

## 『賢者のマーケットインサイト』 2022年12月21日放送分 補足 Q&A

2022年12月21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/--Wsq\\_XRLkE](http://www.panrolling.com/tv/#/movie/--Wsq_XRLkE)

<資料>

<http://www.panrolling.com/tv/report/insight221221.pdf>

<12月19日現在の相場観>

——日経平均は先生が先月「かなり上値は重いと考えている」と指摘されたように10月頭からの反発局面が12月に入ってから頭打ちとなり、先週末は28000円台を割れてしまいました。米国株との相関性がかなり高いようにみえます。先生は現時点で中期的（3カ月程度）にどのようにみていますか？（12月19日現在）

残念ながら引き続き上値が重い展開を想定しています。今後3カ月のレンジでは26000～28750円を考えていますが、ブレークするとしたら、下でしょう。

——米国株は12月13日発表の11月米CPI（消費者物価指数）が前年比7.1%と市場予想よりも低かったにもかかわらず、NYダウは33000ドルを割れ、S&P500も3800割れをうかがうまでに急落しました。同じ材料でも前は上げ要因となり、今回は現在のところ“ダマシ”のような動きとなっています。つまりところは「FF金利（米政策金利）への期待感」に左右されるのでしょうか？ 先生は現時点で中期的（3カ月程度）にどのようにみていますか？（12月19日現在）

今回のCPIは予想よりも低い数字となりましたが、FF金利を引き上げる最終金利水準（ターミナル・レート）の引き上げが嫌気されている展開です。

今後も、ご指摘のとおり、FF金利への思惑に市場は振り回されると考えています。なお、

現状で米長期債の水準と比較して米国株は割高と考えていますので、こちらの上値は限定的で、急落注意の展開が続くと考えています。

米国大統領選挙前の年には「株高のアノマリー」もありますが、戻り売りから入ったほうが、リスクが低いと個人的には考えています。

——米 WTI 原油は 11 月半ばに動意づき、ずるずると値を下げて 80 ドルを割れ、年初来安値を付けるどころか 70 ドル割れも視野に入ってきました。冬季で需要が堅調とみられ、OPEC（石油輸出国機構）プラスが 12 月 4 日に協調減産を維持すると発表したなかでの下落です。需要崩壊の兆しでもあるのでしょうか？ 先生は現時点で中期的（3 カ月程度）にどのようにみえていますか？（12 月 19 日現在）

価格帯は下限に近づいていると考えています。米国から備蓄のために買い需要が入ってくる水準です。

——NY 金が 11 月頭に急反発してから 2021 年からの節目に見える 1800 ドルの攻防となっています（一方、東京金先物 23 年 10 月限は 7800 円近辺を横ばいで推移しているようにみえます）。先生は先月「底堅く、じわじわ上がっていく展開」を予想されていましたが、現時点で中期的（3 カ月程度）にどのようにみえていますか？（12 月 19 日現在）

今後も底堅く、じわじわ上がっていく状況を想定しています。基軸通貨の米ドルに代わって石油価格と金価格の合成指数をドルの代替案として画策してくる動きが強まると、その期待から石油も金も値を上げる可能性があると考えています。

## <P2>

——12 月 13 日発表の米 CPI は前年比 7.1%上昇と市場予想を下回りました。ところが、先月とは異なり米国株は力強く上昇せず、むしろダマシのような結果になっているのはなぜでしょうか？

今回の CPI は予想よりも低い数字となりましたが、FF 金利（米政策金利）を引き上げる最終金利水準（ターミナル・レート）の引き上げが嫌気されている展開です。今までの市場の期待以上に FF 金利が上がるのですから。

——先生は今回「米 PPI（卸売物価指数）の上ブレ」に注目されていますが、これは前年比が市場予想を上回ったということでしょうか？

PPI は3カ月程度後で CPI に影響が出てくると考えられています。卸売物価が上昇するなら、少し遅れて消費者物価に影響を及ぼすと考えるのが自然です。

——PPI は CPI の先行指標となり得るのでしょうか？

米国では3カ月程度、先行すると考えています。

——もし、そうであれば、日本の企業物価指数も CPI の先行指標となるのでしょうか？

日本のほうが米国よりも価格転嫁の度合いが少ないです。しかし、当然影響は無視できず、先行指標になると考えています。

<P3>

——ドル円相場が1ドル=135円近辺を横ばいで推移しているように見えます。先生は現時点で中期的（3カ月程度）にどのようにみえていますか？

ドル円は、まだしばらくは、ボックス圏でしょう。ただし、値動きは激しく（130～140円）、荒れた展開になると予想しています。また、再度米長期金利が上昇してくれば、ドル高円安圧力が強まるかもしれません。

