

## オプション倶楽部 TV

### 2024年11月「グレイ・リノ分析」補足 Q&A

選挙イヤーとなった2024年、多くの主要国で政権与党が敗北、もしくは勢力後退となりました。しかし、そうした“波乱”にもかかわらず、相場を急変させる要因には、ならなかったようにみえます。米国株で「トランプラリー」が起きた“一見ポジティブな”グレイ・リノくらいでしょうか。

ただし、これでサイたちが寝たままで済んだ……とはいかないようです。ここにきて予算案などをきっかけに各国で政局が急変しています。また、米国でも「トランプ前」と「トランプ後」のグレイ・リノがあります。政治不安のグレイ・リノが、どのような影響を市場にもたらし得るかポイントを確認しておきましょう。

#### <資料 P2>

——先月「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、結果的にグレイ・リノとならず、市場の動揺は小さかったようにみえます」と質問しました。ところが、その直後からドイツ、フランス、そして韓国で政治不安が急速に高まっています（汗）。日本も少数与党ですので、何かをきっかけに政治不安が急速に高まる可能性があるともみられるべきでしょうか？

特に海外投資家は政治の不安定さを「リスク」と考えがちです。そして、日本の政治不安は高まると考えています。いつでも内閣不信任案は出せる状況ですし、可決される可能性もあるからです。

——米労働省が12月6日に発表した11月雇用統計によると、非農業部門の就業者数が前月比で22万7000人増となり、市場予想を若干上回りましたが、失業率は前月比0.1%増の4.2%となりました。先生は、どのようにとらえていますか？

今回の就業者数増の内訳をみていると「複数の仕事をしている人が増えた」ということです。つまり、これはもっと働かないと生活できないということの裏返しとも見て取れます。景気が良いということではないでしょう。

**HOUSEHOLD DATA**

**Table A-9. Selected employment indicators**

[Numbers in thousands]

Characteristic	Not seasonally adjusted			Seasonally adjusted					
	Nov. 2023	Oct. 2024	Nov. 2024	Nov. 2023	July 2024	Aug. 2024	Sept. 2024	Oct. 2024	Nov. 2024
<b>FULL- OR PART-TIME STATUS</b>									
Full-time workers <sup>3</sup> .....	134,634	133,887	133,364	134,727	133,684	133,246	133,660	133,496	133,385
Part-time workers <sup>4</sup> .....	27,515	28,051	28,092	27,032	27,729	28,256	28,161	27,934	27,666
<b>MULTIPLE JOBHOLDERS</b>									
Total multiple jobholders.....	8,463	8,481	8,716	8,343	8,473	8,538	8,659	8,305	8,580
Percent of total employed.....	5.2	5.2	5.4	5.2	5.3	5.3	5.3	5.1	5.3
<b>SELF-EMPLOYMENT</b>									
Self-employed workers, incorporated.....	6,872	6,873	6,834	-	-	-	-	-	-
Self-employed workers, unincorporated.....	9,695	9,946	9,783	9,715	9,831	10,105	9,849	9,838	9,816

出所) 米労働省

——なぜ、雇用が増えているのに、失業も増えているのでしょうか？ 就職を希望する人が増えているのでしょうか？

給与の高い人々の雇用が減り、その結果、多少の賃金減でも働かないといけないという状況になっているのではと考えています。

以前のアベノミクスによる「まやかしの状況」と同じことです。アベノミクスでは高賃金の正社員数が減り、より賃金の低い派遣社員が増えました。この状態を“雇用数が上がっている”と発表し、さも経済政策は成功していると風潮していたわけですから。

結論をいえば、景気は良くないということでしょう。生活苦で仕事を捜している人が増えているのだと思います。

——ビットコイン (BTC) が 10 万ドル (約 1500 万円) の大台に達しました。トランプ氏が BTC を戦略的に備蓄する構想や米 SEC (証券取引委員会) 委員長に規制緩和派を指名することが強気材料とされています。先生は、BTC について、どのようにみていますか？

これは「米ドルへの信認低下」を反映していると考えています。どの紙幣も単なる紙です。貨幣への不信感の逃避先となっているということでしょう。

<資料 P3>

——第二次トランプ新政権の主な顔ぶれを挙げたのは、なぜでしょうか？

議会で承認されるか分かりませんが、かなりの変化や混乱があると思います。いままでの既

得権者などからの反撃など変化や混乱も予想されます。

—これから首都ワシントンのキャリア官僚たちとの対決が始まると思います。ただ、財政の健全化・政府のスリム化を目指すとするれば、それに伴う痛みにも留意しておくべきでしょうか？

そのとおりだと思います。財政赤字に対し、どれだけ踏み込めるのか、その痛みはどうかは、まだまだ未知数です。

—第二次トランプ新政権の規制緩和は株価に対して追い風となるでしょうか？ それとも今の株価で期待先行でしょうか？

この段階で決め打ちはしないほうがいいでしょう。かなりの不確実性があります。

—トランプ関税で中国経済が大打撃を受ける可能性はあるでしょうか？ それとも、むしろ打撃を受けるのは米国経済でしょうか？

中国にもマイナス面もありますが、米国も無傷では済まないでしょう。

—日本経済もトランプ関税による弊害を受ける可能性はあるでしょうか？ それとも中国の対米輸出低迷は日本経済にとって追い風となるでしょうか？

こちらはまだまだ予断が許せません。来年1月20日にトランプ氏が米大統領に就任してからの政策などを見守っていく必要があるでしょう。

—かつて、世界恐慌時に米国のフーバー政権が「スムート＝ホーリー関税法」を制定して欧州経済に悪影響を及ぼし、世界的な保護主義化が第二次世界大戦の一因になったと一般にいられています。このような負の連鎖は考えすぎでしょうか？

