

メディア総攻撃に耐える鳩山政権新体制 **禁複写**

金利・為替・株価特報（2010年1月12日号） 100

スリーネーションズリサーチ
代 表
植 草 一 秀

<目次>

1. 【新春展望】バイロン・ウィーン氏の2010年予測
2. 【政策】財政デフレを回避した2010年度予算
3. 【政治】主権者国民と悪徳ペンタゴンの最終決戦
4. 【政策】りそな銀処理と日本航空処理の相違
5. 【為替】菅直人財務相就任と為替レート
6. 【米国】春先の調整に要注意だが景気回復は持続
7. 【日本経済】経済回復優先の政策が鍵
8. 【株価】春先の調整あるも堅調に推移か
9. 【投資】投資戦略

1. 【新春展望】バイロン・ウィーン氏の2010年予測

筆者も面識のあるバイロン・ウィーン氏の恒例「今年の10大びっくり予想」が発表された。的確な予測に定評がある。

昨年2009年の予測は以下のようなものだった。

1. S & P 株価指数は1200ポイントまで上昇
2. 金は1200ドルに上昇
3. 原油はバレル80ドルまで上昇。一部商品は2008年度安値の倍に上昇
4. ドル円は75円、ドルユーロは1.65ドル
5. 米10年債利回りは4%に上昇。市場の懸念はデフレからインフレに変化
6. 中国の成長率は7%超。株式相場は反騰。消費拡大へ
7. 金融業からの税収減でNY州が財政破綻の危機に
8. 米住宅着工は秋に底打ち。第3、第4Qの実質成長率はプラス
9. 米貯蓄率は3%を超えない。消費は戻り、クリスマスは過去最高売上高に
10. オバマ大統領はイラク撤兵ペースを遅らせ、アフガン増派

2009年は金融危機のただなかで年明けを迎えた。金融危機の継続か、危機からの脱出か、が焦点であった。筆者は年初の時点では判断を先送りした。

2009年3月26日号=087号に3月転換点説を記述した。現実には内外株式市場は2009年3月に転換点を形成し、年末に向けて上昇波動を形成した。パイロン・ウィーン氏の予測は基本事項を的確に的中させたものである。

2. 金価格上昇、3. 原油価格上昇、6. 中国の反騰、8. 住宅着工の底打ち、10. アフガン増派の各項目も完全的中と言える。4. 日本円、ユーロの上昇、5. 長期金利上昇もほぼ的中し、7. NY州財政は破綻していないが大きく悪化している。現実とやや距離感があるのは、9. クリスマス商戦が過去最高売上にならなかったことくらいである。

この実績を踏まえれば、2010年予測を軽視することはできない。ウィーン氏の2010年予測は以下の通りだ。

1. 米国の実質成長率は大方の予想5%を超え、失業率は9%を下回る。
2. FRBはゼロ金利政策を解除し、FF金利は年末までに2%まで上昇。
3. 米国債の発行過多と海外中央銀行による買い意欲後退により長期金利は5.5%を上回る。
4. S&P500は年前半に1300まで上昇した後1000に下落し、09年末(1115)程度の水準で取引を終える。
5. ドルが対円で100円、対ユーロで1.30ドルに上昇。
6. 円安を追い風に先進国で日本株が最も上昇し、日経平均は12,000円を超える。
7. オバマ大統領が原子力開発促進の法案を承認する。
8. 米国の景気回復を受けてオバマ人気は回復し、11月の議会選で民主党の議席減は予想より小さい20議席減にとどまる。
9. 金融規制法案がより金融業よりに修正され、金融株が急騰。
10. イランの社会不安が深刻化、アハマディネジャド大統領が失脚。

この予測の基本は、米国経済の改善が2010年も持続するという点にある。米国経済の改善が持続するからFRBは金融超緩和政策を停止して短期金利の引き上げに踏み切ると見る。この金融政策の変化を反映して米ドルが上昇する。株価は景気回復期待で上昇するが、FRBの金利引き上げ政策、長期金利の上昇を反映して年後半に下落する。

