

光陽ファイナンシャルトレード株式会社



月刊 MarketWatch 2月号

2010.1.29 発行 Vol.5

Index

1. Equity
節分天井の可能性
2. Forex
すべての道は円に通ず
3. Gold
2月上旬にも調整安値、出尽くす
4. Energy
上値の重い相場展開が続く
5. Agriculture
作付けに向けて値位置は下がる



Outlook

2月の東京株式市場は調整局面入り、為替相場は、不透明な投資環境を背景に円が強含みで推移すると予想する。

金は2,000ドル以上へと上昇する途上で、現在は12月からの高値調整の最終段階。2月上旬までに2番底を入れ、反転上昇に向かうとみる。

トウモロコシ、大豆は2-3月にかけて一段安の公算大。需給が緩い上、米国産地では今年、作付面積の増加が見込まれる。

本号執筆者

梅田 直人 *Naoto Umeda*

n-umeda@kft.jp

二本柳 直人 *Naoto Nihonyanagi*

n-nihonyanagi@kft.jp

〒103-0004

東京都中央区東日本橋 2-13-2

光陽東日本橋ビル

光陽ファイナンシャルトレード株式会社

編集：インベスターズ・プラザ本部

発行責任：梅田直人

TEL：03-5825-6278

Mail：mw725@kft.jp

本資料は、お客様の投資判断のご参考となる情報提供を目的としております。掲載資料中に記載された数値やグラフ等の情報に関しては、万全を期してはいますが、将来の相場動向等の予測や内容を保証するものではありません。

お取引に際してはご自身の判断と責任で行っていただきますようお願い致します。

重要なお知らせを巻末に記載していますので、ご参照ください。

Equity

節分天井の可能性

ストラテジスト 二本柳 直人

2月の東京株式市場は調整局面入りを予想する。足元の相場上昇を牽引してきた外国人投資家の買いが一巡するとともに、年度末を控えた国内機関投資家の決算対策売りや、今期から任意適用が開始される国際会計基準(IFRS)をにらんだ持ち合い株式の売却が相場の上値を抑えるとみる。為替相場で円高の進行が予想されることも弱材料となるだろう。また、株価の下落が続けば裁定解消売りを誘発する可能性もある。

他方、現在行われている日本企業の第3四半期(10-12月期)決算に対する期待は強いものの、コマツ(6301)、ソニー(6758)、トヨタ自動車(7203)といった主力企業の来期(11/3期)ベースの予想PERは軒並み30倍前後に達している。米中両国の景気の先行きに不透明感が強まるなか、アナリストの予想を上回る業績拡大を織り込んでいた今の株価には割高感が強い。先日、信越化学工業(4063)が市場予想を下回る決算を発表して株価が急落したように、期待が先走りすぎるとその後の調整は避けがたくなるため注意が必要である。

個別銘柄では、自社が強みを有する事業分野への集中投資によって業績の拡大を図っているキューピー(2809)、楽天(4755)、日立製作所(6501)、エフピコ(7947)などに注目。他方、12月からの反発局面において主にバスケット買いで上昇してきたTOPIXコア30銘柄(図表1参照)などは戻り売りのスタンスで臨みたい。

日本たばこ産業(2914)、セブン&アイHD(3382)、信越化学工業(4063)、武田薬品工業(4502) アステラス製薬(4503)、新日本製鉄(5401)、JFEHD(5411)、コマツ(6301)、東芝(6502) パナソニック(6752)、ソニー(6758)、日産自動車(7201)、トヨタ自動車(7203)、ホンダ(7267) キヤノン(7751)、任天堂(7974)、三井物産(8031)、三菱商事(8058)、三菱UFJFG(8306) 三井住友FG(8316)、みずほFG(8411)、野村HD(8604)、東京海上HD(8766)、三菱地所(8802) JR東日本(9020)、NTT(9432)、KDDI(9433)、NTTドコモ(9437)、東京電力(9501)、関西電力(9503)

