

『賢者のマーケットインサイト』 2022年3月23日放送分 補足 Q&A

2022年3月23日放送のラジオ NIKKEI 『賢者のマーケットインサイト』で
OP 売坊先生が使用した資料の補足 Q&A です。

<動画を視聴する>

<http://www.panrolling.com/tv/#/movie/iwjeHqxWfgI>

<資料>

<http://www.panrolling.com/tv/report/insight220324.pdf>

<資料 P2>

— 3月 FOMC (米連邦公開市場委員会) で FRB (米連邦準備理事会) は FF (フェデラル・ファンド) 金利の誘導目標を 0.25% 引き上げると決定しました。しかし、2月の米 CPI (消費者物価指数) は前年同月比 7.9% の上昇です。にもかかわらず、0.50% の引き上げさえできなかったのは、なぜでしょうか? 「五十歩百歩でどうせ手遅れなのだから株式市場をできるだけ動揺させない程度に慎重に」ということでしょうか?

株価が軟調な展開のなか、ウクライナ問題への配慮があったのだと考えています。株式市場への配慮ですね。その結果、インフレ退治については、かなり出遅れたことは否めないと思います。FRB にとって、より対応が厳しい状況になると個人的には今後も予想しています。

— 4月 12 日発表の米 CPI は、3月にコモディティ (商品) 相場が急騰した影響を受けると考えられるでしょうか? サプライズもあり得るでしょうか?

2月の CPI は、今回のウクライナ問題での商品市況の影響をあまり反映していません。したがって、その後の石油急騰などを受けた3月の CPI は、さらに上昇するのではと考えています。

— 欧州では2月のユーロ圏物価上昇率が 5.9% となりました。それでも ECB (欧州中央銀行) が債券買い入れの縮小を早めるとはいえ、引き締めは慎重なのは、ギリシャの対外債

務がよほどロシアよりも危ないからでしょうか？

<https://www.ceicdata.com/ja/indicator/greece/external-debt--of-nominal-gdp>

ギリシャだけでなく、全般的な景気への配慮だと思います。ウクライナ問題の見通しが立たない中での拙速な金利引き上げは、景気を失速させる可能性があります。

——日本の2月 CPI は前年同月比 0.6%上昇でした。日本銀行の黒田総裁は念願の2%到達までは現状維持でしょうか？ とはいえ、FRB は「一過性」といって後手に回った印象があります。

3月18日、黒田総裁は「CPIが今後2%程度まで上昇する可能性がある」とコメントしています。また、金融緩和政策についても現状維持を表明しています。

<資料 P3>

——「原油価格の落ち着きどころ」というのは、どこの水準にしる「横ばいになって落ち着くか？」ということでしょうか？

現状では、100ドル程度で推移しています。まだまだ、乱高下の可能性も高い環境でしょうが、80—100ドル程度で落ち着けば御の字という予想です。60—80ドルのレンジに戻るの難しいと考えています。少なくとも当面、低下傾向にはなりそうもないと考えています。

——米バイデン政権としては国内のシェール油・ガス開発規制を“景気・物価（選挙）対策のため緩和せざるを得ない”となるのでしょうか？ となると、米国のエネルギー株オプションも PUT 売り戦略の対象となるのでしょうか？

可能性はあると思います。一方、今後も資源価格の乱高下でエネルギー株はボラティリティが高い状況となりそうです。したがって、PUT 売りは、株価が弱含んだ時など、タイミングがかなり重要だと考えています。

——それは、例えば、目先押したところを仕掛けることで、できるだけ行使されにくい権利行使価格の PUT をできるだけ高いオプション価格（プレミアム）で売り、たとえ権利行使

されても、できるだけ安値で現受けするようしておく、ということでしょうか？

弱含んだときであれば、PUT も高く売れますし、また、より低い権利行使価格を選択できますので、行使される可能性も低くなります。なお、万が一、行使されても、PUT の行使価格－売建てプレミアムの価格で現物を買うこととなります。

