



GFT's 2012 MARKET OUTLOOK

BY BORIS SCHLOSSBERG, KATHY LIEN, DAVID MORRISON, BRADLEY GAREISS,
NEAL GILBERT, MATT WELLER

GFT'S 2012 OUTLOOK

BY BORIS SCHLOSSBERG, KATHY LIEN,
DAVID MORRISON, BRADLEY GAREISS,
NEAL GILBERT, MATT WELLER

実際の取引を行うに当たっては、あくまで独自の広範なリサーチ結果に基づくべきであり、ここに記載する情報をその代替とすべきではない。グローバル・フォレックス・トレーディングは、純粋な一般情報としてのみ、本資料を提供するものであり、ここに記載される予測または見通しが、実際のマーケットで実現しないこともあり得る。グローバル・フォレックス・トレーディングおよびマーケット・リサーチ・チームは、本稿に含まれる情報を原因として、読者または顧客が負った投資上の損失に対して、一切責任を負わない。グローバル・フォレックス・トレーディングおよびマーケット・リサーチ・チームは、投資、法律、会計、税務、またはその他の専門的アドバイスを、一切提供しない。仮に法律、税務、またはその他の専門的支援を必要とする場合、読者は当該専門家のサービスを求めるべきである。

目次

| | |
|-----------------------|----|
| 2012年度米ドルの相場見通し | 4 |
| 2012年度のユーロ相場：生きるか死ぬか？ | 7 |
| 日本円の相場見通し | 10 |
| 英ポンドの相場見通し | 12 |
| スイスフランの相場見通し | 14 |
| オーストラリアドルの相場見通し | 16 |
| カナダドルの相場見通し | 18 |
| ニュージーランドドルの相場見通し | 20 |
| 2011年度主要通貨ペアのチャート分析 | 22 |
| 2012年度S&P 500の予測 | 30 |
| 2012年度日本の予測 | 33 |
| 2012年度DAXの予測 | 35 |
| 2012年度FTSEの予測 | 37 |
| 2012年度金の相場見通し | 39 |
| 2012年度原油の相場見通し | 41 |
| 月足チャートと週足チャート | 43 |

2012年度米ドルの相場見通し

2011年度初頭、我々は景気回復の兆候を感じていた。米国の失業率は8.8%に低下し、2月には非農業部門就業者数が最高の235,000人増に達した。小売売上高も同月1.3%の増加を示し、多くのストラテジストがグローバル金融危機の終了を宣言した。しかし時間の経過に連れ、自然災害（地震、津波、洪水）と政策当局による財政政策の過ちで、楽観的な予測はことごとく裏切られた。大きな変動はあったものの、米ドルは結局年初と大差のない水準で年を終え、対ユーロでは実質的に価値の変動は見られなかった。米ドルは年後半になって大半の主要通貨に対して大幅高となり、年前半の損失を穴埋めしたが、特に豪ドル、カナダドル、ニュージーランドドルに対して一層の上昇を示したため、年を通しての全体としてのパフォーマンスはまちまちであった。米ドルの回復は米経済の強さとは一切無関係であり、すべては米国債の安全性によるものであった。米国債がトリプルAのステータスを失ってからも、投資家は依然として米ドルを買い続けたが、それは豊富な流動性を持つ米国金融市場の価値を証明した。2012年度にかけても、セーフヘイブンとしての地位が、米ドルの行方を決定する鍵となるだろう。

「選挙の年」は米ドルにとって何を意味するか

2012年は米国にとって選挙の年であるが、フランス、ロシア、ベネズエラでも、指導者の交代があり得る。ロシアではプーチン首相がメドベージェフ大統領に代わり、フランスでは現職のサルコジ大統領が再選を目指して立

候補し、ベネズエラで10月に実施される選挙は、ウゴ・チャベス体制の終焉を意味するだろう。中でも最大の注目を集めるのは米国で、オバマ大統領は二期目を指すことになる。現段階で同大統領の支持率は、再選に必要な水準をかなり下回っている。ただし今後10カ月で経済がどう持ち直すか、および共和党がどれだけ説得力のあるメッセージを発信する、強力な対抗馬を擁立できるかによっては、オバマ大統領の再選もあり得る。パリとフランスの両方で大統領選が展開されるということは、投資家にとって、世界の指導者たちが国際協力よりも国内景気を優先させることを意味する。不幸にもそれは、世界経済が崩壊にも近い状態から立ち上がるため、お互いの助けと協力を最も必要とするという、極めて危険なタイミングと一致する。通貨市場にとっては、国内優先は国際協調の欠如と一層のリスク回避、レバレッジ縮小、および米ドルに代表されるセーフヘイブン需要の増大を意味する。株式市場はこれまで、選挙年には活況を呈してきた。リーマンショックに翻弄された2008年度を別とすれば、過去50年間のうち、17の選挙年で株価が下落したのは、僅か4回に過ぎない。当社では旧ドイツマルクを基準として、1970以降9回の選挙年に関するEUR/USDのデータを調査したが、EUR/USDの通貨ペアは9回のうち8回下落し、その平均下落率は6%に及んだ。換言すれば、米ドルは選挙年には上昇する傾向がある。2012年度の初めに当たり、これはトレーダーにとって重要な意味を持つだろう。

世界的スタグネーションの年

ここ数十年間でも例を見ない世界的な財政緊縮の潮流を背景に、不幸にも2012年度は、世界的スタグネーションの年となりそうだ。各国の政治家は歳出カットを宣言し、2012年度はそれを実行する年になる。米国でも失業手当と給与税に関する時限立法の期限到来に伴い、財政引き締めが本格化する見込みである。オバマ大統領はこれらの時限措置を延長するだろうが、その障害は多く、おそらくは実質的なベネフィットの削減を余儀なくされよう。銀行、家計、企業がそろって借入と貸出の削減を図る新年にあって、政治の停滞は米国経済にとって深刻な打撃となる。過去数年間、金融市場は数々の変動を経験し、消費者も企業もバランスシートの縮小を、自然と優先させるようになっていく。従来金融危機からの回復過程で株価と通貨は上昇したが、欧州で多くの規制が導入され、未解決の問題が山積する現状、米国では銀行が貸し渋り、成長のための資金は不足する。本年度米銀は海外での貸出についても、再評価と削減を実施するだろう。これは米ドルにとって好材料である。失業率の緩やかな低下に伴い、本年度の米国経済はより安定するものと思われるが、経済成長の度合いは政治家の手腕にかかっている。米国はおそらくリセッションを回避するだろうが、最も楽観的な予測を立てるとしても、その成長率は僅かであろう。OECDの予測によれば、米国経済は2012年度に2%成長するが、これは前回予測の3.1%から下方修正された。成長の大半は年後半に実現するものと見込まれる。

FEDの金融緩和が常にドル安材料とは限らない

景気回復には、FEDによる一層の緩和が絶対条件である。第一弾と第二弾の量的緩和によってリセッションを回避した米国経済

は、年末にかけて景気回復の兆候を示し始めた。残念なことに、欧州で不況の可能性が高まっていることと、新年度最初の数カ月間に金融市場のボラティリティ上昇が予想されることで、FEDは追加の金融緩和を迫られるだろう。米国の金融当局者は金融政策の透明化を推進中で、金利水準をインフレ率ないし失業率に連動させることを検討している。更に当社の観測によれば、FEDは資産購入の増額によるバランスシート拡大を見込んでいる。第三弾の量的緩和（Q3）は、Q1とQ2ほど米ドルにとって有害とはならないかもしれない。特にQ3の実施時期が、他の中銀が利下げを敢行し、景気浮揚に向けて新たな刺激策を導入するタイミングと重なる場合はなおさらである。もし欧州がリセッション入りし（現時点での確率は65%超）、欧州中銀が大胆な利下げを行えば、仮にFEDが資産購入を増額しようとも、米ドルが上昇する可能性は高い。

キャリートレードの年ではない

今年はキャリートレードの年にはなりそうにない。欧州の債務危機は解決に程遠く、本年度前半は不確実性の上昇、レバレッジの縮小、および防御的ポジションの構築が中心になりそうである。逆に特に年度前半は、米ドルの一人勝ちになる可能性も否めない。キャリートレードが機能するためには、市場のボラティリティが低く、中銀は利上げを繰り返す、投資家が楽観的でリスクを進んでとる環境が必要である。不運にも2012年は、高いボラティリティとリスク回避主体の市場が見込まれることから、キャリートレードの利益率は大幅に低下するものと思われる。

当社見通しのリスクは何か？

当社リスクの最大のリスク要因は、欧州がリセッション回避に向け、極めて迅速に救済計画を導入することである。世界の金融市場のあらゆる緊張が、欧州の問題によって引き起こされてきた。EU各国の首脳が個々の事情を差し置き、それぞれの財政事情を開示し合って理解し、EU条約の改正によって積極的に取り組めば、今回の危機の解決は可能である。困難ではあるが、克服可能でもある。仮に世界景気に関する当社の悲観的見通しが完全に外れ、2012年が力強い景気回復の年になれば、当社としてもこれに勝る喜びはない。それは誰もが望むところである。残念ながら、こと政治に関しては何事も容易ではなく、単一通貨ユーロおよび欧州通貨同盟の将来は政治家の手中にある。もし不況が欧州内に留まり、米国が力強い回復を謳歌すれば、セーフヘイブンを求めて米国を離れる資金は減少するだろうが、その場合にも、歳出の削減が景気の一層の上昇を阻むことになる。

米ドルの年

2012年には米ドルが極めて力強い動きを見せるだろう。2011年同様、米ドルの強さは米国経済の強さに根ざすものではなく、レバレッジ縮小と不確実性によるものとなる。米国経済が成長するとはいっても、多くの人にとってそれは、不況からさほど遠くないスタグネーションのような感覚かもしれない。もしオバマ大統領が給与税と失業手当に関する時限立法を延長できなかった場合、景気は更に落ち込み、再選も遠のくだろう。政局不安はその国の通貨にとって下落要因となるのが常であるが、米ドルの場合、不確実性がセーフヘイブンとしての米国債市場に投資家の資金を呼び込むことにより、かえってドル高をもたらす可能性が高い。

“The overall performance of the dollar was more mixed as the greenback strengthened significantly in the second half of the year against almost every major currency... The rally in the greenback had nothing to do with the strength of the U.S. economy and everything to do with the safety of U.S. Treasuries.”

2012年度のユーロ相場：生きるか死ぬか？

ほとんどのアナリストにとってつい最近まで、世界最大の統一経済ブロックの解消は余りにも複雑で、真剣に検証するには余りにも破滅的であることから、単一通貨ユーロの破綻は考えの及ばぬ事柄であった。しかし2011年、周辺国に発生したソブリン債務危機が欧州の主要国へと波及した。市場の認識は一変し、今やユーロの破綻は差し迫った現実の問題になった。銀行間の為替取引では、緊急事態の発生に備え、ドラクマやリラなど、国ごとの旧通貨による取引体制がテストされるに至った。したがって2012年度は、ユーロにとって正に存亡をかけた年である。ほとんどのトレーダーが、ユーロは上がるか下がるかではなく、ユーロがこのまま存続するか否かを考えている。大半のアナリストが異口同音に、ユーロが有効な通貨であり続ける条件として、地域全体がより密接な財政統合に向けて動く必要性を指摘しているが、ユーロ圏の当局者が必要な政治的調整に進んで応じ、市場が今後提起する多くの課題に対応できる、より高度に統合された体制を構築できるか否か、現段階では定かでない。

信用市場の混迷が全メンバー国に波及

2011年度には、前年度にギリシャで発生したユーロ圏の債務問題が、本格的な危機として次から次へと他国に波及し、信用市場のパニックをもたらした。年末までには南部の周辺国から北部の中核メンバー国に至るまで、絶対安全な国は一切存在しない状況に陥った。ギリシャはこの伝染病とも言えるソブリン危機の「第一号患者」ではあるものの、多くの意味で、ユーロ圏におけるアウトライアー（通常の分布から大きく外れた存在）である。財政赤字はGDPの150%を超過し、非効

率で汚職にまみれた税制のため歳入確保の機能が麻痺するなど、ギリシャは他の欧州諸国とは異なり、明らかに支払不能状態にあった。同国が景気を回復させるためには、直ちに債務再編を行い、資本を注入する必要があった。にも拘らず政治要因への配慮から、ユーロ圏当局者は本格的解決を先送りし、救済資金に情け容赦のない条件を付すことで、不況にも等しい同国の景気後退を決定づけた。その結果ギリシャは今や、ユーロ圏の被後見人的存在となった。更に問題はギリシャ一國に留まらず、救済計画導入の遅延とそれをめぐる政治的駆け引きの結果、投資家の信用は完全に失われた。市場は今、ギリシャ以外の「脆弱な」国を標的に売り攻勢をかけ、ソブリン債務危機を一層深刻なものとしている。

イタリア万歳？

2011年末までに、欧州の信用危機はギリシャ、ポルトガル、アイルランド、スペインだけでなく、ユーロ圏第三番目の経済大国であり、世界第四番目の国債発行残高を抱えるイタリアへと波及した。イタリアの信用市場に発生した大混乱は、これまで19年間にわたり無政府主義的統治手法で同国の政界を支配してきた、ベルルスコーニ首相の政治生命に終局をもたらした。代わって首相の座に就いたのは、名声の高い官僚出身のマリオ・モンティ氏である。市場は首相の交代を歓迎したが、打撃は余りにも大きかった。2011年末時点で、イタリアの10年物国債利回りは7.5%を超えるが、わずか一年前は4.5%に過ぎなかった。

大半のアナリストは、この二倍近い借入コストは持続不能であると考えている。2012年度、イタリアは3,000億ユーロ近い国債の期日更新を迎える。これらの期日の大半は年度

前半に集中するため、資金調達には一層の困難が予想される。皮肉なことに単年度ベースで見れば、イタリアはG-10では珍しく財政黒字国であり、利払いの必要はなく、歳入が歳出を上回る。しかしこうした状況とは別に、同国にはGDPの120%を超える膨大な債務が存在し、これが信用市場の攻撃を受ける背景になっている。消費者物価が3%でGDP成長率が1%に満たないイタリアにとって、7.5%の利息支払いは無理な話である。この高い実質金利の負担は余りにも大きく、多くのアナリストは、同国がこの厳しい状況を克服して、問題の全面的解決を図ることは困難と見ている。

中途半端な対策は機能しない

ユーロ圏信用危機の深刻化に伴い、ほとんどのアナリストが、ユーロの存続にとっては財政政策の統合が不可欠との結論に達した。最終的にそれは、何らかの連邦予算、全欧州課税当局、および年金支給のユーロ圏横断的合理化などを意味する。人口が3億人を超える地域にとって、このように完全な統合は、大規模な文化的および政治的変革を必要とするため、短期間での実現は見込めない。当面の課題として、ユーロ圏は資本市場の懸念を払拭するため、ユーロ共同債の発行に向けて努力する必要があるだろう。全メンバー国の信用リスクを連邦化（統一化）することによってのみ、ユーロ圏は周辺国の借入コストを、持続可能な水準に低下させることができる。

欧州共同債について欧州委員会が最近実施した調査では、欧州による共同債の発行方法について、三通りのシナリオが提起された。第一番目の最も過激な方法では、全加盟国の発行国債残高を、EUが保証する債券の発行によって取り替える。これが実現すれば、米国債にも同等の条件で対抗し得る巨大資本市場が誕生するが、それにはEU条約の広範囲にわたる改正が必要となるばかりか、各国が国家主権の多くを放棄する必要がある。第二のより穏健なアプローチでは、メンバー

国が「安定債 (stability bonds)」を発行するが、EUによる保証は部分的とし、発行金額にも上限を設定する。この場合、地中海クラブ諸国はある程度の救済を受けることが可能となるが、市場の安定化にとって十分ではないかもしれない。最後に第三の方法では、EUメンバー国は全メンバーの集団的保証に裏付けされた「青色債 (blue bonds)」を、一定の金額制限に従って発行でき、その後自国のみの保証による「赤色債 (red bonds)」を発行する。

暫くの間欧州の財務当局者は、これらの提案の何れの採用についても、極めて消極的であった。ドイツは自国バランスシートの希釈化を嫌い、周辺国は財政に関する主権を超国家的機関に委譲することに躊躇した。唯一金融当局者からは反応も見られたが、どれも同意には程遠かった。ECBがメンバー国の債券を発行市場で購入することが法的に禁じられていることもあり、スペイン、イタリア、ポルトガル、および他のメンバー国で発生した利回りの急騰を前に、ECBには有効な対処手段がなかった。そこで流通市場での介入が実施されはしたものの、購入額が週当たり200億ユーロ以内に限られたため、せつかくの介入も効果は限定的であった。ECBの対処が悲惨なまでに有効性を欠いたとしても、何ら不思議はない。

やはり理想的には、ユーロ圏が迅速にユーロ共同債の発行という解決策で合意し、特定国の信用リスクをユーロ圏全体の信用リスクに転換することであろう。それは次々と「脆弱な国」を狙って狩猟を続ける、終わりのない市場ゲームの終焉を意味するが、主に北部メンバー国の執拗な抵抗の故に、それが近い将来実現する可能性は限りなく低い。妥協案として政策当局者は、ECBによる介入の大規模化、金融安定化基金 (EFSF) のある程度のレバレッジ利用、欧州17中銀にFEDを加えた協調体制の構築など、多面的なアプローチを模索している。巨大な資金提供コンソーシアムを結成し、「1,000億ユーロ」単位のローンをIMFに提供して特別の資金枠を創出し、ユ

ーロ圏で資金繰りに苦しむ国々を支援しようというものだ。

現状では大西洋を挟む両岸の政策当局者が、中銀-IMFスキームを、ソブリン債務危機に対する最も迅速かつ効率的な対応策と考えているようだ。それは法的な承認の取得を必要としないまま、今必要とされる資本を提供することにより、多くの政治的障害を巧みに乗り越える。しかしこれで信用市場の混乱が本当に鎮静化するのか、またEU主要メンバー国にとっての防護壁を構築できるのか、依然として明らかではない。

リセッションの入口

ユーロ圏の政策当局者が債務危機の拡大と奮闘している間に、市場の混乱は明らかに实体经济へと触手を伸ばしている。地域の主要経済指標は、軒並み大幅に悪化した。サービス産業と製造業のPMI景況感指数は、過去三カ月連続で50の基準点を下回り、本年度第四四半期の景気収縮を暗示した。ECBは急速な経済活動の落ち込みを認識した。マリオ・ドラギ新総裁は10月の政策決定会議で25ポイントの利下げを断行して市場を驚かせ、12月には更に25ポイントの追加利下げを実施した。しかしベンチマーク金利の引き下げは貸出の増加にはつながらず、ソブリン債券市場の激動によって発生した信用の収縮を、部分的に相殺するのみであった。

市場の要求する大胆な財政緊縮の埋め合わせとして、今後もECBによる利下げが必要となることは明らかである。もしユーロ圏の当局者が資本市場の混迷を一時的に回避できたとしても、バランスシートの均衡化に必要なとされる大規模な歳出削減は、経済における政府需要の削減を通して、皮肉にもユーロ圏に深刻なリセッションをもたらすことになるだろう。

結論

ソブリン債務問題と単一通貨問題という二つの危機に直面する欧州にとって、2012年は正に運命の瀬戸際である。単一通貨の誕生が地域に大きな繁栄をもたらし、商取引の障害を取り除き、効率的で摩擦のない一大経済圏の構築に大きく貢献したことに、反論の余地はない。単一通貨ユーロはユーロ圏を巨大な経済圏に成長させたばかりでなく、政治的にも、グローバルな舞台でアジアや北米と対等に渡り合える存在にした。通貨市場におけるユーロの動き自体が、何よりの証拠である。世界最大の経済圏としての実績を背景に、現在ユーロは米ドルの130%の価値で取り引きされる。このステータスを維持して経済的繁栄を謳歌するためには、メンバー各国が政治的主権の放棄という、犠牲に甘んじなければならない。このような調整を断行した段階で初めて、ユーロの生存と反騰は可能となる。さもなければ、2012年は単一通貨という壮大な実験が、大混乱のうちに終局を迎える年になるかも知れない。

“The question on most traders’ minds isn’t whether the single currency pair will rise or fall, but whether it will actually survive the year intact.”

