

## オプション倶楽部 TV

### 2024年6月「政治経済イベント分析」補足 Q&A

5月の日経平均は4月下旬を底値に、いわゆるフラッグを描きながら40000円台を目指していました。しかし、5月末に底を割れましたが、ブレイクアウトとはならず、反発をみせています。介入後も揺るがぬ円安と史上最高水準の裁定買い残が下支え要因となっているようです。

さて、米国で商業不動産のバブル崩壊で、地銀破綻の第二章が不安視されているなか、大手銀でもREIT（不動産投信）経由での焦げ付き懸念が「グレイ・リノ」となっているようです。FRB（米連邦準備理事会）は、こうした銀行不安の懸念と高止まりするインフレのなか、どのような金利見通しをもっているのでしょうか？ 6月12日に発表されるFOMC各委員の政策金利見通しをまとめた『ドットチャート』に注目が集まっています。

#### <資料 P2>

——5月の日経平均は37500~39500円のレンジを推移しました。5月末に急落するもそこから値を戻しています。強弱相半ばする状況でしょうか？ それとも超高速売買や日計りが中心で、決め手に欠ける状況でしょうか？

トレンドが出にくい状態だと考えています。大きめのレンジ、37068~40185円の中で値幅も出やすい状況が続くと考えています。上に行くには、いったん37068円を割る必要があります。

——6月14日にSQ（満期）日となる6月限は、ラージ先物の期近も満期となる「メジャーSQ」のため「荒れやすい」といわれています。しかし、ここまで荒れた動きがないようにみえるのは、なぜでしょうか？

ボックス圏での推移が続いていますので、荒れていないようにも感じられます。業績が低調なので上値もありませんが、裁定買いが膨らんでいることで、底値を支えている状態でしょう。6月に波乱がなければ、大統領選挙前の9月をさらに警戒する必要があるようです。なお、5月30日には一時900円以上下げました。

——5月29日夕方に配信されたJPX/JSCCの証拠金データに誤りがあったのも翌日の下げに影響しているのでしょうか？

機関投資家やファンドなどは余分な資金を証券会社に預託していないでしょう。したがって、証拠金が翌日に訂正されていたとすると、かなりの事務負担があり、不信感が高まったと考えています。買い建てポジションの縮小を余儀なくされていても不思議ではありません（※売り建てサイドも同じ状況ですが）。

——裁定筋が現物の買い残を解消するどころか、5月下旬には過去最高水準にまで増やしています。次のメジャー限月まで、さらに上に引っ張れるとみているのでしょうか？

可能性はありますが、かなりの高水準ですね。ヘッジファンドが世界の市場でどこが一番儲かるかを見極めて、残高を積み上げてくる可能性もありそうです。

——日本の長期金利（10年債利回り）が11年ぶりに1%を超えました。しかし、日米長期金利差が縮小してもドル円レートに大きな影響はなく、ドル高円安基調が続いており、これも日経平均を下支えしているようにみえます。ドル円に基調転換がみられないのは、なぜでしょうか？

為替相場の大きな変動要因は金利差です。しかし、それだけでもありません。裏金問題や稚拙なIT技術、車両認証不正問題など日本への信頼低下があるのだと考えています。いわゆる日本売りですね。人口も減少していますので。

——対して、米S&P500の頭が重たいようにみえます。5月下旬にエヌビディアの市場予想を上回る増収増益が注目されましたが、なぜでしょうか？

利下げ期待で買い上げていましたが、さすがにその期待が後退するなかでは、これ以上の株価上昇は、インフレの再加速がなければ、あまり期待できないでしょう。米国株は債券対比で異常なほど割高な状況だと考えています。

——日経平均がレンジでの動きとなったことで、今までのところ6月限は売坊流の日経225CALL売り戦略にとって都合の良い展開だったと思います。しかし、ここからは“荒れる6月限”による証拠金額の高騰を警戒して慎重になるべきでしょうか？

残り2週間となりましたので、証拠金の高騰には念のため注意しながら、着実に運用していきたい状況です。運用環境は、かなり良好でした。ただ、JPX/JSCCの証拠金計算ミスが続かなければいいのですが……。

### <資料 P3>

——6月14日の日銀政策決定会合ではFOMC（米連邦公開市場委員会）後なので何かしらの動きをしてきたらと述べていましたが、具体的にはどのような点に注目されていますか？