<資料 P5>

——上段にある米国債利回りの長期推移から分かることは何でしょうか？

このチャートが、今回の大きなポイントです。過去の景気後退（リセッション）の時期を見ると、いずれも金利引き下げによって景気の再浮揚が達成された形です。今回は、FF 金利の引き上げがはじまったばかりの時期に、景気後退入りするという特殊な状態となりかねません。したがって、過去は金利引き上げでも株価は堅調だったという展開を今回にあてはめるのは、状況の違いを全く考慮していないこととなります。あまりに楽観的に考えるのは危険でしょう。

本来であれば、金利を下げたい状況だと思います。一方、インフレが加速中ですので、パウエル議長のかじ取りは、さらに厳しい状況になったと考えています。

——2年債の利回りが急騰しているようにみえます。10年債でもなく、FF金利でもなく、中期債の価格が急落しているのはなぜでしょうか？

短期金利（おおむね2年債程度まで）はFF金利の影響を受けます。FF金利が今後も上がっていくとの思惑から、2年債の価格が下がり、利回りが急騰しています。一方、長期債（おおむね5年以上）は投資家の需給で決まり、政策金利の影響は軽微です。

<資料 P6>

——長期も短期も実質（インフレ調整後）は大幅マイナス金利という現状が“異常”だとすれば、そして“正常”に戻ると考えるのであれば、どのような投資対象が考えられるでしょうか？

実際の投資家の行動としては、現金比率をあげ、下落を待つことが考えられます。または、インフレに強いコモディティ・ファンドなども投資対象です。また、株式などの上値に限られていると考えるのであれば、CALL 売りも戦略の候補のひとつです。

——前回の放送で「金（ゴールド）が動かないのはなぜ？」という質問に対して売坊先生と成田先生は「金は（むしろ）底を固めているよね」という話をされました。すると、その話をするや否や、ウクライナ危機もあり、急騰しました。ただ、米ドル建ての金相場は2020年の高値を越えられず、現在は1トロイオンス2000ドル台を割っています。今はどうみられていますか？

ウクライナ情勢にもよりますが、大きく売られる展開ではまだないと思います。資産凍結を見越したロシア勢が買っていたとの観測もあります。また、ロシアの金産出量が減る可能性もありますので、供給量減少による価格上昇という側面も出てきます。

一方、金は利息を生みませんので、金利が上昇してくると相対的な魅力は下がってきます。現状は、この2つの面の綱引きだと考えています。

——本当に「ヤバい」ときは暗号通貨よりも金と受け止められるでしょうか？ また、ロシアは世界第三位の金産出国といわれています。

<https://worldpopulationreview.com/country-rankings/gold-production-by-country>

暗号通貨は歴史が浅い分、その安全性を考えると不確定要素もあり、全資産をつぎ込むのは難しいと考えます。一方、金については、長い歴史もあり、かつ人間社会が貴重だとの価値観が続いている間は、一定の資産保全の機能が期待できます。特に現物としての金は安心度が高い分、魅力は失われないと考えています。

——このFedWatchの年末金利予測から現時点で市場はFF金利の年末1.50～2.50%は「想定内」とみているといえるのでしょうか？

現段階の市場予測は、その範囲となっています。一方、これでインフレが鎮静化できるかどうかは分かりません。

——ということは、さらなる利上げが予想されるようになれば、米国株に逆風と考えられるのでしょうか？

インフレ対策が難しい状況となれば、さらなる利上げもあり得ます。今年は米中間選挙がありますので、選挙前にインフレの鎮静化を図るために引き上げを加速する場合と、選挙後に加速させる可能性が残っています。

<資料 P7>

——どうしてドル高になっているのでしょうか？ ドル円でいえば、円が安くなっているというよりもドルが高くなっているということでしょうか？

為替は2つの通貨間の交換レートです。したがって、2つの通貨の相対的な魅力度を反映しています。米ドル金利が他の先進国通貨に比べて相対的に上昇している現状では、ドルに魅力があります。また、石油・ガスなどのエネルギーに対する不安は、欧州や日本のほうが高い状況です。つまり、資源への供給不安が少ない米国経済のほうが安定的だと考える人が多いということでしょう。

