

レポート会員の皆様へ

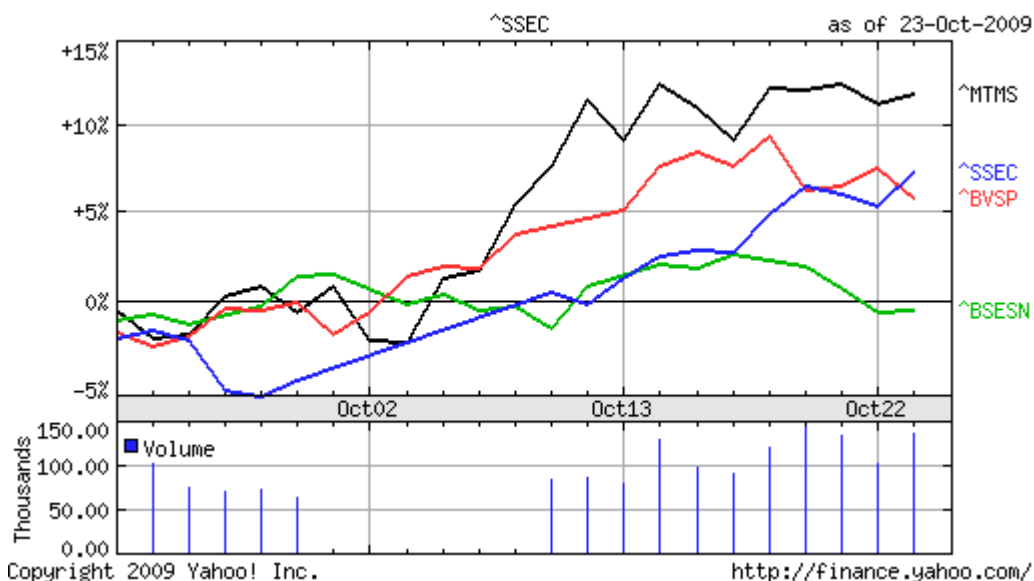
## 2009年10月度 Monthly Report

### 1. 当月の概要について

#### 株式

10月の世界株は、再び新興国中心に堅調な展開になりました。なかでも中国株、ブラジル株、ロシア株は大きな上昇となりました。中国の場合は8月以来続いた調整の反動、ブラジルは2016年オリンピック招致の成功、ロシアについては原油高といったように、各国各様の理由があるようですが、ベースには世界景気がより明確に回復しつつあるという共通認識があるのでしょう。

#### 【直近一カ月の BRICs 株式相場推移】



#### (ヤフーファイナンス サイトより)

緑線：インド、黒線：ロシア、赤線：ブラジル、青線：上海総合

なかでも私は8月以来中国の株価の行方に注目しているのですが、どうやら再上昇のトレンドにのったといえるのではないのでしょうか、下記はA株中心に構成される上海総合株価指数の2008年1月以降のチャートですが、同指数は9月30日に2779ポイントの直近安値を付けてから上昇に転じ、現在(10月23日)では3100ポイントを回復しています。

## 【上海総合株価指数】



(サーチナ サイトより)

これは中国の第3四半期(7-9月期)のGDP成長率が、プラス8.9%とほぼ予想のレンジ内に収まったこと、あるいは自動車生産が順調に拡大していることなど、中国の今後の経済成長に対する明るい見通しが増えてきたことが一因ではないでしょうか。

なお、現在の各国株価指数の年初来騰落率は下記のようにしております。

- ・ 日経 225 +16.1% (-42.1%)
- ・ NYダウ +13.6% (-33.8%)
- ・ 香港H株 +68.7% (-51.1%)
- ・ インド SENSEX +74.3% (-52.5%)
- ・ ブラジル ボベスパ +73.3% (-41.2%)
- ・ 英国 FTSE100 +18.2% (-31.3%)
- ・ ドイツ DAX +19.3% (-40.4%)
- ・ ロシア RTS +131.3% (-72.4%)
- ・ サウジアラビア タダウル +35.9% (-56.5%)

(注) いずれも 10月23時点の値、( )内数値は 2008年年間実績

## コモディティ

10月度のコモディティは、全般的に好調な動きを示しました。特に金、銀、プラチナなどの貴金属や原油は大きく上昇しました。

( CRB 指数直近 2 年間推移 )



