

オプション倶楽部 TV

2024 年 11 月「グレイ・リノ分析」補足 Q&A

今年最大の政治経済イベントかつグレイ・リノと目された米大統領選はトランプ氏圧勝で終わりました。これを受けて米国株と米ドルが急伸し、S&P500 はついに 6000 ポイント台を試しています。一方、日経平均は米株高とドル円レートの上昇(円安)に支えられるも、40000 円台を目前に頭の重い展開となっています。

売坊先生は市場の注目が「金融当局の政策運営」に移ったとみているようです。そこで日本に目をやると「日本国債市場」という大きなグレイ・リノがあります。発行された日本国債の大半は日本銀行が保有していますので“安泰だ”という見方もありますが、海外投資家からすれば「ほとんど持っていないので、もし急落(利回りが急騰)しても対岸の火事にすぎない」という見方もあるようです。

<資料 P2>

——米大統領選は多くの旧来メディアが“接戦”を報じるなか、先生が紹介した賭け屋のサイトどおり、トランプ氏が圧勝しました。米国株と米ドルは、これを織り込んで上昇しているようにみえます。結果的に日経平均が 11 月頭に様子見で調整したときに逆張りで 225CALL 買い、ブル CALL スプレッドを仕掛けるのがよかったのでしょうか？

ご指摘のとおり、今回も逆張りが成功した形です。つまり、CALL 買いやブル CALL スプレッドが正解だったということになります。

——米議会選は共和党が上院の過半数を制し、下院選もかなり優勢です。結局のところ、民主党だけでなく旧来メディアも、結果的にボトムアップどころかボトムダウンとなったバイデン政権の政策に対する庶民の不満の強さを理解できていなかったようにみえます。ただ、トランプ氏が訴えている政策は「庶民の不満」を和らげられるのでしょうか？ その効果をうかがい知れる指標は何だと思いますか？

今回はトランプ氏勝利というよりも、物価高による生活苦がバイデン氏＝ハリス氏批判につながったのだと思います。トランプ氏が選挙中に挙げていた政策については、いつ、どの程度、どんな形で実現されるのかを見守っていく必要があるでしょう。また、その効果を見るのは、貧富の差が縮まってくるかでしょう。たとえば、ジニ係数やアトキンソン指標です。

——米国政府は実際に政権交代がある2月までレームダック（死に体）となるのでしょうか？ それが中東情勢（イスラエルの攻勢強化）に影響を及ぼし、原油価格を上昇させる可能性を考えておくべきでしょうか？

すでにトランプ次期大統領はプーチン大統領と話をしたとの報道もあります。ウクライナ問題に関してはロシアに譲歩する形での決着もあり得るでしょう。その場合、原油価格が下がるかもしれません。また、イスラエル問題は流動的です。こちらは原油の上昇につながるかもしれません。

——来年2月までもトランプ氏の言動によって、相場が動く可能性があるのでしょうか？

今後もまだまだトランプ次期大統領の発言で荒れる展開を予想しています。

——選挙イヤーとなった2024年は各国で与党が敗北もしくは後退したようにみえます。ただ、結果的にこれらのグレイ・リノは怒り出さず、市場の動揺は小さかったようにみえます。これは、なぜだと思えますか？

市場の動揺が大きかったか小さかったかは、各投資家で印象が違うかもしれません。大きなインパクトでなかったとすれば、コロナショック時の過剰流動性（おカネのバラマキ）による影響がまだ残っていたことと、インフレによって株式など資産の名目値が上がっていることが挙げられるでしょう。

<資料 P3>

——米クリーブランド連銀の米CPI（消費者物価指数）前年比予想を掲載したのは、なぜでしょうか？

2カ月連続の上昇となっているからです。インフレ鎮静化から反発の展開となったかもしれません。トランプ次期大統領の政策をみれば、下げ渋りの展開になりつつあると考えています。

——10・11月の米CPIを「反発」と市場が受け取った場合、どのようなことが考えられるのでしょうか？

少なくとも株式が高値を追う可能性が低くなると考えています。

——11月1日時点と8日時点のCME『FEDウォッチ』による市場参加者の政策金利予測を掲載したのは、なぜでしょうか？

トランプ氏の米大統領選勝利を受けて、市場参加者の楽観論が後退していることをみてほしかったからです。

——市場が米政策金利（FFレート）の引き下げ期待を抑えてきたことが米国株市場や米国債市場にどのような影響があり得ると考えられるのでしょうか？

株式市場には逆風でしょう。米国債利回りは、それほど低下しなくなるかもしれません。ただし、株価が暴落すれば、低下もあり得ます。

<資料 P4>

——日本国債などの保有者別内訳を掲載したのは、なぜでしょうか？

まず重要なのは海外投資家による日本国債の保有比率の低さです。したがって、米国債やギリシャ国債とは違い、円債の暴落は日本国内の問題であり、グローバルな問題とは認識されにくいということです。

