

2010/1

花の一里塚～市場見通しサマリー



オフィス セントポーリア

馬淵 治好

2010/01/04

☆2010年1月4日時点での主要市場見通し

主要市場見通し(2010年1月4日時点)

	直近値(2009年末)	2010年6月末まで		2010年12月末まで	
国内株価		9500～12000		10000～13000	
日経平均(円)	10546.44	8500:実態景気回復の遅れ、長期金利・国際商品市況の実態からかい離れた大幅な上昇	14000:実態経済の想定以上の回復、投資家のリスク追究型運用姿勢の急ピッチでの拡大	9000:実態景気回復の遅れ、各国の出口戦略(財政、金融とも)に伴う混乱、長期金利・国際商品市況の速すぎる上昇、米ドル安	15000:実態経済の想定以上の回復、投資家のリスク追究型運用姿勢の急ピッチでの拡大
国内長期金利		1.2～1.8		1.3～1.9	
10年国債利回り(%)	1.29	1.0:景気回復の遅れ、利上げ観測の後退	2.2:景気回復期待の広がり、内外財政赤字への注目の高まり、国際商品市況の急上昇	1.1:景気回復の遅れ、利上げ観測の後退、世界市場の混乱による質への逃避	2.3:景気回復期待の広がり、内外財政赤字への注目の高まり、国際商品市況の急上昇
外国為替相場(対円)		87～110		90～115	
米ドル(円)	93.02	80:米国の景気再後退懸念、米財政赤字等が市場のテーマ化	120:米国の金融・経済情勢の予想以上の好転	80:米国の景気再後退、米財政赤字等が市場のテーマ化、世界市場の混乱	130:米国の金融・経済情勢の予想以上の好転
ユーロ(円)	133.20	127～150		130～155	
		115:ユーロ圏や周辺諸国(英国・ロシア・中東欧・中東)の景気・金融実態の予想以上のもたつき	160:ユーロ圏の景気実態の急速な改善や利上げ期待の広がり	110:ユーロ圏や周辺諸国(英国・ロシア・中東欧・中東)の景気・金融実態の予想以上のもたつき	170:ユーロ圏の景気実態の急速な改善や利上げ期待の広がり
豪ドル(円)	83.48	80～100		85～110	
		70:世界景気の停滞、国際商品市況(特に非鉄市況)の低迷	110:世界景気(特に中国)の予想以上の回復、国際商品市況の大幅な上昇	75:世界景気の停滞、国際商品市況(特に非鉄市況)の低迷、世界市場の混乱	125:世界景気(特に中国)の予想以上の回復、国際商品市況の大幅な上昇

(オフィス セントポーリア作成)  
 (中央のレンジは、そのレンジ内に66%(2/3)の確率で相場が収まると考える最小のレンジ)  
 (レンジの左下はリスクシナリオ1(下方リスク)、レンジの右下はリスクシナリオ2(上方リスク)。リスクシナリオ1から2の間に相場が収まる確率を90%と見込んでいる。)

☆今月号の内容

- ・ 今月の「花の一里塚」では、2010年の相場見通し(昨年12月号に既に掲載)と通例の先月作成見通しのレビュー(振り返り)に加え、(当オフィス発足直後の2009年1月29日に初めて作成した)2009年年間見通しのレビューも掲載している。

