

オプション倶楽部 TV

2023 年 12 月「政治経済イベント分析」補足 Q&A

11 月の日経平均は、上旬に急反発をみせるも、中旬以降は高値圏で頭重い展開となっています。ここで、次の展開へのきっかけとなり得るイベントを確認しておきましょう。

<資料 P2>

——11 月の日経平均は、上旬に勢い良く戻すも、中旬以降は 34000 円の壁に阻まれて、横ばいとなっています。米国株が中旬以降もジリ高であるにもかかわらず、34000 円を上抜くことができなかったのは、なぜでしょうか？

米国株が堅調だったのは、米国金利（10 年債利回り）の低下が大きく影響しているでしょう。その結果、円高に振れましたので、日本株には逆風となっています。さらに、7-9 月期の決算発表も終わりましたので EPS（1 株当たり利益≒業績）の伸びも来年 1 月まで期待できません。したがって、業績拡大からの株価上昇が期待できなかったのも一因でしょう。

——今の日経平均にとって円高が弱材料視されるのは、外需関連株が過剰に評価されているからでしょうか？

今後、円高傾向が続くとすると、外需関連株の利益がさらに伸びることは期待できなくなります。これでは、少なくとも強気材料にはなりません。

——ドル円が 146 円にまで下げたのは、米ドルが弱まったことに起因すると思うのですが、なぜ米ドルが弱まったのでしょうか？

米国金利の低下が各通貨との金利差縮小につながったからでしょう。ここでいう金利差とは、名目金利差でもあり、実質金利差でもあります。

実質金利についてはラジオ NIKKEI 『キラメキの発想』11 月 20 日配信をご参照ください。

<https://youtu.be/hZVriL7T9T8>

——先生は今のところ日経平均の6月天井からの下げ基調が続いているという見方でしょうか？

少なくとも、天井圏でもみ合っている状態ですので、上値を試す環境ではないでしょう。したがって、何かのきっかけで再度ボックス圏の下を試す可能性があると考えています。

——米国の金利予測が一転し、長期金利（10年債利回り）が再上昇となれば、むしろ日経平均には強材料となり得るのでしょうか？

金利差が拡大し、ドル高円安トレンドに戻れば、日経平均にはプラスに働くと考えています。

——アルゼンチンの大統領選で野党系のハビエル・ミレイ下院議員が当選しました。「小さな政府」と「自国通貨の米ドル化」を訴えたとされますが、同国のリスクはさらに高まったと考えられるのでしょうか？

難しいご質問です。小さな政府は、うまく回ればアルゼンチン経済にプラスでしょう。同様に、自国通貨を捨て、米ドルを流通させていけば、為替について心配する必要がなくなるメリットもあります。その点からすれば、リスクが高まったとは断言できないと思います。

なお、人口100万人当たりの数が多く、その年収が世界一高いともいえ、議場で寝てばかりの議員を抱えている日本こそ、その数を減らすべきかもしれません。

2002年に出版されたベンジャミン・フルフォード著『日本がアルゼンチン・タンゴを踊る日』（光文社）で示された日本の危機を認識すべきだと考えています。

<資料 P3>

——12月限は「荒れるメジャー限月」であるうえに証拠金計算方式の変更があったばかりで、慎重なトレードをされていたのではないかと思います。ここまでのところ日経平均の上昇は想定内であり、225CALL 売り戦略にとっては順調だったのではないのでしょうか？

225CALL 売りについては順調な展開であったと考えています。

——ただ、1月限は、正月休みがあるうえに1月8日も休日取引がないため、OPの売り方はさらに慎重で、買い方はさらに機会を探るトレードが求められるのではないのでしょうか？

正月休みについては為替相場が荒れる可能性を懸念しています。タイムディケイの逆風がありますが、OP買い戦略のチャンスを見計らっていきたいと考えています。その場合、スプレッド戦略のほうが、収益性が高いかもしれません。