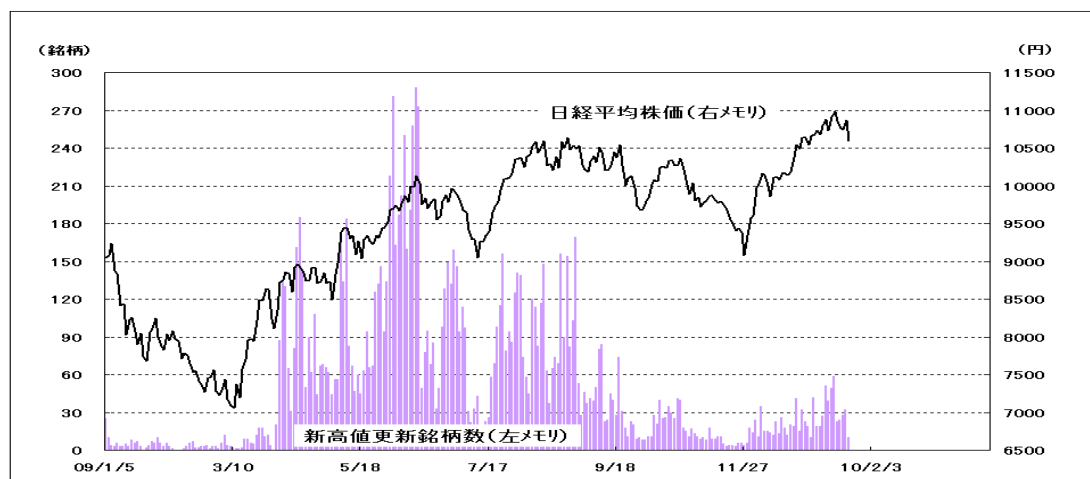
図表1 TOPIXコア30構成銘柄一覧

出所)東京証券取引所のデータをもとに光陽ファイナンシャルトレード作成

昨年12月から続いた相場上昇は、日銀の追加緩和をきっかけに、外国人投資家がウェイトの下がりすぎた日本株の比率をリバランスする動きを強めたことによる。外国人投資家はいったん買いに転じると3か月間は買い続けるとよく言われるが、今回もその経験則が生きるとするならば、2月いっぱい外国人投資家の買いによって相場の大きな調整は起こらないということになる。ただ、東京証券取引所が毎週公表している3市場(東京・大阪・名古屋)の投資主体別売買動向をみると、外国人投資家は12月第1週から1月第2週までの累計で差引2兆4,905億円の買い越しとなっており、金額ベースでは買い一巡感が出てもおかしくない。

その一方で、昨年12月からドルが他通貨に対して全面高となるなか、ドル・ペッグ制を採用している香港ドルが対米ドルで大きく下落している。特に1月11日以降は、香港ハンセン指数と香港ドルが調整色を強めており、今年に入ってからたびたび観測されるアジア株リバランス(日本株買い/日本以外のアジア株売り)

の動きとあいまって、香港市場から日本市場へ投資資金の流入が続いているとの見方も有力だ。こうしたリバランスが行われている限り相場が大きく崩れる可能性は小さいと考えられるが、今回の上昇局面で新高値を更新する銘柄数が平均で 20 銘柄程度と非常に少なく、多い日でも 60 銘柄程度に留まっている点は気掛かりである（図表 2 参照）。昨年の春や夏の相場上昇局面では新高値更新銘柄数が 150～300 銘柄に達していたからだ。今回の相場上昇はあくまでも一握りの銘柄によって実現され、物色の広がりほとんどみられない点に特徴があり、外国人投資家のリバランスが完了すれば反落する公算は大きいといえるだろう。



図表 2 日経平均株価と東証一部における新高値更新銘柄数の推移

出所) Bloomberg のデータをもとに光陽ファイナンシャルトレード作成

ところで、今期から任意適用が開始される国際会計基準 (IFRS) では、来期から上場企業に開示が義務付けられる「包括利益」に注意したい。国際会計基準審議会は、リーマンショック以降に金融商品のルール全体を抜本的に見直し昨年 11 月に新ルールを採択したが、その内容を要約すると「金融資産のうち、単純な貸付金や債券で原則として売却を予定していないものは償却原価で評価を行い、すべての株式を含むそれ以外の金融資産は時価で評価を行う」というものである。

