

## オプション倶楽部 TV

### 2024年1月「グレイ・リノ分析」補足 Q&A

昨年6月半ばから 31000～34000 円のレンジで推移していた日経平均が上放れ、一時 36000 円台に達しました。この“意外高”で日経 2250P 市場のボラティリティも上昇していますが、このようなときこそ大局をおさえ、俯瞰しておくことが重要であると売坊先生は考えているようです。

#### <資料 P2>

——今週も日経平均が急騰して3万6000円を超え、日経VIも急騰して15日には22%を超えました。これは売り方が意外高で玉締めにあっていることを示唆しているのでしょうか？

売り方は、かなり追い込まれています。月曜日15日の米国市場が休みだったのも影響しているでしょう。米国株が下がる懸念がないからです。さらにドル高円安も好都合ですね。

指数をベンチマークにしているアクティブ・ファンドマネジャーもかなり追い込まれていますね。

——アクティブ（積極）運用が「追い込まれている」のは、パッシブ（消極・指数連動）運用のほうが好成績を出しているからでしょうか？

インデックス・ファンドは指数に、ほぼ100%連動するように運用しています。一方、アクティブ・ファンドは多少の現金を保有しており、その部分は上昇しません。

さらに、今回の上昇はファーストリテーリング株の影響も大きく、日経平均をベンチマークとしているファンドは資産の10%以上で同銘柄を持っていないければ、相対的には負けているでしょう。

実際にはTOPIXをベンチマークにしているファンドのほうが多いと思います。しかし、それでも銘柄選択とそのウェイトによっては、負けている可能性が高くなります。各投資信託とベンチマークとの収益率の差を見ていただければと思います。

**——ただ、売坊流の CALL 売り戦略にとっては、このように日経 VI が急騰しているときは“機会”と考えられるのではないのでしょうか？**

日経 VI が急騰したときは、売坊流トレード戦略では、好都合ともいえます。

**——グレイ・リノのひとつとして「日本の金融システムなどへの不安」を挙げていますが、具体的には、どのような不安でしょうか？**

個人的には、日本の金融機関は将来起こり得る危機についての認識が、米欧の金融機関に比べて甘いと感じています。これは米欧の金融機関で長年働いていた経験からきています。農耕民族と狩猟民族の違いですね。

**——重大なシステム障害が続いていることで日本国民が自国の経済インフラに対して不信任感を募らせているということでしょうか？**

そうだと思います。個人的には、かなり高いリスクだと考えています。

### **<資料 P3>**

**——日本の地方選挙をグレイ・リノとして注目されているのは、なぜでしょうか？**

その結果が中央の選挙にも影響するからです。

**——具体的にはどのような影響が考えられるのでしょうか？**

地方で自民党が負けてくると、一気に流れが変わったり、首脳陣の責任問題が出てきたりするからです。選挙は水物です。

**——自民党の裏金問題が注目され、岸田内閣の支持率が低空飛行であるにもかかわらず、政策の不確実性が高まっているようにみえないのは、なぜでしょうか？**

政策の実効性がないことが確実だからでしょうか？

——ウクライナの大統領選挙をグレイ・リノとして注目されているのは、なぜでしょうか？

ゼレンスキー大統領には財産等についての疑惑があるとも報じられています。選挙結果によってはウクライナ情勢が一変するかもしれません。

——インドの総選挙をグレイ・リノとして注目されているのは、なぜでしょうか？ モディ首相率いる与党インド人民党（BJP）の優勢が報じられています。

インドの政権が変われば、世界情勢が変わります。選挙はすべて水物です。

——台湾の選挙は民進党の頼清徳氏が総統に当選しましたが、議会（立法院）の第一党は国民党となりました。「ねじれ」ともいえますが、対外的に“バランスがとれた”ともいえるのではないのでしょうか？

バランスがとれたともいえますが、やはりねじれでしょう、特に中国がどのような圧力をかけてくるか、それに対して米国がどう出るかに注目しています。

#### <資料 P4>

——「米ドルの賞味期限切れ」とは、どのような意味でしょうか？

1世紀にわたって基軸通貨であった米ドルが、その座を降りる日が近いのでは、ということです。

——大航海時代を切り開いたポルトガルとスペインが相次いで没落し、オランダのギルダールが基軸通貨になったのは、なぜでしょうか？

世界経済の状況の変化ですね。ポルトガルは国力を超えた拡張とインド洋の香料貿易の衰退が原因といわれています。スペインはオランダ独立戦争で経済的に破綻したことが原因だといわれています。

