

## オプション倶楽部 TV

### 2024年9月「政治経済イベント分析」補足 Q&A

8月の日経平均は5日に歴史的な値幅の暴落となるも急速に戻し、後半はジリ高で月初の水準にまで回復しました。売坊先生は日経 225 ラージ先物 9月限には依然として大量の買い玉が因果となっているため、少なくとも SQ のある 9月 13 日までは上値が重いとみているようです。

日本株がドル円相場と米国株相場に左右されているなか、懸念されているのが米国の景気後退（リセッション）入りです。9月 18 日の FOMC（米連邦公開市場委員会）で政策金利の引き下げが確実されるなか、米国債の利回りで、それを示唆する動きがありましたので取り上げました。市場では利下げが株式に追い風とみる向きが大勢のようですが、焦点が景気に当たるようになると“逆効果”となるかもしれません。

#### <資料 P2>

——日経平均は円高ショックで 8月 5 日に 4400 円幅を超える暴落となるも、そこから急反発し、7月大天井と 8月大底からみると 6割近く戻しました。そして、月後半は 38000 円近辺でジリ高となっています。同時期に米ドル円が再び 144 円を割れる円高になったにもかかわらず、日経平均に大きく影響しなかったのは、なぜだと考えていますか？

いくつかの要因があると思いますが、最大の理由は日経平均の予想 EPS（1株当たり利益÷業績）が順調に上昇していたことだと考えています。

ただし、10月下旬から本格化する 7-9 月期の決算発表では、EPS がどうなるかわかりません。4-6 月期に売上未達の会社もありますし、円高が追い打ちをかけるリスクがあります。

——8月に米ドル円相場が一転して下げ基調（円高基調）となったにもかかわらず、EPS が堅調なのは、なぜだと思えますか？

企業業績は毎日変更するものでもありません。日経平均採用銘柄の業績予想で前提としているドル円のレートは 145 円程度です。したがって、今後この水準からどちらに動くかが大きなポイントでしょう。

——8月第1週に1600億円を超える資金が日本株投信に流入したと報じられています。個人投資家買い向かったとも考えられるのでしょうか？

可能性はあると思います。

——白粋は日経225先物9月限の価格別出来高ですね。この形状から先生は先物市場が現在どのような状況にあるとみているのでしょうか？

依然として因果玉の整理が続いていると考えています。

——米ドル円は目先、5日に付けた底値を割れずに反発をみせています。底入れした可能性があるのでしょうか？

為替相場のボラティリティ（変動性）も高くなってきています。米国のFF金利（政策金利）に対する思惑などで大きく変動する可能性は残っているでしょう。

米ドル円のレンジを大きく140～150円とすると、日経平均もかなり変動する可能性があります。

——暴落時は70%を超えた日経VI（ボラティリティ指数）が20%台にまで低下しました。これは売坊流の日経225CALL売り戦略としては都合の良い展開といえるのでしょうか？

日経VIの水準が下がってきたことと、そして9月限SQ日（9月13日）までの残り日数が短くなってきたのは、売坊流CALL売り戦略にとっては朗報です。また、ATM（現在値）からかなり離れた行使価格のCALLも高値で取引されているのは好都合です。とはいえ、CALL売りにかかる証拠金が高くなっているのには注意が必要です。

——9月限はラージ先物期近も満期を迎えるメジャーSQ日です。これまで先生が挙げてきた要因（先物の因果玉・信用の因果玉・裁定の買い残）からSQまで予断を許さない状況といえるのでしょうか？

裁定買い残は減少してきていますので、以前よりも安心していられます。しかし、信用買い残は、まだ高水準にありますので、こちらは警戒しています。

**<資料 P3>**

— 9月 10 日にハリス氏とトランプ氏による米大統領選候補者討論会が予定されています。前はバイデン大統領の自滅によって“トランプラリー”と称される株価上昇のイベント要因になったようにみえます。先生は今回も、そのようなことが起き得ると考えていますか？

9月 10 日の討論会で相場が荒れる可能性もあると考えています。今後も大統領選挙までは、不確実性の高い状況が続くでしょう。

— 9月 18 日に FOMC（連邦公開市場委員会）があります。利下げが確実視されていますが、先生は、どのような点に注目されていますか？

0.50%か 0.25%ということです。個人的には 0.25%の可能性のほうが高いと考えていますが、市場には 0.50%利下げへの期待がかなりあります。このようななかで 0.25%だと、材料出尽くしの米国株安につながるかもしれません。

ただし、0.50%とであっても、景気後退への思惑が強まり、むしろさらに大きな株安につながるかもしれません。

— 9月 20 日には日銀の金融政策決定会合があります。先生は、どのような点に注目されていますか？

今回は大きな変更がないと思います。なお、植田総裁のコメントによっては（前回のよう）大きく動く可能性はあるでしょう。

— 10月 1日には日経平均の定期見直しがあります。特に日経平均の 1割以上を占めているファーストリテイリング株の構成比率が調整されます。先生は、どのような点に注目されていますか？

そのタイミングまでに裁定のポジションがどれだけ減っているかに注目しています。

<資料 P4>

——9月27日の自民党総裁選で、市場から金融政策にタカ派と目されている石破氏・河野氏・茂木氏のいずれかが当選し、政策金利の引き上げ予測が強まった場合、10年物日本国債の利回り（長期金利）には、どのような影響が考えられるでしょうか？

上昇する可能性はありますが、小幅にとどまるでしょう。

——また、利上げによる円高予測が強まった場合、日本株、特に日経平均には、どのような影響が考えられるでしょうか？

円高に振れれば、日経平均は調整局面となるでしょう。米ドル円が短期的に140円を割れるかがポイントでしょう。

——逆に、金融政策にハト派と目されている高市氏が当選し、アベノミクス（積極的な財政出動と異次元の金融緩和）への巻き戻し予測が強まった場合、日本株、特に日経平均には、どのような影響が考えられるでしょうか？