——なぜドル高は米国株に逆風となるのでしょうか？

1ドル100円から120円になると、米国の1ドルの商品を日本人が買うのに100円から120円の値上がりになります。つまり、ドル高は米国からの輸出品が割高になる側面があり、輸出産業にはマイナスです。一方、米国の輸入産業にはプラスに働きます。単純化すると、そのバランスということになりますが、グラフにみるように、過去の経験則では米国経済にマイナス、つまり全産業ベース（つまり指数）にはマイナスに働いていたことが多いことが株式市場の反応から見て取れます。個別企業の株価は、それぞれの状況によります。

——高利回り債を“ジャンク債”という呼び方をする人もいます。しかし、歴史的にこれほど不履行率が低いのに資金が逃げ出しているのはなぜでしょうか？

高格付け債券の金利が高くなっていくのであれば、あえてリスクを取ってジャンク債を買う経済合理性はなくなります。

——ここでジャンク債の図表を掲載したのはなぜでしょうか？

今後、金利が上昇してくると、信用力の低い企業の借り入れコストが上がり、経営が厳しくなってくることが想定されます。そこで、債務不履行（デフォルト）がおこると、その損失をうめるために、ファンドや機関投資家は、現物株などで穴埋めする必要があります。つまり、株式市場には逆風となり得ます、また、そのような流れが加速してくると、マーケットの波乱要因、つまり「グレイ・リノ」となり得ます。

<資料 P8>

——この図からどのようなことが分かるのでしょうか？

日本の M2 の年率の伸びは、すでに平常時の範囲まで戻ってきています。したがって、カネ余りによる新たな投資資金は、縮小しています。1989 年後のバブル崩壊の状況に非常によく似ています。

一方、米国はまだまだ高止まりの状況です。今後は FRB の資産圧縮の影響を見極めていく必要があります。

——前回、信用乗数（＝マネーストック÷マネタリーベース＝金融部門が供給した通貨の総量÷日銀が供給した通貨の総量）の低下を指摘されたとき、借入のニーズが小さくなったとの指摘がありました。日本では 2030 年問題などで内需向けに思い切った設備投資ができないことは分かるのですが、世界的にインフレが懸念されているなか借入のニーズが小さいのはなぜでしょうか？

インフレになって、モノの値段が上がれば、販売数を見込めません。つまり、設備投資して増産するメリットはありません。

ただし、効率的な生産を目指す、つまり、1 単位当たりの生産コストの低下を見込んだ場合の設備更新などの設備投資はあり得ますね。

<資料 P9>

——右側のマトリクスは何を示しているのでしょうか？ 日経平均の理論値でしょうか？

予想 EPS（1株当たり収益）に PER（株価収益率）を掛ければ、株価が算出できます。一方、株価を PER で割れば、予想 EPS を計算することもできます。

——BPS（1株当たり純資産）1倍もしくは PER が歴史的下限の 11.0 倍となった場合の理論値から日経平均の 2 万 2000 円台まで下げてもおかしくないということでしょうか？

計算上は、その水準は想定しておきたい範囲です。もちろん、必ず 2 万 2000 円台まで下げるということではありません。

<資料 P10>

——企業物価指数と輸出物価指数と輸入物価指数にはどのような関係があるのでしょうか？

日本はエネルギーなど多くを外国からの輸入に頼っています。したがって、輸入品のコストが上がれば（輸入物価が上がれば）、企業の仕入れ価格が上がり、企業物価指数が上がります。その結果、企業が商品を値上げすれば、消費者物価が上がることとなります。

輸出物価は、企業が海外に輸出するときの物価指数です。輸出物価指数も上がっていますが、輸入物価と比べれば相対的に低位です。

——輸入物価指数がとんでもない伸びを示しているようにみえます。それでも消費者物価にそれほど反映されていないように見えるのは、まだ企業に体力があるということでしょうか？