( INO.com サイトより )

上記は直近 2 年間の CRB 指数の推移ですが、直近では 280 ポイントを超えて推移しています。同指数は今年 3 月に 200 ポイント割れを記録して以来、ながらく 200~250 の狭いレンジ内で動いてきましたが、ここにきてレンジを上抜けた格好です。さらに今後のファンダメンタルズをみても、コモディティ相場にポジティブな以下のような材料が徐々に増えつつあるように思えます。

1. 新興国主導で世界経済が回復傾向、コモディティ需要の高まり。
2. 一方先進国では景気回復に遅れがみられ、懸案であった過剰流動性問題は当面解消の見通し立たず・・・マネーは投機化しコモディティ市場へ流入。
3. 先進国通貨への信認が薄れ、特に金をはじめとした貴金属市場へのマネーの流入。

現在 CRB 指数を、年初レベル( 230 ポイント前後 )と比較すると約 20%の上昇となっていますが、一方で 2007 年 7 月に記録した過去最高値( 472 ポイント )と比べますと、いまだに 40%程度下回った水準です。

これに対し新興国株をみますと、例えば新興国平均で年初来約 60%の上昇となっており、コモディティは新興国株に比べやや出遅れている様子がうかがえます、株式にはレバレッジが掛かっていますので、コモディティ指数と単純に比較をすることはできませんが、そ

れでも私は今後の商品相場に対しては強気です。

## ヘッジファンド

2009年9月のCredit Suisse/Tremontヘッジファンド指数は以下のようになりました。

CTA(マネージド・フューチャーズ)型	+2.97% (-4.20%)
Distressed(破綻証券)型	+3.38% (+14.78%)
株式ロング/ショート型	+3.23% (+16.68%)
マルチ・ストラテジー型	+2.86% (+20.66%)
ショート・バイアス型	-5.27% (-22.96%)
グローバル・マクロ型	+2.77% (+9.09%)

(注) ( )内は年初来実績

9月度のヘッジファンド全体を示す指数は+3.04%(年初来は+14.97%)と7ヶ月連続のプラスになりました。戦略別にしましても、ショート・バイアス型を除く全ての戦略でプラスを記録しました。世界的な株式相場の上昇によって、特に新興国を対象にしたファンドで成績が良かったものが目立ちますし、金融先物市場や商品先物市場で徐々にトレンドが開始されたため、出遅れていたマネージド・フューチャーズも8月に続き2ヶ月連続のプラス成長となりました。続いて以下代表的なヘッジファンド銘柄の8月度実績を御紹介いたします。

Thames River Distressed Focus Fund (破綻証券型)	+2.56%(+18.72%)
Thames River Warrior Fund (FoFs)	+2.80% (+13.65%)
Nevsky Fund(株式ロング/ショート)	+5.07%(+27.36%)
Man AHL Diversified plc(マネージド・フューチャーズ)	+2.7%(-11.9%)
Man AP2XL(マルチ・ストラテジー)	+2.9%(-10.9%)
Tulip Trend Fund (マネージド・フューチャーズ)	-2.44%(-11.89%)
Winton Futures Fund (マネージド・フューチャーズ)	+2.85(-5.50%)

【注】いずれも9月度単月実績、( )内はいずれも年初来実績

では続きましていつものように、ファンドの月次報告書に書かれたコメントを拾い読みさせていただきます。

Winton Futures Fund の9月度レポートより(月間+2.85%/年初来-5.50%)

『今年にはいつから各市場のトレンドの反転、レンジ相場への突入といった中長期トレンドフォロー戦略が苦手とする市場が続いたことにより6ヶ月連続の損失を計上していましたが、8月にポジションの調整がほぼ完了した結果、9月はファンドが大きく資産を配分している金融先物市場の方向性が、当社のシステムが認識しているトレンドと一致したことにより収益を獲得しています。9月は、特に変動幅の大きかった対ドルの為替のポジションが収益の源泉となっています。リーマンショックを背景に市場のボラティリティの上昇および先物市場の流動性の低下から一時3%台まで下落した委託証拠金比率は、市場が落ち着きを取り戻したことで、過去4ヶ月間に渡って流動性が回復基調にあること、より明確なトレンドをシステムが認識していること等を背景に7.70%まで戻しています。今月はエネルギーセクターのシステム変更に重点を置き、配分は非常に小さいものの新しい説明変数を追加しました。当社の取引対象市場の相関は平均的に低下しましたが、引き続き歴史的に見て高い水準となっています。』（注：一部意識しました、なお前半はWintonの担当者から寄せられたコメントからの抜粋です）