これがウィーン氏の予測の概要ということになる。

「びっくり予想」というが、予測の構造が「びっくり」というわけではない。予測の的中率が過去の実績を見ると「びっくり」の範疇に入るということだ。

これに対して、2010年慎重論を唱えているのがジョージ・ソロス氏である。ソロス氏は今回の金融危機を「過去のどの危機とも違う危機」とみなし、「二番底」があると予測している。週刊ダイヤモンド新年合併特大号にソロス氏の特別寄稿が掲載されているが、ソロス氏は「割れた卵は元に戻らない」と表現して、膨張したデリバティブ・バブルの破裂の影響はまだ出尽くしていない点を重視する。2010年か2011年かを断定できないが「二番底」が到来する可能性が高いと予測する。

二つの見方が完全に割れるところが悩ましい。両説とも強い説得力を有する。しかし、2009年に関しては、ウィーン氏の楽観シナリオが現実を正確に予測したことは事実である。この事実を踏まえて2010年を見通さなければならぬ。

この予測に際して、二つの重要な点を指摘しなければならない。第一は、政策当局の政策対応の巧拙によって現実に相違が生じることだ。2009年、米国政策当局は経済政策を総動員した。7800億ドルの財政政策発動、ゼロ金利政策の実施、無制限と言ってよい資本増強資金枠の確保、である。この政策が迅速に総動員されていなければ、間違いなく異なる歴史が刻まれていた。

第二は、異なる歩み自体が異なる歴史を刻む原因になることだ。金融の変動には「自己増殖メカニズム」が内蔵されている点を重視しなければならない。変化は加速しやすいという特性だ。

サブプライムローン危機と呼ばれた米国の金融危機の最大の特徴は、原資産のサブプライムローンの毀損が住宅価格下落によって引き起こされた。1%の住宅価格下落がデリバティブ金融のレバレッジ（てこ）効果で数千倍、数万倍に増幅される。逆に言えば、住宅価格が上昇に転じると、事態の改善も同じ程度に増幅されるのである。

米国の住宅価格は昨年4月から緩やかながら上昇に転じた。このことに伴う事態改善もまた大きかったのである。

F R Bのバーナンキ議長は大恐慌研究の第一人者でもあった。その研究成果がこれまでの政策運営には生かされたと言えるのだろう。

しかし、油断は禁物である。「100年に1度の危機」は常識を超える政策総動員でとりあえず最悪の局面を脱したのである。安易に安心感を強めて「有事対応」から「平時対応」に切り替えることは極めて危険である。

筆者の予測は、短期的にはウィーン氏予測に近く、事態の改善継続を見込む。しかし、中期重大リスクは残存し、米国政策当局の性急な対応で、長期金利上昇、株価反落、景気再調整のリスクが表面化すると予測を基本とする。

毎月発表されるケース・シラー住宅価格指数の推移に十分な警戒を払う必要がある。住宅価格の再下落傾向が表面化すれば、事態再悪化の明確なシグナルになる。

2. 【政策】 財政デフレを回避した2010年度予算

本レポートは鳩山政権の財政政策運営に強い警告を発し続けてきた。本レポートは120名以上の鳩山政権与党国会議員の手に届けられている。政策最高責任者も本レポートを熟読してくれていると思われる。

政府の経済政策対応が消極化した2009年11月下旬にかけて、株式市場が日本経済の先行きに警鐘を鳴らした。日経平均株価が11月27日に9081円まで下落した。日経平均株価終値が7月13日の9050円を下回ると株価三尊天井が成立し、株価が下落トレンドに突入する可能性が高まる局面だった。反政府色を鮮明にするマスメディアは株価下落を政権攻撃の材料にしようと待ち構えていた。