<P4>

——米 CPI をみるうえで今回「粘着価格（Sticky-Price）CPI」を紹介していただきました。この米アトランタ連銀が公表している指数は、どのようなもので、どのような特徴があるのでしょうか？

物価を見るなかで、価格の硬直性があるもの（粘着価格）と、変動しやすいもの（弾力価格）があります。価格の硬直性があるものは、CPI で大きなウェイトを占める「家賃」などです。

過去の経験則では、変動の激しい指数がピークアウトしてから、9～12 カ月遅れて粘着価格がピークアウトする傾向があるとみています。今回もこれが正しければ、もう少し粘着価格がピークアウトするのに時間がかかる、つまり CPI の鈍化にはまだ時間がかかりそうだと予想しています。

——もうひとつの「弾力価格 (Flexible-Price) CPI」は、どのようなもので、どのような特徴があるのでしょうか？

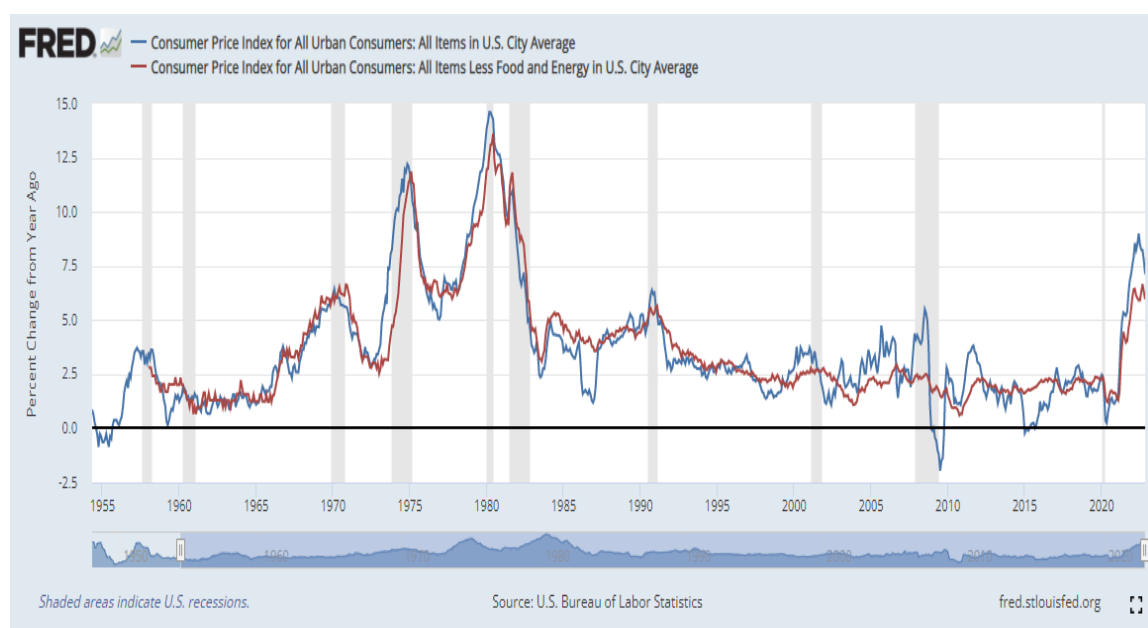
こちらは素直に変動しやすい価格です。「弾力価格」は「粘着価格」の先行指標であり、CPI の予測にも役立つと考えています。

——グラフのグレーで網掛けしている部分は景気後退期ではないかと思いますが、今回はまだ景気後退ではないとすれば、どちらの指数にも「もう一山」ある可能性を踏まえておいたほうがいいのでしょうか？

景気後退期は、その認定まで時間がかかりますので、直近ではまだ網掛けがされていません。しかし、時間がたてば、景気後退期だったと認識される可能性が高いと考えています。

なお、これらの指数のリバウンドもないとは断言できないと考えています。

#### 参考：米 CPI (青) と米コア CPI (赤)



<P5>

——この人の絵が示しているのは**金融市場という身体をおカネという血液が流れている**ということでしょうか？

人間には血液が流れています。これを世界経済に置き換えると、おカネが世界経済の血液となります。現在、暗号通貨やジャンク債などで、血液が流出している状況です。貧血状態になると、他の部位（株式市場など）にも影響が出てくるでしょう。