Man ADP 運用レポート（9月度）より（月間+2.7%/年初来-11.9%）

『株式セクターは当月大幅なプラスの結果となりました。世界的な景気回復への楽観論が継続し、世界株式市場が引き続き上昇基調となったことから、ナスダック100 指数およびS&P500 指数は当月初に大幅上昇し、最もパフォーマンスに寄与しました。しかし、月末にかけて投資家センチメントが低下し、同指数は下落に転じたため、月末にかけてリターンは低下しました。日経225 指数は、最もパフォーマンスの足かせとなりました。債券セクターは、市場が拮抗し、比較的小幅なレンジ内の推移となったので、当月マイナスの結果となりました。不安定な相場環境により当プログラムは苦戦を強いられ、欧州、英国の長期国債の取引から損失を被りました。金属セクターは、プラスの結果となりました。金と銀の買建よりリターンのほぼ全てを獲得しました。農産物セクターは横ばいの結果となりました。小麦の売建とココアの買建がプラスの結果となりました。しかし、コーヒーの売建および砂糖の買建はマイナスとなり、リターンが相殺されました。エネルギー・セクターはマイナスの結果となりました。原油と天然ガスの売建から最も大幅な損失を被り、ポジションの大半も僅かにマイナスとなるなど苦戦を強いられました。』（注：一部意識しました）

上記のように9月はWinton、ADPともにプラスとなりましたが、両者とも為替を中心に金融先物市場のトレンドにのることができたようです、一方でADPの原油のポジションを振り返ってみますと、8月度にカイウリに転じており、9月度はそれが裏目に出て大きな損失を被った（上記赤字）格好です・・・相場ではこのような予期せぬ上下動が付き物ですが、果たして来月度ADPは原油をこのまま売り建てるのでしょうか・・・それとも早々

に手仕舞って再び買いに転じるのでしょうか、非常に興味深いところです。

続いてファンド情報をいくつかお届けいたします。

### **Thames River Capital 傘下ファンドの非流動性資産分離完了**

Thames River Capital は、投資家向け 5 月 26 日付レターで、下記 4 ファンドにつき、非流動性資産を分離し、S Class を設定するとの通知を行っておりますが、先般正式に分離が完了しております。

#### 対象ファンド

Thames River Warrior Fund

Thames River Warrior Fund

Thames River Distressed Focus Fund

Thames River Sentinel Fund

なお各ファンドの S Class への移管割合は Warrior/Warrior が約 20%、Distressed が約 40%となっており、それ以外の部分は従来通り各ファンドで運用されます。また本 S Class の時価は下記サイトで開示されますのでご参照ください。

[http://www.thamesriver.co.uk/trasl/sidepocket\\_perf.php](http://www.thamesriver.co.uk/trasl/sidepocket_perf.php)

本 S Class は運用開始時点において、全て 1000 通貨単位（例 1000 ドル）で 7 月より運用がスタートしています、投資家が保有する本 S Class の持ち分は、移管相当額を 1000 通貨単位で割ることによって算出することができます。

なお直接保有の皆さまへは、既に 9 月中に管理会社である Northern Trust 社から買い付け報告書が届いているかと存じますが、もし見かたなどお解りにならない方おいでしたら、どうぞ御遠慮なく私までご連絡ください。また、Reserve 等ラップアカウント経由で保有の皆様も、当月のレポートより本 S Class が別建てで表示されていますのでご確認よろしく願いいたします。

### **Man Investments 米ドル建て元本確保型ファンドをローンチ**

マン社の本社は、10 月 19 日より IP220 シリーズ 7 の募集を開始しました。

- ・ファンド名：Man IP220 Series 7 Ltd
- ・募集期間：2009年10月19日～11月30日
- ・満期：2022年6月30日
- ・購入手数料：ゼロ
- ・最低投資額はUSD50,000
- ・早期解約手数料：あり 最大で時価の4%
- ・元本確保はソシエテ・ジェネラルが行います、なお元本確保率遡増機能ありです。
- ・積極運用部分はレベレッジ後で160%のウェイト、うち100%部分をADPで行い、残り60%Multi Strategy Portfolioで行います、従来のIP220を踏襲しています。