この局面で11月29日朝のテレビ朝日番組「サンデープロジェクト」で仙谷由人行政刷新相が「景気配慮型予算編成の考え方」を述べた。その骨子は以下の2点だった。

- ① 2009年度は麻生政権の14兆円の補正予算で102.5兆円に拡張しており、2010年度予算編成に際しては、これを基準に考えなくてはならない
- ② 2009年度税収が麻生政権見通しの46兆円から37兆円に減少するため、2010年度国債発行44兆円を守れるか再検討が必要

この2点は、筆者が本レポートで主張した内容である。鳩山政権は勉強熱心であり、極めて柔軟な対応力を有していることが証明された。適切な政策運営を実現する上で最重要の資質は、このような政策対応の「柔構造」である。

これまでの自民政権には、小渕政権を除いてこの「柔構造」が存在しなかつ

った。「柔構造」の対極にあるのが「財務省主導構造」である。

麻生政権が14兆円規模の2009年度第1次補正予算を編成したため、2009年度予算は102.5兆円に膨張した。他方、税収見積もりが46兆円から37兆円に下方修正されるから、44兆円の国債発行額が53.5兆円に膨張した。

鳩山政権は発足当初に超難問の二元連立方程式を解くことを求められた。

① 2010年度財政を、景気を破壊するデフレ予算にしないこと

② 2010年度予算での国債発行額を44兆円に収めること

の二つを同時に満たす政策対応が求められたのである。

下表は2009年度第1次補正後予算、第2次補正後予算、2010年度当初予算を比較した表である。

財政収支が経済に与える影響（一般会計決算計数）の推移（単位：兆円、億円、%）

	歳出規模 (A)	税収 (B)	歳出 - 税収 (A-B)	前年差	国債発行額	GDP比	公債依存度	GDP
2007	81.8	51.0	30.8	▲ 1.5	25.4	4.9	31.1	515,824
2008	88.9	46.3	42.6	11.8	33.2	6.7	37.3	497,714
2009(補)	102.5	46.1	56.4	13.8	44.1	8.9	43.0	497,714
2009(補)	102.6	36.9	65.7	23.1	53.5	10.7	52.1	497,714
2010	92.5	37.0	55.5	▲ 10.2	44.0	8.8	47.6	497,714

計数は決算ベース。ただし、(当)は当初、(補)は補正後、2010年度は新聞報道に基づく予想値。

財政が景気に与える影響は、左から5番目の列の「(歳出-税収)前年差」を見ればよい。2009年度が23.1兆円のプラスになるが、2010年度は10.2兆円のマイナスになってしまう。これでは2010年度の日本経済を破壊してしまうのである。

鳩山政権は2009年度第1次補正予算の一部執行を凍結し、第2次補正予算を編成した。第2次補正予算の地方以外への支出は2010年度に執行がずれ込む。この時間差を活用して、上記の二元連立方程式を解いたのだ。

具体的には、

2009年度の支出を 7兆3441億円 減額する一方、
地方交付税減額に伴い 3兆4515億円 を地方に支出(2009年度)
2009年度歳出は3兆8926億円減額され、98兆5810億円になる。
一方、2009年度第2次補正予算歳出追加金額7兆4287億円から、

