

2010年世界経済予測

SAXO
BANK

2010年第4四半期

マーケットコメント:

末枯れの黄葉 p.4

マクロ予想:

景気減速 p.6

外国為替:

再考されるデカップリング傾向? p.9

株式:

相場は予想レンジの上限で推移 p.12

政策金利

p.14

コモディティーズ:

値動きが止まった原油、
高値更新が続く金 p.15



先進国経済に寒冷前線接近中

史上最大スケールの量的金融緩和、巨額の景気刺激策、記録的な財政赤字——。先進諸国にほぼ共通する課題となっています。第2次世界大戦以来最悪の景気低迷から脱却するために、考え得る限りの手段が試みられてきましたが、これまでのところ全く効を奏していません。各国の中央銀行が既存政策の継続の是非について議論を重ねている間にも、景気先行指数は悪化しています。先行指標の悪化は景気がまもなく後退することを意味します。ユーロ圏では、クレジット市場に強いられた緊縮政策の導入が状況をさらに悪化するでしょう。リスク志向は当面続くと予想されますが、景気の寒冷前線が近づいています。株価はサクソバンクが予測するレンジの上限に達しており、金価格は1オンス=1,300ドル超えが予想されます。米ドルとユーロのリスクの高い通貨に対する値上がりが見込まれ、その動きはドル先行となるでしょう。

2010年第4四半期の世界経済動向を予測・分析した「第4四半期世界経済予測」に続いて、サクソバンクでは、「ブラックスワン（黒い白鳥）理論」に基づく10の「2011年大胆予測」を2010年12月、「2011年世界経済予測」を2011年1月にそれぞれ発表する予定です。



デイビッド・カースボエル (DAVID KARSBOL)

ディレクター、チーフ・エコノミスト

コペンハーゲン大学経済学修士号取得。ファナンス、統計、金融経済学専攻。修士論文のテーマは「1971年以降の金相場」。デンマーク保険会社Tyrngの保険アナリストを経て、2003年サクソバンクのマクロ・ストラテジスト。2005年ストラテジー・チーム(2007年同チーム責任者)。2009年から現職としてサクソバンク全体のマクロ経済予測を担当。景気循環分析を重視。オーストリア経済学派(メンガー、シュンペーター、フォン・ミーゼス、フォン・ハイエク等)。景気循環全般の理解には信用循環の理解が不可欠と確信。



クリスチャン・テグルウト・ブラービャウ (CHRISTIAN TEGGLUND BLAABJERG)

チーフ・エクイティ・ストラテジスト

オーフス大学(デンマーク)政治学修士号取得、オーフス・ビジネス・スクール金融専攻。ノボザイムズ社で販売・市場クオンツ分析担当。2007年サクソバンク入社。株式市場・個別銘柄分析担当。投資環境マクロ分析から業種・個別銘柄に注目するトップダウン・アプローチを採用(重要な変動要因の株価への影響、値上がり予想、株価評価を決定するのがトップダウン・アプローチ)



マス・ケフェト (MADS KOEFOED)

マーケット・ストラテジスト

コペンハーゲン大学経済学修士号取得。金融、計量経済学専攻。ダンスケ・キャピタルに2年間勤務後、サクソバンク入社。2009年からストラテジー・チームでマクロ経済分析、サクソバンクのマクロ経済モデル開発・運用を担当。マクロ経済のコメント、分析レポートも担当。



ジョン・J・ハーディ (JOHN J. HARDY)

顧問FXストラテジスト

テキサス出身。テキサス大学(オースティン)卒業。2008年までサクソバンクのFXストラテジー・チーム責任者。現在はアメリカ在住で顧問FXストラテジスト。Forex Market Update相場コメントは顧客、パートナー、メディア、セールストレーダーの間で人気。短期(1-5日)相場変動から利益を得る取引理論を開発。主要通貨、主要国の金融政策、マクロ経済動向に関するコメントも提供。



ニック・ビークロフト (NICK BEECROFT)

シニアFXコンサルタント

オックスフォード大卒。スタンダード・チャータード銀行、ドイツ銀行、シティバンクのグローバル・マーケット部門の主要ポストを歴任。国際トレーディング業務経験は25年超。イングランド銀行外国為替共同常任委員会メンバーも歴任。サクソバンクのTrading Floorウェブサイトにも寄稿。金融界の賞授与式や会議等で顧客と定期的に会談。



アンドリュー・ロビンソン (ANDREW ROBINSON)

FXストラテジスト

国際金融経験30年。ロンドン、欧州大陸主要都市、シンガポールに勤務。2008年サクソバンク入社以前の15年はアジアで活躍。現在はアジア市場稼働時間帯に毎日相場コメントを発表。同時にサクソバンクのDaily Trading Stance向けにFXトレーディングのアイデア提案。サクソ・キャピタル・マーケットツのブログ、アジアのメディアにもアジアの視点に立った解説記事を寄稿。FX戦略はテクニカル分析、ファンダメンタルズ分析、市場フロー情報を重視。



アラン・プローグマン (ALAN PLAUGMANN)

フューチャーズ&オプション責任者

ロンドン大学で金融専攻。デンマーク語(母国語)と英語が堪能。2003年サクソバンク入社。上場先物全般(金利先物、金融先物、株価指数先物、通貨先物、商品先物)のスペシャリスト。サクソバンク入社前は、CBコーポレーションのアービトラージ・トレーディング・グループ、アドバンス・トレーディング・グループで12年間、米欧債券裁定、マーケット・メイキング、自己勘定取引を担当。



オウル・スロース・ハンセン (OLE SLOTH HANSEN)

CFD、上場金融商品チーム責任者

上場先物商品全般のスペシャリスト。バイ・サイド、セル・サイドの双方を20年超経験。2008年サクソバンク入社。現在、CFD、上場金融商品チーム責任者として、債券から商品まで幅広くカバー。ロンドン市場の経験は15年に及び、最後はマルチ・アセット型先物・為替ヘッジ・ファンドで取引執行を担当。