日本円の相場見通し

2011年に為替市場で最も退屈な思いをしたのは、USD/JPYという通貨ペアのディーラーだった。過去6カ月間、USD/JPYは神経も鈍るほど狭い200ポイントというレンジに膠着し、時として日銀の円売り介入を仰ぐに留まった。歴史上稀に見る自然および人的災害に見舞われ、経済が大きな打撃を受けたのにも拘わらず、日本円は対ドルで上昇を続け、年末にかけては75.00に接近した。日本円の上昇をもたらしたのは主に二つの要因、すなわち、資本の還流とFEDによる量的緩和である。2012年にこのトレンドが転換するには、それは米国経済が回復を続け、米ドル金利が上昇するしかない。反対に米国経済が失速し、リセッション入りか囁かれるようになれば、日米金利差の一層の縮小を背景に、USD/JPYは75.00の台を割り込むかもしれない。

試練が続く

2011年度は日本にとって極めて苦しい年だった。1000年来とも言われる巨大地震が引き起こした津波は、福島原子力発電所を襲い、チェルノブイリ以降最悪の悲劇をもたらした。人命の損失は言うに及ばず、経済に対する打撃も甚大であった。サプライラインが数カ月にわたって寸断された結果、企業活動も大幅に落ち込んだ。結果として日本の第一および第二四半期GDPは、それぞれ0.9%と0.5%縮小し、その後第三四半期に至って、ようやく僅か1.4%の拡大を見た。為替市場において対ドル対ユーロでの円高が続く限り、景気回復は今後も遅々として進まないだろう。円高による収益率の低下に対処するため、既に多くの日本メーカーが生産拠点の海外移転を検討し始めている。こうした傾向が継続すれば、2012年度の失業率上昇は必至だ。2011年度に失業率は4.1%まで低下したものの、年末には4.5%へと急上昇し、新年度にかけての労働市場の悪化を伺わせた。

弱い経済、強い通貨

G-20の中で経済成長率が最も低いグループに属するにも拘わらず、日本円は2011年に一貫して上昇を続けた。巨大地震と津波による被害を受け、巨額の資本が還流したことが、理由の一つに挙げられる。しかし円高の最大の原因は、FEDによる量的緩和政策の継続である。2010年11月3日から2011年6月30日まで、FEDはQ2として6,000億ドルの債券購入を実施し、10年物米国債の利回りが3%から2%へ低下するなど、ドル金利の大幅な低下をもたらした。この間10年物日本国債の利回りは、わずか1.3%から1.0%に下がったのみである。結果として10年物国債で見た日米金利差は、約70ポイント縮小した。USD/JPYにとって金利差は、唯一最大の変動要因であることから、日本円は年を通して上昇を続けた。

覆面介入は75.00を死守できるか？

口先介入の効果がまるきりないことを悟った日本の通貨当局は、2011年度中に数回の、中途半端な円売り介入を実施した。円相場が輸出依存国の日本にとって許容可能な、最低水準と考えられる75.00に接近する度に、日銀は円を売った。しかしその効果は小さいばかりか一時的でもあり、数週間のうちにUSD/JPYは再び下落を始めた。マーケットには、最近日銀がより少額の単位で、かつ累計としては大量の「覆面介入」を、公にすることなく行っているとの憶測が出始めている。日銀が在東京の金融機関に電話し、彼らの海外拠点が同行の注文を執行できるか否かを確認するなど、その行動の隠匿に努めていると指摘するアナリストもいる。基本的に日銀が目指しているのは、スイス中銀がスイスフラン高を巧みに阻止したことを模写して、75.00を円の実質的上限とし、円高に喘ぐ国内メーカーに救いの手を差し伸べることである。

米国の経済指標が円相場を決定する

結局のところUSD/JPYの行方を決するのは、米金融当局のスタンスである。米当局がより中立的な姿勢に戻らない限り、ドル円は上昇しない。少なくとも2013年の半ばまでFEDの緩和姿勢に転換が期待できない以上、ドル円の大幅な上昇は考え難い。このところ米国発の経済指標は希望を持たせているが、企業活動の回復は緩やかであり、ハト派が主流を占めるFED理事会を引き締め気味に傾けるだけの説得力はない。10年物の米国債と日本国債の金利差が150ポイントを下回る限り、USD/JPYは相変わらず最も退屈な通貨であり続けるだろう。しかし世界の景気が一層悪化し、10年物米国債のイールドを1%に向けて押し下げようなら、執拗な日銀の努力にも拘わらず、USD/JPYは75.00を割り込むかもしれない。

“...the biggest reason for the downward trend in USD/JPY was due to the Fed's persistent quantitative easing policy.”

英ポンドの相場見通し

主要通貨の中で英ポンドは、比較的動きの大きい通貨として知られてきた。しかし2011年のポンド相場は、極めて落ち着いていた。マーケットの関心がユーロとスイスフランに集まったことで、英ポンドは1.55-1.65の比較的狭いレンジの取引に終始し、年を通して相対的に堅調な地合いを維持した。英国の信用市場の安定性と金融政策の独立性を理由に、英ポンドをセーフヘイブンに挙げるトレーダーもいる。しかし2012年度、仮に英国経済が低迷するようだと、こうした主張も無に帰することになる。債券市場の目が英国債に向けられ、それを次なる標的とすれば、堅調だった通貨が軟調に転じるのは想像に難くない。

緊縮財政と経済成長は両立しない

2011年度、キャメロン首相率いる保守党主導の連立政府は、財政赤字削減のために大幅な緊縮財政を組みながらも経済成長を維持できると、異例の主張を展開した。英国は金融危機の煽りを受け、財政赤字はGDPの10%へと大きく膨らんでいた。キャメロン首相のアプローチは当初、多くの問題を解決し得る初めての本格的施策として、熱狂を持って市場に歓迎された。それから一年が経過した現在、彼の政策が成功であったか否か、評決は未だ下されていない。2011年度に英国は12カ月中10カ月財政赤字を計上し、3月までの累積赤字額は、当初予想の1,280億ポンドを60億ポンド上回るものと思われる。一方で英国経済は相変わらず低迷し、2011年度の成長率は僅か1%と予測されている。

高インフレのつけ

経済成長の低さに加え、英国経済は先進工業国の中で最も高いインフレ率に悩まされ続けている。2011年に消費者物価指数は5.2%まで上昇し、年末時点でも4.8%と極めて高い。賃金の平均上昇率が2%程度のため、英国消費者の実質所得は前年比3%近くの減少を強いられた勘定だ。消費者信頼感指数が何年かぶりの低水準に落ち込んで、比較的良い時期にも-30を下回り、小売売上高が過去5カ月で二度減少したのも不思議ではない。

2012年度の経済

新年が近づきつつある今、英国の経済は依然として実質的な休止状態にある。しかし強気の向きは、幾つかの要因が景気回復をもたらすと主張する。インフレについては、付加価値税率引き上げの影響の漸減と、需要の落ち込みに伴った生産者価格の引き下げで、消費者物価がより許容可能な3%に低下する。ただし中東における緊張を背景に相変わらず高い原油価格を考慮すれば、こうした予測は余りにも楽観的である。2012年のロンドンオリンピックも、観光と消費支出に伴う景気回復の起爆剤として期待されている。しかしその効果は一時的で、オリンピック終了後の設備投資の落ち込みによって相殺されるだろう。結局英国経済は依然として、金融サービス部門に依存せざるを得ない。欧州における信用市場の混迷を考えれば、2012年に英国の金融活動が縮小する確率は、拡大のそれをはるかに上回り、同国の景気低迷を更に悪化させることになろう。

英国の政治的孤立

英国経済の惨状は、同国の偶像破壊主義的政治スタンスによって、一層悪化するかもしれない。直近のEU首脳会議においてキャメロン英首相は、域内でのより広範な財政統合を求めるEU条約の改正案受け入れを拒否した。首相は独立性を示すことで英国有権者の支持を高めたが、これをサボタージュ行為に過ぎないと見た、他のEU首脳の怒りを買うことになった。その結果、EUは今後英国に対する報復措置として、金融取引税の導入を決定するかも知れない。これはロンドンのシティが最も恐れる事態である。金融取引税は英国の金融部門に、破壊的打撃を与える可能性が高い。これが導入されれば、英ポンドの大幅下落は不可避である。

債務問題の悪夢

McKinsey Global Instituteによれば、民間、公的部門、金融部門を合計した英国の総合債務高は、世界最大である。公的資料によれば、英国政府の累積債務は9,000億ポンドで、これはGDPの60%に相当する。しかしこれに金融部門を加えた総合債務は2兆2,400億ポンドで、GDPの147%になる。この比率はギリシャやスペインと同じで、同国のAAA格付も危ぶまれる水準だ。これまで英国は信用危機騒動の圏外にいたが、もし同国の債務状況が注目を集めれば、借入コストの急騰を理由に、高インフレと急速な経済収縮という、悪夢のシナリオに直面することも考えられる。地中海クラブ諸国と同じ市場の攻撃を受けた場合、イングランド銀行は最後の手段として、国債買い入れによる流動性供給に頼らざるを得ないだろう。ドイツが依然金融緩和のもらすインフレ圧力の抑制に躍起となる一方で、既にG-20中最も物価の高い英国が、高インフレの真の犠牲者となりかねないのは皮肉である。

結論

英国経済の2011年は無難に終了した。通貨市場の関心が偏にユーロ圏に集まったからである。財政緊縮の試みにも拘わらず、財政赤字の削減が大きな進展を見せない一方で、公的需要の減少と金融市場の混迷は企業業績に重くのしかかり、英国経済は水平飛行に近い状態へと落ち込んだ。2012年度も欧州で引き続くソブリン債務危機が、生命線としての金融部門と輸出の成長を圧迫するため、大きな回復は見込めない。2011年を通して英ポンドは、1.5000の大台を超える水準で取引された。しかし2012年に投機家が英国の債券市場を狙い撃ちするようなことがあれば、同国の信用は大きく傷つき、1.5000は破れ、英ポンドは大きな変動の年を迎えるかもしれない。

“Up to now, the UK has enjoyed relative calm in its credit markets. But if its sovereign debt comes under assault, it could face a nightmare scenario of high inflation and massive contraction as the costs of its debt service begin to rise.”

スイスフランの相場見通し

2011年度のスイスフランは歴史的にも大きな変革を通して、為替市場における「唯一の健全な通貨」から、先進国中唯一の「最もよく管理された通貨」へと変貌した。欧州債務危機の深刻化に狼狽した世界中の投資家は、ユーロを売ってスイスフランを買いあさり、為替市場の歴史上稀に見る長期間の上昇相場をもたらした。USD/CHFは2010年6月1.1725の高値から、2011年8月パニックのうちにつけた.7070の安値まで、ほぼ一直線に下落した。通常は一年に10%未満の動きに収まる通貨が、前代未聞の40%も切り上がったことになる。そこでスイス中銀 (SNB) は、為替市場のほぼ全参加者の意表を突き、通貨ペッグの導入を宣言した。これは過去6カ月間有効に機能している。同行が導入したペッグとは、EUR/CHFのフロアを1.2000に設定し、利用可能なあらゆる手段により、同フロアを死守するというものだ。これ以降USD/CHFは単にEUR/USDの派生物と化して、ユーロの動きに精密に追随するようになり、EUR/CHFは年末まで1.2200-1.2400の狭いバンド内での小浮動に終始した。当然2012年の焦点は、このペッグ (=固定相場) が持続するか否かである。現在のところ市場はその持続を見込んではいないが、ユーロ圏の混迷が深刻化した場合、2012年度のスイスフランは再び市場に大きなショックを与えるかもしれない。

市場心理を管理する

何兆億ドルもの資金が駆け巡り、中銀介入が膨大な損失を残して失敗に終わるのが常の為替市場において、SNBがバランスシートへの影響を最小限に抑えつつ、EUR/CHFの水準をコントロール出来たのは、信じ難いほどの事実である。SNBにしてみれば、EUR/CHF1.2000の水準を守って投機家を退散させるため、無制限にスイスフランを印刷する用意のあることを、市場に伝えざるを得な

ったのだろう。2011年8月の宣言以降、債務危機が次から次へとEUメンバー国に波及するのを横目に、EUR/CHFは上記フロアの上に安定した。SNBの成功には、スイス経済が比較的小規模であることと、その経済活動がユーロ圏に集中していることも関係している。スイスの貿易の90%が欧州内で行われるため、市場におけるSNBの威信は強固であり、同行が通貨市場をも管理できることを、大手プレーヤーも認めざるを得なかった。この心理的な支配力をもって、SNBは為替相場を合理的水準に釘付けたが、2012年度の前半中には、同行がフロアを1.2500へと引き上げるのではとの憶測すら生まれている。いずれにしてもSNBは多額の介入資金を浪費することなく、メッセージの伝達のみによってすべてを達成した。

嵐の中の安定

スイスフランの急騰にも拘らず、スイス経済は驚くほど順調に嵐を切り抜けた。GDPは2010年第四四半期の0.9%から落ち込んだものの、プラス成長をなんとか維持し、2011年の第一第二第三四半期をそれぞれ0.4%、0.5%、0.2%で終えた。それでも製造業の落ち込みは激しく、SVME PMIは3カ月連続で下落して44.8ポイントまでつけた。しかし驚くことに、需要の落ち込みが雇用の喪失につながることはなく、失業率は前期の3.1%から改善すら見せ、G-20中最低の3.0%となった。ただし消費者心理の冷え込みを反映して小売売上高は落ち込み、二カ月連続で減少した。全体としてスイス経済は、為替市場の激変をほぼ無傷に近い状態で切り抜け、2012年は僅かながらプラス成長を遂げるものと見込まれる。

デフレの恐れ

経済成長を気にしつつも、2012年にかけてSNBが最も恐れるのはデフレである。直近のCPIデータによれば、インフレ率は二カ月連続で下落し、スイスフラン高が価格水準を押し下げたことを証明した。実際スイスのCPIは、2011年のこれまで7カ月のうち6回マイナスを記録し、スイスがデフレサイクルに陥る恐れを示唆した。長期間にわたって成長が抑えられる可能性は否めない。10年以上も続く日本のデフレとの闘いを教訓に、スイスの通貨当局は事態を深刻視している。マーケットでは2012年中に、デフレ圧力の軽減を狙うSNBが、EUR/CHFのフロアを1.2500に引き上げるのではとの憶測が生まれている。

ユーロペッグ継続は可能か

これまでのところSNBは巧みに通貨水準を制御してきたが、成功の要因の一部には、ユーロが存続するとのマーケットの想定がある。しかし2012年度、もしスペインとイタリアが合理的水準で借入を更新できなければ、18カ月超にわたって欧州を苦しめ続けたソブリン債務危機は、ついに単一通貨ユーロの崩壊をもたらすことになる。こうしたマーケットの異常事態では、スイスフランが再びセーフヘイブンとして脚光を浴び、地中海クラブ諸国からの資本逃避の受け皿となり、1.2000のフロアが破られることもあり得る。EUR/CHFの売り注文の殺到で、あっけなく1.0000に向かって暴落するかもしれない。このような事態にSNBが最後の手段として採り得るのは、ネガティブ・インタレスト (マイナス金利) である。スイスフランの預金残高に罰金を科すこの制度は、昨年度の相場変動よりも一層異常な事態であり、仮に実施されれば、2012年度のマーケットに大きな衝撃を与えるだろう。

“Because 90% of Swiss trade is done with Europe, the SNB was able to command a tremendous amount of respect from the market as even the largest players accepted the fact that it could control the exchange rate in the currency.”

オーストラリアドルの相場見通し

オーストラリアドルはめまぐるしい動きを見せ、ある通貨に対しては下落し、またある通貨に対しては上昇した。不確実性の非常に高い環境でも、AUD/USDは一定の傾向をもって動く通貨である。しかし2011年を通して、その動きは極めて精神分裂気味であり、週単位で数百ポイントの変動を繰り返した。ボラティリティの主因は欧州であり、様々なニュースが豪ドルを動かした。年末にかけても問題解決の明確な兆しは見えず、豪ドルは今暫くグローバルな不確実性に曝される可能性が高い。海外需要に対する依存度の高いオーストラリア経済は、他国の景気の影響を受け易い。マーケットの変動が激しく、中国の成長にも陰りの窺われる状況では、新年度のAUD/USDの動きは予断を許さない。欧州が債務危機に対して本格的な解決策を提起すれば、事態は一変するが、現状ではそれも難しそうだ。

経済は成長するが、成長のペースは鈍化する

新年度におけるオーストラリア経済の成長率は、他の先進諸国に比べて高目となるだろう。昨年11月に行ったGDP予測の下方修正にも拘らず、オーストラリア準備銀行(RBA)は2012年6月に終わる本会計年度に、GDPが3.25%成長すると予測し、その後2012および2013会計年度についても、同様のペースを予測する。就業者数は6月にかけて1%増加し、交易条件も1.75%改善する。経済にとって最大の頼みは輸出であり、最重要輸出品の鉄鉱石と石炭に対する中国の需要は、依然として膨大だ。鉄鉱石の価格は下落したものの、輸出量の増大は価格下落分を補って

余りある。ただしコモディティ部門以外を見れば、問題は少なくない。就業者数の伸びは概して鈍化し、消費支出にかつての勢いは見られない。製造業とサービス部門の直近のデータも、同国経済の二大部門における活動収縮の継続を示している。ただしこれはオーストラリアに限った現象ではない。もしオーストラリアドル相場が、純粋に相対的な経済パフォーマンスによって決定されるとすれば、他国より高いGDP成長率は、明らかに同国通貨を押し上げるはずだ。もちろんオーストラリアといえども真空地帯に存在するわけではなく、世界の他の国々と完全に孤立することはできない。結局のところ、AUD/USDも世界経済の展開によって決定されることになるだろう。

中国は今後もオーストラリアの経済成長に貢献し続けるか

世界的な金融危機を通して、オーストラリア経済を深刻な減速から救い、同国のリセッション回避を助けたのは中国であった。2012年にかけての最大の関心事は、中国が今後もオーストラリアの経済成長を支持し続けるか否かにある。回答は“Yes”である。然し支持の規模は縮小する。多くの経済指標が中国経済の減速を示しつつあり、ある意味で中国政府は、住宅市場高騰の鎮静化とインフレ抑制の観点から、これを歓迎しているようだ。中国の政策当局にとって最大の課題は、経済のハードランディングを回避しつつ、ソフトランディングを如何に有効に達成するかにある。昨年11月下旬、中国政府は預金準備率を引き下げ、景気刺激に向けた流動性の増大を図った。ハードランディングの回避が目的である。万が一不動産バブルが破裂し、消費者心

理が深刻な打撃を受け、国内重要が枯渇するような事態に陥ったとしても、他国とは異なり中国政府には、金融緩和と財政出動の大きな余地が残っている。中国のソフトランディングは今後もオーストラリアの経済成長を支援し続け、AUD/USDの下落は小幅なものになるだろう。

金融政策と財政政策

一年を通して金利を据え置いてきたRBAは、11月に主要金利を25ポイント引き下げた。同行が利下げの理由として挙げたのは、雇用の伸びの鈍化と欧州債務危機の深刻化であった。この動き自体は保険的性格が強く、今後も必要に応じて緩和の用意があることを表明したものの、現行の金利水準が4.50%のオーストラリアには、十分にその余地が残っている。したがってもし2012年度前半にユーロ圏がリセッション入りし、市場の混迷が収まらなくなった場合、RBAが再利下げを行う可能性は高いが、金利差の縮小が同国通貨の下落をもたらす恐れは否めない。しかしオーストラリア政府が政策の柔軟性を享受するのは、金融分野ばかりではない。同国の財政は非常に健全で、来年度の財政赤字はGDPの1.4%に収まるものと見込まれる。投資家がオーストラリアのバランスシートに着目すれば、オーストラリアドルの大幅な上昇もあり得よう。

レバレッジ縮小の動きに注意

ただし投資家の不安心理が高まり、セーフヘイブンを求めて低金利通貨に資金を逃避させるような状況では、バランスシートは無視される。オーストラリアドルにとって新年度最大のリスクは、自国経済のパフォーマンスではなく、引き続き欧州の債務危機にある。2011年にもオーストラリアドルは、たびたびリスク回避の犠牲となった。したがって今後も欧州の信用危機が深刻化し、次から次へと格下げされる国が続出すれば、オー

ストラリア政府が如何にバランスシートと経済を巧みに管理しようとも、通貨が大幅に下落する可能性はある。前述の米ドル見通しにおいて当社は、世界経済の鈍化に伴って各国中銀が金融を緩和するため、新年度はキャリートレードの年にはならないと予測した。本来キャリートレードが高い収益を上げるためには、市場のボラティリティが低く安定し、中銀が緩和ではなく引き締め気味のスタンスを維持することが必要である。キャリートレード通貨のオーストラリアドルにとって、これは決して好材料ではない。

“Growth in Australia in the coming year will be stronger than many other developed countries around the world...”