財政収支が経済に与える影響（一般会計決算計数）の推移（単位：兆円、億円、%）

	歳出規模 (A)	税収 (B)	歳出 - 税収 (A-B)	前年差	国債発行額	GDP比	公債依存度	GDP
1995	75.9	51.9	24.0	1.4	21.2	4.3	27.9	497,740
1996	78.8	52.1	26.7	2.7	21.7	4.3	27.5	509,096
1997(当)	77.4	57.8	19.6	▲ 7.1	16.7	3.3	21.6	513,613
1997	78.5	53.9	24.6	▲ 2.1	18.5	3.6	23.6	513,613
1998	84.4	49.4	35.0	10.4	34.0	6.8	40.3	503,324
1999	89.0	47.2	41.8	6.8	37.5	7.5	42.1	499,544
2000	89.3	50.7	38.6	▲ 3.2	33.0	6.5	37.0	504,119
2001(当)	82.7	50.7	32.0	▲ 6.6	28.3	5.7	34.2	493,645
2001	84.8	47.9	36.9	▲ 1.7	30.0	6.1	35.4	493,645
2002	83.7	43.8	39.9	3.0	35.0	7.1	41.8	489,875
2003	82.4	43.3	39.1	▲ 0.8	35.3	7.1	42.8	493,748
2004	84.9	45.6	39.3	0.2	35.5	7.1	41.8	498,491
2005	85.5	49.1	36.4	▲ 2.9	32.3	6.4	37.8	503,187
2006	81.4	49.1	32.3	▲ 4.1	27.5	5.4	33.8	510,899
2007	81.8	51.0	30.8	▲ 1.5	25.4	4.9	31.1	515,824
2008	88.9	46.3	42.6	11.8	33.2	6.7	37.3	497,714
2009(補)	102.4	36.9	65.5	22.9	44.1	9.3	43.1	473,100
2009	98.6	36.9	61.7	19.1	53.5	11.3	54.3	473,100
2010	96.3	37.4	58.9	▲ 2.8	44.3	9.3	47.9	475,200

計数は決算ベース。ただし、(当)は当初、(補)は補正後。2009年度第2次補正分を2010年度に計上。

地方への支出 3兆4515億円 を差し引いた 3兆9772億円 は2010年度に支出される。これを2010年度歳出規模92兆2992億円に加えると2010年度実質歳出規模は 96兆2764億円 になる。

「(歳出-税収)前年差」は2009年度がプラス19.1兆円に、2010年度がマイナス2.8兆円になる。3兆円規模のマイナスが残存するが、景気に対して概ね中立の財政運営が確保されることになった。

鳩山政権は2009年度第2次補正予算および2010年度当初予算成立を急ぐ方針である。亀井静香金融相は予算の前倒し執行を提案している。必要に応じて追加景気対策が取られるなら、2010年度の財政デフレの懸念は払拭される。

日経平均株価は2009年11月27日の株価危機を転換点に大幅上昇に転じ、2010年1月8日には10,798円にまで上昇、1年3ヵ月ぶりの高値を付けた。

3. 【政治】主権者国民と悪徳ペンタゴンの最終決戦

メディアの鳩山政権攻撃が目に見え余る。鳩山政権が発足したのは2009年9月16日である。政権発足から4ヵ月も経っていない。この間の鳩山政権の実績は十分に賞賛に値するものである。

①2009年度第1次補正予算の3兆円凍結、②辺野古の海上滑走路建設方針の凍結、③八ツ場ダム建設凍結、④概算要求差し替えと予算編成、⑤第2次補正予算編成、⑥国会での官僚答弁抑制、⑦事業仕分け実施、など極めて迅速に行動を示している。株価も昨年年初来高値を実現させた。

このなかで内閣支持率が低下した最大の原因は、メディアの激しいネガティブ・キャンペーンにある。「坊主憎けりゃ袈裟まで憎い」行動を示しているのが日本の偏向マスメディアである。

メディアが批判しているのは、①鳩山首相の個人献金、②小沢一郎民主党幹事長に関連する政治資金、③普天間基地移転問題決着の遅れ、④中国国家副主席と天皇との会見、⑤予算編成、⑥為替政策、などである。

①鳩山首相の問題は適正な処理が求められるが、総選挙の前に概要が明らかにされていた問題である。この問題が明らかになったうえで国民は政権と総理大臣を選択した。世論調査でも鳩山首相の辞任を求める声は極めて少ない。

