

## 「資産運用設計」契約者の皆様へ

### 2009年1月度 Monthly Report

#### 1. 当月の概要について

##### 株式

今月の株式市場の最大のテーマは、間違いなくオバマ新大統領の経済対策でしょう、新大統領就任への期待感から、年明けの世界株は一時的に高騰しましたが、その後各国当局から発表された経済指標は予想を下回るものが目立ち、1月21現在、世界の株式市場は再び下落基調に入っております。下記は主要国株式指数の年初来騰落率です。

- ・ 日経 225 -9.0% (-42.1%)
- ・ NYダウ -9.4% (-33.8%)
- ・ 香港H株 -11.2% (-51.1%)
- ・ インド SENSEX -5.7% (-52.5%)
- ・ ブラジル ボベスパ -0.7% (-41.2%)
- ・ 英国 FTSE100 -7.7% (-31.3%)
- ・ ドイツ DAX -11.9% (-40.4%)
- ・ ロシア RTS -18.6%(-72.4%)
- ・ サウジアラビア タダウル -5.4% (-56.5%)

(注) いずれも1月21時点の値、( )内数値は2008年年間実績

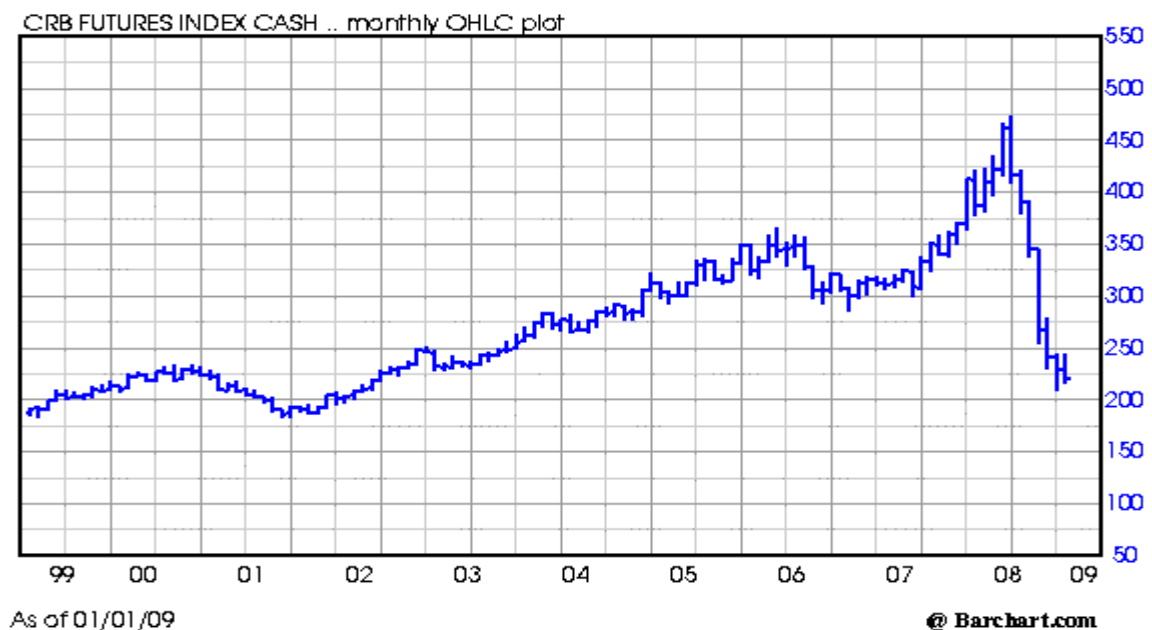
##### コモディティ

2009年にはいっても、コモディティ相場には大きな変化がみえません。CRB指数をみても2008年11月以来続く210~250ポイントの狭いレンジの中で推移しており(下記チャートをご参照下さい)、上にも下にも動きづらい状況が続いています。



(CRB サイトより転載：[CRB 指数推移 2008年8月～2009年1月](#))

一方、長期的視野で現在のコモディティ相場をみますと、下記チャート（CRB 指数、1999年～2009年までの10年間の推移）が示すように、直近10年間をみた場合、200ポイント割れは2001年のごく限られた期間のみの現象、今後もし現在の相場の下限である210ポイントを割るようなことがあっても、一時的なものになるかもしれません。