しかし、すべての株式を時価評価して価格の変動を損益に反映させると、日本企業のように株式の持ち合いをしているケースでは毎期の決算に非常に大きな影響を及ぼすこととなる。このため、こうした政策的な投資に関しては時価評価に伴う価格の変動を純利益に計上することはせずに、「その他包括損益」という別の項目に計上することが認められている。これまでのわが国の会計基準や従来の国際会計基準と比較して大きく異なる点は、減損損失が計上されないことや、株式を売却して損益が確定した場合でも純利益に反映することなどが挙げられる。

かりに含み益がある株式を売却した場合には、「包括利益」として計上することが義務付けられるため、恣意的な利益操作の余地がなくなり持ち合い株式の売却益を活用した決算対策も困難となる。この結果、持ち合い株式を売却する動きが広がり株式需給が悪化することが予想される。実際、今下期以降の事業法人の株式売買動向をみると、10 月が 285 億円の売り越し、11 月が 67 億円の買い越しだったが、12 月は 1,754 億円の売り越し、1 月も第 2 週現在で 1,093 億円の売り越しとなっており、持ち合い株式の売却が前倒しで出ていることがうかがわれるのである。

Forex

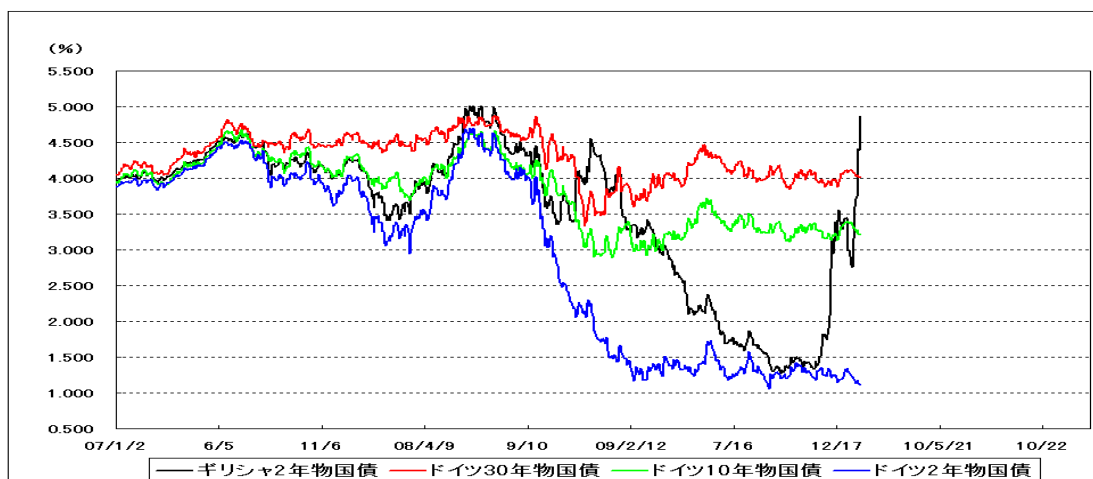
すべての道は円に通ず

ストラテジスト 二本柳 直人

2月の為替相場は、不透明な投資環境を背景に円が強含みで推移すると予想。オバマ米大統領が発表した金融規制案に対する懸念やユーロの信認問題、さらには中国の動向などが投資家のリスク回避の動きを促し、円買い圧力を強める可能性が高い。また国内要因としては、年度末を控えた輸出企業のリパトリエーションや中旬に予定される米国債の利払い・償還に伴う円買い需要などが円を押し上げるとみる。特に輸出企業の為替予約では、ユーロ・円でのカバーが遅れているため、ユーロの上値を抑えることとなりそうだ。

他方、沖縄県名護市長選で、辺野古への米軍普天間基地移設反対を訴えた候補が勝利したため、普天間問題の解決が一段と難しくなった。このことで日米関係が一段と悪化した場合、急激に円高が進んでも政府・日銀が為替介入をやりづらくなる点には注意したい。