——**中央銀行という心臓が身体の変異に対処しきれていない**ということでしょうか？

心臓から送り出している血液量が減ってきています。しかも、血液が体外に流出しています。他の部位（金融市場）への影響を心配しています。

——**コモディティ市場もつながっている**のでしょうか？

はい、すべての金融市場はお金でつながっています。

——**ということは、コモディティも投機的に上下しにくくなる**のでしょうか？

逆に、コモディティ指数も変動が激しくなると考えています。

——**これだけ無リスク金利（政策金利）が上昇しているなか、ジャンク債市場の不履行率が低水準のまま**であるようにみえます。これは市場（身体）に流動性（血液）が「今は」まだあるということでしょうか？

「まだまだ持ちこたえている」状況です。金利がじわじわ上がり、FRBのバランスシートが縮小してきているなかですので、状況はゆっくりですが、より厳しい状況となっていると考えています。今後も時間がたつにつれて、デフォルト率が上昇してくるのではと考えています。

——**FTXの負債総額は100億～500億ドルと報道されています。2001年のエンロン破**

**綻で 160 億～400 億ドル（諸説あり）、2002 年のワールドコム破綻で 410 億ドルですので、それくらいの「ケガ」を身体に与え得るということでしょうか？ それとも「連鎖」があり得るのでしょうか？**

FTX の負債総額は、ご指摘のとおりですが、暗号通貨の価格が下がっています。暗号通貨の時価総額が激減しているのです（P6）。

P6 に引用した資料によれば、2 兆ドルの資産が消失したことになります。これはケガというレベルではないと考えます。

**<P6>**

**——このチャートが示唆しているのは何でしょうか？**

この資料によれば、2 兆ドルの資産が消失したことになります。ポートフォリオ運用をしていたとしても、かなり大きな損失ですので、各金融市場に影響が出てきていると考えています。

**——暗号通貨バブルは取引所トークンの信頼性崩壊によって弾けて、下値を模索していくようにみえます。ただ、ビットコインそのものについての信頼性とは別問題ではないでしょうか？**

個別の暗号資産についての問題よりも、暗号通貨業界全体への信頼問題です。今後、業界にどのような規制が入ってくるのかに注目しています。本質は、通貨発行権をめぐる既得権勢力と新興勢力の闘いだと考えています。

**<P8>**

**——日経平均の予想 PBR（株価純資産倍率）が 1 倍を割れるというのは、225 銘柄の平均株価がその BPS（1 株当たり純資産）よりも安くなるということでしょうか？**

そのとおりです。景気などが悪くなってくると、BPS も下がってきます。とはいえ、BPS の算定を毎日するのは無理があります。例えば、保有不動産の価格を毎日値洗いすることは不

可能だからです。したがって、修正には時間がかかります。

一方、株価はBPSの低下を見越して下落すると、ある段階では過大評価されたBPSで計算したPBRは1を割れる事態は想定できます。

**——上段のチャートは日経平均のPER（株価収益率）バンドですね。これを掲載されたのはなぜでしょうか？**

ある程度のバンドの中に入っているのが見て取れます。このところ、EPS（1株当たり利益→企業業績）はゆるやかに上昇しているものの、大きな目で見ると横ばいです。この中で不安要素（グレイ・リノ）がたくさん想定されていますので、リスクが高く、PERの上昇は難しいでしょう。したがって、日経平均の上値も重い展開となると考えています。

**——PERバンドをみると日経平均が12.5倍近辺で予想されているときは下値が堅いように見えませんか？**

一方、下値の12.5倍は固くなっています。したがって、これを切れてくるには、さらなる円高などでEPSが下がってくるかに注目したいところです。

別の言い方をすると、EPSが下がるのを見越して株価が下がれば、PER12.5倍の水準を割れてきます。その場合、株価がEPSの下落に先行するので、割安となったと判断するのは危険でしょう。

**——下段のチャートは日経平均の予想PBRですね。12月15日現在のBPSが24392.78円よりも安くなる可能性があるということでしょうか？ それは買い場ともみていいのでしょうか？**

当然景気が悪くなれば、保有不動産や保有株の評価が下がります。特に不動産は買値と売値の開きが大きいのを特徴としています。需要が一気に停滞すると、価格は下がります。また、円高に振れると、海外投資家の日本の不動産価格の割安感もなくなります。したがって、BPS自体が十分下がり得ると考えています。