(CRB サイトより転載：[CRB 指数推移 1999年～2009年](#))

## ヘッジファンド

2008年12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 (マネッジド・フューチャーズ) 型	+2.37% (+18.33%)
Distressed(破綻証券)型	-2.54% (-20.48%)
株式ロング/ショート型	+1.06% (-19.76%)
マルチ・ストラテジー型	-1.52% (-23.63%)
ショート・バイアス型	-1.68% (+14.87%)

注) ( )内は年初来実績

上記のように12月も、ショート・バイアス(空売り)型戦略を除けば、マネッジド・フューチャーズ以外はほぼ全ての戦略がマイナス実績となっており、11月度に引き続き厳しい結果に終わりました。この状況は2008年を通して同じで、マネッジド・フューチャーズ以外には見るべきものはなかったということになるでしょう。

以下代表的なヘッジファンド銘柄の12月度実績を御紹介いたします。

Thames River Distressed Focus Fund (破綻証券型)	-1.03%(-18.35%)	【注1】
Thames River Warrior Fund (FoFs)	-0.48% (-13.88%)	【注1】
Nevsky Fund(株式ロング/ショート)	+1.12%(-17.27%)	【注1】
Man AHL Diversified plc(マネッジド・フューチャーズ)	+5.8%(+33.2%)	【注1】
Man AP2XL(マルチ・ストラテジー)	-8.3%(-30.7%)	【注2】
Tulip Trend Fund (マネッジド・フューチャーズ)	+3.6%(+50.87%)	【注1】

( )内はいずれも年初来実績

【注1】 月次実績/年初来実績はともに2008年12/31時点のもの

【注2】 月次実績/年初来実績はともに2008年11/30時点のもの

次に当月のトピックスをいくつか下記に御紹介いたします。

### マン社新しい元本確保型ファンドをローンチ

マン社は新しい元本確保型ファンドを発表いたしました、新ファンドの名称は Man AHL Diversified Strategies Ltd、最低投資額はUSD/EURとも50,000通貨単位と

なっております、元本保証は Credit Suisse International が行い、満期は 2021 年 9 月です。なお、募集は 2009 年 1 月 26 日から 3 月 23 日までとなっております。

#### Friends Provident International の Reserve の費用改訂について

FPI によれば 2009 年 1 月 1 日付で、Reserve の諸費用に関し、以下の価格改定を実施したとのことです。

- ・ アドミニストレーション・フィー（四半期毎）  
旧 - 101.50 ポンド  
新 - 106.50 ポンド/159.10 米ドル
- ・ ディーリング・チャージ（売り買い毎）  
旧 - 22.50 ポンド  
新 - 23.50 ポンド/35.10 米ドル
- ・ その他の手続き（投資アドバイザーの変更、名義変更など）  
旧 - 112 ポンド  
新 - 117.50 ポンド/175.50 米ドル

上記のように、今回の費用改訂はいずれも値上げですが、改訂幅はそれほど大きくはなく、保有者の皆様にはさほど大きな影響はでないと思われます。ただ口座保有の方は、今後のオーダーに関してはご注意くださいようお願いいたします。

#### Thames River Warrior/Warrior の償還再開のお知らせ

2008 年 12 月 24 付けの Thames River 社からのレターによりますと、上記ファンドにつき解約制限条項が解除され、解約受付を再開したとのこと、ただし継続保有される投資家の利益を守るため、やむを得ない措置として解約希望者の解約価値算出に際し、一定の金額を控除させて頂くことになるとのことです。詳しくはファンド側から投資家宛送られてきたレターをご参照下さい。また本件で御質問があれば、どうぞ遠慮なく弊社あて御質問下さい。

## 2. 今後の見通しについて

### 株式

1 月 21 日、オバマ新大統領の就任式がとり行われましたが、意外にも米国株式市場は“下

げ”で答えました・・・これが米国の近い将来のなにごとかを示唆したものなのか、あるいは単に年初来の上げ相場の反動に過ぎないのか・・・いずれにしても今回の下落相場は、一筋縄ではゆかないということだけは確かでしょう。私は1/20付けで配信させて頂いたコラム「一緒に歩もう！小富豪への道」で、今年一年の日本株に対する見通しを以下のよう