円安の流れに戻れば、日経平均には追い風となるでしょう。

——他にも小林氏、小泉氏、青山氏、加藤（勝信）氏、上川氏、齋藤（健）氏、野田（聖子）氏、林氏の総裁選立候補が取りざたされています。注目されている方はいますか？

特にございません。いずれにしても人材不足だと思います。これでは誰が米大統領になっても日本政府の交渉力は下がり、米国政府からさらに無理難題を押しつけられる可能性が高くなるでしょう。

——自民党総裁選の勢いに乗って解散総選挙の可能性も高まるのでしょうか？ 個人的には自民党はピンチをチャンスに変えようとして、立民党はチャンスピンチに変えようとしているように見えます。

選挙は水物です。難しいところです。自民党にとって最も厳しい状況は、野田元総理が立民党の党首になることでしょう。

——年内に解散総選挙があった場合、株価、特に日経平均に、どのような影響が考えられるでしょうか？

政権交代が実現するかが大きな焦点でしょう。株価の上昇は少なくとも、結果が出るまで様子見となる可能性が高そうです。やはり大きく影響するのは米大統領選の結果だと思います。

——米大統領選について賭け屋（ブックメーカー）のオッズを掲載したのは、なぜでしょうか？

マスコミの報道よりもオッズほうが実勢を表しているとも考えられるからです。

——米大統領選では第3の候補と目されたケネディ氏が撤退し、トランプ氏への支持を表明しました？ これはトランプ氏にとって追い風となっているのでしょうか？

ご指摘のとおり、トランプ氏に追い風でしょう。

#### <資料 P5>

——9月12日に米国で8月分CPI（消費者物価指数）が発表されます。現在のところクリーブランド連銀は前年比2.9%増だった7月分CPIよりもさらに鈍化すると予想しています。このとおりになれば、米国株市場は好感し、さらに利下げ期待が高まるのでしょうか？

その可能性があります。その結果、市場参加者が金利に注目し、円高に振れると、日経平均には逆風となるでしょう。

——米S&P500が7月に付けた大天井を試そうとしています。これはすでに9月の0.25%利下げを織り込んでの動きでしょうか？

利下げを楽観的に先取りしているということでしょう。

——CMEの『FEDウォッチ』で2024年12月FOMC時点と2025年9月FOMC時点

を枠で囲っているのは、なぜでしょうか？

次回と約1年後に市場が予測している水準を強調したかったからです。

——米国の利下げ予測と日本の利上げ予測によって利回り差が縮小するとみれば、ドル円  
の下落要因となり得るのではないのでしょうか？

短期的には円高となる可能性が高そうです。

#### <資料 P6>

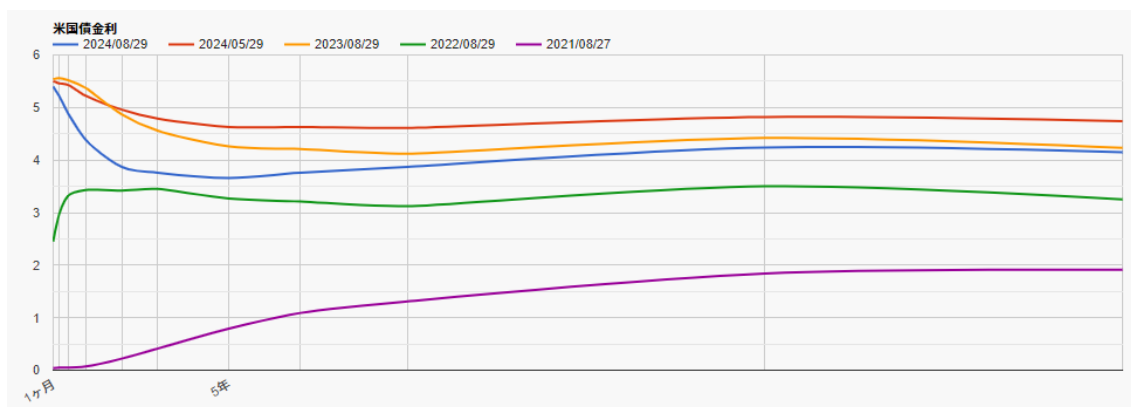
——米国の10年債と2年債の利回り（イールド）差を掲載したのは、なぜでしょうか？

逆イールドの解消した後が、実は株価に警戒すべき時期だからです。

——利回り曲線（イールドカーブ＝償還期間を横軸、利回りを縦軸にして描いたグラフの形  
状）が右肩下がり（逆イールド）から右肩上がり（順イールド）に戻ると景気後退のシグナ  
ルとなり得るのは、なぜでしょうか？

どのような形で、順イールドになるかの経済的背景が重要です。今回については、景気後退  
が鮮明となる可能性が高いと考えています。

——今回は政策金利の引き下げによって米国の利回り曲線（イールドカーブ）が2022年  
（緑線）のように平坦（フラット）な形状になるのでしょうか？



出所) <https://irbank.net/usa/yieldcurve>

今回は 2022 年と同様のフラットで終わるか、景気後退が深刻化してスタグフレーション（景気後退+高インフレ）化して右肩上がりになるかを見守っていく必要があるでしょう。

**——ただ、過去の事例においては、逆イールドが解消されてから景気後退に入るまでには、直後というよりも時間差があるようにみえませんか？**

タイムラグはあるでしょう。経済データには、やはり遅行的な要素もあります。

**【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。