

オプション倶楽部 TV

2024年2月「政治経済イベント分析」補足 Q&A

1月の日経平均は半年以上にわたり形成してきたレンジを力強くブレイクアウトして、37000円付近にまで吹き上げました。この一段高の大きな要因は、日本経済のファンダメンタルズというよりも需給、特に中国からの逃避資金だったようです。いずれにせよ、36000円の高値水準に乗せたことで、日経平均は変化率的には数%の動きでも値幅的には大きな動きをみせるようになりました。つまり“乱高下”を狙ったOPトレードに妙味が生じやすくなっています。2月から3月にかけて日経平均を揺るがしそうなイベントを確認しておきましょう。

<資料 P2>

——1月に日経平均は半年以上にわたり天井圏だった34000円を上放れ、37000円を狙う急騰をみせました。中国からの逃避資金が大きな原動力になったと指摘されています。ただ、中国株は昨年5月から軟調でした。なぜ年初になって急に流れ込んできたのでしょうか？

イメージでお話をすると、ダムに亀裂が起こり、水が漏れだしていたなか、その穴が大きくなり（下落幅が大きくなり）決壊したということでしょう。

——ドル円は1月に入るとドル高円安基調に転じました。能登半島地震を受けて「日本銀行の金融政策に変更がないだろう」という見方が強まったのも一因でしょうか？

能登半島地震の直後に円高要因となり得る経済政策の変更で市場を混乱させるわけにはいかなかったということでしょう。

——ただ、ドル円は再度150円を狙うところで調整が入りました。10年物米国債の利回りが再び4%を割れて金利差が縮小したのも一因でしょうか？

多少は影響したかもしれませんが。ただ、米大統領選挙前のドル安円高は米国のお許しが必要でしょう。

——日経平均が高値圏で「荒れる」となれば、OP 買いや OP ブル/ベア・スプレッド戦略の機会が増えそうですね？

今年は何かにつれ、OP 買い、ブル・スプレッド、ベア・スプレッド戦略が、かなり活躍しそうだと考えています。特に3・6・9・12月限が期近となったときに注目しています。

——「1月の相場はその年の相場を示唆する」といいますが、日経平均にさらに上値を追う展開があるとすれば、どのようなきっかけが考え得るでしょうか？

ドル円が160円を目指すような展開などが想定されます。

——1月の日経平均急騰は1月限のSQ日前後に発生したので、毎月仕切り直す売坊流の日経225CALL売り戦略にとっては幸いだったのではないのでしょうか？

ご指摘のとおりです。1月限もうまく乗り切ることができました。

——1月下旬、日経平均は36000円周辺を横ばいに推移しています。これは2月限のCALL売り戦略にとって、今のところ「相場的には」好都合なのではないのでしょうか？

価格的には好都合です。ただ、あえて申し上げると、取引所のVaR方式による証拠金額の急騰状態に閉口しています。経済合理性がありません。その脆弱性が大きな問題を引き起こす前に早急にSPAN方式に戻すべきだと考えています。

<資料 P3>

——1月31日に日経平均寄与度3位のアドバンテストが24年3月期業績見通しの上方修正を発表しました。しかし、日経平均の予想EPS（1株当たり利益÷業績）が2月6日には2237.66にまで下げており、むしろPER（株価収益率）が再び16倍を超えてしまいました。EPSが伸び悩んでいるように見えるのは、なぜでしょうか？

日経平均の構成銘柄が輸出企業だけではないということです。円安によって売り上げが低迷しているといった企業もたくさんあります。昔と違い、日本全体では、円安よりも円高のほうがメリットの大きい経済となっています。

——日本は輸出立国ではないのですか？

かつてはそうでしたが、今の日本は輸出入の構造が変わっています。また、原油や食料・肥料を輸入に頼り切っている現状では、円高のほうが経済全体にはプラスになっていると考えています。日銀が拠り所のひとつとしている「短期日本経済マクロ計量モデル」は、すでに現状の変化に対応できていないと考えています。

——2月21日にFOMC（米連邦公開市場委員会）の議事録が発表されますが、売坊先生はどのような点に注目されていますか？

すでにパウエル FRB（米連邦準備理事会）議長の発言が出ていますが、これ以外に何があ
るかに注目しています。

——3月限はラージ先物の期近も満期を迎える「メジャー限月」です。3月8日のSQ日にかけて裁定業者が「先物売り—現物買い」のポジションを解消するための現物売りが注目されるでしょうか？