ギリシャ問題で大きく売られたユーロは、依然中期的な下落トレンドが続いていると考える。ただここ半月ほどの下げが急だったうえ、米金融規制案の発表というドルに関する新しい材料が市場参加者に提供されたことで、目的的にはいったん買い戻しの動きが出てもおかしくはない。だがギリシャは、2001年のユーロ加盟に際して財政赤字の数字を偽っていたことが判明しており、2009年にはGDPに対する財政赤字の比率が規定の3%以内を大きく上回る12.7%に達している。ギリシャは、2013年までに財政赤字を3%未満に圧縮する財政赤字削減計画を発表したが、今年の削減計画は歳出面での削減が全体の2割にとどまり、残りの8割は増税や脱税の摘発によって賄うとしている。通常、財政赤字の削減を実現するためには「歳出削減7割、増税3割」といわれており、ギリシャの計画はスタートから暗礁に乗り上げる公算が大きい。市場でもギリシャの支払能力に強い疑問が投げかけられており、同国の2年物国債利回りは急騰、ドイツの30年物国債の利回りを大きく上回っている（図表3参照）。



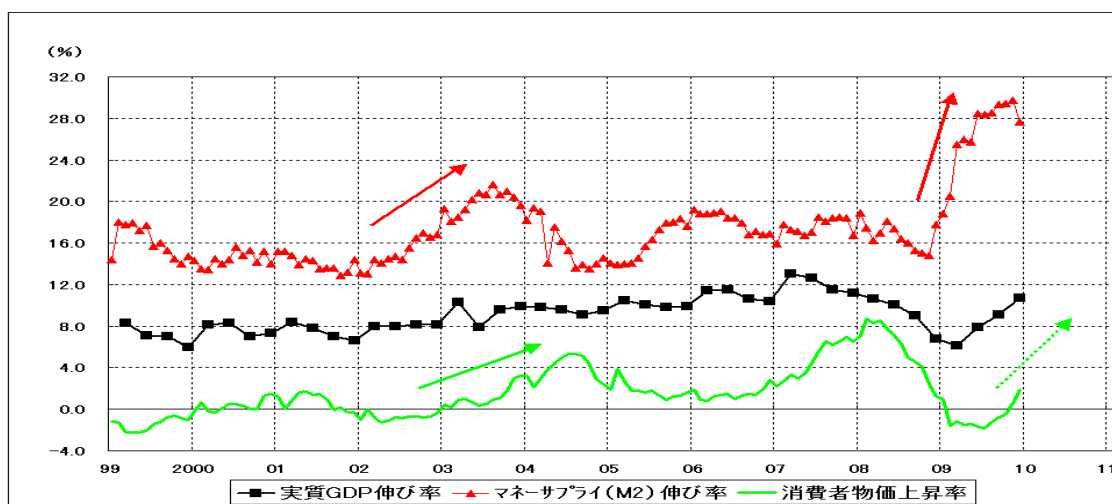
図表3 ギリシャ2年物国債とドイツ30年物、10年物、2年物国債利回りの推移

出所) Bloomberg のデータをもとに光陽ファイナンシャルトレード作成

またギリシャ国債の格付けをみると、S&P とフィッチが BBB+、ムーディーズが BBB まであと 2 ノッチしかない A2 となっている。かりにムーディーズの格下げによって A 格が失われてしまうと、A 格での債券運用を行っている機関投資家から一斉にギリシャ国債の売りが出される可能性があるうえ、ギリシャの銀行にとっては、来年 1 月から ECB の担保基準を満たさなくなることで資金ショート懸念が強まることとなる。だがこうしたことは、ギリシャ一国の問題というよりも、それを見抜けなかった EU あるいは ECB そのものに対する信頼が損なわれるということであり、ユーロの信託を大きく揺るがすこととなるという点に留意すべきである。このため、かりにユーロが反発したとしてもそれは一時的なものにとどまるとみる。

他方、ここきて俄然注目が集まっている中国経済の先行きには注意が必要であると考え。リーマンショック後の 2008 年 11 月、中国政府は総額 4 兆元（約 54 兆円）にのぼる景気刺激策を打ち出してインフラ整備を中心とした公共事業を大幅に積み増すとともに銀行貸出の総量規制を撤廃した。加えて翌年 3 月の全国人民代表大会では、新規融資額の目標を 5 兆元以上に設定するという超金融緩和を実施したが、こうした積極的な財政・金融政策によって世界経済の牽引役を囑望されていることは周知の通りである。