②小沢幹事長の政治資金問題をメディアが針小棒大に報道しているが、不当な国策捜査を実行した検察当局が必死に巻き返しを図っているのが実相だ。

③普天間基地問題は、これまでの自民党政治が示した「対米隷属」から脱却するための「産みの苦しみ」が表面化していると見るべきである。辺野古の美しい海岸を破壊して滑走路を建設する合理的な理由が乏しいことに最大の問題がある。鳩山政権が期限と定めた5月までに、辺野古の海上滑走路建設でない回答が得られるなら、鳩山政権は極めて大きな成果をあげることになる。

④外国賓客と天皇の会見は「国事行為」ではないが「公的行為」であり、内閣が責任を持つべきものである。天皇の意向に沿うべきものではなく、内閣の責任において対応するべきものである。羽田宮内庁長官の発言はこの基本原

則に明確に反しており、小沢一郎民主党幹事長の説明が完全に正しい。

⑤麻生内閣が日本財政を国債発行53.5兆円にまで破壊してしまったなかで、鳩山政権は最善の対応を示している。財政事情の悪化も無視し得ない状況に至っている。景気も財政も「非常事態」にあるとの認識を忘れずに、しかし、「景気回復優先」の基本スタンスを維持することが求められている。

⑥菅直人財務相が就任会見で円安要望発言をしたが、全体として妥当な行動である。後述するように、短期的な経済安定化の視点からは、急激な円高進行は望ましくない。菅財務相発言を受けて株価が1年3ヵ月ぶりの高値を記録したことが、発言の正当性を示している。

本来ならば内閣支持率は高止まりしている局面である。にもかかわらず支持率が低下したのは、マスメディアが激しい世論誘導を実行しているからである。

昨年総選挙は「主権者国民」対「悪徳ペンタゴン」との闘いの図式のなかで実行された。「悪徳ペンタゴン」とは、「政治屋（政）」、「官僚（官）」、「大資本（業）」、「米国（外）」、「電波＝マスメディア（電）」の五角形（ペンタゴン）による利権複合体を意味するもので筆者が命名した。

これまでの日本政治は「政官業外電＝悪徳ペンタゴン」によって支配されてきた。その具体的裏付けが、「天下り」、「企業献金」、「対米隷属」と「メディアコントロール」だった。政権交代はこの日本政治の基本構造を破壊しようとするものである。

その最終決戦が2010年7月11日に予定される参議院選挙である。鳩山政権与党が参議院選挙に勝利すれば「悪徳ペンタゴン」は崩壊せざるを得ない。逆に言えば、参議院選挙が「悪徳ペンタゴン」の最後の望みの綱である。

鳩山首相攻撃、小沢一郎民主党幹事長攻撃は、すべてこの図式のなかで捉えられるべきものである。検察は財務省と並び、霞が関権力の中核である。鳩山政権の側に立つ「主権者国民」はこの最終決戦に必ず勝利しなければならない。

昨年3月3日の小沢一郎氏公設秘書不当逮捕もこの図式のなかで捉えられるべきものである。「悪徳ペンタゴン」の一角を占める検察当局の今後の対応に細心の警戒が必要であるが、何よりも重要なことは、主権者国民にこの基本図式を正しく伝達することである。主権者国民の洞察力は従来に比べてはるかに高いものになっている。主権者国民に真実を伝える重要性が増大している。

4. 【政策】 リソナ銀行処理と日本航空処理の相違

鳩山政権が日本航空の経営危機問題について、法的整理を軸に対応する方針を定めた。1月19日にも会社更生法の適用申請が行われる見通しとなった。

最終的に上場廃止とするかどうか、検討の余地が残されているが、正論で臨むなら上場廃止は回避し得ない。

日本航空は経営に失敗して危機に直面しているのである。市場経済の基本ルールは「自己責任」である。経営の失敗はルールに沿って適正に処理される必要がある。

株主優待を求めて株主になっている個人が多数存在するから上場を維持するべきとの意見が根強いとメディアの一部が主張するが、本末転倒もはなはだしい。株主になる行為は、根本的にリスクを取る行為である。株主優待を求める株主には株主責任を問わないなどというルールは存在しない。

