

## オプション倶楽部 TV

### 2024年8月「政治経済イベント分析」補足 Q&A

7月の日経平均は上旬と下旬で大きな「行って来い」となりました。先生はこの展開で日経225 ラージ先物9月限の39000~42000円で大量の買い玉が、しこっているのではないかとみています。価格別出来高から上値抵抗線の目安を探ってみましょう。

政府・日銀による為替介入は結果的にドル円が下げ相場となる、きっかけになったようです。ただ、当局を含め思ったよりも“効きすぎた”のかもしれない。円高が日本株への逆風となり、日銀・GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の保有する国内株ETF（上場投信）の含み益が、いくらか消えてしまうという副作用があったからです。それは今後の介入政策をみていくうえで参考になるかもしれません。

#### <資料 P2>

——日経平均は7月に入って40000円をブレイクアウトして急騰するも、11日の日足が42000円台で“宵の明星”を形成してから37000円台まで急降下しました。日経平均が7月に大きく乱高下したのは、なぜでしょうか？

「トランプ・ラリー」などを期待する買いが7月11日まで続きました。日経平均の予想PER（株価収益率≒成長性）も17.58倍まで上昇していましたので、かなりの過熱感があったということでしょう。

その後、バイデン大統領の米大統領選撤退表明もあり、ハシゴを外された形です。さらに円高傾向であったことが、スパイラル的な下げになったのだと考えています。あまりに過熱感が高かった状態の反動でしょう。

——8月上旬に4-6月期の決算発表がありますが、目先の円高傾向によって業績上方修正への期待がしぼんだという面もあり得るのでしょうか？

輸出企業などは足元の円高で強気の業績予想は出しにくくなったと考えています。

——5月介入ではドル円と日経平均の相関性が低かったのに、7月介入ではドル円と日経

**平均の相関が高かったのは、なぜでしょうか？**

5月の介入時は、まだまだ米国の政策金利引き下げ予想がそれほどでもなかったこともあり。また、7月の介入後は、円安への戻りが鈍いことも日経平均への相関を高めている要因だと考えています。

**——7月11日を起点とするドル円の下降(円高)トレンドが、その後、急速に進んだのは、これまでの上昇トレンドを割れたというテクニカル的なこともあると思いますが、本日(31日に)日米で開催される金融政策決定会合で日米金利差が縮小していく可能性があることに市場の焦点が当たったからでしょうか？**

日米金利差縮小への注目度が高まってきたという視点は、そのとおりだと思います。

**——また、パリ五輪があり、夏季休暇に入るということで、大口投機筋に円売りポジションや日本株買いポジションを整理していく動きもあったのでしょうか？**

夏季休暇でのポジション縮小の動きはあったと思います。

**——白桦は7月24日のOPCTV(オプション倶楽部TV)配信でも紹介された日経225先物9月限の価格別出来高ですね。天井値を付けた7月11日からのチャートを掲載したのは、なぜでしょうか？**

7月29日に大きく反発していますが、先物9月限は買い方が、かなりの高値で含み損を抱えていることを示しています。

**——7月29日まで日経平均は大した戻りもなくズルズルと下げました。これは売坊流の日経225CALL売り戦略としては都合の良かった展開でしょうか？**

急落がありましたが、ボラティリティが高まったことで、ATMからかなり離れた高い行使価格のCALLの値段が高止まりしていました。この状態はCALL売り戦略に好都合の展開でした。

——ただ、8月限SQ日（8月9日）まで2週間で切ったなか、日経VIが20を超えたことによる証拠金額の増加と日経平均の反発を懸念して、ここからは慎重に臨むべきでしょうか？

ご指摘のとおり、日経VI上昇による証拠金の増加に細心の注意を払う必要があります。

### <資料 P3>

——GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人＝厚生年金と国民年金の積立金を管理・運用する世界最大級の機関投資家）の2023年度運用実績を掲載したのは、なぜでしょうか？

介入はGPIFや日銀の資産をかなり痛めつけた形です。かなりの代償を払った面も見落としはいけないということです。

——GPIFが保有する外国債券には、農林中金に損切りをさせたような含み損は発生していないのでしょうか？

当然、傷んでいる物もあると思います。中国不動産関連にも投資していますので。

——GPIFが23年度に22.67%を超える収益率（リターン）で45兆円を超える収益を上げたのは、主に日米株高と円安によるものでしょうか？

その要因が大きいと考えています。

——この収益は手仕舞って現金化したものなのですか？

多くは未実現益ですね。

——GPIFが保有する株式ETFの評価額（時価）が現在、なぜ2.5%（1.5兆円）目減りしたと計算できるのでしょうか？

GPIFのポートフォリオがTOPIXと同等とした場合の計算です。実際には、それ以上かも

それ以下かもしれません。

——今年3月末に74.5兆円程度で評価されていた日銀が保有する株式ETF（簿価36兆円程度）が現在、なぜ5%（3.7兆円）目減りしたと計算できるのでしょうか？

これも同様に日経平均と同程度下げたと仮定した場合の試算です。

——日銀としては、円高で保有する株式ETFの評価額が下がったうえに、国債の爆買いを減らして長期金利を人為的に抑制できなくなり、保有する国債の評価額を下げってしまったら大変なことになるのではないのでしょうか？世界的に中央銀行は簿価（原価）会計なので問題ないのでしょうか？