——先生が12月中に注目しているイベントは何でしょうか？

12月13日に発表される11月分の米CPI（消費者物価指数）よりも1月に発表される12月分の米CPIに注目しています。したがって、11月分の発表後、12月分CPIの焦点が当たってくるタイミングが要注意でしょう。

——11月分CPIの数字によっては、まだ年内追加利上げの可能性が残されているのでしょうか？

11月分CPIでは、さらにインフレの低下があると考えています。問題は翌月に発表される数字です。これが大きく反発する展開となると、利上げの可能性が高まります。すなわち、来年1月以降に利上げのある可能性が高まってきていると考えています。

<資料 P4>

——クリーブランド連銀は11月分CPIの前年同期比が3.0%にまで下げると予想しています。もし、そうであれば10月分が3.2%でしたので、市場は利上げ終了予想を強めていくのではないのでしょうか？

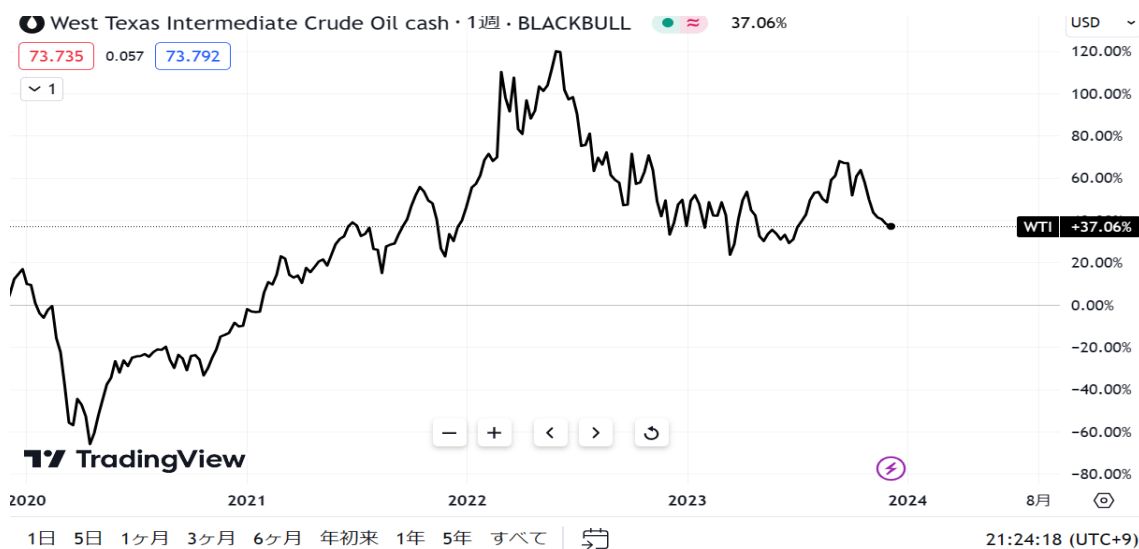
市場は、そのように反応する可能性が高そうです。

——ただ、ク連銀は11月分コアCPI（エネルギー・食品価格を除いたCPI）を前年比4%台の高止まりと予想していますね？ こちらは高止まりということは、CPIの低下は世界的に食品価格が安定しているうえに、原油価格が70ドル台にまで軟化したおかげといえるのでしょうか？

特に原油価格が1年前から下がっていることが大きく影響しているでしょう。

——対して、ク連銀は1月11日に発表される12月分CPIを反発と予想しています。これは、なぜでしょうか？

1年前の原油価格が高かった時期が終わるからでしょう。原油価格のCPIへのマイナス分がなくなるわけです。



出所) TradingView

——CPI 前年比の長期推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

過去の高いCPIからの急落時は反発局面がよく見受けられるからです。

——過去のCPIのピークでは景気後退(リセッション)が起きているようにみえます。今回は起きてないということは、FRBの“先回り”が功を奏しているのでしょうか？ それとも“自然の摂理”を先送りしているのでしょうか？