だが、大幅な銀行融資の拡大によってマネーサプライ（通貨供給量）の平均伸び率は GDP 成長率を 18 ポイントも上回っており、インフレが加速するリスクが高まっている（図表 4 参照）。



図表 4 中国の実質 GDP 成長率、マネーサプライ(M2)伸び率及び消費者物価上昇率の推移

出所)中国国家统计局のデータをもとに光陽ファイナンシャルトレード作成

こうした過剰流動性を放置すれば、中国経済のみならず世界経済に与える影響が大きいことから、中国当局は手形金利の高め誘導や預金準備率の引き上げなどを行って過剰流動性の回収に動き出した。だがその一方で、人民元の対ドルレートを事実上の固定相場として維持するために、中国人民銀行は断続的な為替介入（ドル買い・人民元売り）を行っており、市中への人民元の供給はむしろ増加傾向にあるのが実情だ。

こうした矛盾を解消するために、中国人民銀行は 3 月 5 日から開催される全国人民代表大会が終了した後に、政策金利である預金基準金利の引き上げに踏み切る可能性がある。それを予測するうえでは、最近になって中国人民銀行が行っている手形金利の高め誘導に注目する必要がある。

1月22日現在、中国の3カ月物手形金利は1.4088%、同預金基準金利は1.71%となっているが、中国人民銀行が利上げに踏み切る前には手形金利が預金基準金利を上回ることが多いからだ。

同時に、米国の利上げが当分見込めないなかで中国が利上げに踏み切れば、必然的に人民元に上昇圧力がかかることとなる。このとき、人民元の代替通貨として円が買われる場面も出てこよう。中国の出口戦略に伴う金融市場の変動には警戒を要したい。

Gold

2月上旬にも調整安値、出尽くす

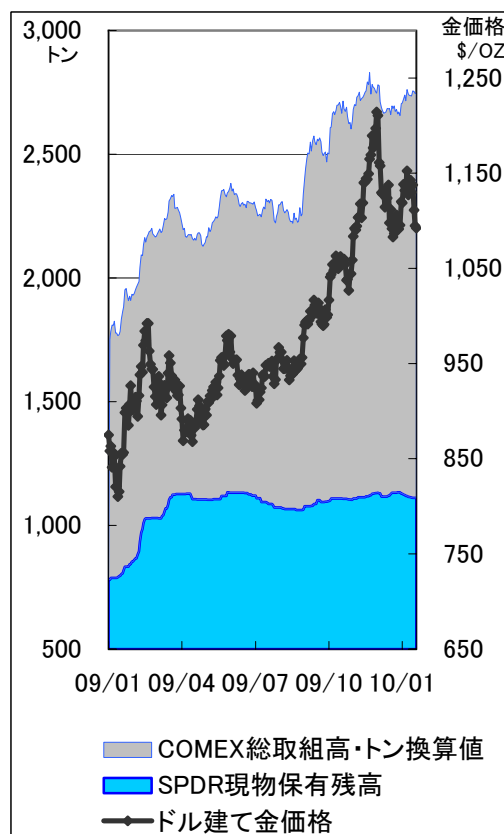
梅田 直人

金は長期的に 2,000 ドル、3,000 ドルあるいはそれ以上の高値へと歴史的な上昇を続ける途上にあるとみる。これは 1990 年代に起こった世界政治・経済の地軸変化に起因するもの。その過程では時間をかけて金の再評価が進むと同時に、これを阻止しようとする動きも激しさを増す。つまり戦後構築されたドル単一基軸通貨体制の維持を望む動きと、それに替わる新たな体制構築を急ぐ動きとの攻防でもある。その攻防の中で金が 1,000 ドルの大台を超え、一時的に反落したとはいえ「4 桁台」で推移しているということは、大局的には後者の流れが徐々に顕在化していることの証しだろう。