——上段の PER バンドと下段の PBR チャートにはどのような関係があるのですか？

株価の状況を判断する2つの重要な指標が、業績から見た場合の EPS（つまり PER）バンドと解散価値からみた PBR（つまり BPS）です。このページで、その2つの指標の状況を見ています。

EPS が下がってくれば、当然株価が下がります。その結果、投資先の株式や所有不動産価格が下がれば、BPS が下がります。株価はそれに先行する形で、BPS 1 倍を割れてくる可能性を考えているのです。

<P9>

——S&P500 の予想 EPS（1 株当たり利益）が 200 ドルを割れるのは、どれぐらいのインパクトがあるのでしょうか？

S&P500 の益利回りは、2022 年 12 月 16 日現在 5.61%です。益利回りの逆数である PER は 17.83 となります。したがって、EPS が 10 ドル下げた場合、PER を同一とすると、178 ポイント程度の下げ要因になると推測できます。

——掲載した「エネルギー株を除く S&P500 の EPS 予想」の推移が示唆していることは何でしょうか？

欧米のメンタリティを反映しているのでしょうか？ 当初は希望を持って高い数字で予想していますが、段々下げてくる傾向があります。楽観的から現実的になっていくということです。日本と逆の現象ですね。

——現在、ウォール街は 2023 年 S&P500 の EPS をどれぐらいで予測しているのでしょうか？

2022 年 12 月 16 日現在の市場予測は 216.1 ドル程度です。直近では低下傾向となっています。



## <P10>

——CME（取引所グループ）のFEDウォッチツールによると、12月19日現在、市場の多くはFRB（米連邦準備理事会）が2023年3月にFF金利（政策金利）を4.75～5.00%まで上げて、年後半には引き下げていくシナリオを描いているようにみえます。5.50%まで上げるというのは年後半も利上げが続く可能性があるということでしょうか？

あり得ると考えています。以下は2023年6月のFOMCでの予想（12月16日現在）ですが、5.25～5.50%の予想もあります。

TARGET RATE (BPS)	PROBABILITY(%)			
	NOW <sup>*</sup>	1 DAY 15 12 2022	1 WEEK 9 12 2022	1 MONTH 16 11 2022
425-450 (Current)	0.4%	0.0%	0.5%	0.0%
450-475	26.8%	16.9%	10.5%	14.0%
475-500	48.6%	48.3%	34.8%	39.7%
500-525	21.4%	29.1%	37.4%	33.7%
525-550	2.7%	5.5%	14.9%	11.0%
550-575	0.0%	0.2%	1.9%	1.5%
575-600	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%

\* Data as of 16 12 2022 05:30:50 CT

——超長期のFF金利のチャートを掲載したのはなぜでしょうか？

足元で5%は高いとの印象を受けるかもしれませんが、長いスケールで見ると20%弱まであったことも忘れてはいけないと考えています。

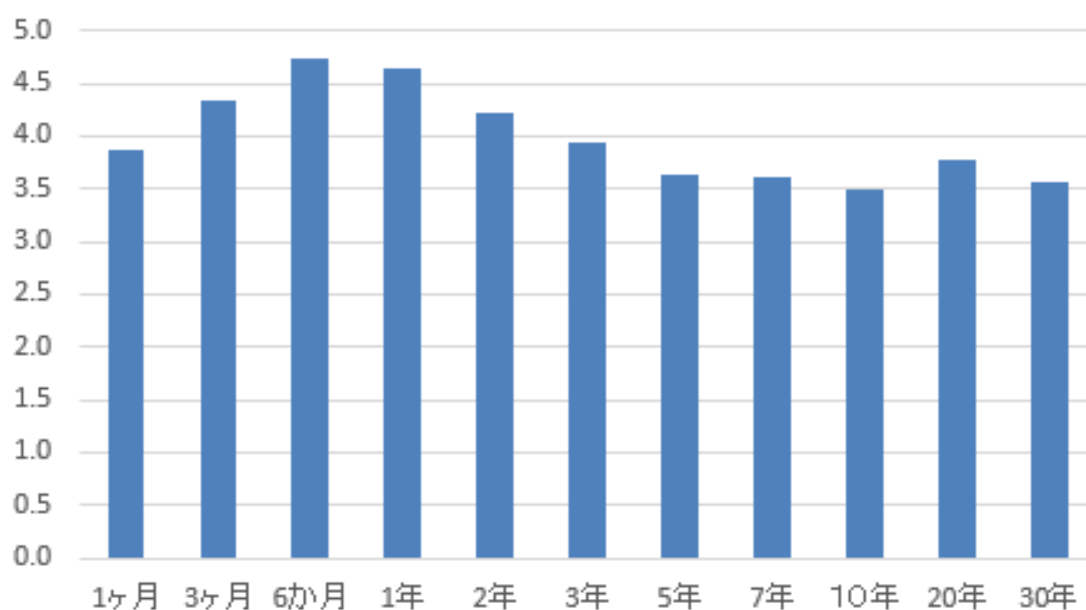
——米10年債の価格が下落して、利回りが4.5%まで上昇し得るとみるのは、政策金利が上昇するからでしょうか？