世界情勢は、かなり複雑化しています。あらゆる可能性を想定しておくべきだと考えています。楽観は禁物でしょう。

<資料 P4>

—ドイツでは、積極財政を唱える SPD（社会民主党）や緑の党と歳出削減を訴える FDP（自由民主党）の連立政権内での路線対立があったと伝えられています。しかし、それは連立を組んだときから明らかになっていたと思うのですが、なぜ今になって、こうした危機的な状況になったのでしょうか？

ご指摘のとおり、問題は潜在的に内在していました。景気の悪化で、それが表面化してきたということですね。

—EU 域内での右傾化がドイツの政局にも影響しているのでしょうか？

景気の悪化が影響しているのだと考えています。

—フランスでは、歳出削減の予算案を出したバルニエ内閣に反発した左派連合が不信任案を提出し、それに極右が同調して賛成多数で可決しました。なぜ今になって、こうした危機的な状況になったのでしょうか？

根回しなど手続き上の問題もあったと考えています。強行採決が裏目に出ましたね。

—予算案というのは政治不安が高まる「きっかけ」であり、日本でもそうなるでしょうか？ ただし、日本の政党は右派から左派まで皆、積極財政です。

積極財政は好感されると思いますが「今だけカネだけ自分だけ」の増税路線では、政治不信は高まるばかりでしょう。

—独仏の政治混乱はユーロドル FX の9月からの下げに影響をもたらしているのでしょうか？



出所) TradingView

ご指摘のとおりです。ユーロ安の一因ですね。

—ただ、独仏の政治不安に対して今のところドイツ株（DAX）やフランス株（CAC）は大きく影響を受けていないように見えます。これは、なぜだと思いませんか？

### <DAX>



### <CAC>



出所) TradingView

景気悪化による政策金利の引き下げを期待して株高になっているのかもしれませんが。

—また、直近で10年物の米国債と英国債の利回りが4.2%近辺であるのに対して、ドイツ国債は2.1%近辺、フランス国債は2.9%近辺です（ECB＝欧州中央銀行の政策金利は3.40%）。個人的には今のところ、まだ安定しているようにみえるのですが、先生はどのようにとらえていますか？

### <10年物ドイツ国債利回り>



### <10年物フランス国債利回り>



出所) TradingView

まだまだ問題が軽視されているのだと思います。今後については予断を許さない状況です。

——独仏の政治混乱はユーロ圏に悪い影響をもたらすでしょうか？ むしろ、ギリシャ国債の利回りが足もとで3%を割れているほうが不思議な気がします。

### <10年物ギリシャ国債利回り>



出所) TradingView

ギリシャは過去に破綻したイメージが残っていますが、近年は奇跡の復活とも言われるほど順調だと考えています。

足元では、欧州経済の低迷で 2024 年の経済成長率を 2.2%に下方修正されていますが、IMF の同年経済予測では、ドイツは0.0%、フランスは 1.1%、ユーロ圏は 0.8%ですので、はるかにギリシャのほうが優等生ですね。

——韓国ではユン大統領が「貧すれば鈍する」で戒厳令の悪手を出してしまいました。韓国の政権崩壊は世界経済に影響し得るでしょうか？

影響はあると思います。特に 2023 年の日本の輸出額で第 3 位が韓国です。韓国ウォン危機にもつながる可能性もありますし、北朝鮮が相対的に優勢となれば、米口関係などにも影響が出てくるでしょう。

### <資料 P5>

——ここで日本のステルス増税をとりあげたのは、なぜでしょうか？

裏金問題もまっとうに説明できない自民党政権の増税路線は、政局の混乱をもたらすでしょう。内閣不信任案から政権交代につながる可能性も否定できません。なお、改憲で緊急事態条項が織り込まれると、場合によっては日本でも「戒厳令」が出るかもしれません。

——日本政府は国民に何かと一時的な給付・減税をする一方で、何かと恒久的な負担も増やしています。北欧のような高福祉高負担の国家を目指しているのでしょうか？

そうであればいいのですが、実態は違うでしょう。増税のための見せかけの給付でしょう。

#### 〈資料 P6〉

——経済不確実性指数（経済政策の不確実性に言及した新聞記事の件数をもとに算出された指標）を掲載したのは、なぜでしょうか？

現在の日米の経済政策の不確実性を数値で見ることができるからです。

——経済不確実指数は株価の下げ幅の大きさを示唆するボラティリティ指数の一種とも考えられるのでしょうか？

考え方もよりますが、この指数の急騰は、結果として株価に影響し、ボラティリティを上昇させやすいと考えています。

——ただ、経済不確実性指数が急騰したときは、むしろその後に政府のバラマキによる株価指数の底入れを示唆しているようにみえませんか？

政局の不安定さを治めるためにバラマキが起これば、株価が底打ちする可能性もあります。したがって、ピークアウトしてきたような場面で、政局の状況を見極めることが重要でしょう。ただし、経済不確実性指数は月次の指数ですので、若干遅行指数となります。

——経済不確実指数は、いわゆる「オールド（旧態）メディア」からデータを収集しています。それでも信頼に足るのでしょうか？

今のところは、まだまだ使えるでしょう。これに代替できるものも今のところ持ち合わせていません。SNS時代の代替案をみつけようとしています、まだ見つかっていません。

**【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。