カナダドルの相場見通し

2011年にカナダドルは、全主要通貨に対して下落した。これは多くの投資家を驚かせたが、それはカナダ経済が世界で最も脆弱な訳ではなく、またバランスシートも最悪ではないからである。実際G-20の中で、カナダ経済は最強のグループに属し、バランスシートも極めて良好だ。それではなぜカナダドルは下落したのか? 答えは単純である: カナダは輸出依存国であり、同国通貨はベータ指数(ポートフォリオの危険率の尺度)に極めて高い相関関係を有するため、リスク選好の変動に特に敏感に反応する。株価が急落を始めた8月、カナダドルは年初来の上昇分をあっさりとし、その後本格的な回復に至っていない。2012年度のカナダ経済の見通しは明るく、財政の健全性は傑出するだろう。しかし欧州における不確実性が除去されない限り、それは必ずしも通貨高を意味しない。結局のところ、カナダドルは依然リスクの高い通貨である。

国内経済は好調、輸出は苦戦

カナダ経済のみを精査すれば、同国が景気回復の途にあると結論するのは簡単だ。飛行機の販売と金属など生産財の輸出増により、経済は第三四半期に3.5%拡大した。雇用も増加し、小売売上高も反発した。7月に一時的な落ち込みを見せた製造業も、依然として好調だ。原油価格も上昇中であり、新興国発の旺盛な需要を背景に、カナダのコモディティ輸出は今後も高水準を維持するだろう。政府はまたEUとの間で貿易交渉を継続すると同時に、米国との国境セキュリティ問題も交渉中で、米加間の物流遅延削減が見込まれる。これらの交渉が順調に進展すれば、貿易の拡大を通してカナダ経済の成長促進に寄与するだろう。しかし輸出産業がカナダ経済に占める割合は高い。輸出の四分の三

が米国向けのカナダにとって、新年度前半に米国経済が低成長に留まれば、その打撃は深刻だ。アジア発の需要も期待できなくはないが、同国の輸出のうち、中国向けは僅か3.3%に過ぎない。中銀が2012年の経済成長を控えめに予測する最大の理由は、外部リスクである。最新の予測によれば、2011年度は2.1%、2012年度は1.9%である。

カナダ銀行は金利を引き下げるか?

カナダ中銀は2011年を通して金利を1.00%に維持したが、他の中央銀行と同じく彼らもまた、欧州の債務リスクは金融への信頼と貿易を通じ、自国経済にも大きなリスクを提起すると確信している。その意味で新年度前半を通して緩やかな経済成長を予測しているが、10月に金融政策ステートメントから景気刺激効果の記述を削除した理由がここにある。これを機にカナダの金融スタンスは、引き締め気味から中立的へと移行した。当社では、カナダ中銀は当面金利を現行水準に据え置くものと予測するが、利下げの余地はまだあり、2009年に0.25%まで引き下げた経験もあるだけに、状況次第で再引き下げを断行するにやぶさかではないと考える。より苦しい状況にある他の中銀とは異なり、カナダ中銀が拙速に行動する必要はない。世界経済の進捗状況をじっくり観察すればよいのである。

政局の安定と健全な財政

新年度にかけ、カナダには健全な財政と政局の安定という、二つの大きな強みがある。オバマ大統領が秋に再選を目指す米国とは対照的に、ハーパー首相率いる与党の保守党は、昨年5月の総選挙で単独過半数を獲得し

たばかりだ。2012年度の財政赤字は、GDPの7%の米国に対し、カナダでは僅か0.9%と予測されている。世界的金融危機をほとんど無傷で乗り切ったカナダは、2011年に導入した緊急景気刺激策を終了させ、財政赤字の削減を主要課題に掲げた。その結果2012年度中に税率を引き上げる必要はなく、財政支出に削減があるとしても名目的となる。巧みに敷かれたレールに乗り、カナダは財政政策の優等生としての評価を受けるだろう。多くの国々で緊急課題となりつつある、緊縮財政を回避することが可能なカナダ経済にとって、新年度は決して暗くない。

しかし……カナダドルは依然リスクが高い

にも拘らず通貨に関する限り、カナダの状況が他国を勝ったとしても、カナダドルのリスクは依然として高い。カナダドルの相場形成においては、時としてカナダ経済自体のパフォーマンスよりも、世界経済のパフォーマンスとマーケットのリスク選好度合いが、大きな意味を持つことがある。もし欧州が年度前半にリセッション入りするか、フランスのような国の格付けが引き下げられれば、レバレッジ縮小の動きが波及することで、カナダドルも全般的なリスク回避の波に飲み込まれる可能性がある。カナダドルにとっては不運にも、リスク復活よりリスク回避の確率の方が高いようだ。

“For the time being, we believe that the Bank of Canada will keep rates on hold next year; but if economic conditions worsen, the BoC certainly has room to ease and they wouldn't be shy about doing so...”

ニュージーランドドルの相場見通し

2011年度、ニュージーランドドルは1月から8月にかけて堅調に推移し、対米ドルで13%値を上げたが、その後12月にかけて急落して上昇分のほとんどを失った結果、年初とほぼ同水準に戻った。ニュージーランドドルに対して唯一大きな変動を記録したのは日本円で、同通貨には逃避資金が大量に流入した。2011年初頭、母なる自然はニュージーランドに大きな試練を与え、クライストチャーチに大災害をもたらした大地震は、5カ月で二度に及んだ。その結果ニュージーランド準備銀行(RBNZ)は3月に金利を50ポイント引き下げたが、同国は年度前半をひたすら地震からの復興に費やした。

景気の落ち込みが悪化する恐れ

ニュージーランドの経済規模は非常に小さい。国の面積はコロラド州程度で、その人口はニューヨーク市よりも少なく、これが同国の経済が世界経済の浮き沈みに、極めて敏感に反応する所以である。最大の貿易相手国はオーストラリアで、中国がそれに次ぐ。2011年の初め、経済はクライストチャーチで発生した地震により大打撃を被ったが、準備銀行は迅速に対応して利下げを行い、地域経済を強力に支援した。その後震災からの復興に伴う建設ラッシュにも助けられ、同国経済は10月まで成長を継続し、RBNZは以前実施した利下げの撤回を考慮し始めていた。不幸にもそれ以来世界では数々の出来事が重なり、地理的には遠く離れたニュージーランドも、欧州の債務危機から完全に自らを隔離することはできなかった。11月に消費者信頼感指数は急落し、第三四半期の交易条件も低下した。また10月には企業PMIとサービス・パフォーマンス指標も悪化した。景気後退は未だ経済全

域には波及しておらず、貿易や小売売上高はよく健闘している。しかしもし中国とオーストラリアで景気がさらに落ち込めば、ニュージーランドの輸出、延いては経済自体の落ち込みは必至である。OECDはニュージーランドのGDP成長率を、2012年2.5%、次いで2013年3.0%と予測しているが、同国財務省の予測は(10月に始まる会計年度ベースで)それぞれ3.1%と3.5%である。1パーセントの差は極めて大きく、それは欧州債務危機の深刻化が同国経済に与えるリスク、並びに財政黒字の縮小リスクにかかっている。

RBNZ - 様子見の姿勢を堅持

ニュージーランドの貿易相手国が景気後退のリスクを抱える限り、RBNZは緩和気味の金融政策を堅持するだろう。第三四半期に収まったインフレ圧力は、今後も引き続き低下すると見込まれ、RBNZが前回の利下げを巻き戻す差し迫った理由は見当たらない。したがって2012年度、RBNZは様子見の姿勢を堅持し、欧州経済の進展を注意深く見守ることになる。早い時期に利下げを断行して十分な流動性を供給したRBNZは、欧州の危機が正常化した暁には、おそらく最初に利上げに動く中銀の一つになるものと思われる。RBNZが2012年度中に追加利下げを行う確率は、他のどの中銀よりも低く、金利水準自体も大半の先進諸国に比べて高いため、2012年度のニュージーランドドルは、他の通貨を上回るパフォーマンスを見せるかもしれない。ただしニュージーランドドルがリスク通貨であることを忘れてはならない。したがって仮に同国経済がアウトパフォームしても、世界的なリスク回避の流れに警戒を怠るべきではない。

総選挙での圧勝がもたらした政局安定

先進国でも稀な政局の安定は、ニュージーランドにとって好材料である。ジョン・キー首相率いる与党国民党は、昨年11月の選挙で圧勝したが、西側諸国が現在置かれている経済環境を考慮すれば、これは特筆に値する出来事だ。財政赤字のGDP比率が38%(米国、英国、欧州は93から107%)に過ぎないニュージーランドの財政状態は、他国の羨望的である。新年度の財政赤字もGDPの1%を下回るものと見込まれ、キー首相は2015年度までに財政黒字への転換を宣言した。ただし世界的に資金の貸し手が警戒を強めている現状、もしコモディティ価格が下落すれば、ニュージーランドのような小国にとって、信用市場へのアクセスが困難になる可能性は残る。同国の銀行と企業の外国資本への依存度は極めて高く、仮に借入コストの上昇が加速すれば、同国経済は苦しい状況に置かれることになる。

レバレッジ縮小のリスクに要注意

投資家が神経を尖らせ、投資家がセーフヘイブンを求めて低金利通貨に殺到する市場では、オーストラリアドルの場合同様、バランスシートは重要視されない。新年度のニュージーランドドルにとってより大きなリスクは、同国経済のパフォーマンスではなく、引き続く欧州の不確実性にある。2011年度のマーケットは、リスク回避の流れがニュージーランドドルに与え得る打撃の大きさを学習した。欧州の信用危機が深刻化し、格付会社が次から次へと格下げを発表すれば、ニュージーランド政府が如何にバランスシートと経済を巧みに管理しようとも、通貨が大幅に下落する可能性はある。大規模な調整が終了した段階で、ニュージーランドドルは再び上昇を開始するだろうが、現状同通貨の運命は欧州諸国の手中にある。

“New Zealand is an extremely small country with a very small economy... the country's economy and their currency are extremely sensitive to the ebbs and tides of the global economy.”

2011年度主要通貨ペアのチャート分析

2012年度を予測するに当たり、2011年度を回顧するのは当然である。マーケットを分析するとき、筆者は通常相場の「振幅」のタイムフレームを基準にするが、それは時として一週間か二週間に過ぎないこともある。しかし時には長期のチャートを眺め、新しい教訓を得ようとするのも重要だ。年の始めはゼロからのスタートとなるため、前年度の相場推移のどれをピックアップしても構わないだろう。しかしやはり、年の始めにこれまでの相場を振り返り、長期的な展望を巡らす手掛かりを模索することは、意味のあることだ。

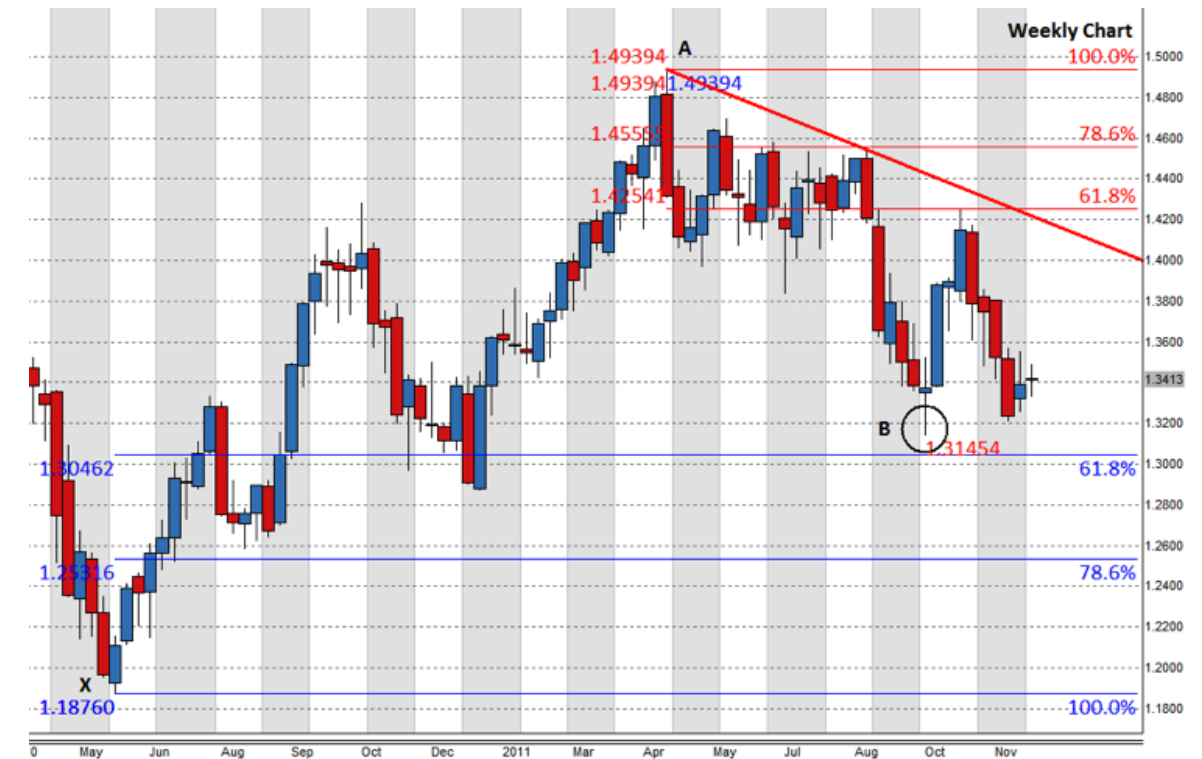
さて我々は2011年度に何を学習したのだろうか？一目で気付くのは、7つの主要通貨中6通貨が、2011年初とほぼ同じ水準で年を越そうとしていることだ。この事実は我々に、マーケットが一方方向に極端に振れることは稀であるということを示している。ともすると多くのアナリストが、上下いずれかの方向への大きな動きを予測しがちだが、ほとんどすべての主要通貨ペアに関して、2011年度の正解は、上下変動の後に結局当初の水準に収束するという、やや迫力に欠ける展開の予測であった。

では2012年度はどうだろうか？中心となる動きは上昇か、下落か、それとも2011年度のようなもち合いか？正直なところ、一暦年を通して何が起るのか、誰も正確に予測することはできない。一時間後の相場さえ難しいのに、12カ月後はなおさらである。それでもなお、昨年度の相場展開を振り返ることで、2012年に起こり得る変動の可能性を検証することは重要である。2011年度のマーケットは、トレーディングが明確なトレンドに便乗して容易に収益を手にすることができるほど、簡単ではないことを実証した。市場の動きを確実に捉えるためには、相場の転換を決める決定的水準を特定する必要がある。

通貨ペアごとの検証に入る前に、チャートについての注意点を記載する：

- チャートのタイムフレームは右上端に表示される。これは個々のロウソク足の時間の長さを表す。たとえば週足チャートでは、個々のロウソク足が一週間分の動きを表示する。
- フィボナッチ・リトレースメント水準は、サポートとレジスタンスの潜在的な水準を特定するために用いられ、チャート上で明確に表示される。
- グレーと白の縦のストライプは、一カ月ごとの時間の経過を表す。

EUR/USD



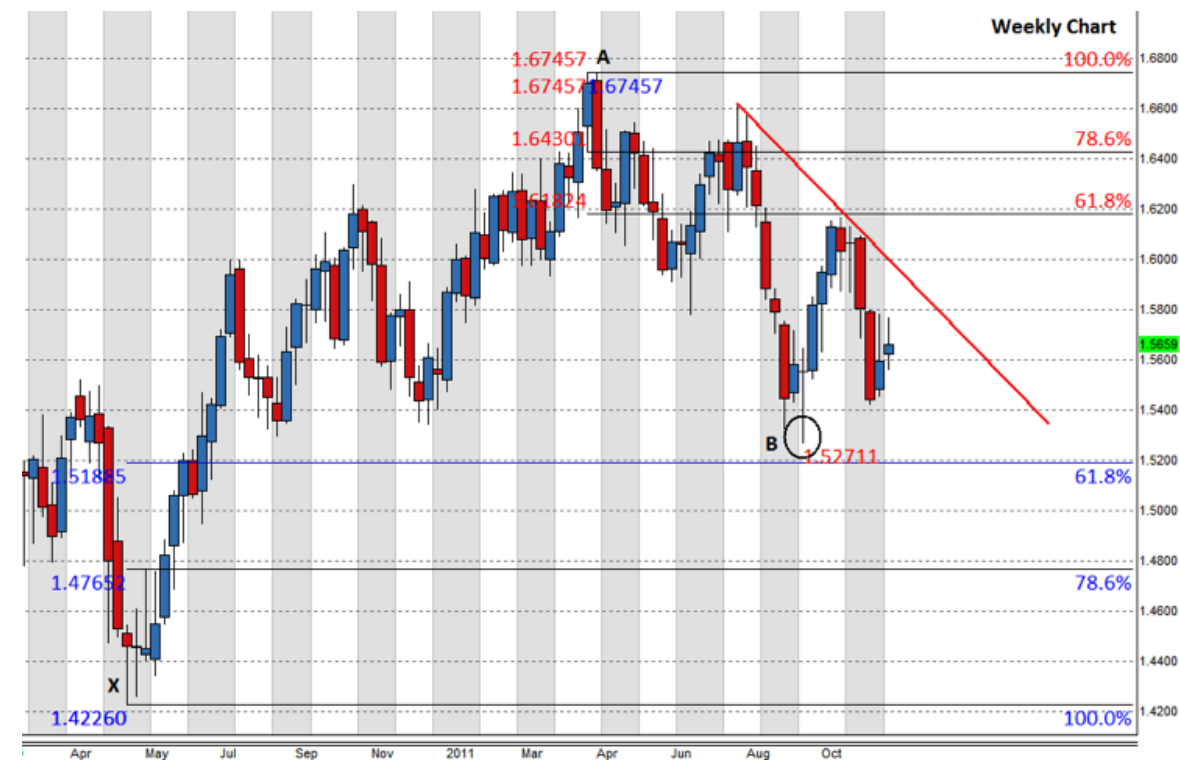
2011年の要約

2011年のEUR/USDは持ち合いとなった。2010年6月に始まったトレンドを受け継いで、年初から上昇を続けたが、2011年5月末にピークをつけ、それ以降下落し続けている。年後半の下落幅は年前半の上昇幅にほぼ一致し、EUR/USDは年初とほぼ同じ水準で、年を越そうとしている。

2012年のキーポイント

EUR/USDは明確な方向性のないままに、新年を迎えようとしている。定まったトレンドはまだない。チャートには弱気のトレンドラインのようなものが形成されつつあるが、今のところラインを結ぶポイントは二つのみである。強力なトレンドラインの形成には、最低三つのポイントが必要である。ただし新年早々にも第三のポイントをテストしそうな展開となっている。仮に第三ポイントが確認されれば、ショートにするチャンスを持つことになり、理想的には同トレンドライン近辺でのポジション構築を待ちたい。年初に関する限り、前回安値の1.3145 (ポイントB) もまた、EUR/USDにとって重要なポイントになりそうだ。もしここを下に抜ければ、XAの61.8%に当たる1.3046が次のサポートになる。しかし最も興味深いのは、EUR/USDが1.2532まで下落した場合である。同水準がXAの78.6%であるばかりではなく、他にも重要な意味がある。すなわち、AからBまでの距離は、ABの61.8%ラインからXAの78.6%ラインまでの距離に一致する。今のところ方向性の定まらないEUR/USDであるが、2012年の動きを示唆するサポートやレジスタンスが、新年早々にも現れるかもしれない。

GBP/USD



2011年の要約

どこかで見たようなチャートだが、前項のEUR/USDチャートを見た人なら、誰でもそう思うはずだ。GBP/USDの週足チャートは、EUR/USDのそれとほぼ同じ形をしている。したがって前項で述べたことは、すべてここにも当てはまる。このチャートが語る最大のポイントは、過去二年間、EUR/USDとGBP/USD双方の相場変動を決定づけたのは、米ドルであったという事実である。GBP/USDもまたEUR/USD同様、年初とほぼ同じ水準で、年を越そうとしている。

2012年のキーポイント

TGBP/USDにもやはり明確な方向性がない。どのようなチャートが形成されるか、非常に興味深い所である。弱気のトレンドラインが完成する可能性もある一方で、このラインが破られた場合には、ABの61.8%が再び強いレジスタンスとして機能するか否かも注目される。もしこのまま下落を続けて新年を迎えた場合は、1.5271が決定的に重要なポイントになる。XAの61.8% (1.5189) もそのすぐ下に位置するため、二つのポイントが重なって強力なサポートになることも考えられる。XAの78.6% (1.4765) もまた重要なポイントであるが、それは他にもやはり調和するポイントが重なるからである。中でもAからBまでの距離は、ABの61.8%ラインからXAの78.6%ラインまでの距離に一致する。したがってEUR/USDの場合同様、2012年の早い段階で、相場の展開を示す明確なサインが現れる可能性は高い。