そのとおりです。順イールドに戻るのであれば、当然FF金利よりも10年債金利のほうが高いのが自然です。

——それでも2023年はイールドカーブが逆ザヤの状態が続くのでしょうか？

可能性はあります。リセッションが現実化すれば、金利低下の期待が高まるからです。

### 参考：米国の利回り曲線



#### <P11>

——掲載されたイールド・スプレッドとイールド・ギャップのチャートから米国債が米国株に比べて割安になっているようですが、むしろ米国債価格が下落（利回りが上昇して）その状態に拍車がかかっているように見えるのはなぜでしょうか？

株式から相対的に安全資産と考えられている米 10 年債への資金シフトが起こっているのだと考えています。

——株式から債券に資金シフトが起きているとすれば、米国債利回りは低下して、株価は下落してスプレッドは広がるのではないのでしょうか？

金利が低下してくれば、株式の益利回りとの差（スプレッド）が広がってきます。この水準が例えば 3% というのが、債券と株式の均衡水準と考えています。現状は、3% よりも小さいので、株式が割高、債券が割安とも考えられます。または、株式の成長率が高いということになります。

<P12>

——正規分布と現時点のインプライド・ボラティリティを前提に株価のバラツキを標準偏差で表していくと2023年末には各確率（ $1\sigma$ =約68%、 $2\sigma$ =約95%、 $3\sigma$ =約99%）の範囲内でこれらの値段になり得るといえることでしょうか？

そのとおりです。あくまで可能性ですが、大きな幅が出ることもあり得ると考えておく必要があります。

——ここで標準偏差のチャートを掲載したのはなぜでしょうか？

リスク（標準偏差）は同じでも、時間の経過を考えると、その取りうる範囲は、同じ確率でも広がっていくことを視覚的にイメージしていただければと考えられます。

<P13>

——数ある欧州国債のなかでイタリア国債の利回り（19日現在4.38%）高騰をとりあげたのはなぜでしょうか？

イタリアの財務体質が独仏に比べ厳しいと考えているからです。

<参考：10年債金利：2022年12月19日22時15分現在>

イタリア	4.380%
ギリシャ	4.326%
ドイツ	2.213%
フランス	2.734%

——ユーロ圏の11月消費者物価指数（HICP）が前年比10.0%上昇となり、依然としてかなり高い水準にあります。しかし、ECB（欧州中央銀行）の政策金利12月15日の0.5%引き上げで2.50%にすぎません。やはり、景気や生活への影響を恐れてかと思いますが、米国以上に手遅れではないでしょうか？

個人的には同意見です。

——ECB が来年3月から保有資産の圧縮を進めるのも欧州債利回りの上昇に拍車をかけるでしょうか？

可能性は高いと考えています。

<P14>

——日本銀行は YCC（利回り曲線操作）で長期債の利回りを固定しようとして国債の買い方が日銀のみとなり、日銀の国債保有割合は 50%を超えているようです。異常ではないでしょうか？

残念ですが、見立ては同じでございます。

——「岸田政権が物価目標の柔軟化を検討」というニュースがありました。要は黒田総裁の方針を否定して金融緩和の減速を視野に入れるということでしょうか？

「安倍路線からの脱却」を模索しているのだと考えています。

——上段に東京都区部の消費者物価指数を掲載したのはなぜでしょうか？

YCC は続けているものの、物価上昇圧力がかなり高くなっていることを示したかったからです。

——下段に 10 年物日本国債利回りと日経平均の相関係数を示したのはなぜでしょうか？ YCC と関係があるのでしょうか？

10 年債金利が YCC によって動かないと、分散効果は期待できません。

——「社会構造が変わっているなかで、運用手法も変わってきている」とはどのような意味でしょうか？

分散投資の観点では、10年債利回りが動かない状況では、あまり意味がなくなっています。ドローンや在宅勤務などで生活様式も変わっている状況です。資産運用も「長期分散投資」の手法以外に視点を広げていく必要があると思います。その時代のニーズに応じて拡大しているのがオプション市場です。