☆2010年の市場見通しのポイント

①2010年前半

- ・ 2010年を前半と後半に分けてみよう。前半は、明るい相場展開が勝る(世界的な株高と外貨高)ものとする。

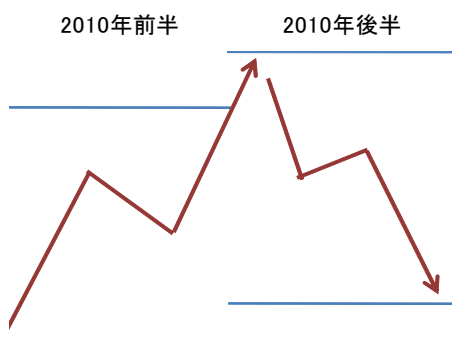
- ・昨年、ドバイ・ショック等の短期的な波乱要因の「おまけ」はあったが、世界市場はそうした材料を消化しつつある。2010 年を通じて、世界の景気状況は（先進国では非常に緩やかな景気持ち直しの域を脱しないが）主要途上国中心にさらに回復を継続しており、金融機関のバランスシートも徐々に改善しつつある。市場の底入れが、投資家のポジションを好転させており、緩やかにではあろうが、投資資金のリスク許容度が高まっていこう。
- ・一部欧州諸国（ルーマニア、ギリシア、スペインなど）の財政状況や対外資金ポジションに対する不安はあり、また先進国の景気回復が脆弱な中、何らかのショックにより景気に対する懸念が広がる展開は、しばしば起こりうる。これを受けて、世界市場が短期的な波乱に見まわれるような局面は、今後も避けがたい。しかし一部識者が指摘するような米国の商業用不動産の問題については、すでに主要な金融機関は十分引き当てを済ませており、2008 年のサブプライム問題の再来や、ましてやこれから 100 年に一度の大恐慌がやってくる可能性など、いたずらな悲観論にくみする必要はないだろう。
- ・こうした中、債券より株式が、債券の中では先進国の国債より社債・エマージング国債が、株式では先進国より途上国株式が、全般的に選好される展開となろう。
- ・途上国株式のなかでは、成長センターであるアジア主要国（中国、インド、いわゆる「ASEAN-4」（タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシア）、ベトナム等）と、資源と工業生産のバランスが取れたブラジルが注目される。
- ・国内株式については、やはり全般的には輸出主導の展開となろう。内需株については、個別に有望株を発掘する必要がある。テーマは引き続き、エマージング諸国向けの外需と、グリーン（環境、省エネ・省資源、代替エネ、原発）・ニューディールであろう。
- ・先進主要国における金融政策については、年前半は、本格的な「出口」、ましてや利上げを行なえるような環境にはないと考える。ただし長期国債市場が、先行きの出口戦略がある程度織り込みにかかることはありうるが、基本的には長期金利の上昇余地は限定的であろう。
- ・為替市場は、国内景気（特に内需）の回復が出遅れていることや、日銀がデフレに対する取り組みを強く表明したこと（具体的に採りうる大胆な手段はないが）から、円の全面安基調が強まろう。足元の米国のクリスマス商戦は堅調に終わったようであり、米ドル全面安のリスクは、現時点ではかなり小さくなっている。豪州は中国向け鉱石輸出の伸びが予想され、豪ドルの堅調推移が持続しよう。
- ・以上のように、各市場は年央辺り（6～8月）に向けて明るさを増し、高値をつけると予想するが、2008 年 9 月のリーマン・ショック直前の水準を回復するととどまろう。これは、世界景気がまだ病み上がりで、完全復調とは言いきれないことによる。

## ②2010 年後半

- ・2010 年後半は、波乱模様の展開が見込まれる。

- ・この背景として、まだ先進国の景気回復が非常に緩やかで、金融システムも傷（不良資産や償却損など）を引き続き（改善に向かいながらも）抱えているため、何らかのショック（実際に何か起こらなくても、起こるのではないかとの懸念や、それに乗じた投機的な動きなど）に対し、市場が脆弱であり続けることが挙げられる。
- ・さらに年後半は、出口戦略を巡る混迷が強まる恐れがある。政府・金融当局が結果として正しいタイミングで財政・金融による景気支援を縮小していったとしても、その正さかわかるには時間もかかり、その間に市場は、早過ぎるあるいは遅過ぎるといった懸念を持つ局面もありえよう。しかも経済のグローバル化や、国や市場の違い（株式、債券、為替、国際商品など）を越えて動き回る余剰資金の動向により、ある一カ国の出口戦略を巡る思惑が、全く異なる国の経済や市場に思いがけない波乱を引き起こすこともありえよう。
- ・為替については、現在は世界各国が、さらなる米ドル安を望まない空気がやや強まっている。米国にとっては、一段の米ドル安が財政赤字の資金調達を妨げる可能性が生じ始めている。米国以外の諸国にとっては、米ドル安と中国元安が、自国景気回復の障害となりつつある。しかし逆に、2010 年後半に景気の持ち直しが進めば、米国は税収の回復と財政出動の必要性の低下から（財政赤字そのものは大きくは減るまいが）資金調達に対する警戒感が緩む可能性がある。また他の諸国は、自国景気が回復すれば、自国通貨の対米ドルでの上昇を余り気にしなくなるかもしれない。すると逆説的だが、世界景気が良くなることで、米ドル安を引き起こす、といった展開が懸念されるのである。
- ・これに加えて、上海万博（2010 年 5～10 月）後の中国経済に対する慎重な見方が上乘せされれば、長期的な相場の上昇トレンドを打ち壊すには至らないだろうが、年後半の世界市場は波乱の多い推移になるものと見込まれる。