#### 楽観シナリオ（確率 20%）

- ・2009年初は一時的に7800円割れもありうる。
- ・しかしその後は企業業績の回復を先取りした買いが入り、年央から徐々に回復、年末にかけてジリ高、一時的に11,000円に乗せる場面もある。

#### 標準シナリオ（確率 50%）

- ・2009年初は一時的に7500円割れもありうる。
- ・その後も企業業績回復の兆しがみえず、日経平均は8000円から9000円程度のレンジで推移するが、年末にかけて翌年に関するやや明るい見通しが浮上、年末は一時10,000円を試す場面もある。

#### 悲観シナリオ（確率 30%）

- ・2009年は年初よりさえない展開、年央にかけ一時的に7000円を割る場面もある。
- ・その後も企業業績回復の兆しがみえず、2009年の日経平均は7500円から9000円程度のレンジで推移するが、年末にはやや明るい展望が開ける。
- ・2010年は年初から下値を徐々に切り上げる展開、年末に向けて11,000円に乗せる場面もある。

今回は年初のレポートですので、上記同様シナリオ別に世界の株式市場の動きを少し予想してみたいと思います、各シナリオの冒頭には、前提とする各国経済の動向を書かせて頂き、続いて各国株式相場について書かせて頂きました。

#### 楽観シナリオ（確率 20%）

オバマ大統領就任直後から、米国の市場センチメントは急回復、新大統領が打ち出す効果的な景気対策が奏功し、米国の住宅価格は2009年央には底を打ち徐々に反転に向かう、個人消費も年後半から徐々に回復、米国は2009年第3四半期（2009年7月から9月）から

自律的な景気回復軌道にのる。

中国も 4 兆元の景気対策プランに続き、利下げ、個別の産業活性化政策など、大規模なカードを矢継ぎ早に切る、2009 年央を起点に再び経済成長に点火、2009 年を通じてみれば年率 8%以上の経済成長を達成。

欧州の景気回復は米中に比べ、やや遅れるものの、ASEAN・南米など新興国は米中に続いて景気回復軌道にのる。

このような環境下、世界の株式市場で最も早く立ち上がるのは中国本土株市場、海外市場の影響を受けにくい上海総合指数は、昨年 10 月末よりの上昇基調を引き継ぎ、年末に向けてジリ高基調が続く。



(サーチナ社サイトより転載：[上海総合株価指数推移チャート 2007 年 4 月～2009 年 1 月](#))

香港市場もその流れにのって動くが、昨年 11 月以来大幅高した反動もあり、中国本土市場に比べやや立ち上がりは遅い、それでも梅の花の咲く頃には徐々に本格的な回復軌道にのり、年末かけ上値を追う展開へ。

米国株も基本的には香港株と同じ流れ、世界で最も早く株価が上昇する市場の一つ、一方欧州株は景気対策のタイミングが遅れ、中米に比べ株価上昇の時期は遅れるが、それでも年央には反転する。

標準シナリオ (確率 50%)

オバマ大統領就任直後、一時的に市場のセンチメントが改善する場面もあるが、米国の実体経済を回復させるまでには至らない、しかしながら 8000 億ドルを越える経済対策と、FRB による（実質）ゼロ金利政策は、徐々に米国経済を底上げ、2010 年第 1 四半期（2010 年 1 月から 3 月）には、ゆるやかな景気回復軌道にのる。

中国は 4 兆元の景気対策をはじめ、矢継ぎ早に内需拡大策を実行にうつすが、経済収縮の速度は予想以上に速く、特に前半は経済成長が著しく鈍化する。それでも年後半には徐々に回復の兆しがみえるが、2009 年を通してみれば経済成長率は 6%程度まで減速する。しかしながらその後は順調な回復軌道に乗り、2010 年は再び年率 10%程度の成長となる。

このシナリオでも、最も早く立ち直るのは中国本土株市場だが、反転の時期はやや遅れ年央、少し遅れて米国株、ASEAN、南米、欧州という順序は「楽観シナリオ」と共通。いずれにしても世界の株価は年末までには反転し、翌年の上昇へ期待を抱かせる明るい年末となる。