価格見通しを先に述べれば、1-2 月にかけては 1,040-60 ドルまで調整安が進むが、その後再び 1,200 ドル台を回復し、1,300 ドルを目指すとする。その過程では 1,140-60 ドルが重要な節目となる。調整安完了のタイミングと値位置は、早ければ 1 月最終週から 2 月第 1 週、1,070 ドル台。26 日の COMEX 金 2 月限オプション満期、27 日の同先物 2 月限納会なども基調転換を促すきっかけとなり得る。安値を出す過程では、市場のムードや論調が大きく弱気に傾き、中には「金は歴史的天井を打った」「年内に 700 ドルを試す」などといった声も出てくるのが考えられる。つまり、市場が弱気に包まれることが底入れのサインともいえる。

昨年 12 月からの調整安局面で再び顕在化したのは、NY の COMEX 先物市場における「売り」が主導して下げたこと。ロコ・ロンドンの現物市場では 1,100 ドル下回るとむしろ実需の買いが強まり、結果、金価格が下落する対極でリースレートは上昇した。米国では先物市場の規制当局である CFTC（米商品先物取引委員会）のみならず、オバマ政権そのものが、先物市場における「買い」と株式市場における「空売り」を規制する姿勢を強めており、市場での価格形成のいびつさすら否定できない一面がある。

NY 証券取引所上場の金 ETF「SPDR」の現物保有残高は年初から 1 月 27 日までで約 21 トン減少した。だが COMEX 金先物市場の取組高は 19 日までに 3.9 万枚、重量換算で 122 トン増加。27 日時点でも 1.8 万枚、55 トン上回る。いずれもいわば「ペーパー」ではあるが、ETF の残高減少だけをして金市場からの資金流出と結論付けるのは尚早。ちなみに 28 日現在、SPDR 残高は 1,112 トン、その他 ETF が 520 トン。COMEX は総建玉 1,579 トンに対し、取引所在庫はわずか 306 トン。



図表 5 金 ETF「SPDR」残高と NY 総建玉

米国株・債券市場では、株価の下落と国債の上昇が進みそうな雲行きだ。NY ダウが 19 日高値から 500 ドル以上急落する過程で、市場不安心理の指標とされる VIX 指数は 17 ポイント台から 28 ポイント台まで急騰した。もっともこの VIX 指数の急騰は、VIX 指数オプションの商いに絡んだ「踏み上げ」も一因している感はある。だが、それも投資家が株価の下げに対していち早く防御策を講じようとする動きの現れとすれば、株式投資に対する不安心理の証しといえる。投資家が株式投資に対する自身を回復できず、供給増加の続く中で資金を一旦、国債に避難させ、その結果、長期金利が下がるとなれば、1,000 ドル台で安値を待っていた金投資、特にアジアの実需をより刺激する公算が大きい。

Energy

上値の重い相場展開が続く

二本柳 直人

WTI原油3月限は上値の重い相場展開が続くと予想。依然需給が緩い状況にあるなか、世界経済の先行き不透明感やオバマ米大統領の金融規制案などによる投資家のリスク回避の動きが重しとなる見通し。さらに今年は、リーマンショック後に各国で打ち出された景気刺激策の効果が剥落してくる可能性が高いため、原油や非鉄といった景気敏感なコモディティにとってはネガティブな環境となりやすい点に注意。また、為替相場では引き続きユーロに売り圧力がかかりやすいと予想しており、原油相場を押し上げる効果は期待できないと考える。

Agriculture

作付けに向けて値位置は下がる

梅田 直人

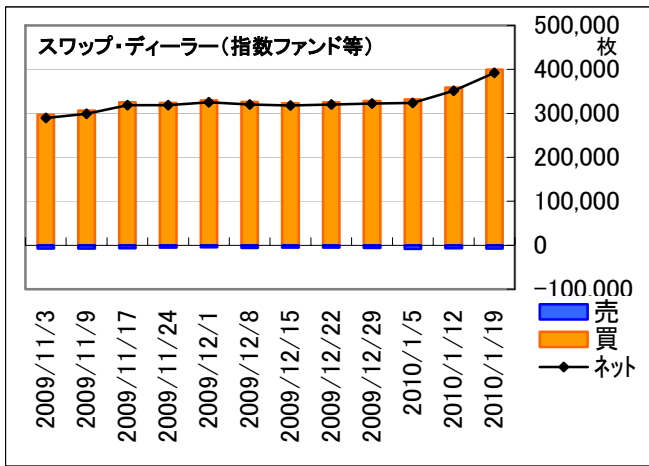
シカゴ・トウモロコシ、大豆は年初の1月4日、期近ベースでそれぞれ426.25セント、1,065.50セントの高値を出し、27日には358.25セント、928.50セントまで大きく下げた。いずれも昨年10月以来の安値水準である。目先は急落の反動で、トウモロコシ3月限380セント前後、大豆3月限990セント辺りまで戻すことはあっても、2-3月にかけてはそれぞれ340セント以下、900セント以下に値位置を下げていく可能性が高そうだ。当面の需要見通しに加え、今年の作付面積についても前年を上回る可能性が高いためだ。