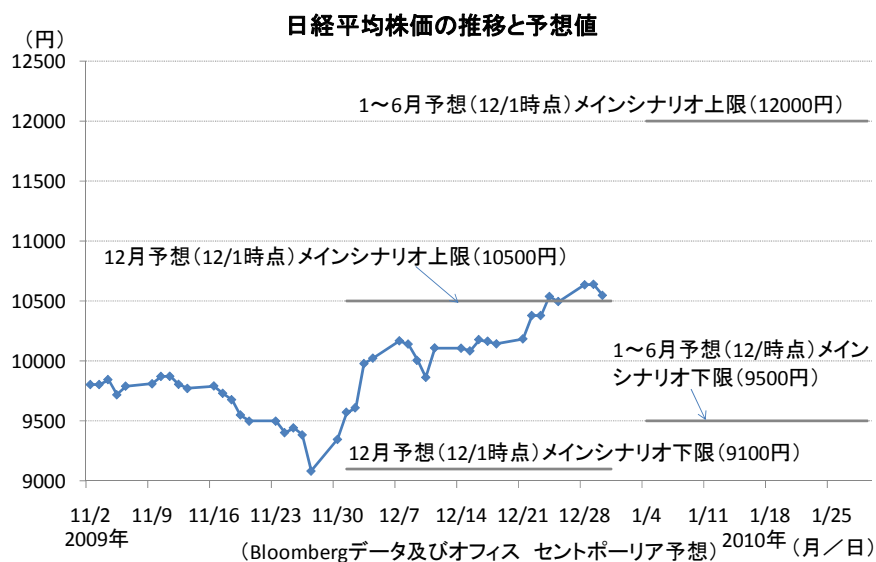
☆2010 年の予想レンジと相場推移のイメージ



左図は、相場展開の一例を示しているだけで、2010 年全体については、まだ明確な動きを読み切れていないわけではない。特に 2010 年後半は、波乱の多い展開と予想してはいるものの、年末に向かって下げていくとの確信はない。2009 年と同様に、年後半に一度下げた後、年末に向けて持ち直す展開もありうる。ただしいずれの場合でも、結果的に年央が高値となる可能性は高いように思われる。