マーケットコメント：末枯れの黄葉

先進諸国ではひどい逆風が吹き荒れている。消費者は借金にまみれ、政府は財政赤字で動くに動けず、デスインフレの勢いが止まらない。市場の不透明感が薄れ、経済実態が見え始めたために、相場予測は徐々に下方修正されてきた。こうした状況はまだ続く。

2009年の春に遡ってみよう。当時、株価は1カ月前の大底から約40%も急騰した。米国景気は底を打ち、急速な回復への期待が高まりつつあった。実際に、「芽吹いた」ばかりではあったものの、景気回復の兆候が見られた。冬は例年より寒さが厳しく、長かったが、春がようやくやってきた。しかも、春なのに夏を先取りするかのような「熱気」があった。それは、持続的成長を実現したいと願う米政府が、新芽が出たばかりだというのにあらゆる農地にやみくもに肥料を散布するのに等しい景気対策を打ち出したからだった。

しかし、希望はたちまち薄れ始めた。新芽は末(うら)枯れの黄葉に変わりだした。夏がやってきたが、カラッとした夏らしさは感じられなかった。すぐに冬が近づき、落葉が始まる。市場では、数カ月先に起こりうることへの警戒感より、当面の楽観論が支配的だった。必要になれば肥料(緊急経済対策)をまたまけばいいということなのか。残念ながら、結果はそのとおりになりそうだった。それでは、バランスシート修復に向けた健全なプロセスが再び阻害されてしまう。

夏になると、サクソバンクの2010年予測の見通しどおり、米国経済の後退が見られ、景気の「二番底」への懸念が再浮上した。リスク資産が売られていると伝えられた。市場の反応を米国株の代表的指数であるS&P500種株価指数で見ると、年率3-4%の成長率と「二番底」懸念・ソブリン危機への反応による指数の開きはわずか15%ほどだった。一部の主要指数に改善が見られると、リスク志向が再び高まり、市場ではすぐに買いが売りを上回ってきた。

2010年当初、S&P500は偶然に最近の水準に近い1,125前後で推移していた。景気回復元年になると予想された2010年も9月に入ったが、株価には景気対策効果は全く見られない。リスク志向の動きは持続するのだろうか、それとも買いが膨らみ過ぎてきているのだろうか。

ほぼすべての先進国経済についての弱気の予測を考えると、リスク志向の高まりは「先走り」の感が否めない。株価を支えているのは、最近の四半期決算で見られた著しい収益増が持続するという期待感。問題は、現在の企業収益の伸び

が、単一の要因、つまり利益率(マージン)改善にほぼ完全に依存していることだ。生産性の改善は株価に良い影響があるとしても限定される。小売り売上高の伸びは、さらなる伸びへの圧力を強める。消費拡大の大きな伸びは期待できないために、販売の伸びは期待できない。そうすると、株価を支えるためには、すでに記録的な水準に達している収益率の一層の改善に取り組むしか策はない。はたして企業にそれができるだろうか。サクソバンクの答えは「ノー」である。

国債相場は夏の高値水準をほぼ保っている。それを、株式市場では、一時的な異常高値、バブル現象だと見ている。もちろん、債券市場はそうした見方を否定するだろう。単に短期間に買いが集中しただけかもしれない。数ヶ月前の低い利回りのほうが、サクソバンクによる米国経済の現状と今後の分析結果により合致している。その分析では「低成長、デスインフレ、消費者の借り入れ手控え」を指摘した。しかし、米国経済の中でも最も急激な下降変動がしばしば起こる部門が景気後退のために未だに苦境にありながらも持ちこたえている一方、金融部門が政府の庇護下にあることから、2008年のような経済危機は予測していない。

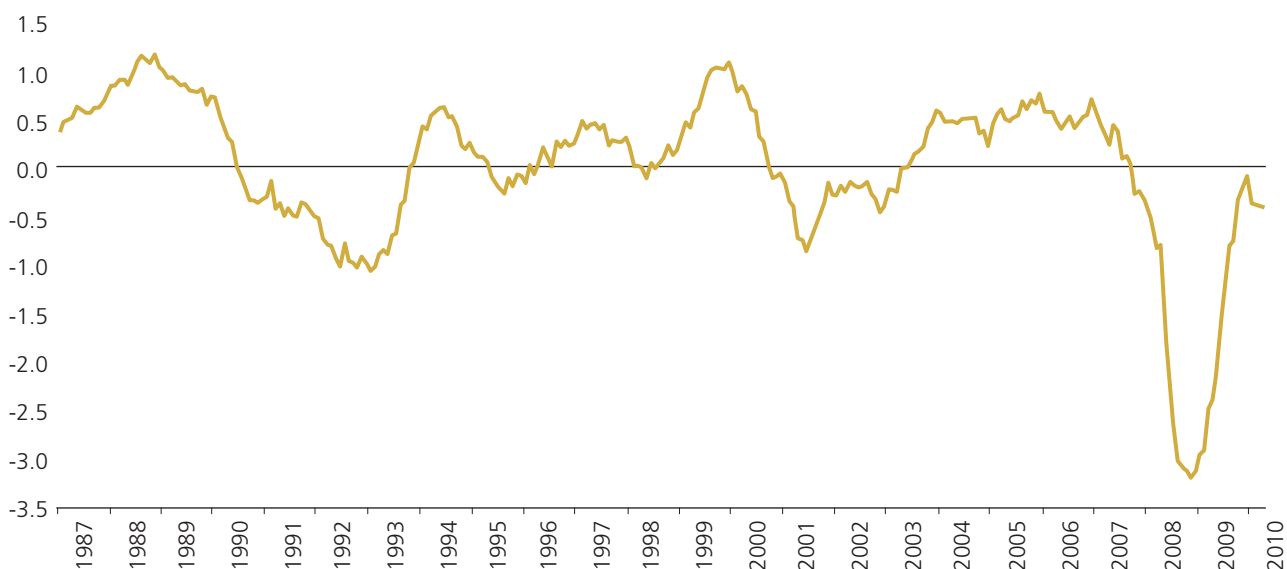
ここで忘れてはいけないことがある。それは、中央銀行(一部の政府も含む)が持続可能性より国内総生産(GDP)のわずかな伸びを未だに重視している点だ。日本は6年半の冬眠から覚めて外国為替市場への介入を再開したばかりだ。日本の過去の市場介入策は散々な結果に終わっており、最近でもスイスが自国通貨安誘導に失敗しているが、日本銀行の介入策への確信は緩いでいないようだ。米国においても、連邦準備制度理事会(FRB)は景気が一段と落ち込んだら再び介入する姿勢を見せている。米国では「量的金融緩和策」(QE)と呼ばれる制度があるが、それは銀行救済策にもっともらしい名前をつけたものにすぎない。QEは金融以外の部門には何の効果ももたらさない。だからといって、驚くべきではない。アメリカ国民がそれぞれのバランスシートの修復に追われている間は、銀行借り入れ需要の低迷は続く。

