敗れました。今回も円を買い支えようとする日銀とヘッジファンドで同様のことが起こり得るのでしょうか？

すでに起こっているのかもしれない。

——英ポンド危機は、評価の分かれるところですが、英国が欧州統合通貨から離脱するきっかけとなりました。先進国の中銀が総じてこれを「苦い教訓」としているのであれば、また米国としても介入資金調達のため米国債が売られるのは困るとすれば、協調介入による日銀支援のシナリオもあり得るのではないのでしょうか？

否定はできませんが、その“見返り”は、かなりのものとなるでしょう。

<資料 P5>

——ドル円と日経平均の分布図に引いた緑の線は何を示唆しているのでしょうか？

バンドの中心水準です。まずは、この水準を意識しています。

——この分布図をみると、現在のドル円157円的水準でも、日経平均が44000円まで評価されたとしても不思議ではないということでしょうか？

そのとおりです。ただし、日本への不信感がありますので、いったんは緑の中心線を抜けるかがポイントでしょう。まさに、今回の高値です。

——この分布図のスケールを大きくしたのは、点描が右上に登っていく傾向があり、その根本的要因（ファンダメンタルズ）が覆りそうにないからでしょうか？

ご指摘のとおりです。円安がさらに進行し、この傾向が続いたときの名目的な日経平均の水準値をみています。

——かつてドル円が 180 円だった時代があったことを考えれば、輸入物価の上昇に国民は耐えられるものであり、日本の輸出産業や観光業にとっては朗報となるのでしょうか？

そのように期待もしたいところですが、すでに弊害もみられます。輸出企業は海外の操業費用が円安で上昇し、利益が伸び悩んでいたり、減少したりしています。一方、観光業も人手不足など供給サイドが限界に近づいてきています。

——ドル建て日経平均と円建て日経平均の推移を比較しているのは、なぜでしょうか？

ドル建てでみると日経平均は年初来高値を超えていません。なお、ドル円 180 円で日経平均 50000 円でもそうです。ドル建てだと 277.79 ですので、2021 年 2 月 16 日の 288.79 を抜けないことになります。

——ドル投資家からみれば日経平均は割安株にみえないのでしょうか？

成長力が低く、生産性が低く、人口が減っていく国に投資はし難いものです。米国株など、より魅力的なものがあるからです。なお、個別に日本株に投資をしても、その一部分、または多くの部分は円安に備えてヘッジをしているかもしれません。

<資料 P6>

——米国の先物取引所グループ「CME」が上場する FF（フェデラル・ファンド）金利先物から計算・公表している市場参加者の政策金利予測『FED ウォッチ』を掲載したのは、なぜでしょうか？

2025 年までの利下げ予想が、あまりに楽観的だからです。

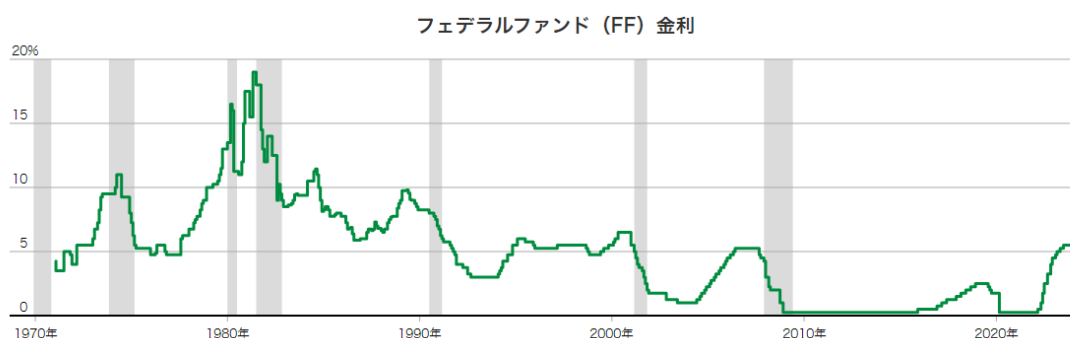
——表の赤枠と緑枠は何を示しているのでしょうか？

2024 年末と 2025 年 7 月の水準です。2024 年 7 月に利下げがないとすると、その後は 2 回を除き、ほぼ毎回 FOMC（米連邦公開市場委員会）のたびに利下げがあるとの予想です。

——『FED ウォッチ』によると、FRB（米連邦準備理事会）が FF 金利（政策金利）を年内に 3 回、0.25% ずつ引き下げ、来年の 6 月 FOMC の時点で、さらに 3 回、0.25% ずつ引き下げることになるかと予測しています。なぜ、市場は、ここまで急速に利下げの連続があると予測しているのでしょうか？

景気関連の経済指標が、かなり悪化しているからです。逆にいうと、ここまで利下げをしないといけない局面は、まさにリセッション（景気後退）でしょう。また、そのときにインフレが高止まりならば、スタグフレーションです。

——政策金利（FF 金利）の長期推移をみると、急速に連続して引き下げているときは、むしろ米国が景気後退にあるときが多いような印象があります。市場はこれを予測しているのでしょうか？



出所) ロイター

この点については織り込み度が低いと推測しています。まだまだ楽観的に考えている状況でしょう

<資料 P7>

——サーム式景気後退指標を掲載したのは、なぜでしょうか？

上記を示唆するものとして、サーム式景気後退指標を注視しています。景気後退入りの確度をみているためです。

——サーム式景気後退指標とは、どのような指標でしょうか？

サーム式景気後退指標は全米失業率（U3）の3カ月移動平均が過去12カ月における3カ月平均の最小値に比べて0.50パーセントポイント以上に上昇すると、景気後退の始まりを示すと考えられています。

——なぜ失業率（民間労働力人口に占める失業者の割合）の3カ月移動平均が過去12カ月の最低値よりも0.5%上昇すると景気後退に入りやすいのでしょうか？ 経験則でしょうか？

過去の経験則ですね。失業率が急速に悪化しているときに、景気後退の兆候ということになります。

【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。