——よく「日本国債はほとんどが国内で保有されているので急落リスク（長期金利の急騰リスク）が低い」といわれています。しかし、中央銀行が発行額の半分以上を保有していることに急落リスクはないのでしょうか？

急落リスクはあります。しかし、円債だけであれば、それは国内問題です。その結果、日本経済がハイパーインフレで大混乱となり、日本株が暴落し、日本円が暴落することはあり得ます。このような展開となると、海外投資家の日本株売りが加速するでしょう。

——海外投資家が日本の短期債（1年以下）を大量に保有しているのは、なぜでしょうか？

経済合理性を考えれば、円の長期債を持つ意味はないからです。

——日本の政策金利が引き上げられるとみられるなか、短期債価格の低下は、海外投資家にどのような行動を起こさせる可能性があるのでしょうか？

日本売りの加速でしょう。円売り、円債売り、日本株売りのトリプル安の可能性を考えておく時期に入っていると考えています。

——なぜ財政ファイナンス（中央銀行に国債を直接引き受けさせること）はハイパーインフレを引き起こしかねないといわれるのでしょうか？

そのようにしなければならぬような経済状態は、その国の経済が破綻寸前ということでしょう。

——なぜ現在、日本銀行の信用力は低下していないのでしょうか？

海外投資家は円債にも魅力も感じていないので、日本銀行に興味がないのでしょう。

<資料 P5>

——10 年物日本国債の利回り推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

徐々に水準が上がってきています。この結果、日銀が保有する日本国債の含み損が激増しています。

——10 年債利回りが上昇（10 年債の価格が下落）することで、保有する国債に含み損が出た金融機関の信用が低下させられる可能性があるのでしょうか？

可能性はあります。あまり問題にならないのは、海外投資家の保有残高が少ないからです。

——2024 年 3 月期決算における保有国債の含み損は 9 兆 4337 億円と報じられています

が「現在の含み損は 16 兆円を超えていると試算」されるのは、なぜでしょうか？

円債の利回りが上昇しており、日銀が保有する円債の時価が簿価よりも下がっているからです。保有額が膨大ですので含み損も大きくなります。

——インフレ 2 %時における 10 年物国債（利回り 0.769 %）の実質価値の劣化状況を掲載したのは、なぜでしょうか？

現在の状況です。これだけ経済合理性のない金融商品を買うニーズは、普通はないのです。国内金融機関は政策的に買っているかもしれませんが、海外投資家を買わないのは、まさにこの点です。

——個人が物価連動国債（いわゆる「変動 10 年」）で資金運用することについては、どう思いますか？

少しの金額を運用するのであれば、理解できます。しかし、大金を運用するのは全く経済合理性がない行動だと、個人的には考えています。

<資料 P6>

——IMM（米大手デリバティブ取引所 CME の国際金融部門）日本円通貨先物市場における大口投機家の建玉推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

こちらもすでに円売りになってきています。

——10 月 29 日時点で大口投機家が円の売り越しとなったのは、少なくともヘッジファンド筋は円買いの建玉を減らしているということでしょうか？

円買いポジションも減らしていますが、円売りポジションが増えてきています。今回の衆議院選挙などで、日本のリスクが再認識されてきていると考えています。

——日銀が政策金利の引き上げをにおわせており、FRB（米連邦準備理事会）がすでに政策

金利を引き下げているにもかかわらず、投機筋が 10 月以降、円買いをためらっている理由は何だと思われますか？

日銀の利上げ実現に疑問符がついているからでしょう。時間もかかるでしょうし、引き上げ幅もわずかです。逆に上げれば、日銀の含み損が急速に拡大します。一方、FF レートを引き下げても、米国の長期金利は下らないどころか、上昇の懸念があるからです。

——日経平均の予想 EPS（1 株当たり利益≡業績）を掲載したのは、なぜでしょうか？

円安にもかかわらず業績は下がってきています。円安でなければ、さらに悪化していることになります。

——ドル円上昇（円安）のなか予想 EPS が低下傾向にあるのは、なぜだと思われますか？

日本製品の国際競争力の低下です。

——予想 EPS が低下傾向にあるのに、足元の日経平均（＝EPS×PER）が逆行しているのは、予想 PER（株価収益率≡成長性）が評価されているということでしょうか？

さらなる円安を予想しているのかもしれませんが。

——日米長期金利の動向次第で日本のトリプル安（円安・株安・債券安）が起きる可能性があるのは、なぜでしょうか？

日米の長期金利差が縮小しない状況で、日本の政治等への不信感が高まれば、円安から円金利上昇、株価下落のドミノ倒しが起こる可能性があるからです。

——現在、円安が日経平均の追い風となっているのに、円安と株安が同時に起こり得るのは、なぜでしょうか？

日本への投資のリスクが再認識されている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。