以上のようなマクロ経済面の状況を考慮に入れて、サクソバンクでは、レンジ(ボックス)相場を予想している。株価は現在、私たちが予測するレンジの上限で推移しており、とりわけS&P500については、1,040-1,130のレンジでの値動きがあると予想される。米欧日の中央銀行が金利引き締めへ急いで転じる理由はない。それよりも、経済ファンダメンタルズの

落ち込みを阻止する狙いから、新たなQEを打ち出す可能性がある。欧州中央銀行(ECB)のトリシェ総裁がメディアの前で立派な発言を繰り返しているものの、欧州には嵐を呼ぶ暗雲が立ち込めていることには変わりはない。米国や日本と同

様に、欧州でも民間部門が弱い。そのうえ、米日と違い、欧州が公的部門の人員削減という逆風にさらされるのは必至だ。財政赤字対策は必要かつ健全なプロセスだが、短期的にはGDP成長率に相当な影響を及ぼすことが避けられない。

サクソバンク・グローバル景気指数



Source: Bloomberg. Our calculations.

私たちの経済分析では、中国の成長鈍化の可能性と未だに収まっていない欧州における国家によるデフォルトへの懸念を考慮すれば、前述した「レンジ相場」よりも慎重なスタンスが求められる。しかしながら、中央銀行は逆風が本格的な嵐に発展する場合には必要な措置を講じるはずだし、その能力も備えている。現時点で株価は、個々の悪いニュースにもかかわらず、堅調で、市場には勢いが見られる。ユーロは、ソブリン危機と間もなく打ち出される緊縮財政の懸念を反映して軟調が続いているが、私たちが予測するとおり世界経済が低成長局面に入れば、ハイリスク通貨に対し

て、米ドル同様に、値上がりの可能性がある。商品(コモディティーズ)部門では金相場の急騰に大いに注目したい。私たちの予測では、金相場は1,300ドルに達するだけでなく、その水準を突破してさらに上値に進む。ちなみにサクソバンクが予想する高値は1,350ドルである。

市場では経済ファンダメンタルズの弱まりがリスク志向の高まりに繋がっており、2010年の終わりはエキサイティングな市況が予想される。投資対象となるリスク資産の幅も拡大する可能性がある。いずれにしろ、年末の売り抜けを行う第4四半期はすぐそこまで近づいている。

景気減速

米国:景気後退かそれとも…

米国にとって、ほとんどの経済指標が景気後退を示唆するものとなった2010年夏は厳しい季節だった。景気の実態があまりに良くないために、不名誉な景気の「二番底」の可能性が再浮上して、リスク志向に水をさした。その後は景気動向に関して明るい発表が相次いだことから、リスク志向は持ち直し、二番底の懸念は表面的には否定された。

第3四半期には在庫調整の進捗が後退気味の米国経済を下支えすると期待された。ただし、第4四半期およびそれ以降の景気見通しに変化はない。小売り売上高は2010年下半期も低調だと予想され、そのまま2011年を迎えることになるだろう。消費者の家計負債の削減ペースは遅く、借り入れ比率が適切な水準に戻るまでは消費の手控えが続くのは必至だ。さらに雇用の悪化が続き、第4四半期の失業率は10%を辛うじて下回るという高水準で推移すると予想される。企業の設備稼働率の低迷が雇用の悪化に繋がっている。製造業が余剰生産能力を抱えている一方、最終需要は伸びておらず、今後も回復は期待できない。つまり、失業率を改善する条件は整っていない。

米国では、住宅購入者の特別減税が期限切れとなり、住宅の庭先には「売り出し中」の案内板が再び目立つようになってきた。住宅特別控除の終わりで住宅販売は急激に落ち込み、売れ残り戸数は増加している。住宅市場がある程度の需給調整期間に入ることはやむをえない。その結果、住宅価格の低下と住宅着工の減少が避けられない。住宅着工の冷え込みは第4四半期以降の景気動向にもマイナス要因となる。

連邦および地方を問わず、財務当局は財政均衡化を迫られており、歳出削減を続けている。米国の不況は2009年夏に終わったと一般的には考えられているが、連邦、地方にいずれにおいても、不況は未だに続いているというのが厳しい現実だ。現在、公的部門の支出は年間1.5%ずつ縮小しており、サクソバンクでは、そのことが2010年第4四半期の経済成長の足を引っ張ると予想している。

米国経済の成長は、消費者の借り控え、製造業の業績鈍化（減少の可能性もある）、住宅投資の低迷を背景に、2010年第4四半期に完全に止まることが予測される。私たちの予測では、今後数四半期の間に「二番底」リスクは高まる。

米国

前年比(%)	2010年 第3四半期	2010年 第4四半期	2011年 第1四半期	2011年 第2四半期	2010年度
国内総生産(GDP)	2.8	1.7	1.0	0.8	2.5
消費者物価指数	1.0	0.6	0.8	1.0	1.3
失業率	9.6	9.7	10.0	10.0	9.6

資料: Saxo Bank Strategy & Research

日本:円高で泣く輸出企業、微笑む消費者

日本国民に「にわか成金ゲーム」のチャンスが訪れた。日本国民の財布に入っている紙幣は日々その価値を高めている。日本銀行が円高を阻止しようと虚しい介入に踏み切ってみたものの、円高になれば、同じ紙幣でより多くの外国製品を買える。しかし、短期的な景気との関連で言えば、円高はGDPの成長率のみを注視する向きには喜べない。2008年に世界経済危機が発生した当時の輸出から輸入を差し引いた純輸出はマイナスに転じていたが、輸出はすぐに回復し、日本経済は輸出に依存して成長を達成した。ところが、2010年は、景