——18世紀にオランダの自由貿易が衰え、フランス経済が台頭し、リーブルが基軸通貨と

**なったのは、なぜでしょうか？**

オランダの衰退は国内産業の未発達と労働者の低賃金によって国内産業が発達できなかったこととみられています。

**—フランスが衰え、英国の台頭がはっきりしたのは、ナポレオン戦争に敗北したからでしょうか？**

ナポレオン戦争（1799～1815年）が影響したと考えられますね。

**—約 600 年にわたり基軸通貨に約 100 年の盛衰が起きているのは、なぜでしょうか？**

その理由をまだ持ち合わせていません。一方、ほぼ同じ 100 年で変わっていることには非常に興味があります。もちろん、この 100 年周期が米国に当てはまるかは分かりません。

**—米ドルの信認が衰えているとみられるのは、なぜでしょうか？**

経済成長力の低下、財政の悪化などがみえるからです。

**—戦争に負けたこと、もしくは戦争で経済・産業が崩壊したことが国力の低下、ひいては通貨の信認低下をもたらすと考えられるのでしょうか？**

そのように考えています。国力が低下すれば、その国の通貨を持つ理由が弱まってきます。

**—BRICS が共通通貨を創設するとすれば、金（ゴールド）で担保される可能性があるのでしょうか？**

可能性はあります。なお、インドはロシアと中国の現状を考えると BRICS 通貨にリスクがあると考えているかもしれません。

**—長期的にはビットコインやイーサリアムのような暗号通貨が基軸通貨となっていくの**

でしょうか？

可能性としては排除できませんね。

**<資料 P5>**

——**米国の潜在成長率が低下しているのは、なぜでしょうか？**

さまざまな要因が複合的に作用していると考えています。財政悪化や建設的な成長分野への投資が減少せざるを得ないことも一因でしょう。

——**今後、FRB（米連邦準備理事会）が政策金利を引き下げてきたときが、米ドルの真価が問われるときになるのでしょうか？**

金利を下げざるを得ないような後ろ向きな状況の場合は、特に真価が問われるときとなるでしょう。

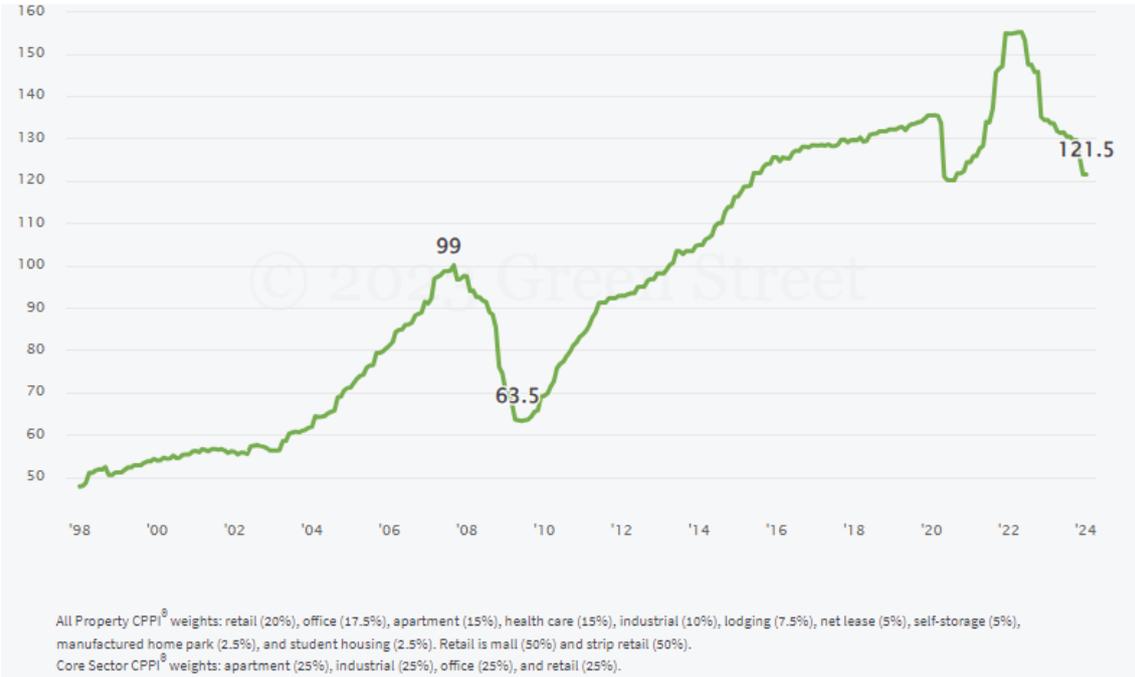
**<資料 P6>**

——**米国のオフィス空室率を掲載したのは、なぜでしょうか？**

これも米国経済の状況が悪化している一例だからです。

