

## オプション倶楽部 TV

### 2024年3月「政治経済イベント分析」補足 Q&A

2月の日経平均はさらに急角度で吹き上げて34年ぶりに一代高値を更新しました。この大きな要因として先生が指摘しているのがドル円と裁定取引です。そして、それが3月相場の波乱要因となるかもしれません。日経平均は3月に入ってさらに40000円も超えています。ただし、日経平均の「中身」や「メイン」が34年前と異なる点に注意しておきたいと先生は考えているようです。

#### <資料 P2>

—— 2月の日経平均は強基調で続伸しました。以前、日経平均高騰の要因として

- ①ドル高円安
- ②円安に伴う企業業績の上方修正
- ③円安に伴うインフレ
- ④裁定買残の増加
- ⑤堅調な米国株
- ⑥中国からの退避資金

を挙げましたが、2月の上昇で大きな要因となったのは、そのなかにあるのでしょうか？

すべてが要因となって、かなり強い上昇トレンドになったと考えています。さらに米国株の上昇も支援材料になったと考えています。

——昨年11月中旬から年末にかけてドル円は150円から140円割れ目前まで円高となりました。それにもかかわらず日経平均が大きく崩れなかったのは、なぜでしょうか？

それまでの円安の蓄積があったので、予想EPSが下振れしなかったことが大きな要因と考えています。23年3月は130円台前半でしたので。

——日経平均が4万円台を突破していくとなれば、これらの要因がさらに進むことで起こり得るのでしょうか？ それとも、新たな強気要因があり得るのでしょうか？

円安進行による株高は想定しておきたいところです。極端な例ではアルゼンチンでの通貨

安と株高の関係です。すなわち、弱小通貨の株式市場は名目的に強いということですね。

最終的に懸念されるのは、インフレ加速（ハイパーインフレ）による株高の展開でしょう。名目値である株価指数は上昇しますが、実質株価は下落している展開です。

**——さすがに今回の上昇は売坊流の日経 225CALL 売り戦略にとって逆風だったのでしょうか？**

今月の売坊流 CALL 売り戦略は、証拠金の増加はあったものの、大きな問題もなく対応でき、収益につながったと考えています。戦略で使っている判断材料や戦略の仕組みからすれば想定内のことが起きたにすぎません。

隕石衝突など自然現象は想定外の事象であるため暴落の予想は難しいですが、暴騰の予想はポイントを押さえれば、それほど難しくありません。この辺についてオプション倶楽部では月次セミナーや週次レポートで会員様に継続的に詳しくお伝えしています。

#### **<資料 P3>**

**—— 3月11日に米国で BTFP（銀行ターム・ファンディング・プログラム）が終了します。いわゆる「ミルク補給」が終了するわけですが、商業用不動産への融資が焦げついている地銀は NYCB だけではないと思います。FRB（米連邦準備理事会）のパウエル議長としては大統領選を前に金融不安は絶対に阻止しなければならないわけで、今後どのような救済策を考えているのでしょうか？**

手持ちのカードは少ないと思います。もしもの時は、再度ミルク補給を復活するかもしれませんね。

**—— 3月15日に米国株のメジャーSQがあります。どのような点に注目されていますか？**

こちらにも上に仕掛けられている状態ですので、日米 SQ 明けに天井を打つ可能性も出てきたと考えています。一方、この時点での大暴落もないと考えています。その場合は米国で PKO（株価維持操作）があると予想しています。

—— 3月19日の日銀政策金融会合では、どのような点に注目されていますか？

日銀は FOMC 前および4月の日米首脳会談前に具体的な行動は起こせないと予想しています。あったとしても、若干の示唆をするだけでしょう。米大統領選挙前の極端なドル安円高は、米国の輸入物価が上昇し、インフレを加速させますので、バイデン政権にとっては受け入れがたいでしょう。

—— 3月20日のFOMCでは、どのような点に注目されていますか？

ここでも金利据え置きでしょう。若干、政策金利の引き下げペースが遅くなるかもしれませんが。また、足元で米 CPI が反発し、中東情勢が緊迫化しているため、金利引き上げの可能性についてのコメントが出るかに注目しています。

—— 3月29日の権利付き最終売買日に注目されているのは、なぜでしょうか？

3月はSQ明けのほうが注目点です。3月末の水準によっては、機関投資家のポートフォリオにおける日本株と海外株への比重がオーバーしている可能性があり、どの程度下げる必要があるかに注目しているからです。つまり、潜在的な売り圧力の大きさです。