気回復傾向と円高が同時進行する形となり、輸出入とも横ばい気味である。

日本経済が2009年4—6月期に5四半期ぶりに成長に転じ、その後もプラス成長を続けたのは、純輸出の回復とともに、長期的に見れば経済にとっては逆効果をもたらすことも確かな政府の緊急景気対策のおかげだった。政府の景気対策は今や息切れ状態にあり、日本経済をこれ以上支えることはできない。設備投資がやや貢献度を増しているとはいえ、2010年第4四半期には成長速度の鈍化が懸念される。

日本

前年比 (%)	2010年 第3四半期	2010年 第4四半期	2011年 第1四半期	2011年 第2四半期	2010年度
国内総生産 (GDP)	2.7	2.1	1.0	0.5	2.9
消費者物価指数	-1.2	-0.5	-0.5	-1.0	-0.9
失業率	5.2	5.2	5.2	5.1	5.2

資料: Saxo Bank Strategy & Research

欧州:手を尽くすべしは緊縮財政より消費拡大

2010年第2四半期に年率9.1%という著しい成長率を記録して欧州の成長をリードしてきたドイツだが、ユーロ圏全体同様に、成長鈍化が予想される。2010年上半年は、ソブリン危機の影響を受けた市場が、英国を含むほとんどの欧州諸国に緊縮政策への転換を迫った。しかし、「緊縮」といっても、実際には厳しいことを強いられるわけではない。生産量を超える消費を続けていくことはどこの国にもできない。ここでは、国を挙げて貯蓄を増やそうとしている諸国と、ユーロ圏に留まる条件である財政基準(財政赤字を国内総生産の3%以下に抑制)を守るには増税と消費抑制しか選

択肢がない諸国を見分けることが大事である。問題を複雑にしているのが、欧州では10人に1人が失業中という雇用情勢。そのために、景気回復も弱弱しく、米国同様に、欧州の最終消費の伸びは鈍い。

ユーロ圏には、日本が必死になって実現したがっているものがある。それは通貨安だ。サクソバンクは第4四半期予測はユーロ高を見込んでいるが、ユーロ圏の成長はユーロ安に支えられた輸出に下支えされるだろう。世界的な景気減速は欧州の成長の足を引っ張る。一方、英国は輸出には多くを期待できず、貿易収支は2010年を通して悪化していくと予想される。

ユーロ圏

前年比(%)	2010年 第3四半期	2010年 第4四半期	2011年 第1四半期	2011年 第2四半期	2010年度
国内総生産(GDP)	2.2	2.0	1.5	1.0	1.7
消費者物価指数	1.6	1.4	1.0	0.5	1.5
失業率	10.0	9.9	9.8	9.9	10.0

資料: Saxo Bank Strategy & Research

英国

前年比(%)	2010年 第3四半期	2010年 第4四半期	2011年 第1四半期	2011年 第2四半期	2010年度
国内総生産(GDP)	2.4	2.0	1.5	1.0	1.5
消費者物価指数	3.0	2.5	2.0	1.5	3.0
失業率	7.6	7.6	7.5	7.4	7.8

資料: Saxo Bank Strategy & Research

外国為替：再考されるデカプリング傾向？

2010年第4四半期にさしかかった時点において、市場動向に影響を及ぼす主要なグローバル要因の1つに、世界経済では成長力を「持たざる国」と「持てる国」を切り離す「デカプリング」現象がある。成長力を「持たざる国」とは、米国や西欧のような低成長率で不況との境界線をさまよっている側を指す。一方、成長力を「持てる国」は、今や世界2位の経済大国に躍進した中国に代表される新興国から構成される。

先進国通貨間でも「デカプリング」現象が起きており、米ドル、ユーロ、英ポンドが下落傾向を続けるのに対して、成長著しい新興国への輸出増大で恩恵を受けている豪ドル、ニュージーランドドル、それにスウェーデン・クローナは2010年のほぼ全期間を通して堅調だった。

2010年第3四半期末、リスク志向は、新興国、先進国の区別なく、非常な高まりを見せている。さらに新興国では高い成長率が予測されており、「デカプリング」は現実となり、長期化さえ予想される。緊縮政策が需要に影を落とすために世界経済の成長への期待は全体的には失望に変わるというのが、サクソバンクの世界経済予測だが、そのような失望が、2010年第4四半期から2011年にかけて、「中庸」への逆戻り現象を引き起こし、その結果として、行き過ぎた「デカプリング」傾向に寄り戻しが起こる可能性がある。

競争的切り下げ

外国為替市場では2010年第4四半期とそれ以降に注視すべき点はほかにある。それは、国内景気の浮揚を狙った競争的切り下げの動きだ。国際競争力をつけるために自国な主要輸出部門をテコ入れするという、中国が長年行ってきたことであり、日本が常に追い求めていることでもある（日本は円高に歯止めをかけるために9月に6年半ぶりの円売り介入に踏み切っている）。新興国部門では、韓国とブラジルも輸出拡大のために自国通貨安に動く気配を見せている。競争的切り下げは、最終需要の回復が見込めない状況ではさらに続くことが予想される。

G10通貨予測（2010年第4四半期）

USD（米ドル）：2010年第4四半期には、米連邦準備制度理事会（FRB）の次の動きに注目が集まるはずだ。基本的には、第4四半期のどこかの時点で、現行の「量的金融緩和策」

