

## オプション倶楽部 TV

### 2023年9月「政治経済イベント分析」会員様向け補足 Q&A

8月の日経平均は32000円を割れてさらに31000円割れを狙うも下旬は反発する展開となりました。この下旬の反発は、売坊流の基本戦略「225CALL 売り」にとっては想定内です。総じて大きな波乱なく8月を乗り切ったように見える日経平均ですが、9月の注目イベントとして先生はCPI（消費者物価指数）を挙げています。

#### <資料 P2>

— 8月の日経平均は32000円を割れて、さらに31000円割れを狙うも、下旬は反発する展開となりました。ただ、行って来いとなりながらも、6月高値から天底を少しずつ切り下げて推移しています。日経平均は横ばいというよりも弱含みではないでしょうか？

円安となりましたが日経平均の予想EPS（1株当たり利益≒企業業績）がギリ貧の状態です。4-6月期の決算発表が、まだまだ慎重な内容となったからです。したがって、次回、予想EPSが上がるとすると、7-9月期の決算発表が始まる10月以降でしょう。PER（株価収益率≒成長性）も9月1日現在で15.45倍ですので、これ以上に拡大するほどの好材料は出にくいかもしれません。

— こうした相場は、225CALL 売り戦略にとって総じて都合の良い展開ではなかったでしょうか？

9月限の225CALL 売り戦略は、ほとんど心配することもなく、かなり安心して見ていられる状況となりました。

— ドル円レートが8月半ばから1ドル146円を挟んで横ばいなのも日経平均が頭重い理由でしょうか？

一時、147円台をつけていますが、この水準では企業業績への好材料と受け取られていない状況です。しかも、原油価格が上昇してきており、日本経済には逆風です。したがって、日経平均も頭が重い状態です。

——そのようななか、通常ドル円との相関性が高い金価格に反発がみられるのは、なぜでしょうか？

各国中央銀行が金を継続的に買っており、需給が締まっているからです。米ドルの信認が下がり、米ドル一極集中の時代が終わりつつあるということでしょう。

——米ドル指数から米ドルは依然として強い印象があります。しかし、これは実体経済というよりも比較的積極的な政策金利の引き上げが投機筋を煽ったことによるもので、実際は「張り子のトラ」ということでしょうか？

名目的な米国金利が高水準で推移するのであれば、政策金利の引き下げによる金利差縮小があてにならないため、米ドルが強含んでいるということでしょう。再度、利下げ機運が出てくると、金利差縮小から弱含みの展開となり得る状況でしょう。

——9月限は荒れやすいメジャー限月ですが、今のところ波乱がありません。先生が波乱要因として注目されていた日米韓首脳会談と BRICS 首脳会談が結果的に材料視されなかったからでしょうか？

日米韓首脳会談と BRICS 首脳会談では、大きなサプライズもありませんでした。一方、そうはいつでも日経平均が 33000 円手前から 31000 円を割れそうな場面もありましたので、波乱と言えなくもないでしょう。株価の波乱につながる追加材料もそれほどなく、PUT の建玉も伸び悩みましたので、大きな波乱とはなりません。次は 12 月限でしょう。

#### <資料 P3>

——日米の政策金利決定会合をハイライトで表示しているのは、なぜでしょうか？

為替が大きく動く可能性があるからです。具体的にはドル円が 150 円を超えて円安が進むか、日本の為替政策の変更で一気に 140 円を割り込む可能性があります。

——ドル円が 8 月半ばから 146 円を挟んで横ばいで推移しているのも日米の政策金利決定会合に不透明感があるからでしょうか？

次回の日銀金融決定会合まで日銀が動かないとの思惑から円を売りやすい環境が続いていると考えています。特に、米国の長期債利回りが上昇すると、さらに売りやすくなります。

——9月9～10日にインドのニューデリーで G20 サミットが開催されますが、相場に変動をもたらす政治イベントとなり得るのでしょうか？

「BRICS プラス対 G7」のバランスが変わるような展開になると、政治イベントとなる可能性があります。ただし、中国の習近平国家主席が欠席するとの観測があります。

#### <資料 P4>

——先生が9月13日に発表される米8月分 CPI（消費者物価指数）に注目しているのは、なぜでしょうか？

クリーブランド連銀の CPI 予想が前回より 0.6%も上昇する予想となっているからです。

——クリーブランド連銀は米8月分 CPI の前年比上昇率が 3.8%にまで戻すと予想しています。しかも、9月分も同水準で予想しています。ところが、米国株は目先反発しています。米国株市場の参加者は、CPI が3%台で「高止まり」することを弱材料とみていないのでしょうか？