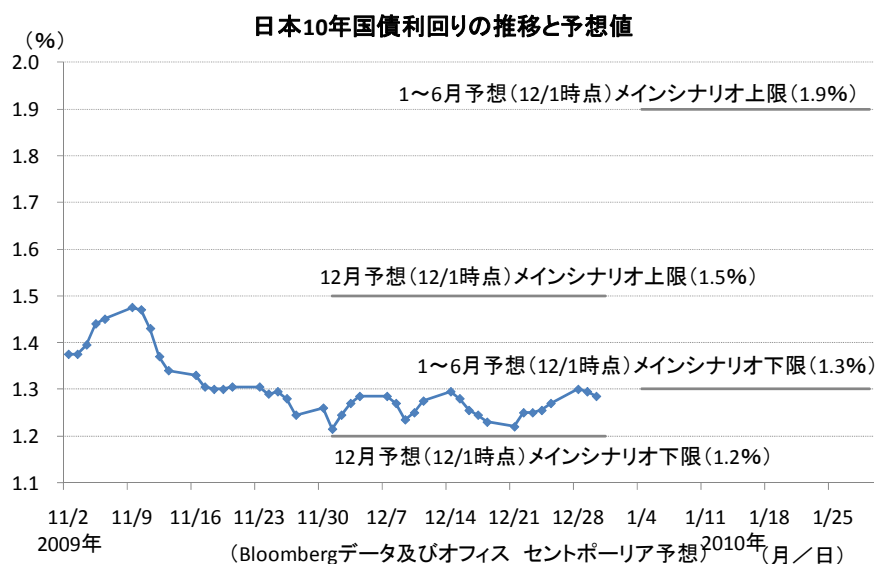
☆前回見通し（12/1 時点）のレビュー

①日経平均株価



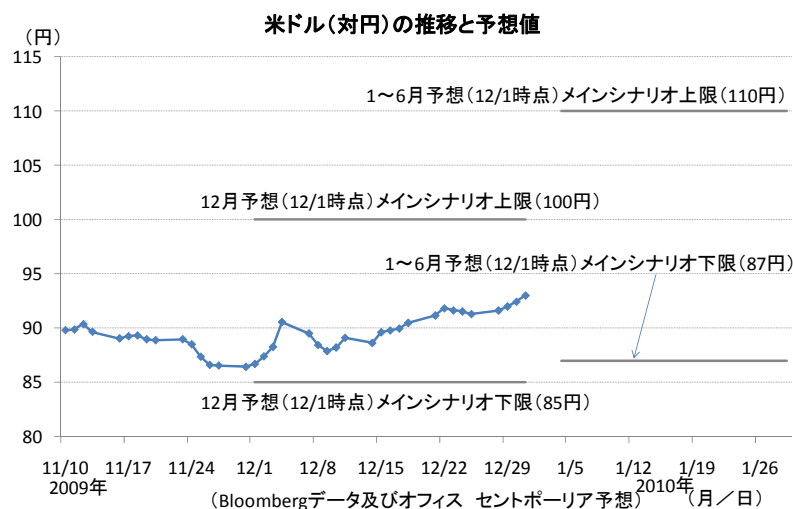
- ・ 12月の予想レンジについては、(短期間、やや上限を超える展開もあったが) 上限下限とも概ねよく機能したと考える。2010年に入ってからの見通しも、前月と変更しない。

②国内長期金利

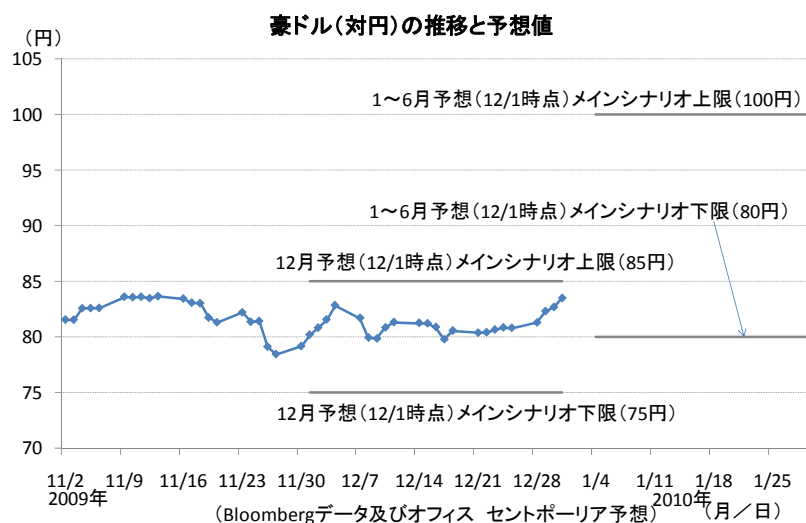
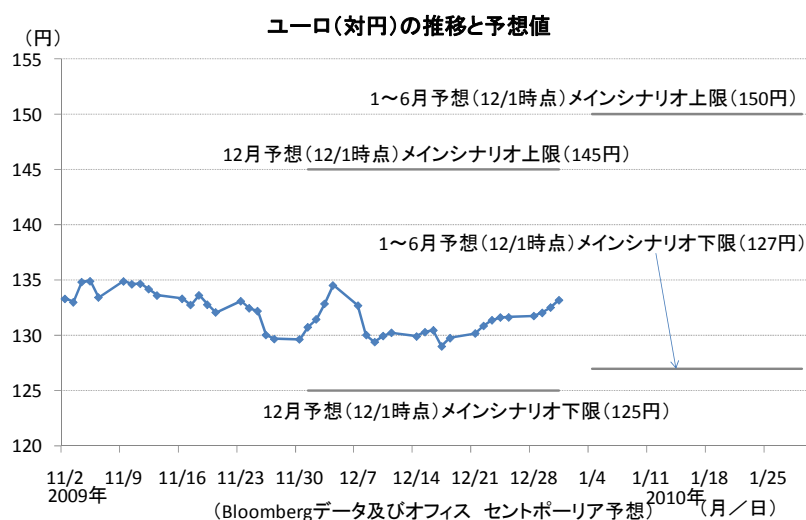