USD/JPY



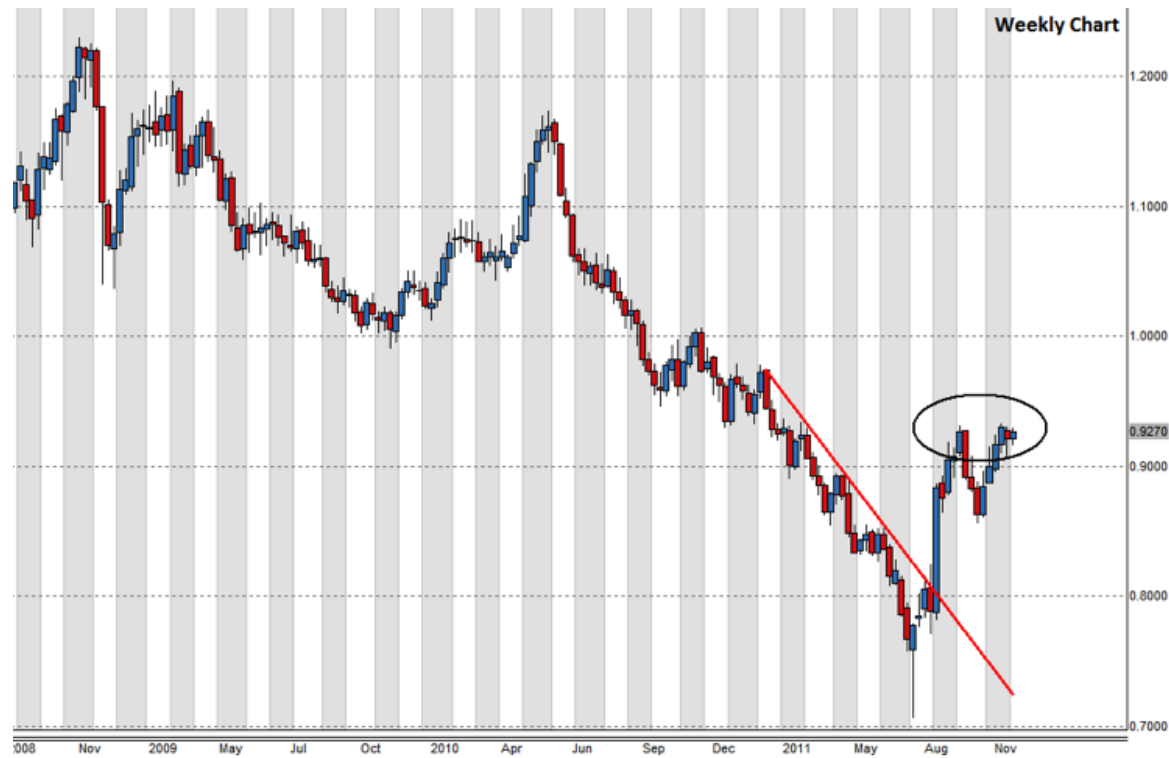
2011年の要約

2011年度の主要通貨ペアの中で、USD/JPYは明らかに他とは異なる軌道を辿った。大きく動いた回数は少なく、稀に見せた変動と変動の間のボラティリティも低かった。1月と2月は極めて平静であったが、3月には一気に700ポイント下落し、その後900ポイントの反騰を演じた。その後は年を通して下げ続けた。反発場面も二度ほどあったが長続きせず、その後はじり安の展開に終始した。しかし直近の反騰場面では弱気のトレンドラインを上を抜けたため、今後トレンドが転換する可能性もある。現時点でUSD/JPYは76.00のすぐ上にあるが、ここは3月に暴落した際の底値である。

2012年のキーポイント

チャーティストにとって、2011年のUSD/JPYのトレーディングは容易ではなかった。三度の突然の急騰と、全般的なボラティリティの欠如は、決して多くの収益機会を提供しなかった。年が変わるとともに、中銀介入に妨げられることのない、より標準的な相場の復活を期待したいところだが、それまではトレーディングの困難な状況が継続するだろう。現状で大きな動きを期待するとすれば、それはUSD/JPYが79.55を超える時だ。新たな上昇トレンドが出来上がり、予期せぬ中銀介入の恐れもなくなる。したがって当社は、この通貨ペアが79.55を超えた時点で初めて、ロングによる市場参加を検討することになるだろうが、反対に76.00方向へじり安の展開を辿るようなら、おそらく様子見を決め込むことになるだろう。

USD/CHF



2011年の要約

非常に急激な下降トレンドの真っ只中で2011年度を迎えたUSD/CHFは、8月まで下落を続けた。8月に0.7000近辺まで下落するまでの期間、USD/CHFには反発という反発が見られなかった。これといった修正局面もないまま、このように急激に通貨が下落すると、トレーダーは極めて神経質になるが、それは大規模な反騰が時間の問題だからである。通常のマーケットでは、このように長期間上昇を抑えられた通貨の反騰は、大幅になる傾向がある。8月と9月のUSD/CHFは、正にその好例であった。10月にかけて急騰したUSD/CHFは、10月に小緩んだ後で再度上昇を始め、年末にかけて潜在的ダブルトップを形成するに至った。

2012年のキーポイント

USD/CHFは今、重要なポイントにある。ダブルトップを形成しつつあるが、もしこれが完成すれば再び下降トレンドが始まることになる。USD/CHFにもついに修正局面が訪れたが、大きな下落相場が完全に終了した訳ではない。もし0.8550を再び割り込めば、USD/CHFには強い売りのバイアスがかかるだろう。反対にダブルトップを上抜けすれば、大相場の修正局面が未だ終了していないことを意味する。更に1.0のパリティをも破るようだと、今度は買いのバイアスがかかり始める。こうした二通りのシナリオを描きながら市場を見れば、現在の相場が2012年度のUSD/CHFを占う上で、如何に重要であるかが容易に理解できよう。

USD/CAD



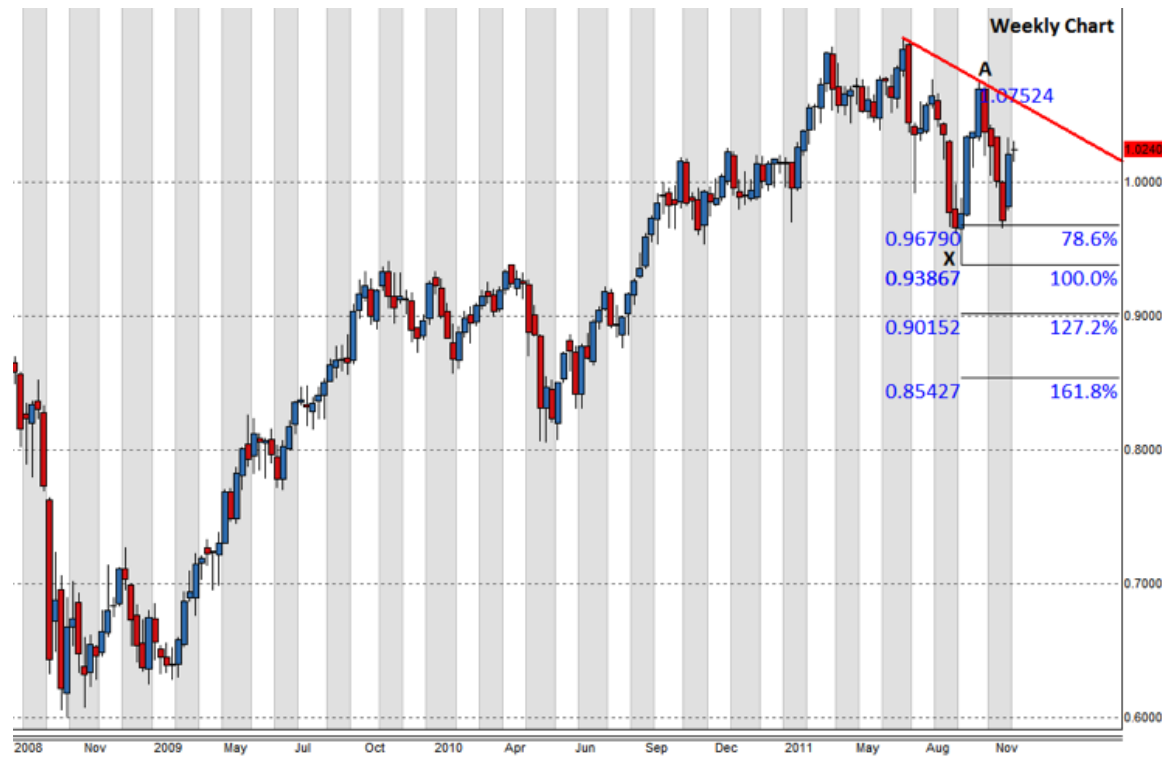
2011年の要約

上のチャートに見られるように、2009年3月以降、USD/CADは強い下降トレンドに沿って下落を続けた。しかし2011年7月に相場は反転し、2011年初の水準を大きく上回るに至った。最近になって反落したため、2011年は年初とほぼ同水準で終了しそうだが、2011年度の動きに限ってみる限り、USD/CADには依然として、中立的から強気のバイアスが残っている。今回の上昇では強い上昇トレンドラインが出現した。XAの78.6%ラインに抑えられて三回目のテストが行われたが、現時点ではサポートとして機能している。現在この右肩上がりのトレンドラインは、主要通貨ペアの中に見られる最も強力なトレンドラインである。USDの上昇率が対CADで最も高いことも、支援材料である。したがって問題は、USD/CADのこの上昇トレンドが継続するかどうかである。

2012年のキーポイント

前述のUSD/CHF同様、USD/CADは今重要なポイントにある。強気のトレンドラインは、USD/CADの反発が継続し、長期下降トレンドの修正局面が継続し得ることを示唆する。もしUSD/CADがポイントA (1.0657) を上抜けすれば、上げは加速する。しかし反対に上昇トレンドラインが破られた場合には、ポイントX (0.9406) が重要になる。ポイントXは史上最安値ではないが、それに近い水準でもあり、これを下に抜ければ、史上最安値の0.9056も視野に入るだろう。上下何れにせよ、この強気のトレンドラインが、2012年のUSD/CADの方向を決する触媒になることは間違いない。

AUD/USD



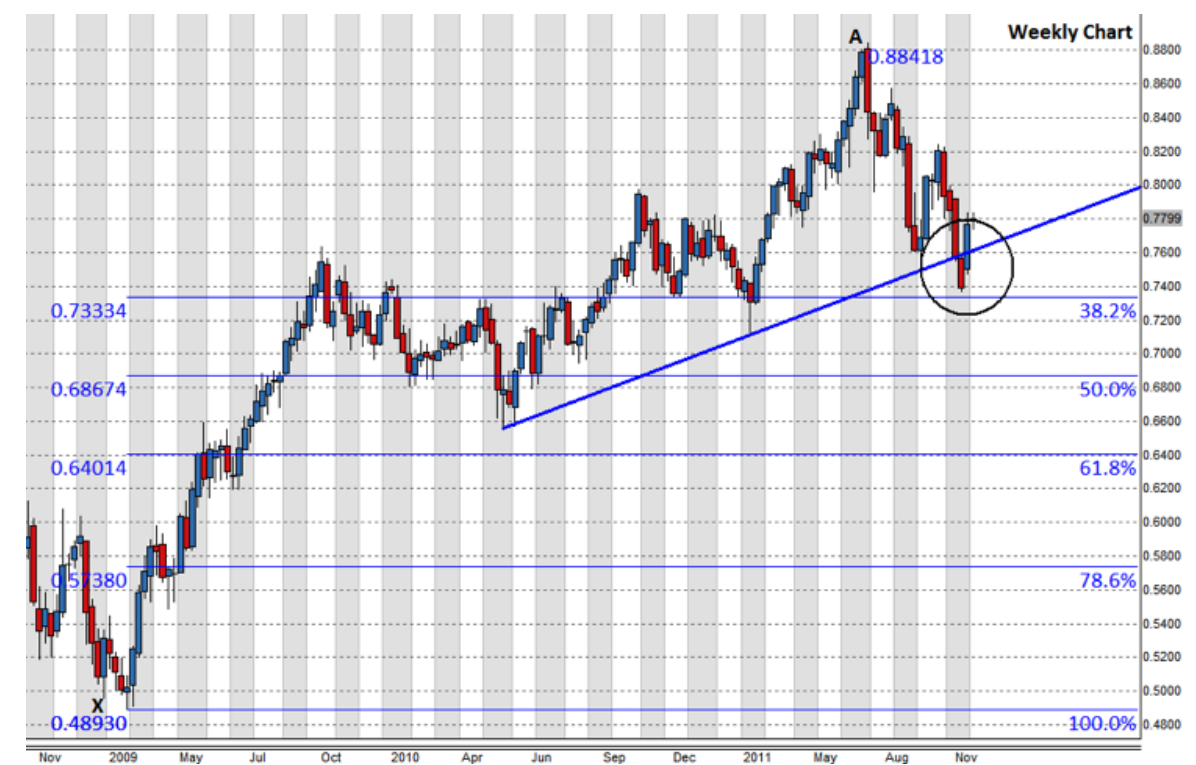
2011年の要約

AUD/USDの週足チャートは、上下関係が逆であることを除けば、基本的にUSD/CADと類似する。この通貨ペアは2008年10月以降、大幅な上昇を続けた。しかし2011年途中で上げ止まってから、年初の水準まで反落した。USD/CADに類似するとはいっても、幾つか相違点が挙げられる。第一にUSDの反発は、CADに対するほど大幅ではない。次に、出来かかっている下降トレンドラインの第三のポイントに、未だ到達していない。しかしXAの78.6%地点に類似のリトレースメント・ラインがあり、AUD/USDの動きがUSD/CADに比べ、単に遅れているだけと考えることもできる。いずれにせよ明確な方向性はなく、本格的な修正局面もないままに再び上昇を開始するのかどうか定かではない。

2012年のキーポイント

上述した潜在的弱気のトレンドラインが、2012年前半の焦点となりそうだ。果たしてこのトレンドラインは機能するか? そのためにはまず、三つのポイントでラインが結ばれる必要がある。もしラインが破られた場合には、直近の高値1.0752と1.1080がレジスタンスになる。仮にAUD/USDが1.1080を超えて上昇するようなら、買いのバイアスが完全に復活し、ロングを作るチャンスを狙うことになるだろう。反対に弱気のトレンドラインが保たれれば、最初のターゲットはポイントX (0.9387) となる。さらにここをも破った場合、2012年度のAUD/USDは本格的な修正局面を迎えることになる。2011年度に方向性が不明確であったことを考慮すれば、どちらのシナリオも可能である。いずれにせよ新年の早い時期には、何らかの方向性が見え始めるだろう。

NZD/USD



2011年の要約

AUD/USDとNZD/USDは通常極めて相関性が高く、一見したところ、最近の上昇トレンドも非常に類似している。しかし2011年、NZD/USDは異なる軌道を進んだ。AUD/USDがXAの78.6%ラインでサポートされたのに対し、NZD/USDの下落はより大幅になった。上の週足チャートに見られるように、この下落でNZD/USDは一旦上昇トレンドラインを割り込んだが、間もなくライン上に復帰している。XAの38.2%ラインがサポートになったのかもしれない。いずれにしてもこの突然の大幅下落で、NZD/USDとAUD/USDを切り離して考える必要が生じた。主要通貨の長期のチャートには、これに類似したパターンが幾つか見られる。さてNZD/USDの2012年はどんな年になるだろう?

2012年のキーポイント

2012年を迎えるに当たり、NZD/USDの最も重要なフォーメーションは、依然として強気のトレンドラインである。このトレンドラインは不完全ではあるが、その重要性は変わらない。トレンドラインは時として、破られた直後に復活することがあるが、直近の動きがその好例である。したがって短期のフォーメーションに注意しつつ、この上昇トレンドライン付近で、ロングを作るチャンスを探ることになるだろう。仮にポイントA (0.8842) を抜けた場合、NZD/USDには強い買いのバイアスがかかる。もちろんトレンドラインが破られることもある。チャートにはXAのフィボナッチ・リトレースメントとして、様々なサポートポイント (0.7333, 0.6867, 0.6401, 0.5738, and 0.4893) を記載した。

2012年度S&P 500の予測

2011年の回顧

本稿執筆時点(2011年12月)において、S&P 500はほぼ年初の水準に戻っている。しかし他の多くの株価指数との比較では、健闘が目立つ。たとえば英国のFTSE100は7%、DAXは14%、日経と上海総合指数に至ってはそれぞれ15%と18%下落した。S&Pのパフォーマンスを米国の他の三つのインデックスと比較すると、興味深いことに気づくはずだ。ダウ平均とナスダック100は、今年4%前後上昇した。しかしより広範な銘柄を含むラッセル2000(構成銘柄の平均時価総額は12.5億ドルで、他の米国インデックスを大幅に下回る)は、6%超下落した。投資家が国内中心の中小企業ではなく、より多角化された多国籍企業への投資を、優先させていることが伺える。

S&P 500は上昇基調のうちに2011年度を迎え、5月上旬には1,376まで上昇したが、これは2008年夏以来の高値であった。その後数カ月じり安を辿った後、7月末から8月初めにかけたの僅か2週間に、20%前後の暴落を演じた。切っ掛けは米国債の格下げである。政治家は、連邦政府による借入に対して議会が課す債務上限の超過問題で、無駄な議論に時間を費やした。増税も歳出カットも債務上限の引き上げも合意に至らぬまま、米国のデフォルトが市場の関心を集めた。政治家たちは最後の最後に債務上限の引き上げと、将来の政府支出削減で合意した。しかし敵意に満ちた討論とお粗末な妥協案は、結局S&Pによる米国債AAA格付けの引き下げへと発展した。

現状分析

欧州全域と中国で成長の鈍化が伺われる。にも拘らず多くの投資家は、米国経済が回復するものと信じている。発表される経済指標が次々と予想を上回ったため、米国は他国とは軌道を異にし、ちょうど数年前に中国が辿ると思われたと同じ軌道を、歩むものと確信している。

しかし米国の失業率は8.6%で、依然として非常に高い。住宅市場のデータは強弱まちまちであり、多くのアナリストが景気回復の序曲と主張はするものの、過剰在庫と株価の下落で負の影響を受けた家計数の記録的増加は、景気が再度落ち込む確率も同程度存在することを示唆している。不動産、建設、小売関連の雇用と、住宅担保の借入は、2000年から2007年にかけての米国経済の成長をもたらした。しかし住宅価格に十分な上昇が認められない現状では、失業率の大幅改善は難しい。米国の消費者がかつてのように、需要増加に貢献する可能性は低い。

企業収益

昨年度の四半期収益報告は一貫して予測を上回り続けた。実際これまでの12カ月間に、S&P 500の70%を超える企業の収益が、アナリストの事前予測を上回った。もっともアナリストの予測自体が、控えめだったという事実も見逃せない。現在も同様の傾向が伺われ、第四四半期の収益伸び率は、2011年9月末時点の19%から13.6%へと下方修正された。企業側も慎重な姿勢を鮮明にし、9月から12月の初めにかけては、S&P 500の中で80を超える企業が、一株当たり収益の下方修正予想を発表した。下方修正の発表

数としては2008年第四四半期以来最大であり、この中にはデュポン、テキサス・インスツルメンツ、インテルなどの巨大企業も含まれる。

収益はコスト削減により増やすことができる。これは3年前に発生した金融危機以降、繰り返し認められる要因である。しかし企業のコスト削減には自ずと限度があり、特に従業員数については、ほとんど限界に近いものと思われる。過去三年の大規模なコスト削減は、大規模な構造問題の存在を意味する。通常の景気サイクルを伴うリセッションであれば、GDP成長率は既に現在の二倍を上回り、失業率も大幅に低下していたはずである。しかし過去15カ月の月間非農業部門就業者数の伸びは、平均で108,000人に過ぎない。これでは新卒者を迎えるにも十分ではない。金融危機以降職を失った人は600万を超えると推測されている。11月の失業率は9%から8.6%へと大幅に低下したが、これには労働力率の下落が関係していると、アナリストは指摘する。職を求め人々が諦め、活発な求職活動を行わなくなると、もはや失業者とは考慮されず、失業率の計算から除外される。労働力率は11月に64%へと下落したが、これは1983年以降の最低水準であり、健全な経済を表す指標とは言い難い。

株価の支援材料として、多くの企業がバランスシート中に保有する、大量の現金を指摘するアナリストもいる。遅かれ早かれ現金を取り崩して企業買収や事業の拡大が行われ、企業収益率は大幅に上昇するというものだ。しかし基本的に、企業は現金を保有しない。もし企業が現金を使用しないのであれば、購入に値するものが見つからないか、または将来に悲観的であるかの何れかである。

連邦準備制度

米国の連邦準備制度(FRB)には二つの使命があり、一つはインフレ管理による価格の安定であり、もう一つは雇用の最大化である。2008年に始まった世界的金融危機以

降、FRBは市場介入に明け暮れた。バランスシートは今や未曾有の2.8兆ドルに膨れ上がったが、金融危機以前には僅か5,000億ドル前後であった。二年前には、FRBはバランスシートをいつ圧縮し始めるかが取り沙汰された。その後当初の1.75兆ドルの資産購入プログラムは、QE lite(期日到来分の再投資)、QE2(量的緩和第二弾)およびオペレーション・ツイスト(短期債売りの長期債買い)を通して増額された。さらにFEDは、2013年央まで低金利政策の維持を宣言した。

FEDは自らのおかれた困難な状況を認識している。特に株式市場はFEDによる流動性供給を享受するばかりか、追加的介入の期待が市場の活況をもたらしている。しかし米国の経済指標が今後も改善を続けければ、FEDは介入を続ける理由を失うだろう。

秋に予定される大統領選もまた、FEDに新たな問題を提起するかもしれない。FEDはその独立性の誇示に懸命だが、多くの共和党候補は、FEDがますます政治性を帯びていると批判する。大統領選の年の追加刺激策の実施は、現職のオバマ大統領再選に向けた、支援行為との批判を浴びることもあり得よう。

見通し

不安な事実ではあるが過去30年余りにわたり、先進諸国での経済成長の多くの部分は、無担保であるか或いは株式、債券、不動産を担保にするかを問わず、信用と借入に基づいて達成された。その意味でレバレッジの縮小は、安定的な成長軌道への復帰にとっての前提条件である。欧州で緊縮財政が必要とされる今、これは非常に大きな困難を伴う。今のところ米国と英国は、緩和気味の金融政策と量的緩和により、レバレッジ縮小のショック緩和に成功している。しかし中銀介入は次第にその効果が薄まるばかりか、実施された介入は、早晚巻き戻されなければならない。各国の中銀は新年度もまた、流動性の追加供給を唯一可能な手段と考えるのだろうか?