まずは3月限 CALL・PUT の建玉の積み上がり方に注目していく必要があります。3月に波乱があるとすると、2月限は高いかもしれません。下落を狙うなら、安く PUT を仕込む必要があるからです。

——4月10日の日米首脳会談を注目イベントとして取り上げたのは、なぜでしょうか？

「岸田首相が何を約束させられるか？」でしょう。日銀の金融政策変更の許可をとりつけることは、非常に高かつくかもしれません。

<資料 P4>

——13日に米1月分CPI（消費者物価指数）の発表があります。クリーブランド連銀は3%割れを予想しています。もし、予想どおりであれば、インフレが鎮静化した好印象を市場に与えることになるのでしょうか？

市場は好感する可能性があります。

——また、CPI 3%割れの場合、現在 5.25~5.50%の政策金利（FF レート）がターミナルレート（到達金利）に達したという好印象をさらに強めるものとなるのでしょうか？

CPI の面ではそうですが、先日の雇用状況は、かなりの堅調さを支援しています。したがって、このような状況で政策金利を引き下げれば、再度 CPI を上昇させる引き金となる可能性があります。

——CME フェドウォッチ（下表左）と FRB ドットチャート（下表右）を掲載したのは、なぜでしょうか？

市場の思惑と FRB の現状の差を認識しておく必要があるからです。現状では市場があまりに楽観的に利下げを予想していると考えています。

——フェドウォッチによると、2月6日現在、市場参加者の 38.6%が年末に政策金利（FF レート=5.25~5.50%）が 4.00%~4.25%にまで引き下げられると予想しています。市場参加者は、ある意味、ここまで引き下げられるほど米国経済に陰りがあり得るとみているのでしょうか？

米国経済の状況は一言では表現できない状態でしょう。雇用は強さをみせていますが、地銀の体力は弱っています。富裕層の資産は増えていますが、庶民は高いカードローン金利に苦勞している状態でしょう。大統領選挙を前にバイデン政権と FRB には頭が痛い状況でしょう。

——対してドットチャートによると、FOMC 委員の多くが年末の政策金利を 4.625%とみています。FOMC としては、先生が1月10日の配信で指摘されていたように、FRB の台所、少なくとも足元に火がついてきたことに懸念はないのでしょうか？

FRB の台所だけ考えれば下げたいのが本音だと思います。しかし、下げれば CPI 反発の懸念が残っているので、頭が痛い状況でしょう。

<資料 P5>

——S&P と NYCB（ニューヨーク・コミュニティ・バンコープ）、IAT（米地銀株 ETF）の

昨年3月からの値動きを示したのは、なぜでしょうか？

米地銀に対する不安が高まっているからです。この点では、FRB は利下げをしたいと考えています。

—このようなときに FRB が1年間の BTFP（バンク・ターム・ファンディング・プログラム）を撤廃し、「ミルク補給」を打ち切るのは悪手ではないでしょうか？

背に腹はかえられないほど FRB の台所も火の車なのでしょう。

—BTFP による延命措置は、問題の先送りどころか、むしろ問題を膨らませていた可能性はないのでしょうか？

可能性はあります。しかし、BTFP がなければ、地銀危機はさらに大きくなっていたと考えられます。

—NYCB の経営が傾いたのは商業用不動産向け融資が焦げ付いたからでしょうか？

債券の焦げ付きに備える引当金が急増したと報じられています。

<資料 P6>

—昨年の5月から米国で高インフレにもかかわらず商業用不動産が値を下げているのは、なぜでしょうか？

空室率が高止まりしているからです。テナントがつかなければ、不動産投資の収益率は下がります。したがって、収益率を高めるためには、買う値段を下げる必要があります。したがって、不動産の価値は下がり、価格が下落するわけです。

—コロナ禍でオフィス需要が減ったとすれば、コロナショック後に商業用不動産が値を上げたのは、なぜでしょうか？

カネ余りによるバブルとインフレの影響でしょう。

——過剰流動性がバブルを形成したとすれば、日本でも今後インフレに関わらず不動産価格が下落することもあり得るのでしょうか？

不動産がキャッシュフローを生まなければ、それは資産ではなく、負債ですね。

——あおぞら銀行の株価を掲載したのは、なぜでしょうか？

米国の商業不動産問題は国内だけの問題ではないということです。

——あおぞら銀行やドイツ銀行のように米国の商業用不動産への融資に積極的だった銀行が他にもあり得るのでしょうか？

あり得ますね。米国の地銀だけでなく、日本の地銀などにも注目しています。

【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。