- ・ 12月の予想レンジ下限はよく機能したが、予想したほどの金利上昇はなかった。
- ・ 今後も国内景気のデフレ色は強く残ると見込まれ、2010年の予想レンジを前月から小幅下方修正する(各0.1%幅ずつ)。

### ③外国為替相場

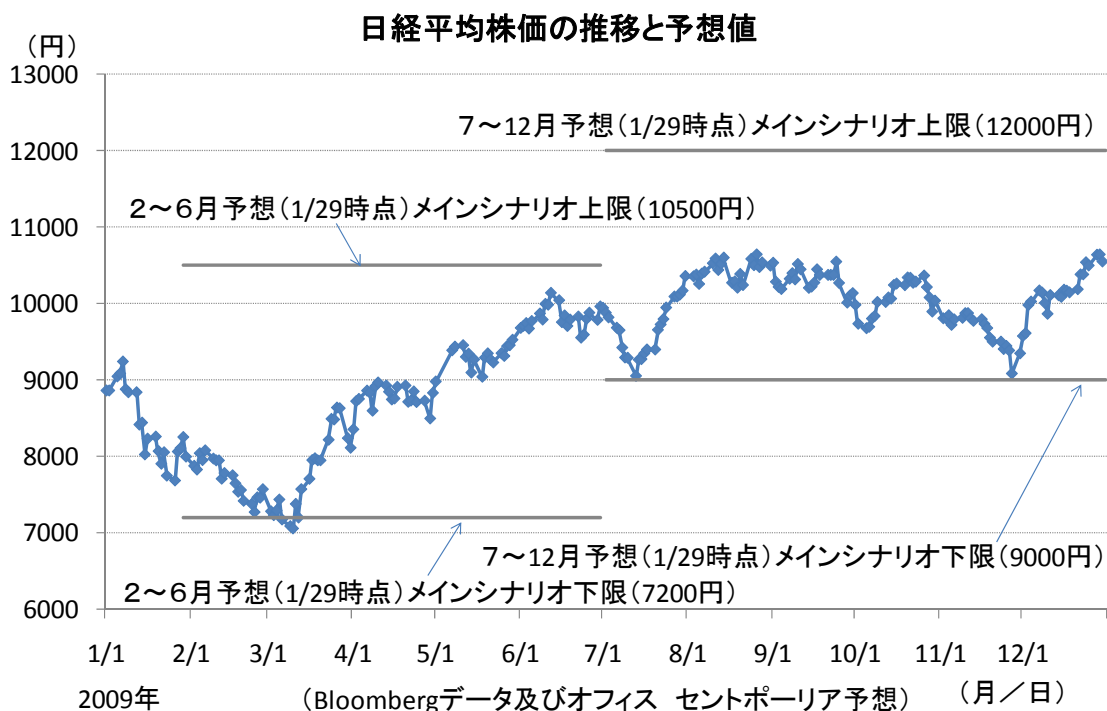


- ・12月の予想レンジに対して、実際の為替相場は、ほぼ見込んだような展開であった。
- ・ただし、米ドル・ユーロの対円での上昇力は、想定よりやや弱かったと言える。
- ・今後は円安気味の推移が続くと考えており、前月号で作成した2010年の見通しを全く変更しない。