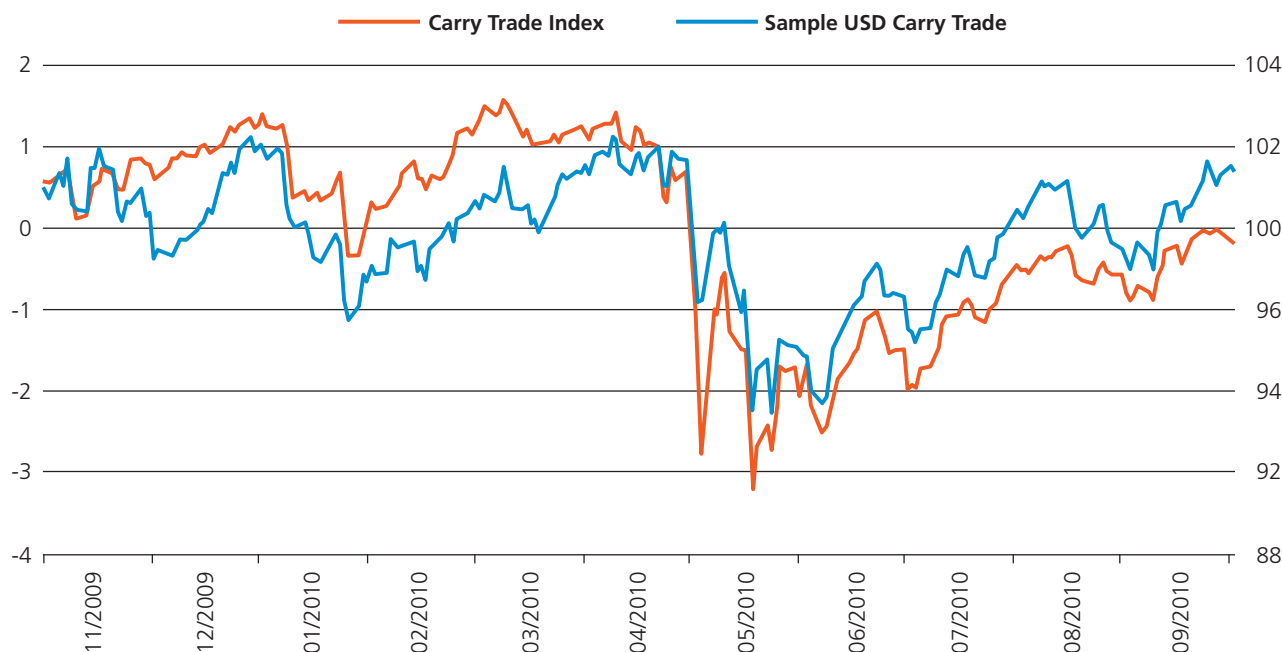
（QE）の延長が発表されるだろう。それは、おそらく、さらに1兆ドルないしそれ以上の長期国債の買い入れオペになることが予想される。伝統的金融政策にとわれずに、最終需要の喚起を狙う「追加的緩和策」（QE2）についても、準備はすでに整っているように思われる。しかし、FRBの動きとはほぼ関係なく、米ドルには安全な逃避先通貨としての特性があるために、市場の低迷期にはその相場は堅調になるだろう（チャート参照）。

EUR（ユーロ）：ユーロ圏諸国の政府は、債務問題を抱える5カ国（ポルトガル、イタリア、アイルランド、ギリシャ、スペインで、その頭文字をとり、PIIGSとよばれている）が直面したソブリン危機に極めて積極的に対応するために、緊縮財政を一斉に打ち出した。最近では、ソブリン危機の余波は市場ではあまり感じられなくなってきたが、ソブリン危機の深刻さは変わっていない。ソブリン危機はユーロ安に反映されている。しかし、2010年第4四半期から2011年にかけて、「デカプリング」傾向が弱まれば、ユーロは米ドルに対してさらに値下がりするかもしれない。しかしながら、高ペータ値、G10通貨の中で相対的リスクが高い通貨、一部の新興国通貨との絡みでは、ユーロはすでに最低値の水準まで下げている可能性がある。

JPY（日本円）：市場介入が再開された！ 円高に歯止めをかけようとする介入の成否は日本国債相場の動向で決まる。日本国債の利回りの低下は円にプラスとなる。サクソバンクは、円相場の先行きは荒れ模様で、全体的には弱含みで推移すると予測している。日本経済のアジア依存の高さと国内の経済ファンダメンタルズの悪化がその理由で、介入は関係ない。さらに、考慮すべき点がある。それは、長期的な人口動態の変化と公的債務問題はこれ以上放置することが全く許されない段階に達しており、仮にそうした事態が主要国を巻き込む真のソブリン負債危機に発展するとすれば、円相場は「炭鉱のカナリヤ」の役割を担うことになるかもしれない。

GBP（英ポンド）：英国の新政権が打ち出した緊縮政策は2010年第4四半期から英国経済に本格的に影響を及ぼし始めるだろう。その影響は他の欧州諸国よりずっと深刻なものになりそうだ。2010年のポンドは、米ドルに準じる形で取引された。そのため、ポンド相場の先行きはリスク志向の強さ次第ということになる。

サクソバンクのキャリートレードモデル



チャート：米ドルのキャリートレードとリスク志向：サクソバンクのキャリートレードモデルは6つのリスク要因で構成されており、世界市場におけるリスク志向を反映した米ドルの動きをほぼ全面的に示している。これは「デカプリング」論の不可欠な点である。世界市場が低迷すると再びドル高となる可能性がある。

CHF(スイスフラン)：日本が最近円売り介入に踏み切ったが、2009年から2010年にかけてのスイス通貨当局によるフラン売り介入は壁にぶつかっていた。スイス経済の冷え込み、悪い経済見通しが出てくれば、スイスの巨大金融機関への外国人貸し手の一部の脆弱さに対する投資家の不安が表面化して、フランが弱含みに転ずるかもしれない。

AUD(豪ドル)：G10通貨の中で「デカプリング」傾向と中国の経済成長の恩恵を最も受けてきたのが豪ドル。しかし、オーストラリア経済が鉱物資源のみに依存する「とりえが1つしかない」経済に急速になりつつある兆候が見え始めた。間もなくはじけそうな不動産バブルも逆風になりかねない。G10通貨の二極化現象の中で、オーストラリアドルは、2010年第4四半期には、G10通貨の中ではベータ値が最も高いものとなり、「デカプリング」傾向が反転すれば、最も大きな影響を受けるだろう。