## 2. 今後の見通しについて

### 概要

以下は、私が予想する各市場の向こう6カ月程度の見通しです。

評価の目安は以下のとおりです。

最も弱気  
やや弱気  
中立  
やや強気  
最も強気

先進国株式

新興国株式

コモディティ全般

Gold

Platinum

Silver

Copper

上記以外のコモディティ

先進国債券

新興国債券

マネージド・フューチャーズ

米国不動産

(注)赤字は先月から見通しを修正した部分

## 株式

10月にはオーストラリアの利上げに続き、インドでも金融引き締め動きが出ました。インド中央銀行はインフレの判断に「卸売物価指数」を用いているのですが、現在0%近辺にあるこの卸売物価指数が、今年度末(2010年3月)に6.5%まで上昇するとして、今回の決定に至ったわけです。日本にいますとインフレ率6.5%は驚きですが、例えばインドでは昨年のリーマン・ショック以前のインフレ率は10%を超えていましたので、彼らから見ると決して驚くような数字ではないということになるのでしょうか、それでもインド中央銀行がながらく継続した金融緩和から引き締めへ転じた背景には、現在の株価の急騰や、不動産価格の急騰に対する、当局の警戒感があるのでしょうか。インド株は10月27日に行われたこの発表を受け、一時的に下落しました。豪・印以外では韓国やノルウェーでも、近々利上げを伴った金融引き締め決定がなされるとみられています、ちなみに韓国の7-9月期のGDP成長率は年率換算でプラス12%超を記録しています。一方で先進主要国をみても、株価こそ持ち直してはいますが、雇用情勢や個人消費の水準などをみると、(議論はなされるでしょうが)まだまだ利上げを行えるような状況になく、ここしばらくは先進国ゼロ(近辺)金利の継続、資源・新興国利上げ開始・・・このような状態が続くのではないのでしょうか。

といいましても、このままの永遠にゼロ(近辺)金利状態が続くわけではありません、米国では概ね2010年央には失業率が減少に転じるといわれていますが、その場合FRBは2010年前半には利上げモードに入るのではないのでしょうか。欧州はこれにやや遅れるかもしれない。ではその場合先進国の株価はどのように動くのでしょうか・・・過去の政策金利と株価の動きをみても、必ずしも利上げ=株価下落ではないことが解ります。一般に利上げは景気回復期に行われるものなのですが、景気回復期は株価の上昇を伴う場合が多く、むしろ利上げを続けている間、株価は上昇を続ける場合が多いようです。従って現在新興国で採られつつある、あるいは今後先進国で採られるであろう金融引き締め策そのものは株価下落のサインとはならず、むしろ今後の株価上昇の兆候とも言えるわけです。

さらに申し上げれば私たちが今注視すべきなのは、例えば利上げ打ち止めのタイミングで

はないでしょうか。利下げは当局が景気を刺激するために行います、従って利下げが行われる時点では、既に景気後退が始まっている可能性が高いわけです、これに対し株価は景気を一般的に6ヶ月~12ヶ月先取って動く場合が多いですので、次の利下げが始まってから対応策を考えても遅いということになります。例えば仮に景気後退期が2012年8月に始まると仮定しましょうか、その場合利下げは2013年6月から実施・・・このようなイメージになるわけです。これに対し株価はといいますと実質的に景気後退期に入る2012年8月から遡ること12ヶ月あたり(即ち2011年8月)から下げ始める可能性があるわけです。2011年8月ですと、最後の利上げが終わってまだ間が無いころかもしれませんね。

このように考えて参りますと、次の利上げ(まだ始まっていませんが)が続いている間は、それほど心配する必要はなく、利上げの間隔が離れてきて、利上げ打ち止め感が出てきたら、ぼちぼち「降りどき」を意識し始めたほうがいいのかもしれない。

世界の株価は新興国中心に順調に上昇しています。特に新興国のなかには年初来100%プラスを超えてきた市場もあり、私も短期的にやや過熱感を感じないわけにはゆきません。が、世界の景気サイクルを大きな目で見てみますと、世界経済はまだ底を打って回復が始まったばかり、今後も緩やかな(あるいは冗長なという表現のほうが適切かもしれません)回復が続くとみるのが自然なのではないでしょうか。このような理由から、私は株に対しては(まだ)強気しております。