体力を消耗している可能性はあります。企業は値上げをしたいのですが、消費者の購買力が上がっていない状況で値上げすれば、販売数量減となりますので、頭が痛いところです。

——岸田総理は昨年末の所信演説で「賃上げに全力」と述べましたが、タイミングが絶妙に悪くないでしょうか？

言わないよりもましですが、どれだけ浸透するかは疑問の余地が残ります。うがって考えると、多分に選挙対策のためのリップサービスとも言えます。

<資料 P11>

——先週（3月14～18日）は1500円近く日経平均が戻りました。今後、このように相場が大きくブレることを念頭に置いておくべきでしょうか？

当面は上下に大きく振れるボラティリティの高い相場が続くと考えています。

——円安は日経平均（構成銘柄の業績）にとって強材料とはならないのでしょうか？

かつては、そのように考えられていました。これは、どの立場で見るかによって違います。輸出企業なのか、輸入企業なのか、個人なのかですね。

非常に単純化して、マクロから考えると、輸入額が輸出額よりも大きい現在では、円安は日本経済にデメリットのほうがメリットよりも多いということになります。特に、資源や食料を輸入に頼っている日本は、円高のほうがメリットがありそうです。

<資料 P12>

——確率が空欄になっているのは、個人個人が判断することということでしょうか？

個人個人で考えておきたい数字です。また、日々変化していると考え、変更していく必要があります。

——ロシアがウクライナを撤退しても制圧しても日経平均の「大勢」には変わりがないとみられているのでしょうか？ それはなぜでしょうか？

たとえロシアが撤退しても、制裁が翌日全面解除されることはないからです。場合によっては数年から数十年は続く可能性があります。

——**第3次世界大戦とはロシアが戦線を拡大するという意味でしょうか？**

どちらが先に手を出すかはわかりませんし、何がきっかけとなるかはわかりません。なお、第3次世界大戦とは「武力と武力が衝突した物理的な戦争」を意味しています。すでにサイバー戦争などは起こっていると考えています。

<資料 P13>

——**直近のボラティリティから気になるところはありますか？ それはどうしてでしょうか？**

18日現在、HVが高止まりしているなかで、IVが急低下しています。投資家が、楽観的になりすぎている可能性もあると考えています。

<資料 P14>

——**「確率」「経済合理性」「心理」が売坊先生のOPトレード戦略の定義ということでしょうか？**

OPトレード戦略の3大重要視点と考えています。

——**この視点を知っておくとトレードで勝ちやすくなるのでしょうか？**

例えば、とても重要な視点のひとつが「確率」です。その価格やボラティリティの分布の本質を理解することで、トレードが合理的になると考えています。つまり、合理的な判断をやらない場合と比べて有利となるわけです。

——**合理的で一貫したトレードを実践しやすくなるということでしょうか？**

ご指摘のとおりです。常に、勘に頼らず、相場状況が変わっても、一貫したトレードを実践しやすくなります。

——「グレイ・リノ」は3大重要視点（確率・経済合理性・心理）のどこかに入るのでしょうか？

グレイ・リノはどこかひとつの範疇に入れるよりも、3大重要視点を複合的に考えるということになります。それが起こった場合の経済インパクトや合理性を考え、投資家の心理状態を考え、その確率を考えるということです。

——大口投資家（機関投資家、ファンド運用者、大口個人）の意図（心理）をどのようにすれば推測できるのでしょうか？

個別の参加者の手口情報も重要ですが、その合計の権利行使価格別の出来高・建玉残高も重要です。

<資料 P15>

——このチャートからどのようなことが分かるのでしょうか？

OPの値動きの素早さが分かります。変化率はかなりのものですから、OPの買い戦略は損失限定で高収益率を狙える金融商品といえます。なお、このチャートはパンローリング社のチャート・ギャラリー・プロで作成したのですが、過去の値動きも確認・表示できるので、とても便利です。

【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

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・損失などについて著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。