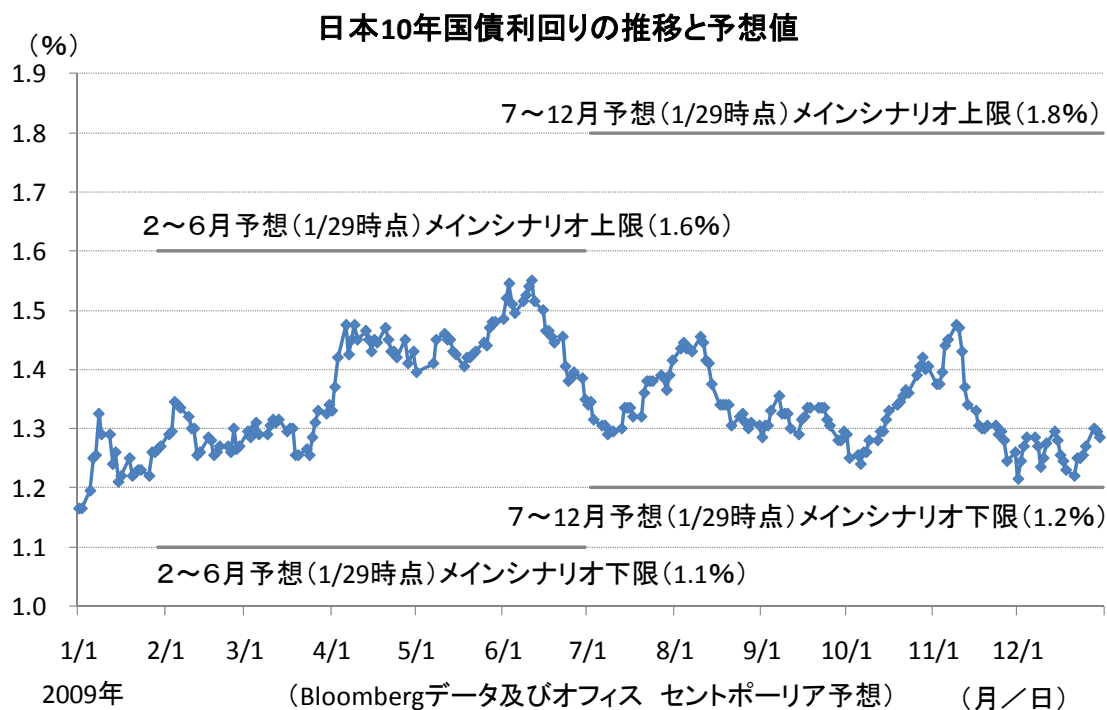
☆2009 年初作成（2009/1/29 時点）見通しのレビュー

①日経平均株価



- ・年初に作成した見通しは、秋口辺りまで、正しく働いた。年前半の上限・下限、年後半の下限は、極めて正確に機能した。また、夏場の 10500 円以上は一旦の売りゾーンであり、1万円割れで再度買いなおせるチャンスがある、とのメモを書きフォローアップを行なったが、そうした判断も非常に的確であった。
- ・ただし年末にかけては、当初見込んでいたような上昇力を欠き、予想レンジ上限の 12000 円には遠く及ばなかった。上値見通しを誤った要因として、①実際には年後半に米ドル安+円高の展開となったが、それが見通せなかった、②政権交代後の新政権の右往左往ぶりを読み切れなかった、の2つが大きかったと考えられる。