#### <資料 P4>

—— 3月12日に発表される米国の2月分CPI（消費者物価指数）を米クリーブランド連銀は1月分（3.1%）と同水準になると予想しています。株式市場がこれを「高止まり」とみる可能性はあるでしょうか？

2月分CPIの横ばいについては、市場は織り込み始めていると考えています。一方、3月分CPI上昇の織り込みはまだまだだと考えています。

—— ク連銀は3月分CPIを反発とみています。これはNY原油がジリ高で80ドル超えが目前となってきたのも関連しているのでしょうか？

原油高もひとつの要因でしょう。

——CME フェドワッチによると市場が今年末の米政策金利（FF レート）の予想を FRB のドットチャートに合わせてきました。これはなぜでしょうか？

市場参加者の政策金利引き下げ期待があまりに楽観的だったと、やっと認識されてきたということですね。

——短期金融市場が米国で 6 月に政策金利の引き下げがあると予想していることに注目されているのは、なぜでしょうか？

こちらも今までの流れがあるということですね。このままであれば、この予想もさらに後ずれする可能性があります。なお、不動産バブル崩壊や第二の地銀破綻問題が出てくる場合の利下げを織り込んでいるとは思っていません。

#### <資料 P5>

——裁定取引の買い残を掲載したのは、なぜでしょうか？

この数字が近年の上限を超えてきているからです。日本で金利が上昇する前に、また中国から逃避してきたおカネが日本でひと稼ぎを狙っている状態でしょう。

これらの裁定ポジションは反対売買（ポジションを解消）することで利益が確定します。一番単純なのは、SQ 日に現物をすべて成り行きで売ることです。

裁定買い業者のリスクは売り気配で値が付かない、または比例配分となることです。

——1兆5000億円がここ数年の上限だった買い残が2兆円にまで増えたのは①日本株が上昇基調にあった、②225先物が割高となった、③日銀のマイナス金利解除を目前に円の調達コストが上昇する前に一儲けしたいと考えた、ということでしょうか？

②と③が要因でしょう。裁定取引だけの視点では、現物と先物の価格差だけが問題ですので、日本株の水準は基本的に関係ありません。

一方、OP を加えれば、①の日本株の上昇基調も大きく影響しています。CALL 売り方に損切りをさせ、さらに先物を割高にして、裁定機会を作るのに役立つとともに、CALL を買っ

ておけばさらに利益が出るからです。

——となると、3月会合で維持となれば、さらに買い残が膨らむ可能性もあり得るのでしょうか？

可能性はあると思います。一方、SQ明けにまずはPUTを使っていったん買い残を下げてからまた、6月SQを狙って再度膨らませるほうが収益を伸ばせるでしょう。3月SQで、どれだけ裁定買い残が減るかに注目しています。

——日経平均とドル円レートの分布図を掲載したのは、なぜでしょうか？

大きな目で見ると、円安による日経平均の感応度を計測できると考えているからです。

<資料 P6>

——日経平均の寄与度上位 10 銘柄のうち 6 銘柄が、海外連結売上比率（連結売上において日本以外の売上高が占める割合）が 8～9 割を占めている外需株ということでしょうか？

もはや上位銘柄は日本にある日本名の“外国株”ですね。

——ソフトバンクグループも虎の子の英アーム株のおかげで黒字になったといえ、為替レートに左右される銘柄といえるのでしょうか？

アームの株価を円換算すれば、円安は収益に貢献します。したがって、為替の影響を受けま  
すね。

——裁定筋が保有している現物株をすべて解消売りに出した場合、ファーストリテイリングに 500 万株の売りが出るということでしょうか？

売りに出すかは分かりません。しかし、2兆円の買い残から単純計算すれば、最大 500 万株程度の売り需要があるということです。現物バスケットの引き取り手がどのくらい出るかを見ながら、SQ日に売り物を増やしてくるということでしょう。

リスクは、その日の寄り付きで現物の売り物がすべてできないことです。

——愚問で恐縮ですが、売り上げを海外に頼っている企業が儲けた外貨のどれだけを円に換えているのでしょうか？ ほとんどを換えているのであれば円高要因にならないのは、なぜでしょうか？

材料などの現地調達比率が企業によって違います。材料などを現地で調達するのであれば、円に換える必要はありません。また、現地調達でなくても、決済通貨を外貨建てにしておけば、外貨のリスクはなくなります。

さらに、これらの企業は、スワップや為替予約をつかったり、オプション（ドル PUT）を買ったりして、円高に備えられますので、常に円転する必要はありません。いわゆる財務部門の腕の見せ所です。

一方、財務諸表上は「見かけの為替で」最終的に円で評価しているわけです。

#### 【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。