日本航空は国際線も就航させているから、会社更生法の適用申請に伴い、当面の海外での業務継続に支障が生じないための配慮等は必要である。法的整理を活用する場合のさまざまな問題にきめ細かく対応することを重視すればよいのである。経営の失敗に対して、正当に市場のルールを適用することは正しい政策対応である。これまでの自民党政治では、こうした市場ルールは歪められてきたと考えられる。

2003年5月のリソナ銀行処理では、リソナ銀行を自己資本不足と認定しながら、リソナ銀行株主の責任を問わなかった。政府は2兆円もの公的資金を投入してリソナ銀行を救済した。結果としてリソナ銀行の株価は半年で約4倍に上昇した。責任を求められるはずの株主が、国から巨大な利益供与を受けたのである。

リソナ銀行の将来収益が不確定であると判断されたことが、リソナ銀行が自己資本不足に陥った理由である。この場合、リソナ銀行の繰り延べ税金資産計上はゼロないし1年分でしか有り得なかった。そうなりとリソナ銀行は「救済」ではなく、「破綻」処理されねばならなかった。

小泉竹中金融行政は市場ルールを根本から破壊した。同時にこの不透明な処理が、巨大インサイダー取引疑惑の中核をもなしている。

リソナ銀行を不透明極まりなく処理した小泉政権と、日本航空を透明処理しつつある鳩山政権の根本的な相違が、政権交代の意義を明瞭に示している。

日本航空が現状に至るには、相応の理由がある。その根本を見ずに、政治利権の力で市場規律を歪めることが、市場経済に大きな損失を生むことを忘れてはならない。

5. 【為替】菅直人財務相就任と為替レート

菅直人財務相が大臣就任会見で「90円台半ばの円安水準が望ましい」と発言したことについて、メディアが集中砲火を浴びせた。

しかし、日本経済の現状を踏まえれば、今回の菅直人財務相の発言は基本的に妥当なものであり、メディアが一斉に集中攻撃することが異様である。メディアは円高が進行すれば「政府の為替無策」を批判し、財務相発言で円高が抑止されれば、財務相発言を批判する。支離滅裂としか言いようがない。

円安と円高はそれぞれにメリット・デメリットがあるが、2008年後半以降の日本経済や金融市場の変動が為替レート変動と密接に関連してきたことは事実である。為替レートが極めて重要な意味を持つ現局面では、菅財務相が極めて効果的な口先介入を成功させたと評価しておかしくない。

為替政策の最高責任者が特定の為替レート水準を示すことには、今後の推移で現実の為替レートがその水準から離れた場合に、発言に対する信頼性が揺らぐことから慎重であるべきだが、例外的に発言が存在してもおかしくはない。

次ページグラフに示されるように、2008年後半以降の日経平均株価推移は、円・ユーロレート推移と驚くほどの連動性を示してきた。ユーロに対して円が上昇すると日本株価が下落し、円が下落すると日本株価が上昇してきた。

昨年11月下旬にかけて日本円が大幅上昇し、日経平均株価がチャート上のクリティカルなポイントにまで下落した。既述したように、この局面で鳩山政権はデフレ政策を回避するための財政政策方針を明示するとともに、日本銀行の追加的資金供給策発表を誘導した。