これからリセッションが起こる可能性が高いと考えています。

<資料 P5>

——米国債の2年物と10年物の利回り推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

足元で逆イールド幅が拡大している状況を見ていただきたかったからです。

——2年物と10年物の逆イールドが拡大していることが、何かを示唆しているのでしょうか？

逆イールドが解消しかけていましたが、再度拡大してきています。すんなり解消してくれば、健全な状況に戻っていたかもしれませんが。

——BEI（ブレイク・イーブン・インフレ率＝10年物の米国債利回りから物価連動債利回りを差し引くことで示唆している「市場が予想するインフレ率」）を掲載したのは、なぜでしょうか？

実際は、実質金利の推移をみているからです。潜在成長率が2.5%の米国では、BEIでみた実質金利が2.5%程度であることが、健全な状況です。したがって、BEIが2.2%なら10年物米国債の利回りは4.7%ということになり、現在の10年債利回りのこれ以上の低下は見込めないこととなります。

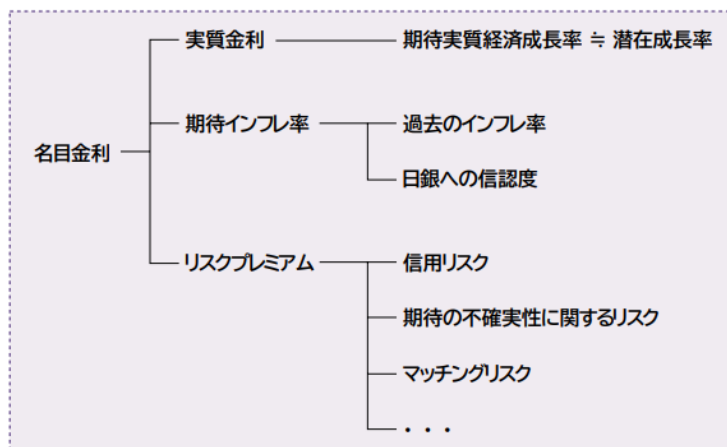
——実質金利が2.5%の状態が、なぜ健全といえるのでしょうか？

米国の潜在成長率が2.5%だからです。同水準ということですね。

——2.5%+BEIが10年物の適正利回りと考えられるのは、なぜでしょうか？

「名目金利＝実質金利＋期待インフレ率＋リスクプレミアム」であるからです。ここで、実質金利は、その期間の期待実質経済成長率に、ほぼ等しくなると考えられています。

●図表 2 金利の決定要因



(資料) みずほ総合研究所

出所) みずほ総合研究所「長期金利の決定要因と今後の動向」

<https://www.mizuho->

[rt.co.jp/publication/mhri/research/pdf/research/r060601japan.pdf](https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mhri/research/pdf/research/r060601japan.pdf)

<資料 P6>

——ここで米国株 (S&P500) の益利回りと 10 年物米国債の利回りの比較を掲載したのは、なぜでしょうか？

米国債に比べて米国株がかなり割高だからです。来年に S&P500 の EPS が 10%程度伸びるという予想があります。しかし、リセッションの可能性もある状況では、あまりに楽観的過ぎると考えています。

——米国株を基準にみると米国債が割安となっており、利回りが 2.0%になるまで買われても、おかしくないといえるのでしょうか？

金利だけだと、そのようにいえます。また、金利が下がらなくても EPS が伸びれば、現在の株価は正当化されます。

——米国株の益利回りが低すぎるとすれば、益利回りの逆数が PER (株価収益率) なので、債券からみれば S&P500 の PER が、あまりにも高すぎるといえるのでしょうか？

そのとおりです。

——PER=株価÷EPS（1株当たり利益）なので、EPSが過小評価されているともいえるのでしょうか？

10%程度の成長を見込んでいるようですが、あまりに楽観的だと考えています。

——FRBのバランスシートを掲載したのは、なぜでしょうか？

このようななか、FRBは市中からおカネを回収しています。すなわち、これは債券市場の需給を悪化させているわけです。

【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。