特にトウモロコシは昨年来、降雪・収穫放棄によってある程度の単収悪化・生産高減少は避けられないとの観測が支配的だった。だが、12日の米農務省需給見通しはこれと全く逆の内容。これが市場にショックを与え、投機筋の手仕舞い売りを加速させた。もっとも、原油をはじめ商品市場全体が反落し、そこにドル反発、中国の金融引き締めによる株価反落、さらには米国株価の急落などが重なったことを考えれば、米農務省発表の内容如何にかかわらず、早晩下落に転じていたとみるのが妥当だろう。

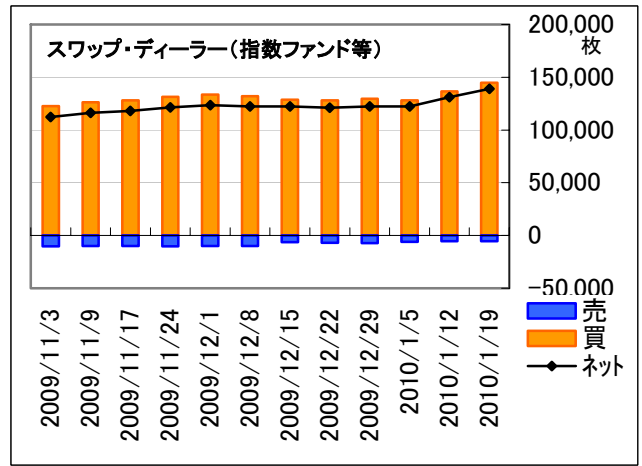
米農務省の発表内容はにわかには信じ難く、同省も再調査の必要性を認めている。だがその結果、単収や生産高見通しの下方修正があったとしても、それが明らかになるのは3月以降の可能性が高い。それ以上に、今年は冬小麦の作付け遅れ、作付面積減少のしわ寄せが避けられない状況。12日のインフォーマ・エコノミクス社見通しでは、冬小麦が前年実績を14.3%下回る3,710万エーカー、トウモロコシが同3.6%増の8,960万エーカー、大豆が0.5%増の7,790万エーカーとされた。大豆についてはトウモロコシとの作付けローテーションで、トウモロコシの作付けが選択されやすいという事情も含んでいるのだろう。だが、トウモロコシは大豆に比べ作付け期間が短く、かつ気象条件への耐性も劣る。昨年の寒波・降雪で水分過多の状態にある耕地への肥料投与・整備が手間取れば、結局は大豆を作付けざるを得ない可能性は排除できない。

一方、足元の輸出需要は確りしている。14日までの米農務省週間輸出成約高によると、トウモロコシは今年度累計2,732万トンと前年同期を20.9%上回り、大豆は同じく3,389万トンと43.8%上回る。だが、これから2-3月にかけて、トウモロコシは南ア産、大豆は南米産との輸出競合が本格化するの避けられない。特に大豆は米国の輸出需要の大半を占める中国が2月13日から春節(旧正月)に入り、中国からの引き合いが落ち込む可能性も高い。足元の輸出需要の堅調さは、裏を返せばピークアウトの前兆ともいえる。

最後に、投机玉の動きについて触れておく。19日時点のCFTC建玉明細によると、年初来の急落過程ではトウモロコシ、大豆とも、インデックス・ファンドなどを運用する「スワップ・ディーラー」の買い越しが伸びた反面、投資顧問やファンドの買い越しが急速に減少した(図表6、図表7参照)。前者は年初のリバランスによる買い増しとして、昨年から価格の下支え要因として期待されていたものだが、19日時点でほぼ完了したと思われる。片や、ファンドの手仕舞い売りについては、さらに手仕舞い売りが続く可能性があり、これらも当面の価格を圧迫する一因となる。



