

オプション倶楽部 TV

2023年5月「グレイ・リノ分析」補足 Q&A

今回は 2023 年 5 月の注目グレイ・リノとして「米国の債務上限問題」をとりあげます。2024 年の米大統領選を控え、民主党と共和党の「政争の具」と化しているようにみえます。しかし、売坊先生は「それ以上に注意すべきは債務上限問題から明らかになった米国債の高格付けだ」と指摘しています。

<資料 P2>

——日本では決算ピークが過ぎて日経平均の予想 EPS（1 株当たり利益）が 5 月 12 日現在で 2028.18 に低下しました。にもかかわらず、依然として騰勢を強めており、PER（株価収益率≒潜在成長性）が 14.5 倍にまで評価されているのはなぜでしょうか？

まず米国の政策金利への低下期待が根底にあると思います。また、金融不安の後退も株高の支援材料でしょう。さらに、テクニカルな問題として自社株買いの影響もあると思います。本来は自社株買いをした場合、償却することになりますので、EPS が上がります。その償却が進まないで、将来の EPS の増加を織り込んでいる可能性があります。

——グレイ・リノに「コロナの感染拡大と訴訟拡大懸念」を挙げていますが、訴訟拡大とはどのようなものでしょうか？

海外での報道を見てみると、ワクチンに対する問題がいろいろと指摘されています。今後、真相が明らかになってくる可能性が高いと考えています。例えば、妊婦さんや乳幼児に対するワクチンの弊害について情報を隠していたといった問題が真実であれば、多くの訴訟が起きてくるでしょう。

<資料 P3>

——米国政府当局は「議会在政府の債務上限を引き上げなければ、6 月前半に政府債務を履行できなくなる重大なリスクに直面している」と述べています。また、イエレン米財務長官は「早ければ 6 月 1 日にも財務省の資金が底をつく」と述べたと報じられています。しかし、

債務増加を前提とした政府運営自体に問題はないのでしょうか？

国家は企業や家計と違い、単月や単年度で物を見る必要がありません。一方、中長期の見通しが悪化する場合は、政策などで対応していく必要が出てきます。今回のイエレン米財務長官の発言は、ある意味で意図的でもあり、政治的な駆け引きの面もありそうです。

——債務増加の一因として先生は税収不足を挙げていますが、税収の落ち込みは一過性のものとみられるのでしょうか？

米シンクタンク「超党派政策センター」では、春の確定申告シーズンにおける歳入の低迷を指摘しています。また、カリフォルニア州の暴風雨被災地納税者に支払い延期が認められたことも影響していると考えられています。今後についても、予断を許さない状況でしょう。

なお、この問題は中期的な歳入と歳出のバランスで見えていく必要があります。税収が減っても、歳出を減らしても、景気が良く、雇用が促進されるのであれば、問題ありません。

——米国政府が債務不履行（デフォルト）となれば、米国経済と株価にどのような影響が考えられるのでしょうか？

世界の金融市場は大混乱に陥ると思います。一方、個人的には、デフォルトの可能性はほとんどないと考えています。

——対応にある「暫定延長」「適用停止」とは何でしょうか？ 今回、米バイデン政権・民主党はこれを使えないのですか？

債務上限を引き上げずに、法律を適用しない（執行猶予）等の緊急避難対策です。今回もこの可能性もあるでしょう。なお、その場合でも共和党に対して何らかの譲歩が必要でしょう。

——グラフをみると、2020年中盤から2021年後半にかけて債務が上限を超えているようにみえますが、適用停止があったからでしょうか？

運用停止で何とかつないでいた状態ですね。

＜資料 P4＞

——米共和党が債務上限の引き上げに反対するのは、なぜでしょうか？ 政争の具にして債務不履行の“加害者”扱いされるリスクを恐れていないのでしょうか？

来年の大統領選挙に向けての駆け引きであることは確かでしょう。ただ、共和党が加害者扱いされるかは断言できないと思います。民主党・バイデン大統領の失政だと世論が反応する可能性も否定できません。共和党の言っていることにも一理あります。

もともと、大統領選挙が国民生活よりも優先されていることになるかもしれません。どこの国も同じです。

——右のカレンダーは何でしょうか？

上院・下院とバイデン大統領のスケジュールです。議会の開催予定日など、日程は案外なさそうです。なお、予定は変更される可能性もあります。

——なぜ米国債の格付け引き下げが株価の軟化を引き起こしたのでしょうか？

債券リスクを計るひとつの指標が格付けです。したがって、米国債のリスクが上がるとなれば、ポートフォリオのリスクを下げるため、米国債が売却された結果、利回りが上昇し、そのインパクトが大きければ当然、株式も売られます。