CAD(カナダドル)：カナダも競争的切り下げの動きに参加する兆候を示している。カナダ銀行(中央銀行)のカーニー総裁はカナダドル高と、それがカナダ経済に与える影響、さら

に急速に悪化する交易条件について、不満を述べ始めた。市場の重点が「デカプリング」から「中庸」に戻ると、カナダドルは米ドルに対してレンジ相場が安くなるだろう。ただし、「デカプリング」傾向にもっと密接にリンクされている他の資源依存型の通貨よりは優位に推移すると予想される。

NZD(NZドル)：NZドルのことは「オージー・ライト」と呼ぶべきだろうか。ニュージーランドとオーストラリアの通貨には大きな違いがある。とりわけ、両国がそれぞれ依存する商品は異なる。しかし、両国にはアジア向け輸出への過度の依存という共通項がある。NZドルの場合、リスクや「デカプリング」傾向、さらに主要食料品の輸出との相関関係はポジティブとなるだろう。

SEK(スウェーデン・クローナ)：スウェーデンは輸出依存度が高いためクローナ相場は世界経済に大きく左右される。一時ユーロに対して大きく値を挙げたスウェーデンクローナ相場もより中立的な動きに変わっており、第4四半期から新年にかけて、世界景気を占う指標の役割を果たすことができるかもしれない。スウェーデン国立銀行は今後1年間に50

ベースポイント以上の利上げに踏み切ると予想されている主要中央銀行の1つだから、クローナ相場は国立銀行の動きに敏感に反応していくだろう。

NOK(ノルウェー・クローネ): ノルウェーの主要輸出産品である石油の「投資基準」は2010年、ほかの多くの商品と比較すると、「下位」で推移してきた。ノルウェー経済も予想より低い成長にとどまり、工業生産は長期的な下降傾向にある。ノルウェー中央銀行が予想可能な将来に新たな動きに出る可能性はない。ノルウェー・クローネの値上がりがあるとすれば、ソブリン危機への関心が突然膨らみ、ノルウェーの他国には真似のできない潤沢な財政黒字が注目を集めるときに限定される。

株式：相場は予想レンジの上限で推移

2010年5月以来、米国株式市場ではレンジ相場が続いている。これは、好景気と不景気の繰り返しの後の状況としては全くノーマルな動きで、2010年末まで続くと予想している。しかし、米国の株式市場と債券市場の経済予測を見ると、大きな相違があり、ノーマルとは言えない。債券市場は、不況に陥るまでには至らないものの、低成長は数年続くと予測している。それに対して、成長の勢いが増すというのが株式市場の見方である。いずれが正しいのだろうか。

債券利回りを額面どおりに見ると、債券市場が低成長を織り込んでいることがわかる。低い利回りについてのもう1つの説明としては、FRBによる新たな量的金融緩和(QE)策への期待が浮上する。サクソバンクとしても、同じように新しいQEを予測している。FRBのそうした政策は短中期的に資産価格の上昇につながる。そのことは、債券市場と株式市場の景気予測が一見すると違って見える謎を解いてくれる。

私たちが見るところによると、米国株式市場は世界経済のあまりにも楽観的な見通しを事実上相場に反映させている。売り上げは、名目GDPの動きを追う形となっており、2011年には減少が予想される。一方、米国企業の収益率はすでに高水準に達しているものの、さらなる収益率向上を何としてでも実現する可能性があることを考慮に入れて、2011年の企業収益の伸びの予測は、「ネガティブ」ではなく、「フラット」から「若干のプラス」とした。2012年からはノーマルな収益増が期待できるだろう。

当期純利益率(マージン)改善については、2006年に記録した過去最大幅の7.5%に迫る勢いはほとんど期待できない。私たちは収益率の縮小こそ想定してはいないものの、2011年度2012年については伸び率は「フラット」になると予測している。その理由は、高い失業率が続く状況下では、企業にとって最大のコスト要因である賃金の増加が抑制されるからである。利益率の伸び幅が縮小せず横ばいで推移する

景気循環調整後株価収益率=CAPE (P/E10)



資料:ロバート・シラー (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>). サクソバンク集計。

という予測のもう1つの理由が借り入れコストだ。金利はさらに低下が予想される中で、企業の借り入れ削減傾向が持続すれば、利益率の伸びが現状程度の水準になる可能性があることは明らかだ。

純利益率の現状維持の予想を背景に、売り上げの伸び率は2011年には低いものとなるという自らの予測にも関わらず、収益の伸びは2011年が「フラット」から「若干のプラス」、2012年は「プラス」と予測した。S&P500の1株当たり当期純利益（EPS）は2011年が94ドル、2012年は108ドルになることを見込んだ。私たちは、株式市場が行ってきた企業の今後2年間の収益機会の予想は全く非現実的だと判断しており、私たちは株価収益率を低く予測した。収益率

が実際にどのようになるかは現時点では断定は不可能だが、株式アナリストは、経済全体への構造的な逆風が1四半期だけの現象にとどまらず、数四半期にわたって続くことに気づけば、それぞれのEPS予測の下方修正を余儀なくされるだろう。2010年第3四半期の収益率が高かったために、下方修正が数カ月遅れになっている可能性がある。

ところで、株価はどのように評価されているのだろうか。サクソバンクが好んで使用するCAPE(P/10E)というツールは、過去の平均当期利益率16倍と比較しても、19.7倍は一方向的に安いという水準ではないことを示唆している。株価が戻れば（私たちは戻ると予測している）、安定した配当率から見ても、その魅力をさらに増すはずだ。

株価指数	2009年12月14日 大引け水準	2010年12月目標			
		年間予測	第2四半期予測	第3四半期予測	第4四半期予測
S&P500	1114	1150	1100	1000	1096
DJ Stoxx 600	247	260	248	230	247
日経225	10106	10320	9875	9180	9180
MSCI EM	979	1050	1000	820	975