## ②国内長期金利



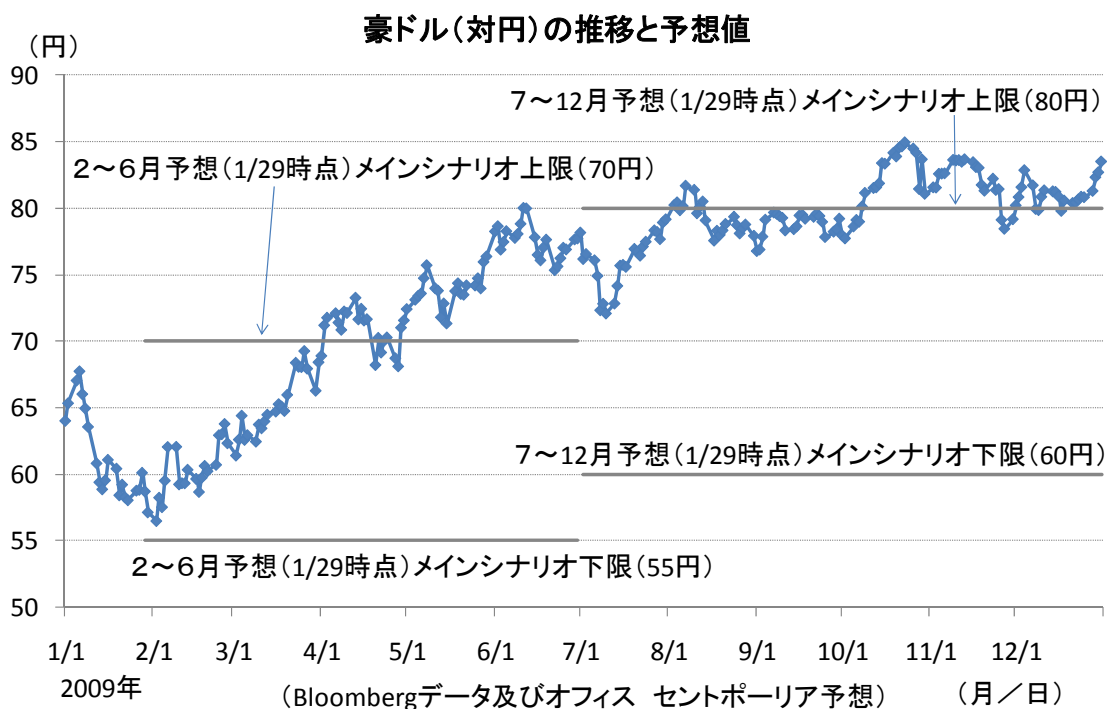
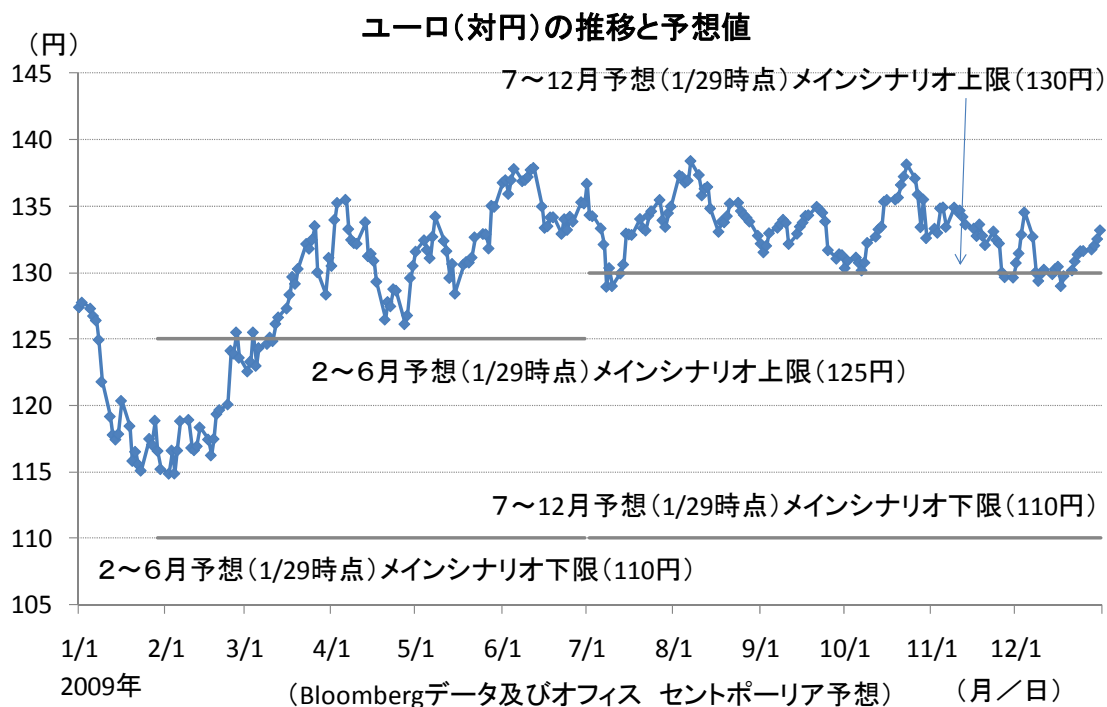
- ・長期金利の予想も、年前半の上限・下限、年後半の下限は、よく機能した。
- ・株価と同様、年後半は長期金利が低水準での推移を続け、予想レンジ上限の1.8%に全く届かなかった。この要因としては、予想に比べて国内株価のもたつきや円高が生じたことに加え、国内景気の回復が遅れ気味であることが、挙げられる。