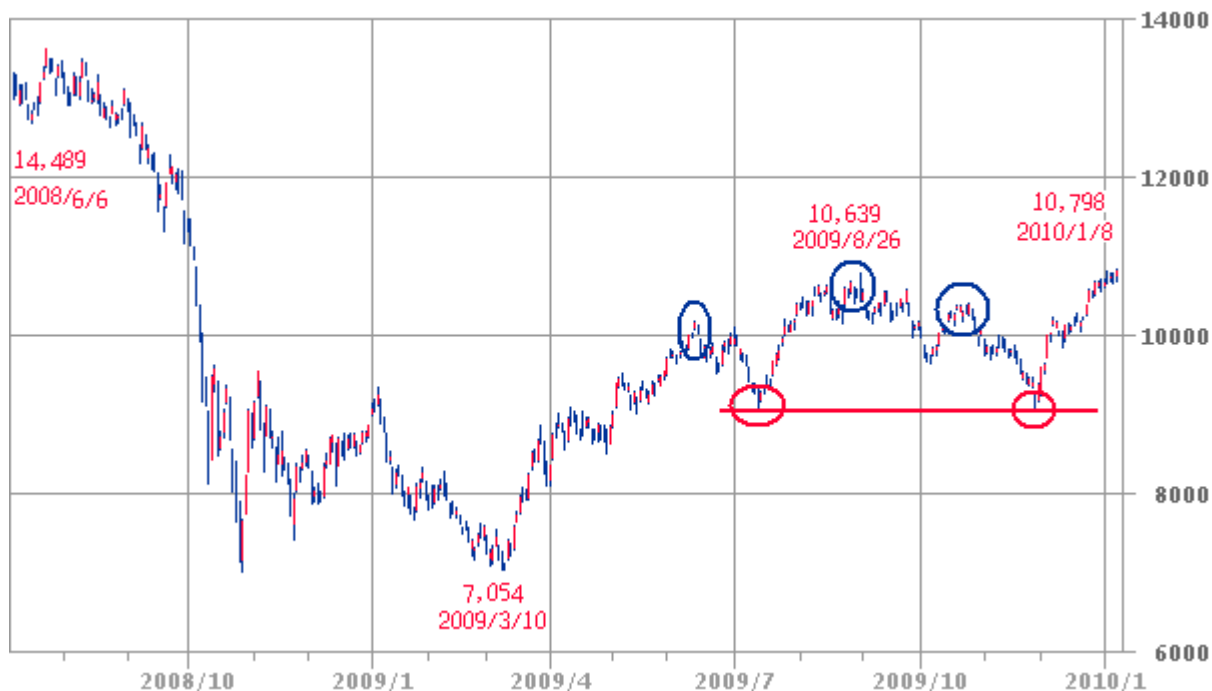
これらの政策対応をきっかけに日本円下落と株価反発が実現し、1月8日には日経平均株価10,798円が実現したのだ。

為替市場では潜在的に円高圧力が強い。背景には米国経済の弱さ、米国の双子の赤字が存在している。米国にとって最大のリスクは急激なドル下落が広がることである。現状で米国当局はドル高を望んではいないものの、潜在的なドル下落圧力をやわらげておきたいとの強い希望を有していると思われる。