図表6 CFTC 建玉明細:トウモロコシ



図表7 CFTC 建玉明細:大豆

Event Calendar

2月の注目イベント

※赤字: 休場、青字: コモディティ関連、その他: エクイティ、フォレックス関連

※時刻はすべて日本時間です。予定は変更になる可能性があります。

日付	時刻	内容	ポイント
1(月)	10:00	(中) 製造業購買担当者指数	強い数字が出れば利上げ観測高まる
2(火)	12:30	(豪) RBA 政策金利発表	0.25%利上げの見通し (3.75→4.00)
	00:00	(米) 1月 ISM 製造業景気指数	指数の改善が続く見通し
4(木)	15:00	(日) トヨタ自動車、ソニー決算発表	業績改善に対する期待が高まっている
	21:00	(英) BOE 政策金利発表	資産買い取りプログラム縮小の可能性あり
	21:45	(欧) ECB 政策金利発表	出口戦略に向けた動きは遠くの見通し
5(金)	22:30	(米) 1月雇用統計	雇用者数が再び前月比プラスとなる見込み
		(国際) G7 財務相・中央銀行総裁会議	人民元の問題が取り上げられる可能性あり
9(火)	22:30	(米) 農務省需給統計	
11(木)		(日) 建国記念日 (祝日)	東京市場休場
	22:30	(米) 1月小売売上高	米個人消費の動向をみるうえで重要な指標
12(金)		(日) 2月限オプション SQ	裁定残が増加しており解消売りに注意
	19:00	(欧) ユーロ圏 10-12 月期 GDP	今年は政策効果一巡で失速する公算大
13(土)		(中) 春節 (旧正月)	13~19 日まで
15(月)		(米) プレジデント・デー (祝日)	米国市場休場
17(水)		(日) 日銀金融政策決定会合 (18 日まで)	年度末に向け緩和策を打ち出す可能性あり
23(火)	18:00	(独) 2月 IFO 企業景況感指数	指数の悪化が見込まれる

重要な注意事項

本レポート使用上の留意点について

本資料は、お客様の投資判断のご参考となる情報提供を目的としておりますが、将来の相場動向等の予測や内容を保証するものではありません。掲載資料中に記載された数値やグラフ等の情報に関しては、当社が信頼できると考える情報ベンダーから取得したデータをもとに作成されておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。お取引に際してはご自身の判断と責任で行っていただきますようお願い致します。

リスク性について

商品先物取引は相場の変動によって損失が生じる恐れがあり、また、取引本証拠金の額に比べて何十倍もの金額の取引を行う為、その損失額は預託している取引証拠金等の額を上回ることがあります。

取引証拠金等の額とレバレッジについて

商品先物取引は委託に際して取引証拠金等の預託が必要になり、最初に預託する取引本証拠金額は商品により異なり、最高額は最低取引単位（1枚）当たり 165,000 円です。但し、その後の相場変動によって追加の預託が必要になることがあり、注意が必要です。またその額は商品や相場変動により異なり一様ではありません。

委託手数料について

商品先物取引の委託には委託手数料がかかり、その額は商品によって異なりますが、最高額は最低取引単位（1枚）当たり 16,800 円(往復)です。

著作権について

本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されています。当社の事前の許諾なく、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

商号等

光陽ファイナンシャルトレード株式会社

商品取引受託業<農林水産省指令 17 総合第 34 号、経済産業省平成 17・04・05 商第 3 号>

第 2 種金融商品取引業<関東財務局長(金商)第 1588 号>

加入協会

日本商品先物取引協会、日本商品先物振興協会、(社)日本商品投資販売業協会

※当社ディスクロージャー資料は本店及び日本商品先物取引協会(本部・支部またはホームページ)で閲覧できます。

※お客様相談窓口

光陽ファイナンシャルトレード株式会社お客様サービス室

東京都中央区東日本橋 2-13-2 TEL:0120-353-935

日本商品先物取引協会相談センター

東京都中央区日本橋小網町 9-4 TEL:03-3664-6243