### ③外国為替



- ・ 外国為替のうち、米ドルの対円相場は、やはり年前半は概ね予想レンジに沿った展開となった。年後半も下限はやや割り込んだものの、年間全体の見通しとしては、下限としては概ね機能したと言えよう（たとえば、年後半の予想レンジ下限 90 円を信じ、90 円以下の米ドルを拾い続けていた投資家がいれば、現時点では収益が出ている）。
- ・ しかしレンジが年後半切り上がる形を予想していたのに対し、実際の相場はかえって切り下がる形であったし、後半の予想レンジ上限 115 円には全くかすりもしない展開となってしまった。
- ・ このように、後半の見通しを大きく誤ったのは、米ドル安と円高の 2 つがあったと考える。全面的な米ドル安については、米国の短期金利が欧州や豪州より低かったことや、米国に対するいたづらな悲観論があった。ただし年末の米国クリスマス商戦の動向など、米国景気に対する明るい見方が徐々に出始めていることや、逆にユーロ圏については一部欧州諸国の財政悪化もあって雲が立ち込め始めていることから、全面的な米ドル安は修正されつつある。もう 1 つは、全面的な円高であった。円の実効為替相場（円の複数通貨に対する為替相場の平均値）は 2009 年 1 月に最高値を付けた後、そこから余り変わらない高い水準で推移し続けた。日本の景気や金利の状況から正当化が難しい円高の水準であると考えられ、さらに円安方向に向けての修正が今後起こりうると予想している。



- ・ユーロや豪ドルについては、昨年初時点ではその上昇力を過小評価してしまった。ただし年前半から後半にかけて、予想レンジが若干だけ切り上がる（前半より後半の方が高いが小幅だけ）といった大局観は、概ね正しかったと言えるだろう。

(以上)

当資料は、オフィス セントポーリア（以下、「当オフィス」）が無償で配布しているものです。

著作権は当オフィス並びに代表の馬淵治好にあり、著作権法により保護されています。全部あるいは一部を無断で引用することは、当オフィスとしては差し支えありませんが、当オフィス作成資料からの引用である旨を明記してください。複製や電子メール等による受領者以外への送付も当オフィスとしては構いませんが、内容を一切変更しないでください。また、①当資料の複製により、あるいは②当資料の送付により、もしくは③当資料からの引用を大半とした資料の販売により、対価を得ることを禁じます。

当資料は、情報の提供のみを目的として作成されたものです。特定の商品や取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は、信頼に足ると考える情報に基づいて作成されていますが、当オフィスがその情報の完全性や正確性を保証するものではありません。当資料の情報を利用する場合は、すべて利用者の責任においてご利用ください。その結果生じたすべての帰結について、当オフィスは一切責任を負いません。当資料は、資料作成時点での当オフィスの見解に基づいて作成されていますが、当オフィスは、今後予告なしに当資料の内容を変更することがあります。また内容を変更しても、その旨を広く知らせるわけではありません。

当オフィス並びに代表馬淵治好は、何らかの有価証券・金融商品・動産・不動産等やそれらの派生商品を保有していることがあります。



当レポート「花の一里塚」は、一里塚のように、毎月毎月決まったペースで、市場の今後の方向性を示すものです。長期投資の長い旅を続ける、投資家という名の旅人の、旅程の目安になれば、と願っています。また、塚に咲く花として、旅人に安心感を与えたいと考えています。

表紙の花の絵は、マリーゴールドで、花言葉の一つに「予言」があるとされます。当ページの花の絵は、セントポーリアです。