

オプション倶楽部 TV

2023年10月「グレイ・リノ分析」会員様向け補足 Q&A

10年物米国債の利回り（米国の長期金利）が5%を目指して急伸しています。売坊先生は「政策金利を引き下げる時期が遅くなってきたことと、個人的には可能性が高いと考えていた年内もう1回の引き上げが織り込まれるような動きとなってきたから」と指摘しています。しかし、金利高による「しわ寄せ」が弱いものに出始めているようです。そして、それが米GDPの7割を占めている個人消費が減退する要因になりそうだと売坊先生は指摘しています。

<資料 P2>

——イスラエルとハマス（ガザ地区を実効支配する組織）の戦闘が勃発しました。ハマスの後ろ盾とされるイランはBRICSプラス加盟国です。イランが関与したとされれば、金融・コモディティ市場にどのような影響が考えられるでしょうか？

実態を立証するのは難しい問題でしょう。たとえそれが真実であったとしても、水掛け論になりかねない問題です。なお、この件を受けて原油が小反発しています。原油高からの金利上昇、株安の可能性は否定できないでしょう。

——岸田内閣が10月末を目途に新しい経済政策を定めると報じられています。これが日本株の物色人気を強く刺激して、日経平均やTOPIXの押し上げ要因とまでなり得るでしょうか？ それとも噂で買って……という局所的な動きとなり得るのでしょうか？

日本の証券会社の営業姿勢は高まると思います。しかし、大口プレイヤーである海外投資家、特に機関投資家はスルーかもしれません。指数ベースでは、あまり大きな影響はないと考えています。ただ、一部個別銘柄にはインパクトが出るかもしれません。

——10年物米国債の利回りがブレイクアウトをして、上昇しています。5%を超えてくれば、さらなるドル高円安となり得るのでしょうか？

その可能性は否定できないでしょう。その場合は、日本銀行によるYCC（利回り曲線操作）政策の変更が視野に入ってくるとも考えています。介入やYCCの変更があれば、急激な円高が短期的には起こるかもしれません。

一方、中期的には金利差が焦点です。金利差が縮小する流れにならない限り、再度、円安基調に戻ると考えています。

なお、そのような状態になった場合は、日米金利差の状況に注意しながら FX-OP の活用が有効でしょう。

<資料 P3>

——ここにきて 10 年物米国債の利回りが上昇（米国債価格が下落）してきたのは、なぜでしょう？

政策金利を引き下げる時期が遅くなってきたことと、個人的には可能性が高いと考えていた年内もう 1 回の引き上げが織り込まれるような動きとなってきたからでしょう。

——ドル建ての米国債が 10 年間 5 %弱で回る現状なのに、なぜ海外投資家は保有を減らしているのでしょうか？

ひとつは米ドルの信認低下でしょう。もうひとつは、長期債から短期債への資金シフトの動きでしょう。一段と金利が上がる環境では、デュレーション（満期）を短くしているということですね。

——国別の米国債保有残高を掲載したのは、なぜでしょうか？

中国以外の西側諸国の動向も気にしています。特に英国が今後も減らしてくるかに注目しています。

<資料 P4>

——イールド・スプレッド（10 年債利回りと S&P500 益利回りの差）が -0.5 を超えてしまいました。ここまで米国債よりも米国株に人気があるのは（米国株よりも米国債が不人気なのは）、なぜでしょうか？

株式も債券も不人気ということですね。株式については、景気への期待、つまり業績回復へ

の期待がまだ残っているということでしょう。しかし、今後、政策金利を引き下げられる環境、つまり景気が低迷してくるような環境では、業績低迷で株価が軟調になるというのが過去のパターンです。

——10年債利回りが5%の節目を超えてくると、さすがにイールド・スプレッドが意識されてくるでしょうか？

生命保険会社や年金基金は、すでに意識していると考えています。今後は、イールド・スプレッドが個別株を中心に運用している個人投資家などに意識されてくるかがポイントでしょう。

——ここで S&P500 の売坊-OP 合成指数を掲載したのは、なぜでしょうか？

合成指数はすでにピークアウトしていたのが見てとれます。下降モードになっています。ただ、日々の指数がボトムアウトしつつありますので、底入れ反発の可能性が出てきそうな、微妙な位置にあります。