日銀のバランスシートも介入によって悪化し得るということです。お伝えしたいのは、今後介入を続けると、さらにバランスシートが痛む可能性があるということです。この側面は、介入への阻害要因となり得ます。そのうえ、金利を上げてくると国債の評価損も膨らみます。この流れでは、格付け引き下げなど、おしりに火がつく可能性もあります。

#### <資料 P4>

——今晚（7月31日）は米国でもFOMC（連邦公開市場委員会）があります。先生はどのような点に注目されていますか？

今回の注目はFOMCよりも日銀の金融政策決定会合でしょう。

——7月17日のOPCTV配信でサーム式景気後退指標について言及されましたが、8月2日に発表される米国の雇用統計では、どのような点に注目されていますか？

失業率が上昇し、景気後退が確定的となるかどうか注目しています

——日経225ラージ先物9月限のSQ日（メジャーSQ）は9月13日です。しかし、大量の現物買いのポジションを抱えている裁定筋としては8月の段階で解消に動く可能性はあるのでしょうか？

8月SQでの解消は想定していません。やはり、市場インパクトがなく解消できるのは9月SQです。来週あたりからの9月限OPの売買動向、特にPUTサイドに注目しています。

—日本でコメの取引価格が30年ぶりの高値をつけました。ただ、個人的な肌感覚では30年前の“米騒動”ほど世間は大騒ぎしていないように思えます。物価の上昇がそれだけではないからでしょうか？ コメ離れが進んでいるからでしょうか？ これまで米価が安定しすぎたので仕方がないという感覚でしょうか？

コメの価格上昇も影響があると思いますが、その他のモノも上昇していますので目立っていない状況でしょう。

—9月10日に米大統領選候補者による討論会が予定されています。ただ、民主党が「兩降って地固まる」を目指して攻勢に転じているようにもみえます。大統領選と同時に連邦議会選挙もありますので。ここで風向きが変わる（強まる）可能性があるのでしょうか？

米大統領選挙はハリス副大統領が候補者となったことで、まだまだ予断が許さないでしょう。したがって、今後も風向きが変わることは、あり得ます。

#### <資料 P5>

—8月14日に米国で7月分CPI（消費者物価指数）が発表されます。現在のところクリーブランド連銀は3.0%だった6月分CPIと同水準の予想です。このとおりになれば、米国株市場は好感し、さらに利下げ期待が高まるのでしょうか？

3%台では微妙でしょう。心理的に2%台となると、利下げ期待が盛り上がりと考えています。その場合は円高にも注意が必要でしょう。

—7月25日に発表された米国の4-6月期実質GDP（国内総生産）速報値が年率換算で2.8%増と加速しました。その要因として2.3%増だった個人消費が挙げられています。CPIが3.0%まで“沈静化”していることを好感して個人消費が堅調だったということでしょうか？

富裕層の消費は株高の影響もあり、堅調です。米国の消費増強は二極化している面を考慮し

てみておく必要があると考えています。

——CMEの『FEDウォッチ』で2024年12月FOMC時点と2025年6月FOMC時点を枠で囲っているのは、なぜでしょうか？

年末と2025年上半期末の水準です。約1年で6回（1.5%）も利下げがある場合、景気後退を意味しているのかもしれませんが。

——市場は9月の0.25%利下げを確実視しています。ただ、トランプ氏は「（ハリス氏に利する）利下げを11月の米大統領選まで実施すべきではない」と述べています。パウエルFRB（米連邦準備理事会）議長は自分のクビを掛けて利下げを実施するのでしょうか？

今後のCPIの数字にも影響されるでしょう。ドル安進行で米国輸入物価が上昇すれば、利下げは実施し難しくなると思います。

#### <資料 P6>

——米国の財政赤字（対GDP比）を掲載したのは、なぜでしょうか？

米国の財政状況が悪化しています。トランプ氏が大統領選に勝利し、財政赤字が拡大すれば、いつ米国債の格付け引き下げ議論が起こっても、おかしくないでしょう。その場合、米長期債の利回りは上昇すると考えています。

——FRBのバランスシート残高を掲載したのは、なぜでしょうか？

FRBは財政赤字を少しでも増やさないようにするため、バランスシートを縮小してきています。すでにコロナ前の水準に戻りましたので、今後も突然の米地銀破綻に注意しておく必要があります。

——トランプ氏が米国の大統領に返り咲けば、共和党反対派の歯止めもなくなり、債務上限が引き上げられて、財政赤字が拡大する可能性があるのでしょうか？

あり得るシナリオでしょう。米国債の格付け引き下げ議論が出てくるかもしれません。

**【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。