——**米調査会社のグリーンストリートアドバイザーズが算出している米国の商業用不動産価格指数によると12月は下げ止まったとはいえ、22年3月の天井から約34ポイント低下しています。にもかかわらず、融資していると思われる金融機関に影響がないように見えるのは、なぜでしょうか？ 例えば、S&P500の金融株指数は力強く上昇しています。**

### <グリーンストリート商業不動産価格指数>



出所) <https://www.greenstreet.com/insights/CPPI>

### <S&P500 金融株指数>

keiseisha\_com が TradingView.com で 1月 16, 2024 16:26 UTC+9 に公開



TradingView

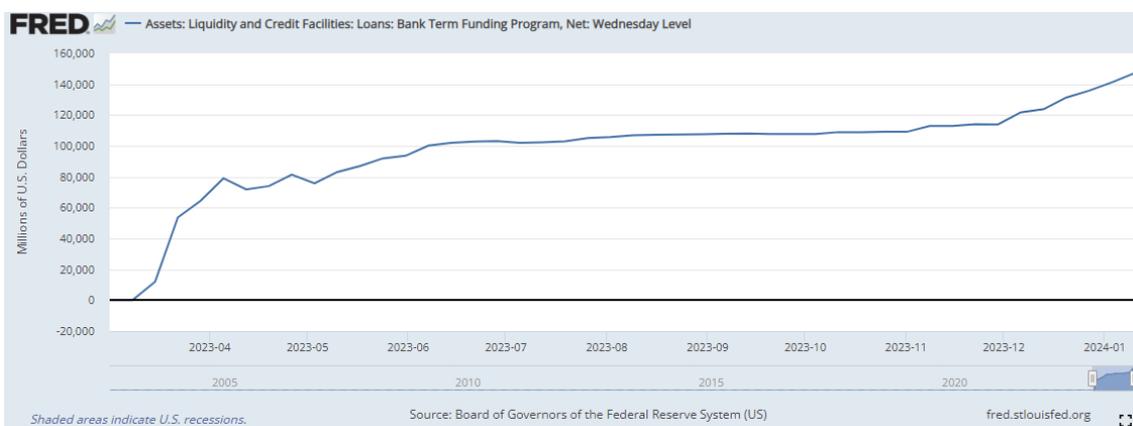
出所) TradingView

市場がまだ熱狂の最中にいるということでしょうか？

FRB には BTFP（バンク・ターム・ファンディング・プログラム）という銀行への融資プログラムがあります。この BTFP による金融機関への短期資金の供給が金融機関の新たな破綻を防ぎ、株価の下支えとなっています。

一方、担保の価値が額面まで戻っていない段階で BTFP が本年 3 月 11 日に終了となると、債務超過懸念が再燃する可能性があります。一方、延長の場合は FRB の財務状況がさらに悪化します。

### <BTFP の推移（単位：百万ドル）>



出所) <https://fred.stlouisfed.org/series/H41RESPPALDKNWW>

——FRB がバランスシートを縮小する一方で、商業銀行への“つなぎ融資”を拡大させているとすれば、リスクを飛ばしているだけではないでしょうか？

時間稼ぎをしてきたということですね。その結果、FRB の足元に火がついてきたということでしょう。

#### 【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。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

任で下さる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。