マーケットは2012年にかけても、中銀による景気刺激を期待している。中国人民銀行が預金準備率を0.5%引き下げた直後の11月30日、各国中銀は協調してドルスワップ協定の適用金利を引き下げた。FRBが今後資産購入プログラムを導入する際には、住宅金利の低下による住宅所有者の負担軽減を狙って、モーゲージ市場を対象にするだろうという点で、市場のコンセンサスは高まりつつある。これはS&Pを間違いなく押し上げるだろう。

欧州債務危機の深刻化による投資家の動揺を反映し、2011年8月以降、S&P 500の日中の値動きは激しさを増した。欧州の政治家は再三にわたり困難な選択を回避した。さらにドイツとフランスの間には、ECBの役割とユーロ共同債の導入をめぐる、根本的な不一致が存在する。単一通貨ユーロの生死を賭けた12月のEUサミットも、格付会社を満足させるには至らず、彼らはその後欧州の銀行やソブリン債の格下げの可能性について、警告を与えている。秋に予定される大統領選と、減税と歳出カットをめぐる議論の応酬にも拘わらず、果たして新年に米国は他国とは軌道を異にして成長を遂げ、S&P 500をしてさらに上昇せしめるだろうか？それとも米国は息切れし、他のグローバルインデックスが米国を上回るのだろうか？

“Earnings can be enhanced by cost-cutting, and that has certainly been a recurring factor since the financial crisis started over three years ago. However, there is a limit to how much companies can cut, and corporations may now be reaching their limits...”

2012年度日本の予測

回顧

まず初めに2011年の日本の株価の動きを、他の主要国の株価と比較しなければならない。年末が近づきつつある現時点で(本レポートは2011年12月上旬に執筆中)、米国のS&P 500は実質的に年初と変わらず、ナスダック100は4%上昇し、英国のFTSEは約5%下落している。しかし日経は15%前後の下落で、ドイツのDAX (-14%)、上海総合指数 (-17%) と類似する。

中国の役割

日経の大幅な下落は、米国と欧州向けの輸出に大きく依存するアジア太平洋地域全体に対して、投資家が抱く懸念を表している。同地域における日本の重要性と、中国に対する地理的隣接性を考える時、これは極めて重要である。

2011年には、中国などの新興国は景気低迷の先進国とは成長の軌道を異にするという、あのデカップリング理論が破綻をきたした。確かに中国や他の新興国は欧米の成長を上回ったが、成長のペースは大幅に落ち込んだ。過去一年間、中国はインフレ封じ込めを狙って、金融政策を大幅に引きしめた。また地方政府の債務拡大と不動産バブルの崩壊にも、ますます神経を尖らせた。個人の不動産取得はほとんどレバレッジされていないと、多くのアナリストは指摘し、実際に中国の住宅ブームは米国のそれよりも、健全な基盤の上に成り立っているが、商業部門は別である。さらに最近のデータによれば、10月には都市部の不動産取引価格が39%、全国ベースでは11.6%、それぞれ下落した。不動産絡みの建設は2010年度の中国経済の13%を占めるだけに、これは危険な兆候である。不動産開発業者は銀行ローンの返済に苦心せ

ざるを得ず、中小の金融機関と地方政府にとって、事態は深刻である。日本の製造業、プラントメーカー、鉄鋼会社にとっても、中国が製品とサービスの大口バイヤーであるだけに、その影響は大きい。

地震と津波

3月に日本を襲った巨大地震と津波は、人的のみならず経済的にも大きな被害をもたらした。サプライチェーンの寸断は、生産の中断を余儀なくした。日本経済の回復の速さとその実力は印象的であったが、国民の間には政治家による危機対応に、根強い不満が残った。しかし最も重要なことは、福島第一原子力発電所の状況が未だ明らかではないことである。日本は最近冷温停止を宣言したが、溶融した燃料棒が第一原発の原子炉建屋の床を貫通し、海水と地下水の放射能汚染につながっているとの懸念も根強い。仮にこれが真実であれば、その影響は甚大である。考えられる中で最も深刻なのは、多くの日本人にとっての飲料水の安全確保であろう。

政治と円相場

今年日本では、またしても新しい総理大臣が誕生した。菅直人氏に代わって9月にトップの座に就いた野田佳彦氏は、過去5年で7人目の首相である。不幸なことに、野田首相の国民支持率は就任後間もなく急落した。彼が提唱した消費税10%への引き上げは特に国民の反感を買い、2012年が終わるまでに再度首相の座が入れ替わる可能性も、現実性を帯び始めた。めまぐるしい政局の変転は、日本経済の舵取りにおける政治家の無能を表す以外の何物でもない。「失われた10年」ではなく、「失われた世代」であり、混迷は未だ終わっていない。過去20年間は景気刺激策の繰り返しに費やされ、政府と日銀は1989

年のバブル崩壊の波及と、無能な金融部門の支援に忙殺された。

政府は最近、本年度四回目の補正予算（景気刺激策）を発表した。政府支出の増大で需要を喚起し、失業率を低下させ、景気の底上げを狙ったものだが、現在のところその効果は見られていない。低成長とデフレ問題の解決には、政府支出の追加以外に打つ手がないと、多くの意見は一致する。しかし一方で、既に記録的水準に達した財政赤字を更に悪化させることに、警鐘を鳴らす向きもある。これといって有効な代替案も出されぬまま、巨額の財政赤字に依存する政策は、未だ機能していない。もっとも現状追認派は、これまでの刺激策がなければ、日本はとうの昔に大恐慌に陥っていたはずだと自己弁護する。

ファンダメンタルズ面では、日本は恐ろしい状況にある。財政赤字の累積額は、GDPの230%に達した。因みに米国は100%、ギリシャは160%である。増え続ける年金生活者を支えるはずの生産年齢人口が減少しつつある、年代別人口構成も気懸かりだ。貯蓄率は激減し、日本にはもはや貿易黒字のみに依存する余裕はない。

輸出と円相場

日本は輸出市場の再構築に懸命だが、それには世界景気の回復と円安が欠かせない。しかし度々の口先介入と実弾介入にも拘らず、円高は収束していない。10月に実施した大規模介入も、セーフヘイブン通貨としての円の魅力を幾分減じはしたものの、円相場の上昇を止めるには至らなかった。

欧州のソブリン債務危機と中国経済の減速と相まって、円高は日本経済の生命線としての輸出に打撃を与えた。執拗な円高に対処して、輸出業者は生産拠点の海外移転を推し進めている。その影響は既に失業率にも現れ始め、10月時点でまだ4.5%とはいえ、改善の兆しは一向に伺われない。2011年度に日本が貿易赤字を記録しかねないという現実には、特筆に値しよう。

見通し

日本は輸出主導型の経済によって、巨額の外貨準備を蓄積した。一方で日本国民は貯蓄に熱心であった。国債の外国人保有率が5%に過ぎないにも拘らず、国内の豊富な需要に支えられ、日本が巨額の財政赤字を賄うことができたのは、正にこの為である。新年には超低金利の代償として金か銀の記念貨幣がもらえる、個人国債の「復興債」が発行される予定で、人気はますますのようだ。しかし日本国債の格付けはAA-で、今後追加格下げの可能性なしとしない。

見方によっては、日本企業の株価は過小評価されている。豊富な現金を抱え、株価が「簿価」または純資産価値に近い企業も多く、現在の日経は値頃であると言えなくもない。しかしこうした現象は既に何年も続いてきた。企業が現金を使わないのは、取りも直さず、経営陣が景気の見通しに不安を感じるからに他ならない。前述したように、日本の「失われた10年」は、実際には「失われた世代」である。たとえ日経が比較的値頃に見えるとしても、日本の株式市場にとっては今後困難な時期が続くものと思われる。

新年にかけても、投資家は相変わらず日本の債務支払能力を懸念するだろう。もしイーロードが上昇を始めれば、問題は一気に深刻化する。日本の国債発行は今後も増加しそうだが、貯蓄率の低下に伴い、十分な需要が期待できる保証はない。代償としてイーロードの上昇が不可避となれば、利払いの負担はますます大きくなる。2012年の日本の株式市場にとっては、こうした懸念が逆風として吹き続けるだろう。

2012年度DAXの予測

回顧

他のグローバル株式インデックス同様、2011年ドイツのDAXは堅調にスタートした。米FRBによる第二弾の量的緩和発表を受け、株式市場は投資家によるリスク選好の高まりを享受していた。ジャクソンホールでのバーナンキ議長によるスピーチが行われた2010年8月下旬には、力強い上昇が始まった。議長は講演の中で、あらゆる景気減速の兆候に対して、追加の資産購入による債券イーロードの低下で対処する姿勢を鮮明にした。同年11月に開催された次のFOMCで唯一明確にされなかったのは、この市場介入の規模だけであった。

不幸なことに2011年2月になると、投資家は欧州全域で高まりつつある債務問題を気にかけてはじめていた。ギリシャとアイルランドは既に救済案を受け、ポルトガルでも状況は危機的になっていた。3月には巨大地震と津波が日本を襲い、これを機に株式市場は垂直降下し、DAXだけでも一週間に8%もの暴落を見せた。サプライチェーンの寸断により、日本では生産活動が麻痺した。もっともその後の回復も、暴落時同様急激ではあった。日本の大惨事がカタルシス効果となり、市場に残るロングと過度のレバレッジ解消をもたらしたかに見えた。4月に入るとポルトガルはついに自立再建を断念し、EUに救済を求めた。この時期には既に欧州金融安定化基金の拡充が原則合意されていた。ただしユーロ圏メンバー国の最終合意を得たのは、10月に入ってからである。

DAXは4月下旬にこの年の高値7600近辺をつけたが、その後7月末までは比較的狭いレンジで推移した。欧州の債務問題は夏場を通してくすぶり続け、投資家はギリシャ、アイルランド、ポルトガルなどの周辺国以外への、問題の拡大を

懸念し始めていた。しかし8月上旬の債務上限引き上げを巡る米国政界の醜態と、それに引き続くS&Pの米国価格下げを契機に、世界の株式市場は年末に向けて急落を始める。その後のわずか二カ月間にDAXは30%暴落したが、中銀による潤沢な資金注入への、投資家の期待の高まりに支えられて下げ止まった。

DAXインデックス

DAXが欧州で最も重要な株価指数であることに、異論の余地はない。同指数にはユーロ圏最大の経済国ドイツを代表する大企業30社が含まれ、三大自動車メーカーのBMW、ダイムラー、フォルクスワーゲンが、インデックスの14%（前年度の9%から上昇）を占める。その他化学品の巨大メーカーBASFとバイエルが17%、その他製造業14%、中でもシーメンス一社が10.7%を占める。銀行、保険、仲介業者を含む金融機関は16%強を占めるが、2年前は22%を占めていた。

トレーダーの観点からは、構成銘柄の株式が極めて潤沢な流動性を有し、同インデックスに基づく先物の取引量も大きい点が重要である。このためCACやFTSE100と比べて市場は格段に厚く、日中のボラティリティの潤沢さも、特に短期のトレーダーにとっては魅力である。ドイツ経済単独の状況を反映するというより、むしろ世界経済全体のバロメータであるという点は、FTSE100もDAXも同じである。にも拘らず、このところDAXのパフォーマンスは、英国のFTSE100と米国のS&P 50の何れをも下回っている。原因は欧州債務危機の深刻化と、ドイツの生命線である輸出市場の景気後退懸念である。

ドイツ経済

GDPの大きさで、ドイツは米国、中国、日本に次ぐ第4番目の経済国である。かつては最大の輸出国だったが、2年前中国に首位の座を譲った。現在多くの意味で中国と同じ問題を抱えているが、それは輸出市場が景気後退に陥ったらどうするかである。

ドイツ経済は堅実かつ健全な財政政策と、自前の産業および製造業という基礎の上に構築された。欧州連合切っの経済大国という地位こそ不変だが、ドイツはその生産拠点の大幅な再編を強いられた。ドイツ企業は、新興国が彼らと同じことを、格段に低コストで行うことができるという現実と直面した。造船、携帯電話機、大量生産の衣類、電子製品などのすべてが、ここ何年かでその事業活動を、労働力や他の生産コストが安価な新興国に移転した。

ユーロ圏問題

ドイツマルクを放棄するに当たり、ドイツは健全な単一通貨を約束され、実際ブンデスバンクの金融モデルは、ECBに対して強い影響力を持った。ドイツの政治家がECBのバランスシート拡大の支援を躊躇する理由に、1920年代後半から1930年代初頭にかけての、ハイパーインフレの苦い経験がしばしば引用される。しかし東西ドイツ統合が未だ記憶に新しいドイツ国民は、東を西の民主主義体制に取り込む際に払った大きな犠牲の経験から、統一ヨーロッパという理想実現のための自制と犠牲に甘んじた。そんな彼らがユーロ圏南部メンバー国の、放漫財政に失望するのは当然である。しかしユーロ安の恩恵を受けたドイツ経済は、極めて順調に成長したが、これはかつての最強通貨ドイツマルクの時代には、考えられなかったことだ。ユーロ圏の弱小国までが「ドイツ並みの」低金利を享受できたため、彼らは大いに借り大いに支出した。ドイツは貿易黒字を貯めこんだが、この構造は現在も変わっていない。ドイツの銀行は弱小国の銀行にもレバレッジを推奨した。ドイツの生産性は上昇した。しかし通貨高にはならなかった。1999年に輸出はGDPの30%に過ぎなかったが、2008年には47%を占めた。

成長の見通し

ドイツ政府は第3四半期の初めに2012年の成長予測を、1.8%から1.0%へと、ほぼ半分以下修正した。世界景気の後退に伴う輸出需要の減少が、主な理由である。鉱工業生産と受注も減少しており、仮に月間ベースで改善が見られたとしても、一時的な現象と見込まれる。中国同様、国内需要がますます重要になる。しかし失業率は依然低下が予想され、2011年の7%から2012年には6.7%へと改善する。家計の可処分所得は2.9%増加し、期待インフレ率の1.8%を上回る。2013年に始まる税制改革が実現すれば、60から70億ユーロの現金が納税者の懐に還元される予定である。

さて2012年にかけて信憑性のある予測を行うには、政治的な不確実性が余りにも大きいようだ。メルケル首相の人気は低下する一方で、実際地方選挙では与党の負けが続いている。しかし幸運なことに、彼女自身には2013年まで選挙の予定はない。ソブリン債務危機の打開に向け、メルケル首相とサルコジ仏大統領の苦闘が続くが、多くのアナリストが、最終的にドイツは欧州連合崩壊の回避を優先させ、必要とされる如何なる解決策にも譲歩せざるを得なくなると予測する。12月の首脳会議ではメンバー国から財政緊縮化の言質を得たものの、少なくとも英国とハンガリーの二国は、EU条約の改正に賛成しなかった。スウェーデンとチェコは議会の承認を得なければならない。

ドイツの銀行が欧州債務危機にリスクを有することは明らかである。フランスのAAA格付けが、同国銀行のエクスポージャーを理由に引き下げられる恐れがあるだけに(イタリアとスペインは、政府債務と低成長を理由に格下げの見込み)、ユーロ圏の支援はドイツ一国にかかってくる。果たしてドイツが自国経済に大きな損傷を与えることなく、どのような支援を行って得るのか、今後の焦点となるだろう。

2012年度FTSEの予測

回顧

他のグローバルインデックス同様、2011年FTSEは堅調にスタートした。2010年の半ば以降、米国FRBの追加刺激プログラムへの期待から、力強い上昇を始めていたFTSEは、3月に入ると日本で発生した巨大地震と津波の煽りを受けて急落。しかしその後回復して再び上昇し、5月上旬には3年来の高値6,136を付けるに至った。これはある程度、世界的な景気の好転を反映したもので、投資家は景気回復の兆候を見るにおよび、金融危機に際して発動された未曾有の金融刺激策が、ついに金融部門から経済全般に浸透し始めたことを確信した。欧州の債務問題はギリシャ、アイルランド、ポルトガルなど、周辺諸国の問題に過ぎず、対処可能であると楽観視された。ユーロ圏の問題国救済に向け、欧州金融安定化基金(EFSF)が創設されたことも、プラス材料として歓迎された。

数カ月にわたり支払不能を否定し続けたポルトガルは、4月になるとこれを認め、ギリシャやアイルランドと同じく、EUとIMFに救済を求めた。同国は結局780億ユーロの救済資金を受けたが、これを契機に市場はスペインにスポットライトを移した。ポルトガルより格段に大国であり、多くのアナリストが、少なくとも現行のEU条約の下では、救済不可能と考えている。

FTSE100は苦戦を強いられた。欧州債務危機の深刻化と、債務上限の引き上げを巡る混乱の後で発表された米国債の格下げは、7月末に株式市場の暴落をもたらした。この時期FTSE100は二週間で20%下落している。その後10週間は着実に値を戻したものの、年末接近とともに再び下落を始め、現時点では5月から8月にかけての上昇の半返しラインを下回っている。

FTFEの国際性

FTSE100を構成する企業の時価総額は、ロンドン証券取引所の上場企業全体の時価総額の84%を占める。しかしここで重要なことは、FTSE100が純

粋な意味で英国経済を代表しないという事実である。一般的な投資家の信頼感を表すバロメータには違いないが、英国経済の状況をより正確に表すのは、より広範囲の企業を網羅するFTSE250である。

現状では最大銘柄10社のうち5社が、鉱業、石油、ガスの企業である。上位10社にはこの他、巨大銀行のHSBC、テレコムのパナソニック、製薬業界のコングロマリットのグラクソ・スミスクラインが含まれる。上位10社の時価総額はインデックス全体の46%を占め、インデックス内では海外で収益を上げる多国籍企業の割合が圧倒的に大きい。産業分野別では、金融、鉱業、石油、ガスが全体の55%を占める。

景気後退に対するリスク

このように基本的に景気循環株(世界経済の成長期に上昇する株)がインデックスの55%を占めるだけに、もし2012年に世界経済が停滞すれば、FTSE100は強い逆風を受けることになる。また英国の巨大金融機関の幾つかには、未解決の問題が多く残っている。たとえば非現実的な価格で評価されたまま隠された、不良資産がそれであり、同国経済に対する金融部門の貢献度と、その欧州系銀行とソブリン債に対するエクスポージャーを考えると、今後FTSE100の足を引っ張る可能性も高い。

鉱山部門の収益性は元来、世界経済の成長にリンクしている。欧州全域で緊縮財政が導入されつつあり、米国経済の回復には未だ確信が持てず、英国では雇用と賃金が伸び悩み、そして最も重要なことに、中国で景気の大規模な後退が懸念される現状、鉱業部門は深刻な局面に直面している。さらに企業のレバレッジ縮小と、民間の債務返済が進行中だ。こうした事態がもたらす問題を軽減したのは、主要中銀が様々な手法を駆使しつつ(今のところ)自発的に実施した、量的緩和である。しかし中銀によるバランスシートの拡大にも自ずと限度があ