#### <P15>

——**現在、原油価格は弱含みで70ドル割れも視野に入ってきたようにみえますが、底入れの可能性があるということでしょうか？ 2008年や2014年のような急落はないのでしょうか？**

ウクライナ・ロシア情勢もあり、急落の可能性はあまり考えていません。底堅く推移すると考えています。

——**なぜ120ドルが上値目標となるのでしょうか？**

前回の高値水準を再度試しに行く可能性を考えています。

#### <P16>

——**12月19日現在、東京金先物23年10月限は7800円近辺で推移しています。これがドル建て金の上昇に、円高反転が加わって、1万円を超えてくるのでしょうか？**

ドル建て金価格の上昇と円高が重なれば、1万円になってもおかしくないと考えています。各国政府の買いも下支えとなっているようです。

#### <P17>

——**経済不確実性指数とは、どのような指数でしょうか？**

日本の指数は、以下ご参照ください。

政策不確実性指数は政策をめぐる不確実性や政策との係わりで高まる経済の先行き不透明性を定量化するために作られた指標です。その指数はいくつかの段階を踏んで得られます。まず朝日新聞、日本経済新聞、毎日新聞そして読売新聞の4紙に掲載された記事のなかから、次の各カテゴリーにおける用語を少なくとも1つ含む記事を新聞ごとに月単位で収集します。

"Economy" : 経済、景気

"Policy" : 税制、課税、歳出、政府債務、規制、日本銀行など政策に関する用語

"Uncertainty" : 不透明、不確実、不確定、不安  
（検索のよう、経済関係出所）独立行政法人経済産業研究所

**——今のところ同指数が高いようにみえませんが TOPIX が下がってくると高まり、政局になりやすくなるということでしょうか？**

今後の情勢によっては不確実指数が高まり、株価に影響を及ぼすと考えています。

**——岸田内閣が退陣をせざるを得なくなるとしたら、なぜでしょうか？**

表向きは不信感の高まりでしょうが、実情は自民党内の権力闘争ですね。

**——政局が混迷すると日経平均にどのような影響があり得るでしょうか？**

次期総裁が誰になるかによって、反応は違うかもしれません。

**——米国の経済不確実性指数も掲載されたのはなぜでしょうか？**

日本と同様、米国でも不確実性が高まっていると考えているからです。日本と同様、この指数が高い時は、株価には逆風でしょう。リスクが高い状態ですので。

<P18>

**——自社株買いを進めてきたソフトバンクグループが MBO（経営陣による自社買収）で非**

## 公開化し得る理由とは何でしょうか？

会長が、株価が割安と考えているからでしょう。一方、資金調達はしにくくなるデメリットもあります。

### ——MBOによるイベントドリブン買いの機会もあり得るでしょうか？

想定しておきたいところです。インデックス投資において、日経平均に大きな影響を及ぼすからです。

### ——非公開化となった場合、日経平均にどのような影響が考えられるでしょうか？

買付価格は現在の水準よりも高いでしょうから、発表後は日経平均の上昇に寄与すると考えています。一方、日経平均から除外された後の日経平均の価格は基本中立です。

## <P19>

### ——左側の表からどのようなことがみえてくるでしょうか？

地銀業界全体の累積損益です。預金と貸出金が低下してきています。したがって、業績悪化による業界再編の圧力が増してくると考えています。

### ——右側上段の「預金の推移」は地方銀行の預金額減少を示しているということでしょうか？

そのとおりです。

### ——右側下段の「貸出金の推移」は何を示唆しているといえるのでしょうか？

足元では若干回復していますが、低下傾向も見取れます。利ザヤも小さい状況で、いわゆる本業の収益環境が厳しくなっています。

——**金融機関の統合は日経平均に影響するでしょうか？**

それほど大きいとは考えていません。

**<P20>**

——**この図はロシアに制裁を科しているのはいわゆる「西側諸国」にすぎず、ロシアが世界的には孤立しているわけではないということでしょうか？**

世界人口の割合や国の数で考えれば、情勢への見方は変わってくるかもしれません。ロシアは孤立していないとも考えられます。

——**ロシアのウクライナ侵攻は旧ソ連のアフガニスタン侵攻（10年弱）や米国のアフガニスタン侵攻（20年弱）のように長期化することも考えておくべきでしょうか？**

可能性は高くなってきたと考えています。西側とロシアの我慢比べの状態が続いていると考えています。

**【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・損失などについて著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。