#### 悲観シナリオ（確率 30%）

オバマ大統領就任で材料出尽くし感、新大統領が打ち出す経済対策も即効性はなく、米国景気は底入れのきっかけをつかめない。政府は追加的な経済対策を迫られ、年央にかけさらなる財政出動を決断、それでもなお米国の景気底入れは 2010 年に持ち越される。2010 年に入り、ようやく住宅価格は反転、同年央に米経済は持ち直しの兆しをみせる。

中国政府による大規模な経済対策も即効性に欠け、2009 年の中国経済の成長率は 4%程度にとどまる、しかしながら 2010 年に入り、内需に持ち直しの兆しあり、さらに同年央には対米を中心に輸出が底入れ、その後中国経済は徐々に回復軌道にのる、2010 年を通してみると 8%程度の巡航速度まで回復する。

昨年 12 月に底入れの兆しをみせていた世界の株価は、2 月以降再びズルズルと値をさげ、反転のきっかけをつかめないまま 2009 年は終わる。各国株価指数の下値の目処は、香港 H 株指数で 5000 ポイント、NY ダウで 7000 ドル、日経 225 で 7000 円・・・昨年に続き厳しい一年となるが、年末には 2010 年に関する明るい経済見通しが浮上し、市場のセンチメントはやや改善する。

どのシナリオを想定するかによって、株の仕込み時期は異なってきますが、私自身はやはり上記の「標準シナリオ」の可能性が高いと思っております、その場合、年初から時間を

分散させながら徐々に仕込み始め、年前半には完了・・・このカタチが理想ではないでしょうか。

## コモディティ

コモディティについては、先月時点と見方を変えておりません。ここしばらくは CRB 指数ベースで 210~250 ポイントのレンジのなかでの展開になるのではないのでしょうか。ところで 1 月 16 日、農務省は 2018 年時点の世界の食料需給予想を発表しました、それによりまず「物価上昇を反映させた名目ベース穀物価格は 2006 年より 34%~46%、肉類も 31%~41% 上昇するとしている。アジアでの食肉消費量増加に伴って穀物の飼料向け需要が増え、バイオ燃料の使用も広がると見ている。人口増加や所得水準の向上などで、コメや麦、大豆など主要 6 品目の世界での穀物消費量は 18 年には 06 年から 5 億トン増えて 26 億トンになるとしている。価格上昇に伴って生産は増えるが消費の増え方も大きく、在庫率は下がっていくとみている」(以上日経記事より)。2018 年といえば随分先のお話ですが、供給は増えるが需要はそれ以上に増え、需給のバランスから算出した価格は 30%~40% 程度上昇するという読み・・・農務省が行う試算ですから恐らくは間違っていないでしょうね、ただ相場は需給だけではなく、さまざまな要因が複雑に絡まって形成されます、実需ベースでみた 30%~40% 程度の価格上昇に、私自身は決して違和感を持ちませんが、先月も書かせていただきましたとおり、今後世界中で大量に供給される(であろう)マネーの動きは注視しておく必要があります、これらマネーの一部が投機的にコモディティ市場に流れ込む可能性も、私達は想定しておく必要があるのではないのでしょうか。依然コモディティの仕込み場は続いていると思います。

## ヘッジファンド

2009 年のヘッジファンドは、比較的静かに始まったといえるのではないのでしょうか、しいていえば為替のボラティリティがやや高めで推移している程度、新興国株をはじめ、世界の株式市場は比較的落ち着いていますので、株式ロング/ショートを中心とした株式系ヘッジファンドも、(昨年と比べ)いくぶん安定感を取り戻すのではないのでしょうか、為替市場のボラティリティの高さは、(例えばユーロやボンド安トレンドに反転が見られないうちは)マネッジド・フューチャーズによい影響を与えるかもしれません、原油をはじめとした商品先物相場にも、いまのところ大きなトレンド反転の兆しはみられず、ここしばらくはマネッジド・フューチャーズにとって好ましい環境が続きそうです。ヘッジファンド全体をみれば、少なくとも昨年 7 月から 9 月、あるいは 11 月のような暴風雨は過ぎ去ったようにも見えますが、まだまだ晴天というにはほど遠い状況、マネッジド・フューチャーズ以外の新規投資は見合わせることをお勧めいたします。

以上 2009 年 1 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尋ね下さい。

皆様の今月の成功を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1月22日