り、債券の保有者は早晩より高いイールドを要求し始めるだろう。借入コストの上昇は債務比率の高い先進国による、返済可能な金利水準での新規債券発行や、既存債の期日到来に伴う借り換えを困難にするだろう。

現状分析

世界的な金融危機とそれに対する政治家の対応をどう評価するかにより、現状の見方は大きく変わる。多くの著名エコノミストが依然として、循環的な（と彼らが信じる）リセッションから立ち直る、「通常の」景気回復を予測している。しかし一方で三年前の出来事は、単なる通常の景気サイクルにおけるブームの後の破綻ではないという意見も聞かれる。もちろん一般的な銀行の倒産でもない。それは信用の過剰供給と過度のレバレッジが、特に不動産資産の過大評価をもたらすことによって悪化した、大規模な金融危機であった。さらに、不幸にも効率的に機能しなかったリスクモデル、格付会社、監督機関などに対する、過度の依存があった。今問題なのは、銀行の危機がソブリン債危機にすり替わったことを除いて、事態が全く変わっていないということである。

三年が経過した今、量的緩和が、多くの市場関係者が期待した一時的手段にはなっていないことが、明らかになりつつある。FRBIはQE1、QE “lite”、QE2、およびオペレーション・ツイストを実施したが、多くのエコノミストが近いうちのQE3実施を予測している。ECBは今のところ、ユーロ圏の「最後の貸し手」になることを拒絶しているが、それでも流通市場で問題国の国債を積極的に購入している。英国では10月にイングランド銀行（BOE）の金融政策委員会が、資産買入プログラムの当初予定金額2,000億ポンドを増額した。QE2の発表は予定よりも早く行われたばかりでなく、750億ポンドという金額は、大半のアナリストの予測を50%上回った。追加的な中銀による刺激策への期待が、株価を支えている。

見通し

英国経済の成長予測は、何度も下方修正されてきた。過去二年間最高の評価を受けているスタンダード・チャータード銀行のアナリストも、全般的な悲観論に与し、英国は2012年にリセッション入りし、経済は1.3%縮小すると予測する。UBS (Capital Economics, and Legal & General Investment

Management) もまた、同様にマイナス成長を見込んでいる。

世界的に需要が低迷しているが、特に英国最大の貿易相手米国と欧州で、この傾向が顕著である。新興国は依然として高めの成長を維持しているが、アーンスト・アンド・ヤングITEMクラブのレポートによれば、英国の全輸出のうちBRICs (ブラジル、ロシア、インド、中国) 向けは僅か5%に過ぎない。因みにドイツ、米国、日本の同数値は、それぞれ10.6%、11.1%、20%である。

このように不利な条件にもかかわらず、英国は比較的に有利な立場にあると指摘されている。英国には金融政策を担当する独立の中央銀行が存在し、量的緩和も同行の手中にある。その意味で英国は、ドイツを始めとする他のユーロ圏諸国より、米国とより多くの共通点を持つ。しかし英国では9月に、消費者物価指数が5.2%へ急上昇した。Mervyn King BOE総裁は繰り返しインフレの早期終息を予見したが、期待外れに終わることも稀ではなかった。にも拘らずBOEは、消費者物価指数が2012年までに1.5%へ下落し、金融政策委員会に追加的量的緩和の十分な余地を与えているとしている。

2011年の年末近くになり、BOEの主任エコノミスト Spencer Dale氏は、BOEには景気低迷に対する追加的刺激策の用意があると述べた。ユーロ圏債務危機の混迷を最大の逆風として挙げ、12月上旬のEU首脳会議で合意された打開策が、「信頼に値する結果」をもたらす保証はないと指摘した。また国内の金融政策が英国経済を外的要因から遮断する能力には、限度があるとも述べた。金融緩和自体は もちろん、英国の株式市場にとって順風である。しかしFTSE構成銘柄の大半が、海外収益依存度の高い多国籍企業であるだけに、欧州における事態の推移が大いに懸念される。結論として、成長見通しは決して明るくないが、少なくとも英国はユーロ圏には属していない。ただしこれもFTSE100 を押し上げる要因にはならないかもしれない。

2012年金の相場見通し

回顧

金相場の最近の低迷を見ると、過去12カ月間の目覚ましい健闘ぶりを忘れがちだ。本稿執筆時点（2011年12月上旬）において、金は年初来22%上昇している。これを主な株式インデックスと比較してみよう。米国のダウ平均株価 +4%、英国FTSE -7%、ドイツDAX -14%、日経 -15%、上海総合指数 -18%である。金は他の貴金属に対しても上昇した。過去12カ月間に銀は3%のみの上昇に留まり、銅に至っては20%前後下落している。

金のブルにとって、2011年度は決して容易な年ではなかった。年初早々\$1,400の突破に手間取り、1月を通して何度も\$1,300のサポートを脅かした。その後力強い上昇トレンドに乗り、8月末には僅かながらも\$1,900を超え、名目の史上最高値をつけた。しかしその直後の三日間で10%暴落したが、これは米国における債務上限引き上げ交渉の泥沼化を嫌気して、すべてのマーケットで顕著となった、いわゆる「リスク回避」による全般的な価格下落をも反映していた。事態はS&Pによる米国債の格下げへと発展し、米国は1941年以来維持してきたAAAの信用格付けを失った。それでも金相場は急速に値を戻し、9月上旬にはドル建ての名目史上最高値を再び更新した。しかしその後訪れた第二回目の修正局面は大幅かつ長期間に及び、金相場は三週間で20%を失った。第四四半期になると貴金属市場は平静を取り戻したが、直近の暴落で被った痛手は大きく、セーフヘイブンとしての金の地位に陰りが見られ始めたことは否めない。

金のバブル?

多くのアナリストが金相場をバブルと呼び、今やそのバブルは破裂したと言う。金が利息や配当を生まないため（現物保有、または先物やETFによる保有にはコストが発生する）、投資対象としては不向きであるとして、貴金属投資を思い止まらせようとするアナリストもいる。しかし世界的に利回りが低く、許容不能なリスクを伴う市場が多い状況では、金の保有は魅力を増す。これに加え、上場投資信託（EFT）は金投資を容易にした。保管費用や安全の問題など、金の現物保有を望まない多くの人々にとって、ETFは現実的な投資手段である。

しかし熱狂的な金の信者は、何千年も金が交換手段として世界的に通用してきたことを挙げつつ、金は「バブル」には程遠いと指摘する。彼らによれば、インフレーションを調整した場合、1980年につけた当時の高値\$850は、現在の\$2,400に相当する。また世界各国の中銀が紙幣を印刷し、流動性を注入し続けるため、金はさらに大幅上昇する運命にあるとも指摘する。金融緩和は現在進行しつつある債務縮小の動きに対抗するための、必死の手段と見なされている。さらにあらゆる国が輸出振興による景気浮揚に向け、自国通貨の切り下げを図ることも、金価格を押し上げずにはおかない。金に強気の投資家は、金の魅力に言及してしばしば次のように語る。「金価格は1946年、ブレトンウッズ協定に基づき1オンス\$35で固定されたが、当時は1オンスの金で上等のスーツが買えた。今でも1オンスの金で立派なスーツは買えるが、\$35ではとても手が届かない。過去75年間、\$35かそれとも1オンスの金か、いったいどちらが得だったのだろうか?」

中銀の購入

最近の金価格の上昇をもたらした最大の要因の一つは、中央銀行の態様の変化である。過去20年以上にわたり、全体として中央銀行は金の売り手であった。しかしここ数年の間、中国、ロシア、インド、メキシコを始め、多くの中銀が大量の金を購入している。ベネズエラは所有する金の現物を、欧州、米国、およびカナダ系銀行の金庫から、本国へと召還し始めた。一方で、外貨準備の多くの割合を金で保有する先進国の中銀は、売却を停止した。こうした変化には、二つの理由が考えられる。第一に、多くの先進国とは対照的に、新興国の外貨準備に占める金の割合は、通常極めて小さい。彼らは現在、金の割合を高める状況にあり、またそれを積極的に推し進めようとしている。第二に、米国が大幅な財政赤字体質から抜け切れず、世界の準備通貨としての米ドルの地位が脅かされつつある現状、米ドルを始めとする不換紙幣からの、投資の分散が起こりつつある。

銀について

最近では投資家の心理の中で、金と銀はしばしば一まとめに見られている。銀は一般的に金と同じ方向に動くが、その変動幅はより大きい。銀には二つの顔があり、一つは投資対象としての銀、もう一つは工業原料としての銀である。しかしこうした二面性が同時に考慮されることは稀で、たとえば投資家が世界景気の後退を懸念するとき、彼らは銀を早々に売却し、投資対象としての価値を忘れるのが常である。しかし金同様、銀は何千年もの間、交換手段および価値の蓄蔵手段としての役割を果たしてきた。投資家が今後こうした銀の特性を再発見すると、信じるのも無理からぬことである。さらに銀の場合、通常一旦加工されると、再利用される確率は低い。かつて産出されたうちの大部分が依然流通する金とは、極めて対照的である。推定によれば、銀の流通量は、1980年の40億オンスから10億オンスへと、激減した模様である。

見通し

前述の通り、金と(そして程度こそ劣るものの)銀は、ここ一年間順調に値を伸ばした。多くの投資家が、この上昇基調の継続を期待している。新年度に入っても、貴金属を取り巻く環境に大きな変化はなさそうだ。中銀が相変わらず買い手として市場参加するならば、少なくとも現物市場に関する限り、強い味方となるだろう。しかし毎日の取引量は、フューチャーと先物市場の方が圧倒的に多い。現物の買い手は通常、富の蓄積手段として金の保有を決意した長期の保有者であり、彼らにとって金は価値蓄蔵と交換手段を意味する。

それは通貨や債券のように、ポタンひとつで印刷されるものではなく、したがって切り下げ可能なものでもない。金が投資ポートフォリオの中で、重要な位置を占める理由がここにある。

それでも短期的には、金相場の動きは他の「リスク資産」に、密接に連動することが予想される。ファンドマネジャーや投機家など、レバレッジを利用する投資家は、フューチャー市場とETFを使用する。これらの取引には、通常証拠金が必要とされる。したがって株式市場が暴落する局面では、投資家は通常マージンポジション(証拠金に基づくポジション)を手仕舞い、現金の積み上げとフューチャーの損失食い止めに努める。これまでも金と銀は、この種の売りによって下落を拡大したが、今後も同じパターンが見られる可能性は高い。今年同様、大量のロングが市場に蓄積すると、些細な出来事を切っ掛けに投げ売りが始まり、特に高いレバレッジのかかった投資家が、大きな損失を被ることもあり得よう。確実なことはただ一つ、経済の不確実性が収まらない限り、貴金属市場の乱高下は今後も続くだろう。

2012年原油の相場見通し

回顧

2011年初頭、原油価格はそれまで一年近く続いた取引レンジを上抜けした。2009年10月以降の12カ月間に、WTIとブレントの双方とも\$70を下回ることは稀で、2010年の第一四半期末時点では、\$80を僅かに超えたばかりであった。原油価格が着実な上昇を始めたのは、FRBが追加資産購入を始める意図を表明した、2010年8月である。この金融政策の転換を受けて米ドルは急落し、投資家のインフレヘッジは、原油をはじめとする米ドル建て資産価格の急騰を招来した。北アフリカと中東における市民暴動も、原油価格の上昇を煽った。その後4月から5月にかけて、WTIは\$114、ブレントは\$126でピークを打った。経済指標が次々と世界景気の後退を告げ、「アラブの春」がチュニジア、エジプト、リビアの指導者交代で決着すると、原油価格は他のリスク資産と歩調を合わせ、5月に急落した。秋には国際エネルギー機関(IEA)による、突然の戦略石油備蓄取り崩しによる6,000万バレルの供給があり、下げが加速した。第三四半期には、欧州債務危機の深刻化に連れる形で下落を続けた。しかしイランの核開発計画と、シリアとエジプトでの社会不安再燃による地政学的緊張の高まりで、原油価格の下落は間もなく止まった。

現状分析

年末にかけてトレーダーは、景気後退に対する懸念と、北アフリカ、中東、シリアでの混乱による地政学リスクという、相反する二つの要因に挟まれ、方向感を定められずにいる。これらの社会不安は明らかに原油価格を下支えた。英国とイランの外交関係遮断という事件も発生した。イラン人のデモ隊による在テヘラン英国大使館への突入に対し、英国は

ロンドンのイラン大使館閉鎖によって報復した。国連傘下の国際原子力機関(IAEA)による、イランの核兵器開発に関する報告を契機として、同国の核開発計画に対する懸念が高まっていた。

地政学リスク

イランと西側諸国の緊張の高まりは、2012年にかけて最も重要な地政学上の問題になるだろう。イランは地理的に西の国境をイラク、東の国境をアフガニスタンに、それぞれ駐留する米国中心の多国籍軍に挟まれてきた。しかし12月にオバマ大統領は、イラクからの米軍の「完全」撤退を開始し、本稿執筆時点において、2011年末までには撤退を完了すると見込まれる。イランはこれによって生じる真空を満たそうと、虎視眈々と狙っている。シリアにおける暴動の激化で、地域の不安定さは高まっている。シリアとイランの両国に国境を接するトルコは、政治的には西側に近く、無関係ではいられない。米国によるアサド大統領退陣勧告と経済制裁に、トルコが同調した結果、トルコとイランの関係はぎくしゃくし出している。トルコは現在日量20万バレル(消費量の約半分)の原油をイランから輸入し、天然ガス輸入の増量計画もあった。

ブレントとWTIの価格スプレッド

今年の原油市場の興味深い特徴の一つとして、WTIに対するブレントのプレミアムが挙げられよう。世界各地で様々な異なる原油コントラクトが多く取引されるが、最も活発に商われるのがWTIとブレントである。双方ともlight sweet crudeであり、良質で精製処理が容易な原油である。硫黄の含有率が

低く、航空燃料など高付加価値製品への精製も可能である。ブレントは北海の海底油田で、またWTIは米国とカナダの地上付近で産出される。一般的にWTIはブレントよりも良質 (lighter and sweeter) で、ブレントよりも価格が高いのが常であったが、今年の8月には、WTIに対するブレントのプレミアムが\$25まで拡大した。原因は幾つか挙げられる。たとえば大手コモディティ取引会社による、現物市場と先物市場の裁定取引に基づく複雑な戦略。しかしサプライサイドの事情も見逃せない。現在の北海油田は、既に生産の最盛期を過ぎた。また中東と北アフリカ (特にリビア) の社会不安は、ブレントの価格を押し上げた。一方北米とカナダのオイルサンド (油砂) では、石油抽出の新技术が導入されている。採取された原油はオクラホマ州のクッシング備蓄ハブに送られ、WTIの在庫は増加中だった。しかし11月には、このプレミアムは\$10未満に縮小した。最大の原因は、メキシコ湾岸からクッシングへと原油を送る Seaway Pipelineの権益移転により、2012年第二四半期までに、原油の流れがクッシングからメキシコ湾岸へと逆転するという発表である。これにより、オクラホマ州クッシングから、精製と輸送の便宜性の高いメキシコ湾岸地域への、パイプラインによる原油輸送が可能になり、クッシングの余剰解消が見込まれる。

見通し

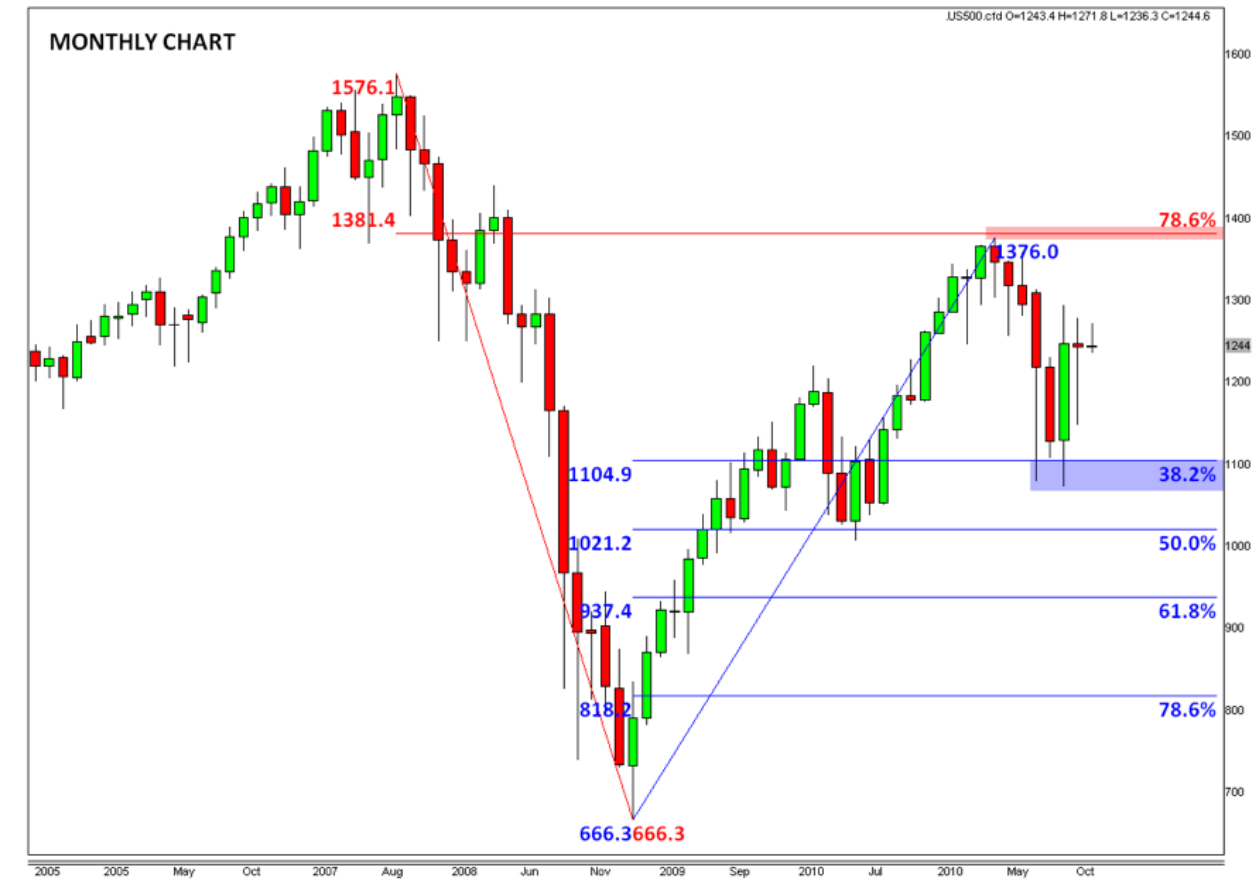
新年を迎えるに当たって石油のトレーダーが抱える問題は、いつもの年とあまり変わらない。サプライ問題、需要、地政学リスク、そして純粋な投機活動である。先進国発の需要は長期的にも漸減傾向を辿り、化石燃料から他の代替エネルギーへの転換が進んでいる。技術の進歩は、先進国世界における化石燃料の効率上昇を可能にしつつある。これまで、そしておそらくは今後も、需要増加があるとすれば、それは新興国、特に中国発であろう。多くのアナリストが、中国の需要を原油高の最大の原因とし、また今後もその上昇を牽引すると予測する。しかし中国のエネルギー

需要の大半は石炭によって賄われ、石油は20%に過ぎない。しかも中国はより環境に優しい燃料に傾斜しつつあり、原子力発電への投資も盛んである。結果として、新興国発の需要が今後も従来のペースで増加を続けるかどうかは、極めて不透明である。OPECと国際エネルギー機関は、何れも2012年度の石油需要の伸びを下方修正したが、依然として、それぞれ日量100万バレルと120万バレルの伸びを予測している。

今の時点で我々は、先進国のリセッション入りと中国のハードランディングの可能性を、考慮に入れなければならない。レバレッジ縮小の動きが継続し、低成長が長引くかもしれない。一方で中銀と政治家は、追加の刺激策導入で景気後退に対処する意向を固めているようだ。しかし中銀による介入の効果と市場の許容度にも、自ずと飽和点はあろう。