<資料 P5>

——12日に発表される米国の9月分CPI（消費者物価指数）が、クリーブランド連銀が予想するように8月分（3.7%）とほぼ横ばいであっても、株式市場で材料視される可能性はあり得るのでしょうか？

横ばいならば、それほど心配をしていません。ただ、上昇ともなると影響が出てくるかもしれません。

——ク連銀のCPI予想は10月分も横ばいです。先生が指摘されていたように、この水準は米政府・FRB（米連邦準備理事会）にとっても「高止まり」であり、「強いドル」を維持するために政策金利を高水準で据え置く口実となるのでしょうか？

そのとおりだと思います。パウエルFRB議長はインフレが2%に収まらない限り利下げはないとの発言をしています。インフレが2%にまで下げるのは、かなり先でしょう。世界経済の構造がグローバル化からブロック化に変化している環境では、米国内産業が好況とな

るので、2%の実現は難しいかもしれません。

——ここでジャンク債の利回りを掲載したのは、なぜでしょうか？

ジャンク債の利回りがかかなり上昇してきました。前回の高値を超えてくると、ムードが変わるかもしれません。

——ジャンク債利回りが 2022 年後半に急上昇してから、いったん収まったのは、なぜでしょうか？

カネ余りがまだ続いていたのと、政策金利の引き下げ機運が高まっていたからでしょう。なお、米国地銀の破綻に対して再度供給した流動性が出尽くしとなった形ですね。

<資料 P6>

——米国でクレジットカードの延滞率が上昇しているのは、コロナショックで配った給付金の効果が薄れたからでしょうか？

今までの給付金の恩恵はなくなったということです。

——クレジットカードの延滞率が上昇しているとはいえ、“通常”の水準に戻しているとはみられないのでしょうか？

物価高が続くなか、延滞率はこれから一段高となる可能性が高いと考えています。

——カードローン金利が 2023 年に入って急騰しているのは、なぜでしょうか？

金融機関の財務内容が悪化しているとみています。再度、地銀の破綻があるかを警戒しています。

——カードローン金利の上昇が米国の GDP を下支えしている個人消費の減退を示唆して

いるかもしれないということでしょうか？

そのとおりです。個人消費は米 GDP の約 7 割を占めています。

<資料 P7>

——中国の輸出が低迷しているのは、なぜでしょうか？

中国への制裁や世界経済のブロック化もありますが、日米欧の経済が低迷し始めているということでしょう。

——中国経済も世界経済のブロック化による影響を受けているのでしょうか？

受けていると思います。

——2015 年に中国の住宅価格指数が急落してから V 字回復しているのは、なぜでしょうか？

下げが大きかったので反動もあります。その後の中国政府による政策も影響しているでしょう。

——それが今回おいては難しいことなのでしょうか？

習近平・国家主席の考え方にもよるでしょうが、不動産の問題はかなり大きな問題です。この期に及んでは人口以上のマンションをこれ以上建てることに意味があるかということですね。

——中国の不動産バブル崩壊は国内的な問題でしょうか？ それともリーマンショックの発端となったサブプライムローン破綻のような問題になり得るのでしょうか？

なり得ると思います。日米の投資家がかなりの痛手を被るかもしれません。

<資料 P8>

——インド経済の 2023 年度における成長率は、前年よりも鈍化しているものの、水準として好調ということでしょうか？

相対的に好調ですね。

——インド経済が好調なのは、なぜでしょうか？

人口構成、人口ピラミッドの形状をみていただくと、10 歳までは若年層が多いピラミッド型になっています。平均年齢が 30 歳未満なども大きな要因です。

——中国経済は 2022 年度に比べれば復活しているようにみえます。なぜ減退していると思われるのでしょうか？

不動産をテコ入れできないとすれば、やはり経済成長は鈍化する可能性が高そうです。これ以上、空き家マンションを作っても意味がないですね。

若年層の失業率も開示できないほど悪化しているなか、人口を増やす政策もとれないでしょう。

——世界銀行が日本経済も減退見通しであるのは、なぜでしょうか？ ドル高・エネルギー高による需要の減退でしょうか？

人口が減っていますし、エネルギー高・円安で可処分所得も減りますので。

【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。