金利上限の引き上げがあるかに注力していました。が、10年債利回りは、それを織り込みつつあるようです。

——なぜ米国の金融政策決定会合のあとだと日銀は動きやすいのでしょうか？

日銀の直後の米国が動くとき日銀の政策変更の意味が台無しとなる可能性があるからです。

——6月21日に米国でメジャーSQ（クアドラプル・ウィッチング）があります。こちら米S&P500がレンジ相場の現在、嵐の前の静けさとして警戒すべきでしょうか？

念のため警戒はしています。ただ、こちら米大統領選挙前の9月のほうが荒れやすいかもしれません。

——7月4日に英国で総選挙があります。与党保守党の苦戦と政権交代が見込まれていますが、その結果は株価に影響し得るでしょうか？

こちら影響すると思っています。利下げ観測も後退していますので、株価にはマイナスでしょう。

——7月7日に東京都知事選があります。自民党はかつてあれだけもめた小池都知事に秋波を送っていると報じられていますが、その結果は株価に影響し得るでしょうか？

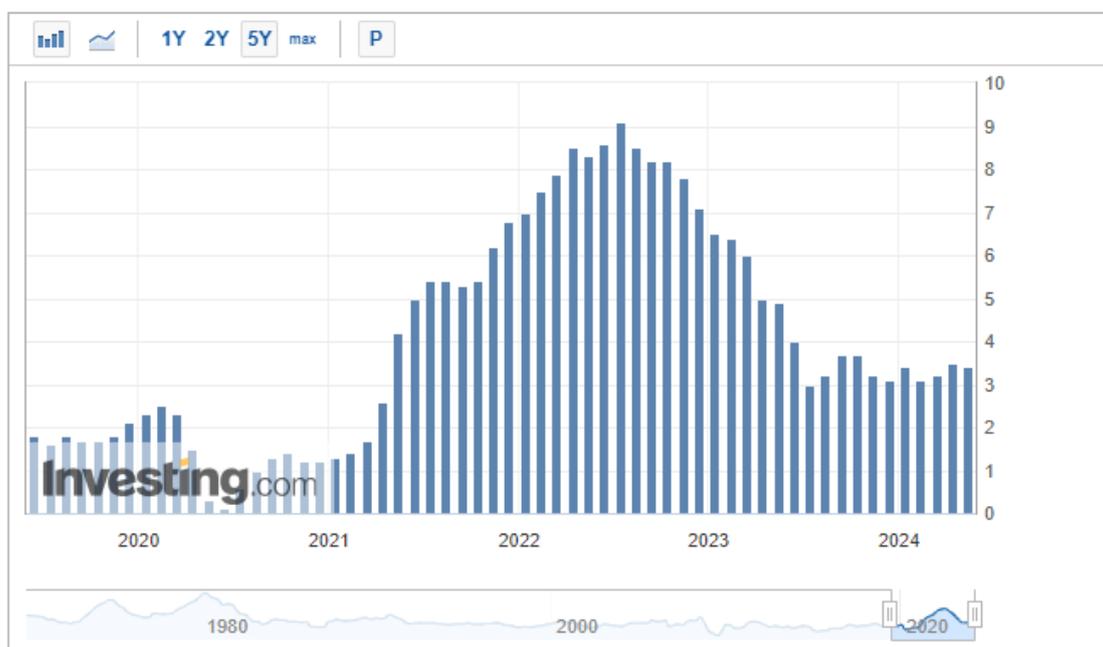
6月2日の港区長選でも自公推薦の現職が落選しました。現職が6期目を目指したのも嫌気されたのでしょうか、一部支援団体との密接な関係など、自民党の暗部と同じ構図が嫌気されたのだとみています。

この流れが東京都知事選や衆議院選挙につながれば、政権交代もあり得る状態でしょう。

#### <資料 P4>

——6月12日に発表される米国の5月分CPI(消費者物価指数)を米クリーブランド連銀は、4月分(前年比3.4%)と同水準で予想しています。前回は前月比0.1%低下でも、なぜか大手メディアには「高止まり」ではなく「鈍化」と報じられ、米国株市場には「朗報」となりました。今回も5月分CPIが3.3%だとしたら同じように報じられ、受け取られる可能性は、あるのでしょうか？

#### 参考：米CPI前年比推移



公表日時	時間	結果	予想	前回
2024年06月12日 (5月)	21:30			3.4%
2024年05月15日 (4月)	21:30	3.4%	3.4%	3.5%
2024年04月10日 (3月)	21:30	3.5%	3.4%	3.2%
2024年03月12日 (2月)	21:30	3.2%	3.1%	3.1%
2024年02月13日 (1月)	22:30	3.1%	2.9%	3.4%
2024年01月11日 (12月)	22:30	3.4%	3.2%	3.1%

出所) Investing.com

米大統領選挙もあり、忖度報道はあり得ますね。ただ、CPIが下げにくくなっているのが実態でしょう。引下げ期待は、まだまだ楽観的だと考えています。大本営発表を信じてはいけないということでしょう。

**——先生は6月12日のFOMCで、FOMC各委員の政策金利見通しをまとめた『ドットチャート』が上方修正されるかに注目していると述べていましたが、これはなぜでしょうか？**

市場参加者の利下げ期待が打ち砕かれる可能性があるからです。ただし、米大統領選挙前にFRBが忖度して、現水準を維持する可能性もあります。その場合、選挙後に利下げがないと大きな失望になり得ると考えています。

**——ドットチャートが上方修正された場合、どのようなシナリオが考え得るのでしょうか？**

1段階上方修正であれば、大きな影響はないと思います。一方、2段階上方修正されると、失望感が広がると考えています。しかし、悪材料（膿み）は早く出してしまったほうが、あとの回復が早いでしょう。