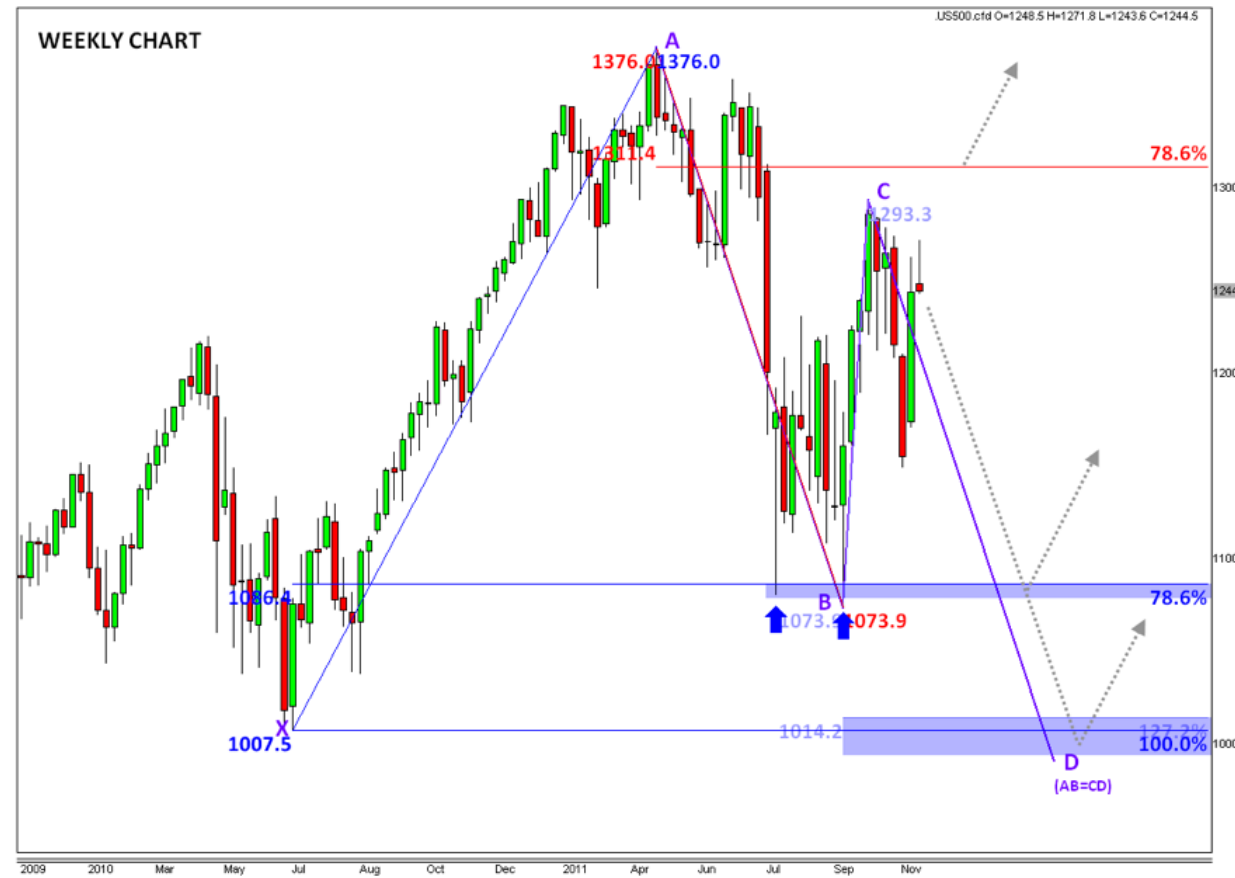
誰にとっても石油価格は重大な関心事である。それは我々の生活に直接影響する。単に自動車のガソリン代や暖房費のみならず、商売や事業のあらゆる面に影響を及ぼす。石油価格の上昇は税金のように我々全員に負担を強い、製造コストと製品 (衣類と食物を含む) 輸送コスト、更にはサービス価格の上昇をもたらす。もし原油価格が再び上昇に転じれば、そのコストが消費者に移転されるか、或いは企業の収益が減少するかの何れかである。財政緊縮を強いられる欧州全域での消費者信頼感の低下、改善の見込みが立たない先進国の高い失業率、大量の債務、増加しない給与など、多くの要因がどれも、企業が燃料コストの上昇を顧客に転嫁することの困難さを物語る。また景気の低迷が原油価格の押し下げ要因として作用するのと対照的に、地政学リスクは押し上げ要因であることも、忘れてはならない。

S&P 500 - 月足チャート



上のチャートが示すように、S&Pは2009年3月の安値から力強く反発し、上昇トレンドが2011年初頭まで続いた。しかし年半ばになると、2007年10月の高値から2009年3月の安値にかけての下落相場の、78.6%フィボナッチ・リトレースメントに頭を押さえられて上げ止まり。その後下落に転じたが、1100近辺の38.2%ラインにサポートされ、年末にかけて小幅の反発を見せいている。もし2012年に入って再び下落に転じた場合にも、この38.2%ラインが重要なサポートラインとなるだろう。

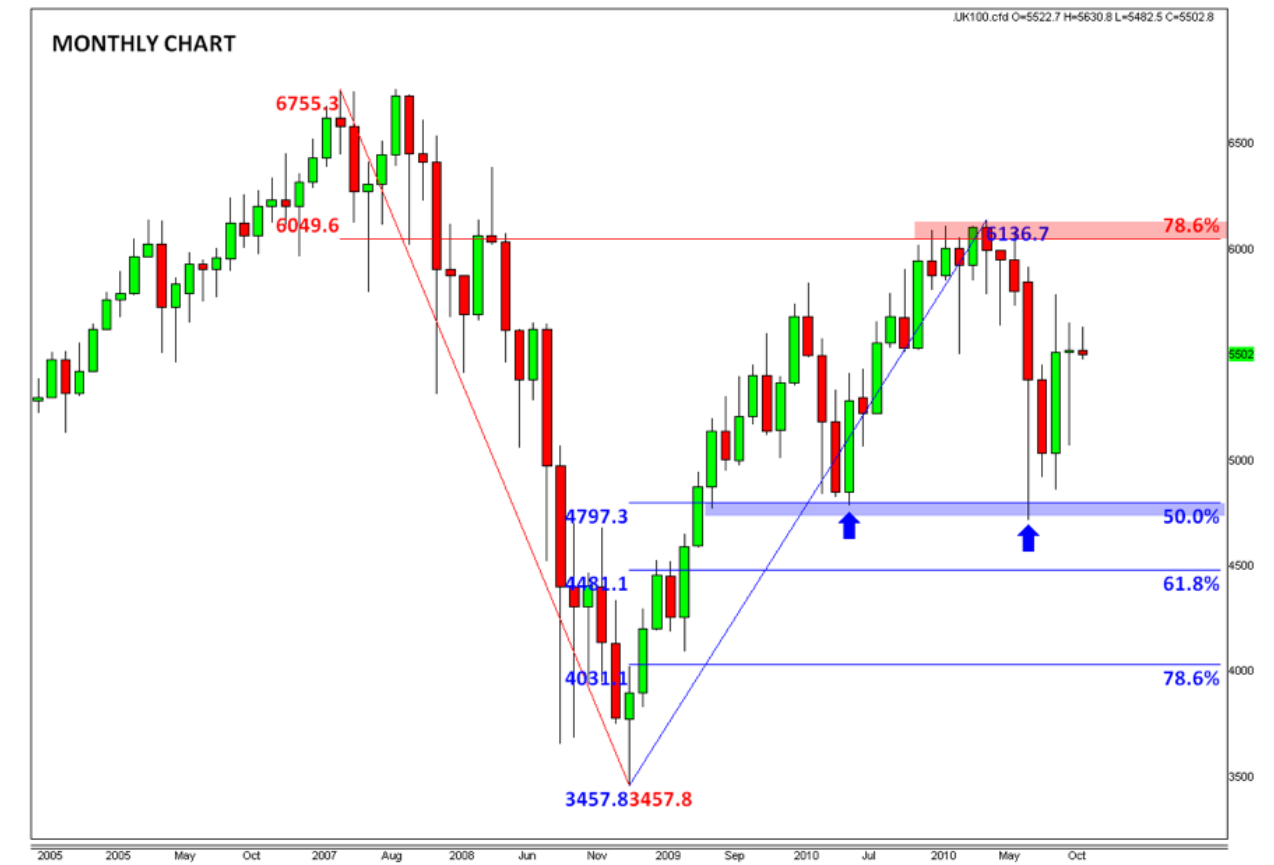
S&P 500 – 週足チャート



2011年、S&P 500は堅調にスタートした。その後下落に転じ、月足チャート上のフィボナッチ・サポートラインまで下落。しかしここでダブルボトムが完成され、10月末には1,300まで上昇し、4月の高値から10月の安値にかけての下落相場の、78.6%近くを取り戻した。

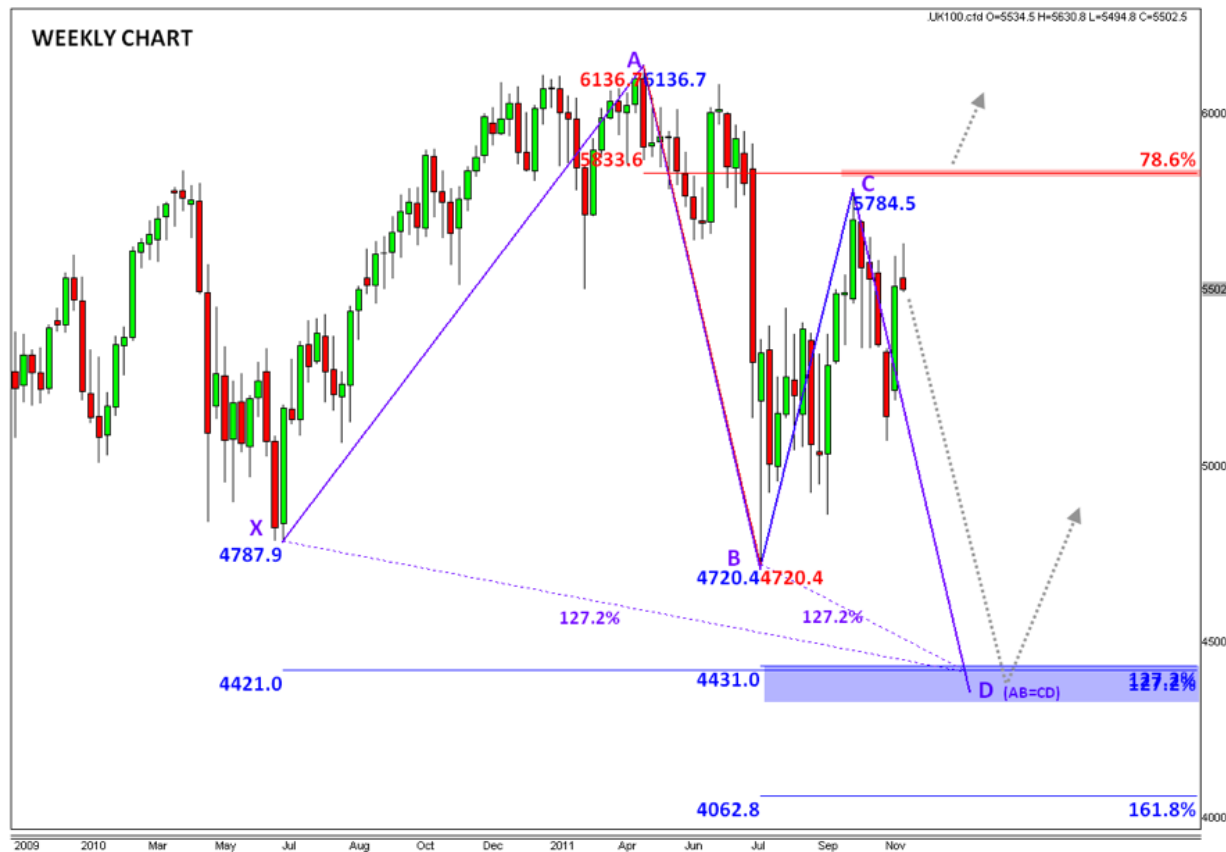
S&Pが2012年にかけて下げ続ける場合、トレーダーは前回サポートとして機能した1,080に注目するだろう。もし1,080が破られた場合、インデックスはさらに100ポイント下落し、強気の Gartley パターンを完成させる可能性が高い。1,000のポイントは、Xとのダブルボトム、BCの127.2%延長ポイント、およびAB=CDのすべてが収束する重要ポイントであり、ここで下げ止まれば、100 - 180ポイントの反発が見込まれる。反対にABの78.6%リトレースメント・ライン1,311を上を抜ければ、強気のバイアスがかかり、S&Pは2011年の高値1,376をテストするだろう。

FTSE – 月足チャート



FTSEのチャートはS&P 500に酷似する。2011年の始めから上昇したが、2007年10月半ばの高値から2009年3月の安値にかけての下落相場の、78.6%フィボナッチ・リトレースメントでピークを打った。2011年第二四半期に英国の株式市場は急落し、わずか4カ月の間に1,000ポイント、率にしておよそ20%を失った。4,800近辺で底を打ったが、ここは2010年度の安値圏であると同時に、2009年3月の安値から2011年5月の高値にかけての上昇相場の、半返しに相当する。チャートが示すように、FTSEは2011年度の激しい値動きの中間地点付近でスタートする。

FTSE - 週足チャート



新年にかけてのFTSEの注目ポイントは、4,700 - 4,800近辺の前回サポートラインであり、ここでフロアが形成されると、大きな上昇相場が始まる公算が高い。反対にここを下に抜ければ、強気のバタフライ形成が見込まれる4,400近辺までの下落が予想される。XAとBCの127.2%エクステンション、および2011年の高値を起点とするABCDパターンが、すべてここで収束することから、仮に2012年の早い時期にインデックスが下落を続けた場合、このエリアは非常に大幅な反騰につながる素地を含んでいる。反対に週足チャートの78.6%リトレースメント5,833を上を抜ければ、強気のバイアスがかかり、月足チャートのフィボナッチ・レジスタンスかつ2011年の高値の、6,100をテストすることもあり得よう。

日経 - 月足チャート



2011年の日経は大きく変動したが、未曾有の円高による景気低迷と3月の巨大地震と津波による壊滅的被害の影響で、海外の主要取引所に比べて大幅な下落を見せた。2011年に数年ぶりの高値を付けた海外インデックスの健闘ぶりを横目に、日経は大金融危機後の下落の38.2%を取り戻したに過ぎず、日本の株価の相対的脆弱性を示した。2012年には大震災後の安値と、2008年10月安値から2010年4月高値にかけての上昇の78.6%フィボナッチ・リトレースメントが収束するサポートポイントを、再びテストする展開が待ち受ける可能性も否めない。

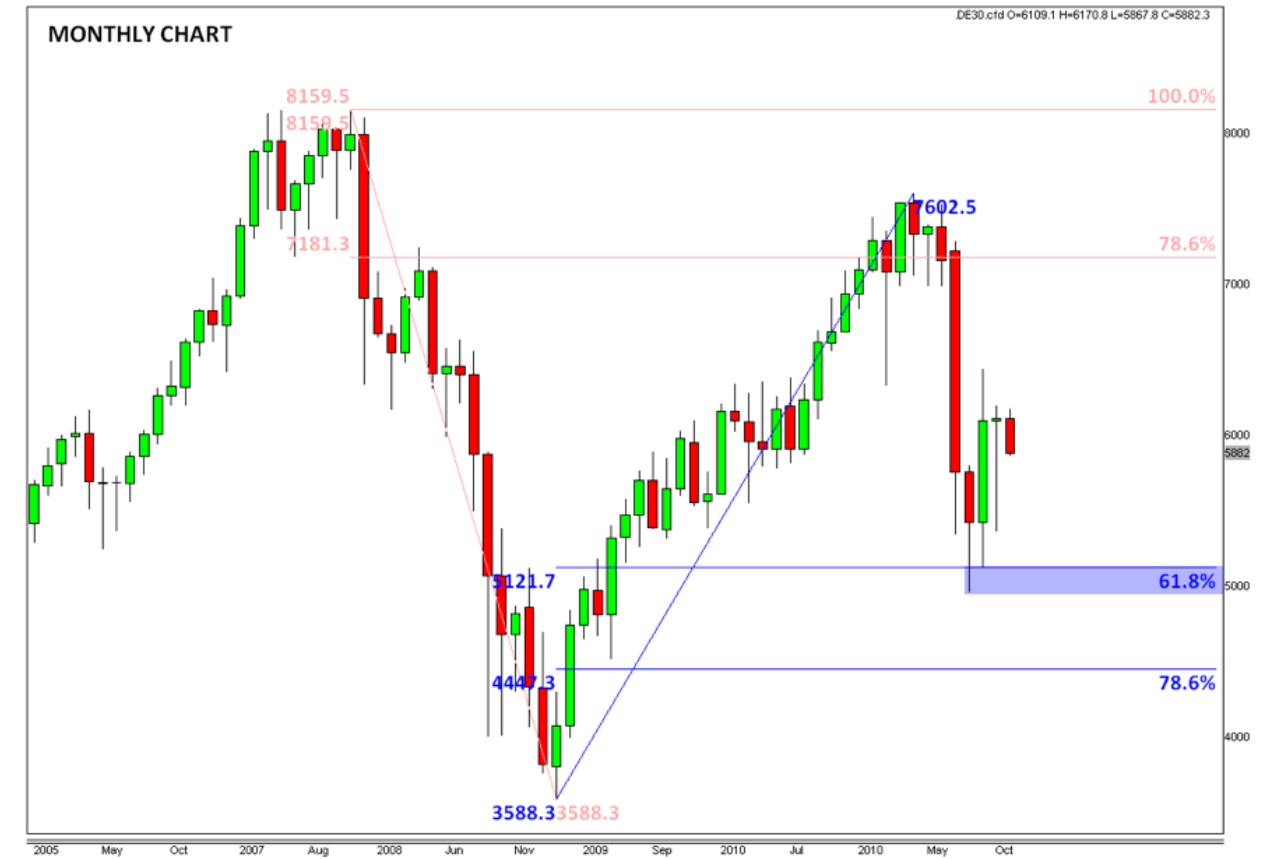
日経 - 週足チャート



週足チャートでつぶさに観察すれば、日経が2年半ばにピークをつけ、3月の大震災と原発メルトダウンで、8,000を割り込んで暴落する様子が見て取れる。インデックスはその後反発に転じたが、未曾有の円高に頭を押さえられ、年末まで一貫して10,200以下の水準に停滞した。

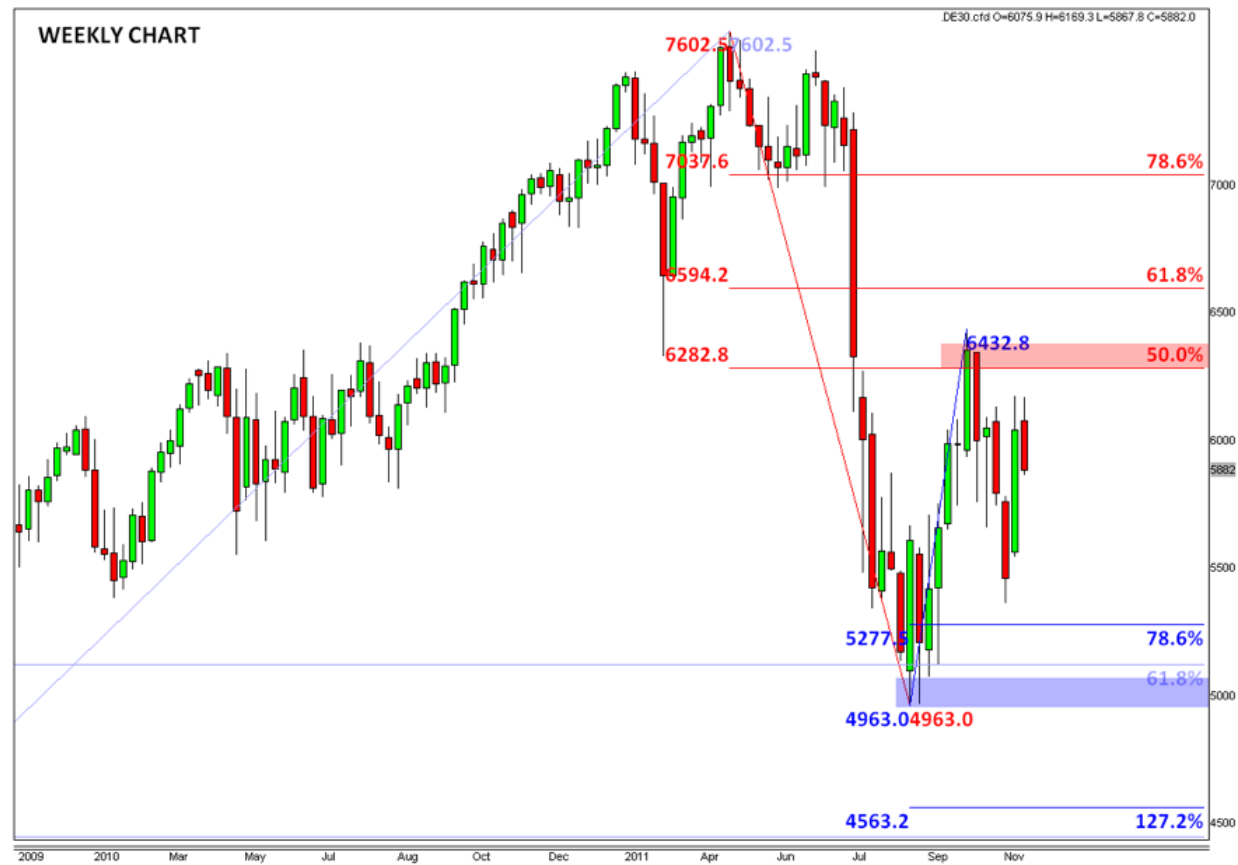
チャートで明らかなように、7,800 - 7,900のサポートラインは極めて重要な意味を持つ。このまま下落が続けば、2012年の早い段階で、再びこの水準をテストすることも十分あり得よう。仮にここを下に抜けると売り手のターゲットは、震災後7,860から始まった上昇相場の127.2%フィボナッチ・エクステンション(7,224)か、さらには30年来の安値6,820となるだろう。反対に買いが勝って上昇が先行した場合、11月につけた9,000近辺の高値か、または震災後の10,000がレジスタンスになる