資料: Saxo Bank Strategy & Research

政策金利

米国: 2010年7月21日、バーナンキFRB議長は米議会に対して年2回公表する米国経済見通しの中で、その見通しが「異常なほど不透明」だと述べた。的を射た景気判断だと言える。その2カ月前に米国経済の回復は停滞していたからだ。地区連銀経済報告(ページブック)は、ばらつきがあり、勢いに欠ける景気回復に焦点をあてていた。この予測レポート作成時での最新のFOMC(連邦公開市場委員会)議事録には、経済条件が前回にFOMCが開催された時期より明らかに悪化したことに触れる箇所があった。「目に見えるほどのデフレの危険性を指摘した委員は1人もいなかった」ものの、FOMC全体としてはさらなるデフレーションへの懸念を強めている。「雇用の最大化と物価の安定」を金融政策の最大目標としているFRBは、8月10日のFOMC会合で、保有するモーゲージ担保証券(MBS)で満期を迎えるものの償還資金を長期国債に再投資する方針を決め、新たなQE対策に歩を進めた。9月21日に開催されたFOMC会合の後に発表された声明では、景気回復とインフレ動向についての悲観的なコメントが目立った。次回11月のFOMC会合では、規模を拡大した新たなQE導入の可能性がより現実味を増しているかもしれない。

この決定を受けて、サクソバンクでは、2011年第2四半期までの今回の予測期間中に、FRBによるフェデラルファンド(FF)金利の誘導目標引き上げはないと予測した。2010年11月か2011年の早い段階に、1兆ドルから2兆ドル規模の本格的な追加的QEが発表される可能性がある。

ユーロ圏: 欧州中央銀行(ECB)のトリシェ総裁は「ECBはインフレ率を中期的に2%以下で、かつ2%に近い水準に保つことを目標にしている」という言い回しを厳密に繰り返すばかりである。また、ECBは、ユーロ圏の銀行救済のための無制限流動性供給という緊急措置からの出口戦略は軌道に乗っており、可能なかぎり早期に完了させたいとしている。問題は、欧州の金融機関が未だにECBからの流動性供給への

依存から脱却できていないことだ。それに配慮して、ECBは3カ月物資金無制限供給オペの適用継続を最近発表した。さらに、ユーロ圏は劇的な財政赤字削減政策という不利な条件を抱えている。

こうした事情から、サクソバンクでは、今回の予測期間である2011年第2四半期末までにに関しては、ECBによる金利引き上げはないと予測している。それどころか、ECB独自の量的金融緩和策(QE)計画の導入を求める圧力にさらされる可能性も必ずしも否定できない。ただし、インフレとの戦いを優先するECBの伝統文化がQEの導入に歯止めをかけるだろうと私たちは見ている。

日本: 菅直人首相が2010年9月の民主党代表選で再選されたが、そのことが日本の状況改善につながるということは考えにくい。代表選後の為替介入は初期段階でこそ若干の成功を収めたものの、私たちはその効果は短期的なものにすぎないと判断している。他のG20諸国は、いずれも自国の輸出競争力を優位に保ちたいと願っているうえ、中国の人民元安政策への幅広い批判がある中では、日本と協調介入を喜んでやろうとする国はない。

当然ながら、日本銀行が近く利上げを行う余地はなく、2011年第2四半期までにはなんらかのQE政策が打ち出されるかもしれない。

英国: 現在生きている人たちの記憶の中では最も厳しい緊縮政策に直面している英国経済に明るい兆しを見つけることは難しい。イングランド銀行の金融政策委員会はそのことをよく認識しており、キング総裁も穏健な発言しか行っていない。中期的にインフレ率が下がるだろうというキング総裁の見方に賛成する。2011年第2四半期までの予測では、イングランド銀行は政策金利を据え置くだらうと予測している。まず間違いなく、2010年末までにイングランド銀行はそのQE計画を再開し、その規模は前回と同じ2000億ポンドが予想される。

コモディティーズ：値動きが止まった原油、高値更新が続く金

世界各地を襲っている異常気象とそれがもたらしている農産物の価格高騰は、2010年第4四半期もコモディティーズ(商品)相場の最大の変動要因になる。米国経済の「二番底」懸念と相まって、商品部門間における相場の整合性が大きく乱れている。この予測レポートの作成段階で、ロイター・ジェフリーズCRB指数(米国商品取引所の先物取引価格をベースにした商品先物指数)は年初比で1.3%の下落となっていた。しかし、指数だけでは、ソフト商品(コーヒーや砂糖など)、穀物、貴金属の2桁台の価格上昇と、エネルギー部門での大幅な下落のいずれも見えない。

最近の経済見通しで、金、銀、白金系貴金属(PGM)への投資に拍車がかかり、2010年第3四半期には相当な値上がり益を得た投資家があった。米連邦準備制度理事会(FRB)は量的金融緩和策(QE)を再開する姿勢を示しており、そのことは米国の政策金利はゼロ近辺から動かず、金を保有する機会費用はほとんどゼロまで下がっていることを意味する。伝統的な金の供給者だった中央銀行による20年ぶりの買い越しさえ伝えられた。さらに、金相場の世界的な上昇と株式投資がもたらす運用益が不透明な状況にあることも金への投資の増大に繋がっている。

アナリスト、解説者、投資家の誰もそろって価格予測を上方修正している金市場が2010年第4四半期に最も注意すべき点は、これまでの成功が最大の危機に変わることだ。市場を包む勢いとマクロ経済の不透明性のおかげで、相場の上昇は続くだろうが、一方で2010年7月に経験した8%の急落に近いことが年末という季節要因から起きたとしても驚かないだろう。多くの市場参加者にとっては難しい年となった2010年だが、運用責任者たちが年末時点での利益を確定する行動に出ても不思議ではない。金価格の長期トレンドと200日移動平均で見ると、いつ相場の下方向修正が起きてもおかしくないが、サクソバンクでは2010年末は1オンス=1,350ドル、2011年末は1,650ドルと予測した。

季節要因に左右されやすいエネルギー部門などの商品にとって2010年は現時点までは厳しい相場展開となった。例えば、天然ガス相場は3分の1、原油相場は2桁台と、それぞれ大幅に下落した。需要は世界的に徐々に回復しつつあるものの、中国の飽くなき天然資源確保の動きが見られる東アジアからの需要が突出しているのが現実だ。一方、米国の商品在庫水準は相変わらず増加傾向にあり、その結果、スポット月(当限月)価格の回復が遅れている。