#### 【注目銘柄】

- ・ 上場パンダ(東証 1322、中国A株指数連動型ETF)
- ・ ボベスパ(東証 1325、ブラジル ボベスパ指数連動型ETF)
- ・ iShares FTSE Xinhua A50 China Tracker (HK 0823 中国A株50指数連動ETF)
- ・ 中国企業の小売関連、消費関連など個別銘柄(青山ビール/00168、テセントH/00700、BYD/01211、玖龍紙業/02689、李寧/02331 以上いずれも香港株)
- ・ JF ASEAN (ASEAN株インデックス・ファンド)
- ・ iShares MSCI Global Emerging Index Fund(EEM,世界新興国株指数連動型ファンド)

#### コモディティ

コモディティ相場について考える場合、米ドル相場について考えないわけには参りません。世界の商品先物市場は、主に米ドルで取引されており、米ドルの価値が上昇しますと、(米ドル建てで値付けされている)商品相場が上昇することになりますので、それを調整するために商品価格は下落するわけです。逆に米ドルの価値が下落しますと、米ドル建ての商品価格は上昇することになるわけです。それが最も端的に表れるのは金(Gold)価格です、

9月以降金の価格は上昇しつつありますが、米ドル相場下落の一因があることは間違いありません。金に限らず、銀やプラチナでもこのような傾向が強くなりますし、原油などエネルギー相場においてもドル相場に一定の影響を受けます。従って今後のコモディティ相場を予想するうえで、米ドル相場がどう動くかという観点は重要だと思います。では今後（例えば6ヶ月といった中期で）米ドル相場はどのように動くのでしょうか。

その前に現在の米ドル安の背景を整理しておきましょう。現在の米ドル相場を下げている要因としては、下記のようなものがあるといわれています。

1. 世界の投機マネーが、低金利のドルを調達し高金利の通貨で運用している。
2. 米国の財政赤字を嫌い、ドルから資産が逃避している。
3. 今後のドル価値の減価を嫌い、各国が準備預金をドルから他の通貨に移している。
4. 南米や中東などで決済を米ドルから通貨バスケット等に移す動きがみられる。

このようにみて参りますと、一時的な要因によるものと長期的な要因によるものが混在していることが解ります。例えば1は一時的現象で、今後米国が利上げすることにより解消すると考えられます。あるいは2についても、時間はかかるもののやがて米国の財政収支は均衡に向かう可能性があるでしょう（我が国と違って）。一方で長らく続いた米国の覇権は既に終焉した可能性が高く、今後3や4の動きはますます顕著になってゆくのではないのでしょうか。仮にこのような見方が正しいとしますと、現在のドル安は一時的なもので、やがて米国景気が回復するに従って、米国金利の上昇 ドル・キャリートレードの収束 ドル高 ということになるのではないのでしょうか、ただしこれはあくまで向こう半年程度の見立てで、さらに先を見渡せば米ドルの価値は徐々に小さくなってゆくとみておいたほうがよいでしょう。

ではその場合コモディティ相場はどう動くのでしょうか、先ほど申しましたように米ドル高はコモディティ相場にとってはマイナスの材料になります、が一方で世界経済は、特にコモディティ多消費国（言い換えれば新興国）を中心に回復軌道に乗っています。従って構図としては『米ドル高+コモディティ需要の回復』ということになると思います、先ほど申し上げたように米ドル高はコモディティにとって弱材料、一方でコモディティ需要の回復はもちろんコモディティの強材料です。このように強弱材料が入り混じるなか、強材料に引っ張られやすいもの・・・例を挙げれば農産物はベースメタル、産業用貴金属、エネルギーなどはより力強く上昇しやすく、逆に米ドル高という弱材料に引っ張られやすいもの・・・例えば金（金は産業にはほとんど使われませんので、経済の回復の恩恵をより小さくしか受けられないでしょう）については、思ったより上昇しない、このような状況がどこかで起こり始めるのではないかと私は考えております。