DAX - 月足チャート



DAXは2009年3月から2011年5月にかけて、ほぼ一方方向の上昇を遂げた。78.6%フィボナッチ・リトレースメントを通過して2011年の高値をつけた。2009年パニックのうちに付けた安値の3,600割れからは、実数にして二倍以上の反騰である。その後は5,000近辺の61.8%リトレースメントまで一気に急落した(8月だけで20%の下落)。2012年にかけても、この水準が重要なサポートとして注目される。

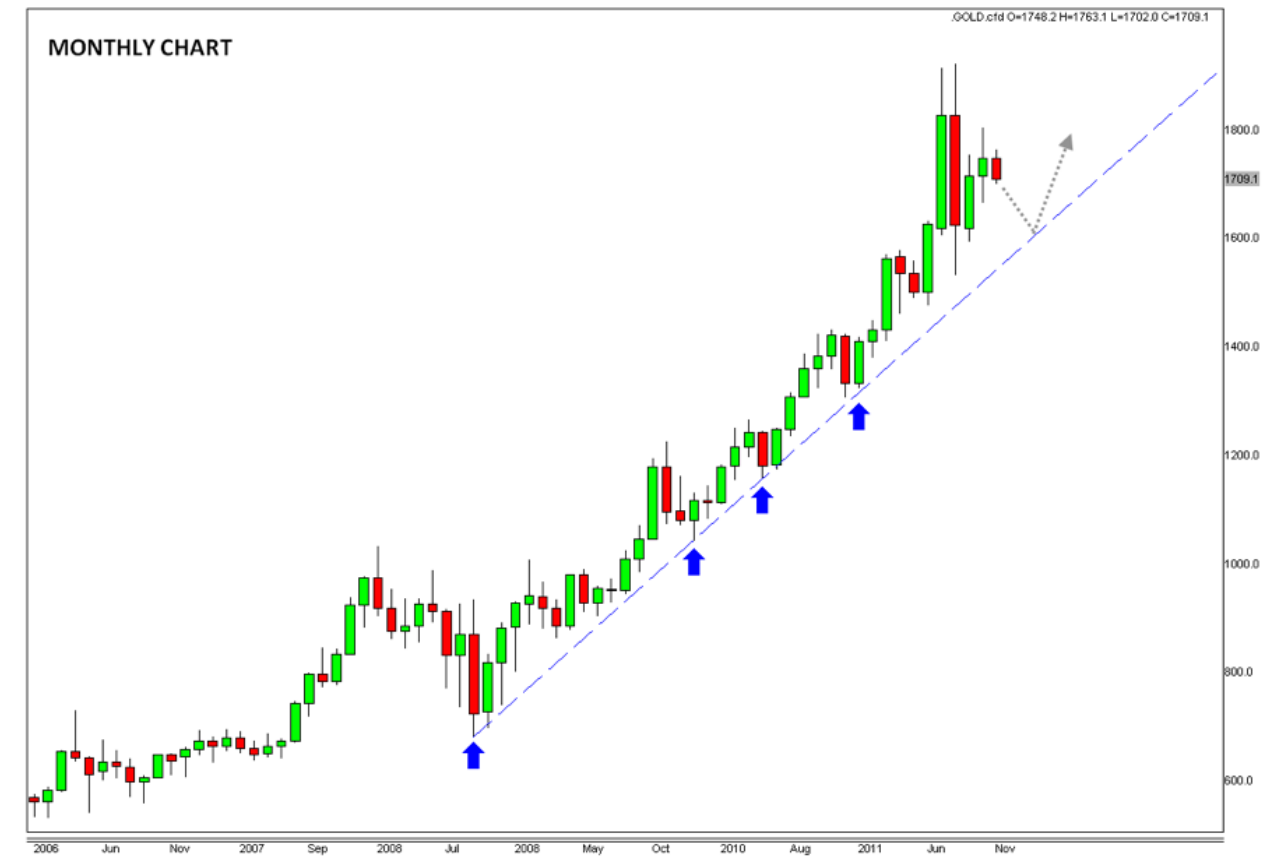
DAX - 週足チャート



DAXの週足チャートは、夏場の突然の暴落をより克明に描いている。5月につけた7,600超えの高値から30%の下落で、9月には5,000を割り込んだ。その後暴落の50%を回復したものの、年末にかけて再び軟調な展開が続いている。

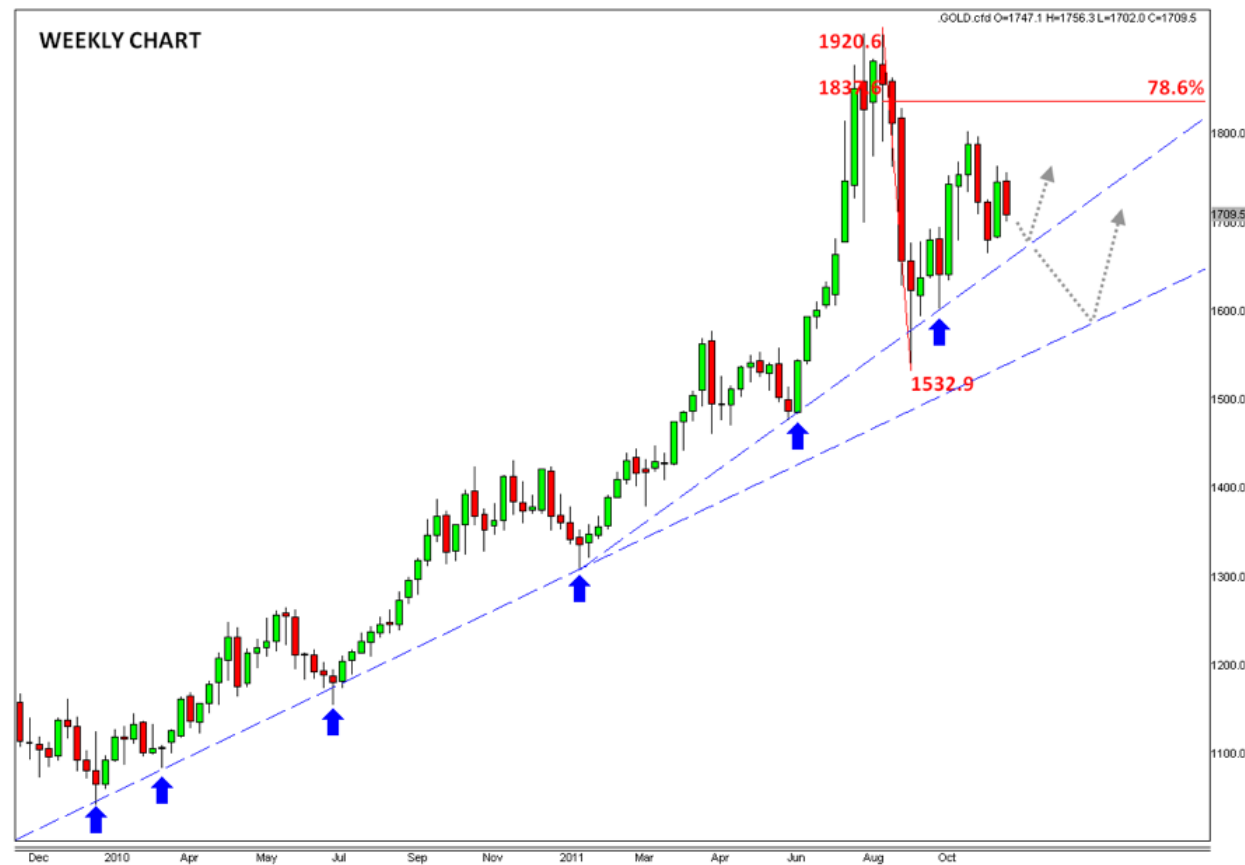
インデックスが下落した場合、5,278 (秋場の反騰の78.6%リトレースメント) には弱いサポートがある。30カ月来の安値5,000も重要だ。これらのサポートが少なくとも当面のフロアを形成するだろうが、もしここが破られれば、DAXは月足チャートの78.6%リトレースメント4,500割れまで下落するかもしれない。アップサイドでは10月高値の6,300近辺、さらには6,600 (61.8%) と7,000 (78.6%) がレジスタンスになる。

金 - 月足チャート



金の執拗なまでの10年に及ぶ上昇トレンドは継続し、2011年には史上最高値を更新した。2008年に始まる強気のトレンドラインは、これまでに4回テストされたが、その度ごとに金価格は高値を更新した。直近のテストは2011年1月で、その後年央には1,900越えの史上最高値まで駆け上った。長期のトレンドライン上にある限り、2012年にかけてもバイアスは依然として強気で、このラインへの接近場面は強気のトレーダーに、新たな買いのチャンスを与えることになるだろう。

金 - 週足チャート



金の週足チャートには、2011年の相場推移がより克明に描かれている。特に2011年1月以降は強気のトレンドラインの傾斜が角度を増し、金市場における買い圧力の強さを伺わせる。長期のトレンドラインは依然として力強く、かつ持続可能に見えるが、週足チャート上で一層傾斜を高めたトレンドラインが、2012年初頭に短期的な修正局面の訪れを予感させることも否めない。

金価格の直近のレジスタンスは、9月の下落の78.6%フィボナッチ・リトレースメントに当たる、1,840近辺にある。ここを抜ければ、史上最高値の1,920を目指す展開となり、更にその僅か上には、心理的ターゲットの2,000が待ち受ける。反対に急傾斜のトレンドラインを破った場合は、現時点で1,550近辺の長期トレンドラインをテストすることになるが、ここには再び強いサポートがある。

原油 - 月足チャート



WTIの月足チャートには、2009年1月の安値に始まる、力強い上昇トレンドが描かれている。このトレンドは2011年に入っても続き、\$100の大台を突破したWTIは、5月に\$115近くでピークを打った。その後売りが強まり、2年半に及ぶ上昇相場の50%を、わずか5カ月で失った。年末にかけては上昇を再開し、心理的レベルの\$100 近辺で年を越そうとしている。

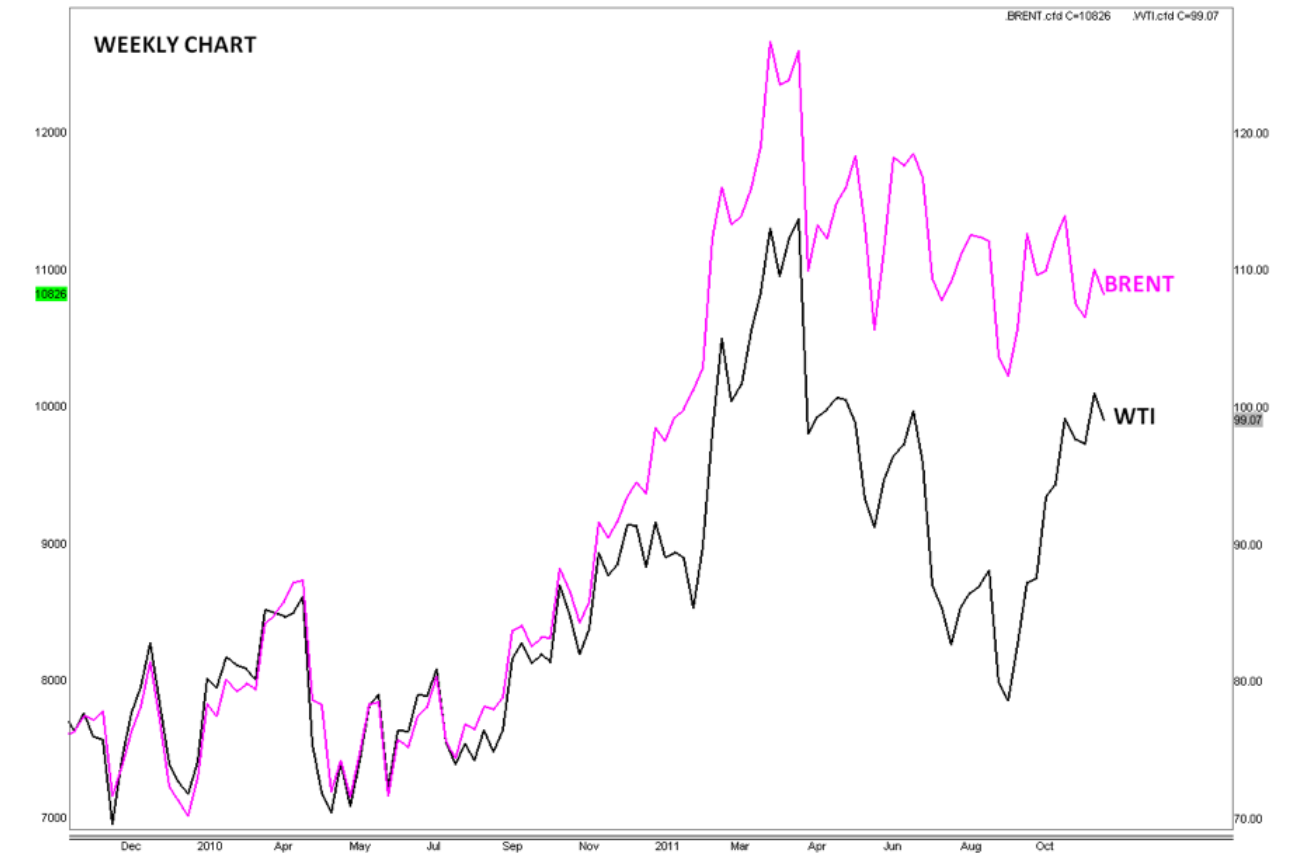
原油 - 週足チャート



WTIの週足チャートには、2011年半ばの暴落の様子がより鮮明に描かれている。実際WTIは5月の一週間に、\$20もの暴落を演じた。2010年5月から2011年5月にかけての上昇相場の、78.6%フィボナッチ・リトレースメントが77.33に描かれ、ダブルボトムの強いサポートラインを形成し、年末にかけての急反発をもたらしている。

新年にかけても、\$106近くの78.6%フィボナッチ・リトレースメントまで、上昇余地が残っている。もしこのラインを上抜けすれば、2011年の高値\$115近くまでトレンドが継続する可能性がある。反対に短期的な強気のトレンドが破られた場合、心理的サポートラインの\$90を目指すこととなる。さらにその下には、多くのサポートが収束する70ドル台後半の重要なサポートがある。原油価格は通常市場のリスク選好と正の、米ドルと負の相関関係を有している。トレーダーはこれらの要因を考慮すべきである

ブレントとWTIの спреッド



この週足チャートには、ブレントとWTIの価格スプレッドが、2011年入って拡大した様子が描かれている。原油の二大コントラクトは2010年中一貫して酷似した動きを見せたが、2011年の始めから、ブレントがプレミアムで取り引きされるようになった。「アラブの春」によって中東に地政学的緊張が高まると、スプレッドは一層拡大し、8月には\$25をつけてピークを打った。しかし本稿執筆時点(2011年12月上旬)では、スプレッドは\$10以下に大幅に縮小した。今後もトレーダーは、油種間ごとの相違点を、つぶさに観察しなければならないだろう。通貨市場同様一般的には、相対的に強い資産を買い、相対的に弱い資産を売るトレードに、集中することが賢明である。



GFT とは、グローバル・フォレックス・トレーディング、GFT グローバル・マーケッツ・アジア・Pte.・リミテッド、GFT グローバル・マーケッツ・UK・リミテッドおよびGFT DMCC を含むグローバル・フューチャーズ・アンド・フォレックス・リミテッドの全部門及び支店・子会社を指すものとします。グローバル・フューチャーズ・アンド・フォレックス・リミテッドは、グローバル・フォレックス・トレーディングおよびGFT フューチャーズとして事業を行っており、米国において商品先物取引委員会 (CFTC) に登録している先物取引業者であり、米国先物協会 (NFA) にも加盟しております。日本においては、グローバル・フューチャーズ・アンド・フォレックス・リミテッドとして日本の金融庁に金融商品取引業者登録を行い、経済産業省/農林水産省から商品先物取引業の許可を受けており、社団法人金融先物取引業協会及び日本商品先物取引協会の加盟業者です。オーストラリアにおいて、GFT (ARBN 103 508 461) とは Global Futures & Forex, Ltd. ARBN 103 508 461, AFS License 226625 を指し、オーストラリアの投資家向けに「PDS; Product Disclosure Statement (金融商品開示文書)」がこちら www.gft.com.au のサイトにありますので、GFT でのお取引をお考えの方はお取引開始前に必ず御熟読の上、御検討願います。英国においてGFT は、GFT グローバル・マーケッツ・UK・リミテッドの商号でイングランドおよびウェールズにおいて登録住所「34th Floor, CGC 34-0325 Canada Square, London E14 5LQ」により登録され (登録番号5394757)、英国財務部局により認可・監督されております。シンガポールでは、この情報はGFT グローバル・マーケッツ・アジア・Pte.・リミテッド (個別企業登録番号200717665N) により、またはGFT グローバル・マーケッツ・アジア・Pte.・リミテッドに代わり、お客様に提供されます。本文書の内容は、情報提供のみを目的として作成されたものであり、いかなる投資商品の取引もしくは法的関係の締結を提供または勧誘するものではなく、また、いかなる投資商品についても助言または推奨を行うものではありません。投資判断を行う際は、独自に詳細な調査を行わず、本文書に記載された情報に依拠することはお控えください。GFT はあくまでお客様向けの一般情報として本情報を提供しており、これらの情報は特定の個人の投資目的や財務状況、必要性を考慮したものではありません。すべての投資家は、本文書に含まれる情報に基づき投資判断を下す前に、ご自身の状況に応じた助言を得るようにしてください。ドバイでは、GFT はGFT DMCC という商用名であり、DMCCA ライセンス番号DMCC-31136 の規範と規制に基づきフリーゾーンカンパニーとして登録され認可されております。GFTTM、GFTTM、CFD 360TM、CHART STUDIO[®]、DEAL BOOK[®]、FORESIGHT-A.I.TM、FX 360[®]、SPREADBETTING 360TM は、米国およびその他の国におけるグローバル・フューチャーズ・アンド・フォレックス・リミテッドの登録商標もしくは商標です。上記一連の名称もしくはロゴが表示されていない場合も、グローバル・フューチャーズ・アンド・フォレックス・リミテッドが規定する登録商標やサービスマークもしくはロゴにおけるあらゆる知的所有権を放棄するものではありません。その他すべての登録商標やサービスマークもしくはロゴは、適宜各所有者に帰属しております。各投資商品は、その勧誘と販売が合法的に認められる管轄区域においてのみ提供されます。※外国為替保証金取引やCFD、デリバティブその他のレバレッジ取引はハイリスクを伴うため、全ての投資家に適しているとは言えません。これらの取引では、預託した資金よりも大きな取引額のポジションを保有することにより相対的に小さな資金で大きな利益を得ることが可能ですが、逆に預託した資金をすべて失い、更に預託した資金を超えて損失を被る可能性も同時に存在します。※取引を開始するにあたっては説明書等をよくお読みになり取引の仕組みや危険性について十分ご理解いただき、お客様のご資金及び取引経験を考慮した上で、ご自身の判断と責任において取引を行ってください。

© 2012 グローバル・フューチャーズ・アンド・フォレックス・リミテッド版權/著作権所有。無断複写・複製・転載を禁ず。金融商品取引業者 (関東財務局長 (金商) 第268号)、商品先物業者加入協会：社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会商号：グローバル・フューチャーズ・アンド・フォレックス・リミテッド <http://www.gftforex.com.jp> CD01J.413.011812