上記の傾向は第4四半期に入っても続く予測される。その理由は、中国が追加的な金融引き締めに転じる場合のリスクと、米国が新たなQE政策の発動に踏み切ることは米国の消費回復が限定的なものに終わることの裏返しでもあるためだ。原油相場ではこの1年間トレーディングレンジ(横ばい)が続いたが、第4四半期も変化は期待できない。サクソバンクの予測では、2010年の終わりには1バレル=65ドルから70ドルのレンジまで弱含む可能性と、2011年は90ドルを目指す展開になる。

米国中西部、ブラジルからパキスタン、とりわけロシアに至るまで、穀物から、家畜、砂糖、コーヒーに至るあらゆるものの価格の上昇が起きている。最も被害が甚大だったのはロシアで、黒海沿岸地域の巨大な小麦生産地帯が干ばつで大打撃を受けたために、ロシア政府は2011年までの穀物輸出禁止を決めた。禁輸解除は2010年秋の植え付けによってどこまで生産が回復するかにかかっている。

トウモロコシ価格の上昇幅は小麦相場を凌ぐ勢いを見せている。その背景には、米国の生産が予想以下だったことと輸出の増加で、米国内の在庫が大幅に減少してきたことがある。世界全体の需要が生産を上回る事態が2年目に入る可能性さえある。バイオエタノールの原料としての需要の拡大と、とりわけロシアの小麦禁輸で困り果てた畜産農家からの代替飼料需要の急増が、需給関係を悪化させている。

DISCLAIMER

免責事項

この「2010年世界経済予測」(以下「本レポート」といいます。)は、サクソバンクのサービスと商品についての情報を含みますが、お客様の投資目的、財務状況、資力にかかわらず、情報の提供のみを目的とするものであり、金融商品の勧誘、取引の推奨、売買の提案等を意図したものではありません。本レポートは、サクソバンクが信頼できるとされる情報にもとづき作成したものです。次の点に十分ご注意ください。

- サクソバンクおよび当社は、本レポートが提供する情報、分析、予測、取引戦略等の正確性、確実性、完全性、安全性等について一切の保証をしません。
- サクソバンクおよび当社は、本レポートを参考にした投資行動が利益を生んだり損失を回避したりすることを保証または約束あるいは言外に暗示するものではありません。
- サクソバンクおよび当社は、本レポートに含まれる不確実性、不正確性、不完全性、誤謬、文章上の誤り等に起因して、お客様または第三者が損害(直接的か間接的かを問いません。)を被った場合でも、一切の責任を負いません。

本レポートを参考にして金融商品等の売買を行う場合でも、お客様ご自身の判断と責任において行って下さいますようお願いいたします。

- 外国為替証拠金取引は通貨の価格を、貴金属証拠金取引は貴金属の価格を指標とし、それらの変動に対する予測を誤った場合等に損失が発生します。これらの取引は取引金額が預託すべき取引証拠金の額(取引金額に対して個人の場合は2~8%相当額、法人の場合は1~8%相当額)に比して大きいため、その損失の額が取引証拠金の額を上回る可能性があります。さらに、売買の状況によってはスワップポイントの支払いが発生したり、通貨の金利や貴金属のリースレート等の変動によりスワップポイントが受取りから支払いに転じたりすることがあります。売買手数料等

については、無料コース(ミニ、スタンダード)と有料コース(FXチョイス)があり、FXチョイスでは1万通貨単位あたり0.5米ドル相当額が課金されます。また、スタンダードとFXチョイスでは、当社が定める取引数量未満の注文が約定した場合に1取引あたり10米ドル相当のミニマムチャージ(小口取引取扱手数料)が課金されます。

- 外国為替オプション取引は外国為替証拠金取引を、貴金属オプション取引は貴金属証拠金取引を原資産とし、原資産の値動きやその変動率に対する予測を誤った場合等に損失が発生します。また、オプションの価値は時間の経過により減少します。オプションの売り側は取引金額が預託すべき取引証拠金の額(原資産の取引証拠金をベースに原資産の価格およびボラティリティの変動、ストライクプライス、満期日までの残存期間、原資産における建玉等を総合して計算)に比して大きいため、損失の額が取引証拠金の額を上回る可能性があるほか、権利行使に應える義務があります。売買手数料等については外国為替証拠金取引・貴金属証拠金取引と同様にミニマムチャージが課金されます。
- 株価指数CFD取引は外国市場の株価指数取引を、商品CFD取引は外国市場の商品先物取引をそれぞれ原資産とし、それらの価格の変動に対する予測を誤った場合等に損失が発生します。また、これらの取引は取引金額が預託すべき取引証拠金(株価指数CFD取引は取引金額の5%、商品CFD取引は同10%)の額に比して大きいため、その損失の額が取引証拠金の額を上回る可能性があります。さらに、売買の状況によってはオーバーナイト金利の支払いや配当等調整金の支払いが発生したり、通貨の金利の変動によりオーバーナイト金利が受取りから支払いに転じたりすることがあります。売買手数料等についてはミニマムチャージを含めてかかりません。
- 上記全ての取引において、当社が提示する売価格と買価格にはスプレッド(価格差)があり、お客様から見た買価格のほうが売価格よりも高くなります。

この「2010年世界経済予測(2010年第4四半期版)」はサクソバンク(Saxo Bank A/S: Philip Heymans Alle 15・2900 Hellerup-Denmark)が英語で作成した「OUTLOOK 2010 Q4」を当社(サクソバンクFX株式会社)が日本語に訳したものです。日本語訳と原文が一致しない場合は、原文が優先します。また、記事はその一部か全部かを問わず、当社に無断で複製または転用なされないようお願いいたします。



サクソバンクFX 株式会社

〒106-0041 東京都港区麻布台1-7-2 神谷町サンケイビル10F

登録番号: 第一種金融商品取引業 関東財務局長(金商)第239号

加入団体: 日本証券業会、社団法人金融先物取引協会、日本投資家保護基金