——今回、上限が引き上げられると米国債格付けが引き下げられる可能性があるのでしょうか？

状況は悪くなってくることは確かでしょう。なお、債務上限が引き上げられるかと、格付けは100%リンクしているわけではありません。

債務上限問題よりも重要なのは、この格付けの問題だと考えています。今回は何とか問題をクリアしたとしても、IMF（国際通貨基金）予測にあるように、米国の債務問題（対GDP比）に焦点が当たってしまいました。

現状では、英国やフランスなどよりも悪い状態なのに、米国のほうが、格付けが高いのです。

もちろん、債務問題だけが格付けを決めるわけではありません、しかし、重要な数字であることも確かです。

ドル離れがどんどん進むような環境となれば、覇権国家としての米国の優位性もなくなつてきます。したがって、いつ格付けが引き下げられるかが今後の大きな問題となるでしょう。そして、実際に引き下げられなくても、引き下げ検討というニュースだけでも株式市場には大きな影響があると思います。

この視点が今一番のグレイ・リノとして警戒しておきたいポイントです。

<資料 P5>

——この「米国クレジット・カードのローン金利」は全米の商業銀行における平均ということでしょうか？

一般的なローン金利です。

——カードローン金利が上昇すると、すでにローンを組んでいた人も利払い費が増加してしまうのが普通なのでしょうか？

どのような借り方をしているかにもよりますが、明らかに返済条件が厳しくなっていますので、キャッシュフローがきつくなります。

——米国では、政府だけでなく、家計の債務不履行も懸念されるということでしょうか？ これもまた金融不安の火種となり得るのでしょうか？

火種がくすぶっているということです。依然、ジャンク債利回りも高止まりしていますが、家計の状況にも注意が必要です。富裕層には大きな問題ではないかもしれませんが、治安の悪化等にもつながりかねない問題です。

——この表にある CDS（クレジット・デフォルト・スワップ≒信用リスク取引）の数値は「保険料率（ベースポイント=0.01%）」でしょうか？

そのとおりです。

——日本のほうが政府債務残高の対 GDP 比が高いにもかかわらず CDS の保険料率が相対的に低いのは、なぜでしょうか？

IMF の予想では日本の数字は今後さらに悪化する状態ではありません。また、すでに格付けが米国などよりも低い状態ですね。

日本国債の CDS はスワップ取引ですが、いわゆる日本国債の PUT みたいなものです。日本国債は主な所有者は日銀ですので、保険を掛ける必要のある投資家が少ないということですね。

<資料 P6>

——ここで FRB（米連邦準備理事会）のバランスシート推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

このような状況下で金融不安が再度起きないように注意を払いながら、FRB は必死に市中のおカネを回収しているわけです。

——ここで米ジャンク債利回りの推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

金融不安の状況を把握するためです。ジャンク債の利回りが下がらない以上、まだ金融不安はくすぶっているといえるでしょう。

<資料 P7>

——ここでクリーブランド連銀による CPI（5月分）予想の表を掲載したのは、なぜでしょうか？

現状、CPI 自体はかなり低下の予想となっています。したがって、この予想どおりとなると、市場の利下げ期待がさらに膨らんでくる可能性もあります。

——ここでコア CPI の長期推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

一方、コア CPI は高止まりしています、これが3%以下になるのは、かなりの時間がかかると考えています。なお、コア CPI が高いということは、エネルギー価格以外の通常のインフレ圧力が低下していないということです。このような状況で利下げは、再度インフレを加速させるリスクがありますので、FRB も簡単にできないでしょう。

<資料 P8>

——ここで米国債と米国株の利回り差を掲載したのは、なぜでしょうか？

このような状況では、常に米国株と米国債の相対的な割高・割安度を確認しておく必要があると考えるからです。現状では、米国株は債券対比でまだまだ割高だと考えています。

——債務不履行が懸念されているわりに、米国債利回りが3月下旬以降 3.5%近辺で安定して推移しているように見えるのは、なぜでしょうか？

金融緩和による資金がまだまだ市中に残っているということです。そのため、FRB は2～3兆ドル程度の資金を市中から吸収する、つまりバランスシートを縮小させる可能性があると考えています。

【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。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。