### 【注目銘柄】

- ・ *Power Shares DB Basemetal Fund (NY:DBB、銅・アルミ・亜鉛の合成指数連動 ETF)*
- ・ *ETF Securities Physical Platinum(LSE:PHPT、プラチナ価格連動型 ETF)*
- ・ *Power Shares DB Silver Fund(NY:DBS、銀価格の連動型 ETF)*
- ・ 香港市場上場の中国鉱山株個別銘柄（中国アルミ/02600、洛陽リブテン/03993、江西銅業/00358）
- ・ *BlackRock World Mining(BlackRock 社のアクティブ型ファンドで世界の鉱山株に投資)*

### ヘッジファンド

マネージド・フューチャーズの運用成績に、徐々に落ち着きがみられ始めたようですが、依然為替や債券相場は明確な方向感が出ず、各マネージド・フューチャーズの足を引っ張っているようです、特に米ドル相場は、対円でのごく数カ月の動きをみても解るように、一定のレンジの中で上下動を繰り返しています。債券に関しても同様で、景気に対する強気の見方と弱気の見方が交錯し、なかなか方向感の出ない相場展開になっています。

相場の転換点ではいつもこのように強気と弱気が交錯し、明確なトレンドが出にくいものですが例えば年初のように極端な市場参加者のセンチメントのブレはみられず、そういう意味では徐々に投資家心理も安定しつつあるといえるのではないのでしょうか。

一方で新興国株のロング・ショートや、ファンド・オブ・ファンズのなかには、徐々に運用成績を伸ばすファンドもみられ、一部のファンドは債券型や資源関連のファンドを新設する動きが出てきたようです、このような新設ファンドについては、しばらく様子を見守ってゆきたいと思います。

### 【思いつくことなど】

こここのところいまの相場からいつ降りるか、こんなことをよく考えます。速すぎてもダメ、遅すぎるともってダメ。株価は景気を取りますから、例えば当局が景気後退を宣言したりしますと、そのタイミングではもう圧倒的に手遅れということになるわけです、当局による景気後退（景気回復）の認定は、例えば米国ですと2四半期連続でGDPがマイナス（プラス）成長になるといったことが要件となっており、それが認定された時点では、既に少なくとも2四半期も前に景気後退に入っていることになるわけです、さらに株価というものは経済を6~12ヶ月先読みするといわれています、例えば米国の前回の景気後退は

2007年10 - 12月期に始まっていますが、米国株は2007年8月がピークで、すでに下げ局面にあったわけですが、よく考えてみればリーマン・ショックを挟んで株は急降下しましたが、既に世界の景気は2007年後半から後退してしまっていたので、ある意味2008年の株価下落は当然といえば当然の成り行きだったとも言えるわけです（ただあれほどのショックは誰も予想しなかったでしょうが）。

話はちょっとそれましたが、要するに足元の経済成長をいくら注意して見ている、株式投資では何の役にも立たないわけで、より先行性の高い指標をみておくべきだということになるわけです。先行指標にはいろいろ使えるものがありますが、私は最近米国の政策金利の上げ下げが一つの有効なツールになるのではないかと考えるようになりました。経済の回復期、FRBは利上げで対応し、後退期には利下げを行います。一般的にFRBは利上げから利下げに転じる間は、いわゆる“様子見”でそこが景気拡大と後退の臨界点というわけですが、この臨界的状況は数カ月から数年にわたって続くのですが、実際にはこの臨界期間のいずれかの時点で景気後退が始まりますので、FRBはその後利下げモードに入ることを余儀なくされるわけですね、逆にいえば利上げ局面は少なくとも経済の回復期、このような時期に突如景気後退がはじまるとは考えにくいでしょう。であれば利上げ局面が続く限り株は強気、利上げの間隔が広がってきたら、徐々に下げ相場への対応を考え始める。このような対応が有効ではないかと思うわけです、もちろんさまざまな先行指標とあわせて総合判断が求められますが・・・

以上2009年10月度のレポートをお届けしました、スイッチ等のご希望がございましたらご遠慮なくお申し出下さい。では今月の皆さまの投資の成功を心よりお祈りしております。

（ご注意）本レポートの作成には十分に注意を払っておりますが、本レポートに基づく投資によるいかなる損失をも弊社は補償するものではありません。

（株）銀座なみきFP事務所 田中徹郎  
金融商品取引業者登録投資助言・代理業  
関東財務局長（金商）第2063号

2009年10月29日