

オプション倶楽部 TV

2024年9月「グレイ・リノ分析」補足 Q&A

米大統領選と自民党総裁選を目前に、各候補者の公約・スタンスが明らかになってきました。トレーダー／投資家として注目しておきたいのが「税制の変更」というグレイ・リノ（大きな問題を引き起こすと考えられるにも関わらず、市場から軽視されている事象）です。

法人税や金融所得が減税となれば、株式市場は好感する可能性があります。一方、増税となれば、嫌気されるかもしれません。もっとも、債券市場は別の反応を示す可能性もあります。そして、それが為替市場に波及するかもしれません。ここでシナリオを整理しておきましょう。

<資料 P2>

——米ドル円が8月末に形成した底値 144 円を割れて9日現在、142 円台にまで下げました。先生はかねてから「140 円を探る動きがあり得る」と指摘されていましたが、どこまで下げてもおかしくないと考えていますか。また、このドル安円高の最大の要因は金利差縮小でしょうか？

トレーダー心理からすると、140 円の攻防があってもおかしくないと考えています。9月にはいろいろな政治経済イベントがありますので「どこで仕掛けてくるか？」ということでしょう。特に AI（自動売買）などが自民党総裁選などで、どう反応するか予断を許しません。

なお、現在の円高ドル安は金利差縮小がどこまで続くかでしょう。米国金利低下幅への思惑がかなり大きくなっています。

——世界中で政府債務が増加しており、24年3月末時点の合計で前年比 5.8%増の 91.4 兆ドル（約 1.3 京円）は、コロナショック時を上回ったと報じられました。選挙イヤーの今年はバラマキで、さらに各国で債務が増加すると考えられます。これもまたグレイ・リノとなり得るのでしょうか？

心配すべき視点ですね。これはグレイ・リノとなり得ます。なお、この問題は株安にも株高にもなり得る問題でしょう。

——ドル安（円高）、米国株安の影響を受けて、日経平均が失速し、先生がかねてから指摘していた「二番底を探る展開」に入ってきたようにみえます。これは売坊流の日経 225CALL 売り戦略にとっては都合の良い展開といえるのでしょうか？

価格面からは都合の良い展開です。しかし、証拠金の上昇が逆風となっています。投資収益率が下がるからです。

<資料 P3>

——JPX（日本取引所）に上場する日経 225 先物と TOPIX 先物における現行の VaR 方式とかつての SPAN 方式による証拠金シミュレーションを掲載したのは、なぜでしょうか？

JPX のシミュレーションのように、現在 VaR 方式の証拠金のほうが SPAN 方式よりも高くなっています。SPAN 方式で試算した額の 50%増のレベルで証拠金が増えているのです。これが流動性の枯渇を招いていると考えています。それが、かえってボラティリティの上昇につながっている状態でしょう。

——証拠金額の増加は、価格水準の上昇と価格変動性（ボラティリティ）の上昇が大きく影響するのでしょうか？

そのとおりです。

——JPX の先物・OP 証拠金の高止まりが 5 年にわたるとみられるのは、なぜでしょうか？

VaR 方式では過去 5 年間（1250 営業日）の変動を参照して計算しているからです。

参考：日本証券クリアリング機構『VaR 方式に関する細目の取扱い』より引用

（1）想定損益 99%カバー額の計算方法

シナリオに基づいて計算した変動額（損益額）が大きい順に並べて 99%に相当する額（想定損益 99%カバー額）は、ヒストリカルシナリオ（1250 個）及びストレスシナリオ（2 個）に基づく変動額の下位 2.5%の平均値により計算する。

出所)

https://www.jpx.co.jp/jscc/seisan/sakimono/shokokin_seido/u89at3000000i04f-att/VaR_saimoku_toriatsukai.pdf