市場参加者の予想している CPI の数字が、それほど高くないのではと推測しています。

——対して米国債市場は CPI の底練り観から米国債が売られる（米国債利回りが上昇する）展開があり得るということでしょうか？

8月分 CPI がクリーブランド連銀の予想並みに高い場合、米国債利回りは上昇すると考えています。2年債利回りは8月25日高値の 5.07%を超えてくると考えています。また、10年債利回りも一段と上昇し、8月21日の 4.34%を超えてくる可能性が高くなるでしょう。

——それは、さらなるドル高円安に影響し得るということでしょうか？

金利差拡大はドル高円安要因ですね。

——ここで WTI 原油価格の長期チャートを掲載したのは、なぜでしょうか？

足元の WTI 原油価格に注目しているからです。WTI 原油価格の上昇は将来のインフレ上昇要因ともなります。万が一、100 ドル水準に近づくと株価に大きな調整があるかもしれません。

——WTI 原油が6月に底入れして 80 ドルを固めてきているようにみえます。ロシアが8月 31 日に OPEC (石油輸出国機構) プラスとさらなる原油輸出削減で合意したのも影響しているのでしょうか？

影響はあったと思います。

#### <資料 P5>

——粘着価格 CPI と弾力価格 CPI のチャートを掲載したのは、なぜでしょうか？

粘着価格 CPI の下落は、それほどでもありません。したがって、CPI 自体は2%台に落ちることなく、3~4%で高止まりする可能性が高いと考えています。その結果、政策金利 (FF レート) も高止まりするのではと懸念しています。

——価格の粘着性が高い品目として挙げられるのは、家賃やサービス料でしょうか？

そのとおりです。特に家賃関係は下がりにくいのが特徴ですね。

——家賃が上昇しているのは、住宅ローン金利の上昇で貸貸需要が増えているからでしょうか？

住宅ローン金利の上昇で貸貸需要は締まっていると考えています。

——価格の弾力性が高い品目として挙げられるのは、食品やエネルギーでしょうか？

そのとおりです。

——原油価格の上昇がエネルギー価格を押し上げ、CPIの上昇要因となり得るのでしょうか？

直近のCPI低下は石油価格の下げが寄与していました。しかし、その影響が今後はなくなってくる可能性があります。

——9月5日現在、市場の大多数が9月20日のFOMC（米連邦公開市場委員会）で政策金利（FFレート=5.25~5.50%）の据え置きを予想しており、11月1日と12月13日のFOMCでも過半数が据え置きを予想しています。パウエルFRB（米連邦準備理事会）議長がインフレ抑制を1丁目1番地に掲げているにもかかわらず、米国株の市場参加者が樂觀に傾いて株価が戻したのは、なぜでしょうか？

先日の雇用統計で失業率が3.8%に上昇したことが挙げられると思います。「景気が過熱していないのであれば、金利上昇もないだろう」と連想でしょう。

#### <資料 P6>

——ここで米国の失業率推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

失業率についての計算方法をしっかり見ておく必要があるからです。労働参加率が上がってきていますので仕事を探している人が増えてきているということです。したがって、失業率計算の分母が大きくなります。

一方、このような人が仕事を見つけられなければ、失業者（分子）も大きくなります。結果として失業率は上がりやすくなるわけです。

——米国で労働参加率が低下したことが、失業率が抑えられている要因ということでしょうか？

失業者が仕事を探さなくなると分子と分母から除外されます。結果として、数字上の失業率は下がることとなります。

**——労働参加率がコロナショック前の水準に戻ってきたのは、コロナ過で就労を控えていた人たちが復帰してきたということでしょうか？**

給付金がなくなり、そろそろ働く必要が出てきたということでしょう。

**——2007年の世界金融危機後に労働参加率が低下したのは、なぜでしょうか？**

求人が減ったので、仕事を探すのをやめた結果でしょう。

**——9月1日に発表された雇用統計で8月分の失業率が3.8%に上昇しました（7月分は3.5%）。しかし、市場としては（当局としても）想定内でしょうか？**

想定内だと思います。

**——失業率が4%を超えてくると、むしろ金融緩和が期待されて株価が上昇する展開もあり得るでしょうか？**

あり得るシナリオです。しかし、失業率が上がるなか、同時にCPIが反発する状況となってくると、FRBに利下げができるかは、かなり微妙だと思います。「高インフレで政策金利を引き下げられないなか、失業率が上がってくる」というのが個人的に想定している米国のスタグフレーション（景気後退+高インフレ）のシナリオです。FRBは舵取りが、かなり難しくなってくるでしょう。

#### 【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。

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。