**——逆にドットチャートが現状維持だった場合、どのようなシナリオが考え得るのでしょうか？**

市場参加者がどう反応するかに興味があります。中立性の無さなどが指摘され始めると、FRBの信認低下につながり、米ドル売り・金買いが進むかもしれません。

**——CMEのフェドウォッチによると、市場は現時点で9月に利下げがあるとみているようです。米大統領選挙前に一度はあると期待しているのでしょうか？**

市場参加者はそのように期待しているようです。一方、個人的には、経済指標の現状をみるかぎり、利下げはできないとみています。

なお、下げた場合はバイデン大統領への忖度であり、選挙後のFRBの運営は、さらに難しくなるでしょう。選挙後の再引き上げのシナリオを想定しておきたいと考えています。

＜資料 P5＞

——大手米銀の CRE（商業用不動産）貸付推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

現在、注目されてきているオフバランスの貸付残高問題です。銀行破綻につながる新たなグレイ・リノとなるかもしれません。

——つまり、大手米銀も REIT（不動産投資信託）への融資をととして商業用不動産に間接的に投資をしており、これがかなりの比重を占めるようになってきているということでしょうか？

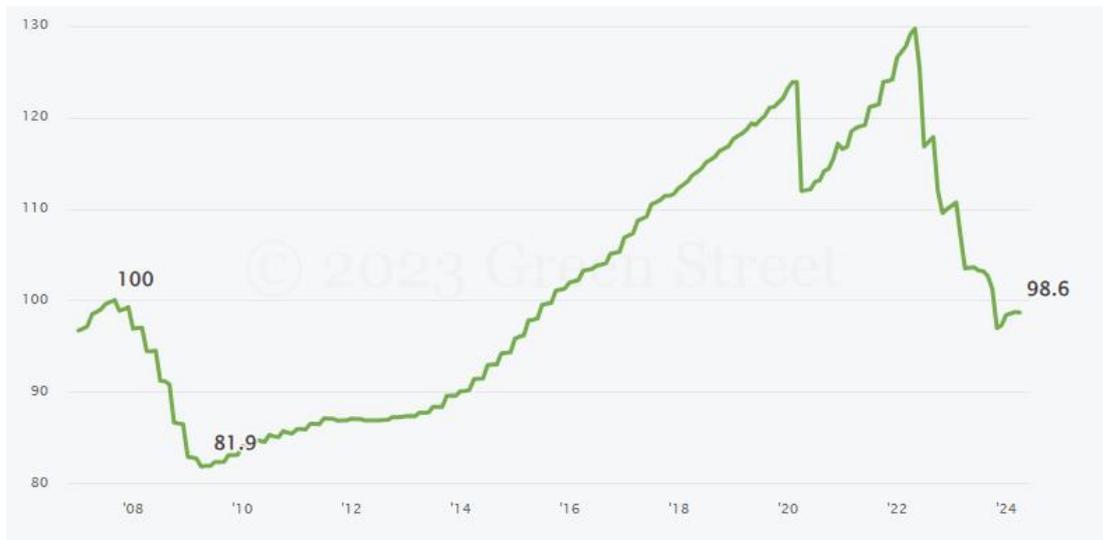
今後かなり問題化する可能性を残しています。FRB が過小評価しているとの懸念があります。

——REIT が破綻すると、こうした資金が焦げ付く可能性があり、これを FRB が想定しているか分からないということでしょうか？

その懸念が高まっているわけです。

——米国の商業用不動産バブル崩壊による悪影響が地銀だけでなく、大手銀行にも波及する恐れがあるということでしょうか？

参考：グリーンストリート商業用不動産価格指数（07年9月＝100）



出所) <https://www.greenstreet.com/>

その可能性が無視できなくなってきました。

——FRBのバランスシート推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

まだまだ高水準でありながら、縮小のスピードを緩やかにしているわけです。視点を変えれば、利下げが難しいことを示しているのだとも考えられます。

<資料 P6>

——4月26日～5月29日の日本政府・日銀による為替介入額が9兆7885億円だったと公表されました。為替介入後に157円台まで戻しており、基調転換こそなかったものの、160円突破を阻止した効果はあったといえるのでしょうか？ それとも、その判断は時期尚早でしょうか？

単なる時間稼ぎだったとも考えられます。流れは変えられていないと考えています。

——IMM（米先物取引所グループ「CME」の国際金融部門）の日本円通貨先物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？

すでに介入の効果はなくなり、円安にける投資家が増えているというデータの裏付けです。

——IMMで大口投機家の円売りが増えているのに、ドル円が157円台で小康状態に見えるのは、なぜでしょうか？ 再介入の可能性だけでなく、10年物日本国債の利回りが上昇し、米国に利下げ期待が根強くあるからでしょうか？

投機家の戦略がうまいのかもしれませんが、「1日10銭。3歩進んで2歩下がる」戦略では再介入の理由付けができませんので。

**【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。