——VaR 方式では先物の買い証拠金が売り証拠金よりも高いことが多いのは、買いのほう
が、変動リスクが高いからでしょうか？

これは非常に興味のある事象です。複雑な計算方法の中で何が一番の要因かは興味深いところ
です。

——証拠金額の増加が先物・OP の流動性を低下させているとすれば、S&P500 や
NASDAQ の先物や OP でも同様のことが起きているのでしょうか？

証拠金の計算方法に違いがあるため、そのようにはなっていません。

<資料 P4>

——CME『FED ウォッチ』による市場参加者の米政策金利（FF レート）予測を掲載したの
は、なぜでしょうか？

今回、市場参加者が期待する政策金利の引き下げ幅が、さらに広がっているからです。

——『FED ウォッチ』によると市場参加者の大勢は米大統領選直後の 11 月 7 日の FOMC
（米連邦公開市場委員会）で、さらに 0.50%の利下げがあるとみています。選挙後の“混
乱”での利下げは、大きなインパクトをもたらす可能性もあるのでしょうか？

市場は年末までに 1%引き下げられるとみています。FOMC は年内あと 3 回ですので、計
算上 1 回は 0.50%となります。これだけのペースでの利下げは景気後退への思惑などから
波乱となりえるでしょう。

——2024 年 6 月に更新された FRB『ドットチャート』（FOMC 各委員の政策金利見通し）
の年末における見通しも掲載したのは、なぜでしょうか？

6月時の見通しは、もはや完全に現状から、かけ離れています。9月発表の『ドットチャート』でどれだけ引き下げてくるか、市場との差がどれだけになるのかに注目しています

——クリーブランド連銀は9月の米 CPI（消費者物価指数）がさらに低下すると予想しています。WTI 原油の 70 ドル割れが大きな要因でしょうか？

ドライブシーズンも終わり、WTI 原油価格が下がっているのも大きな要因でしょう。さらに世界的な景気減速も示唆しているのかもしれませんが。

<資料 P5>

——米半導体大手 NVIDIA（エヌビディア）役員の自社株売り状況を掲載したのは、なぜでしょうか？

バフェット氏の保有株売却や NVIDIA 役員の自社株売りは、興味深い事実です。素直に考えれば、株式が割高、または高リスクと考えるべきでしょう。特に NVIDIA の場合は複数の役員が売っていることに注目しています。

——米司法省が独禁法の疑いで NVIDIA の強制調査に乗り出し、企業成長に対する米国政府の圧力を感じたのも自社株売りに影響しているのでしょうか？

要因をひとつに絞るのは難しいですが、やはり影響していると考えています。

——NVIDIA 以外にも米国の主要 IT 企業でインサイダー（内部関係者）が自社株を売る動きが顕著なのでしょうか？

メタのザッカーバーグ CEO やアマゾンのベゾス会長の売却も目立っています。

——バフェット氏（バークシャー・ハサウェイ）が保有する現金を増やしています。先生は、なぜだとみていますか？

株価が高い、または債券対比で株式のリスクが高いということでしょう。

<資料 P6>

——**米国大統領選ではハリス氏は富裕層への課税強化で中間層の生活を支援すると訴えているようにみえます。このような社会主義的な政策が米国経済に好影響をもたらすのでしょうか？**

富裕層への課税強化がどの程度の影響をもたらすかを注視していく必要があります。米国の債務減少につながれば好影響となるでしょう。

——**対して、トランプ氏は関税を大幅に引き上げることで、米国の製造業を守ると訴えているようにみえます。このようなブロック経済的な政策が米国経済に好影響をもたらすのでしょうか？**

関税の大幅引き上げがインフレにつながるか、こちらも見守っていく必要があります。

——**トランプ氏の減税政策は特に富裕層に好影響をもたらし、株価上昇をもたらすかもしれませんが、持つ者と持たざる者の分断をさらに深めることになるのではないのでしょうか？**

その点は心配すべき視点です。

——**石破氏は金融所得課税の強化を訴えていますが、その前に現物とデリバティブの損益通算ができる仕組みを作るほうが先ではないのでしょうか？ もっともそのような制度改革をするとインボイスのように財務官僚がこっそり何かを仕込んでくる可能性がありますか……。**

ご指摘のとおりです。

——**自民党の幹事長であった茂木氏の増税ゼロ発言は財務省・岸田政権が進めてきた増税政策を否定するものといえるのでしょうか？**

この発言は、かなり物議をかもしています。9月5日から幹事長権限は岸田首相に移譲したとはいえ、政府の中枢にいたのですから。

【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。