円・ユーロレートの推移（2008年7月～2010年1月）



日経平均株価の推移（2008年6月～2009年12月）



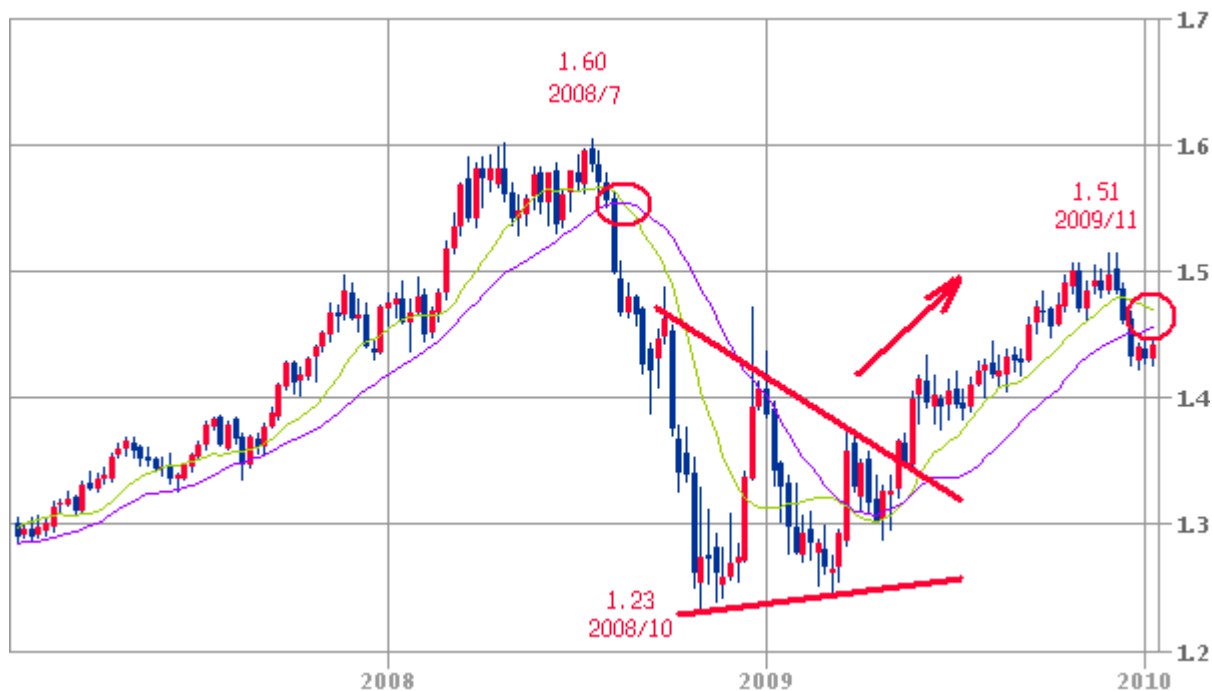
この意味で、菅直人財務相の円安誘導発言は、米国の政策意図とも矛盾しないものと考えられる。

2010年を展望する際、円ドルレートがややドル高・円安に向かう可能性を考慮しておく必要があると考えられる。直ちにドル上昇に向かうとは考えにくいですが、米国の短期金利引き上げが予測され始めると、ドルが上昇することは

円ドルレートの推移（2000年1月～2010年1月）



米ドル・ユーロレートの推移（2007年1月～2010年1月）



十分に考えられる。欧州経済の弱さから、ユーロが対ドルで下落波動に転じる兆候も見え始めている。上記グラフ右上の丸印は、13週移動平均線と26週移動平均線とがデッドクロスを形成しかけている状況を示している。

円ドルレートは1ドル=95円をドルが超えると、これまでのドル下落トレンドからの離脱が示唆される。いまずぐにということでないが、慎重な見極め

が求められる局面が接近しているように思われる。

6. 【米国】春先の調整に要注意だが景気回復は持続

NYダウは2007年10月9日の高値14,164ドルから2009年3月10日の安値6,547ドルまで、7,617ドル、53.8%暴落した。サブプライム金融危機を背景とする株価暴落だった。

2008年9月15日、米国の大手投資銀行リーマン・ブラザーズ社が連邦破産法第11章の適用を連邦裁判所に申請した。いわゆる「リーマン・ショック」である。米国政策当局は市場規律を重視してリーマン破綻処理に踏み切ったが、そのインパクトは強烈だった。巨大なデリバティブ・バブルの破裂に市場規律を厳正に適用することは不可能だった。

米国政策当局は経済政策を総動員して対応した。ブッシュ政権は2年で18兆円の減税策を実施、オバマ政権は70兆円超規模の景気対策を発動した。FRBはFFレートを大幅に引き下げ、実質的にゼロ金利にまで短期金利の誘導水準を引き下げた。

さらに、世界最大規模の生保AIG、政府系住宅金融公社ファニー・メイ、フレディマックなどの大手金融機関の破綻が公的資金投入によって阻止された。金融恐慌を回避するために、モラル・ハザードに目をつぶって公的資金

NYダウの推移（2007年1月～2010年1月）



による金融機関救済を実行せざるを得なかった。

米国株価の反発が10ヵ月間続き、NYダウの上昇幅は4000ドルを突破した。2月から3月にかけて調整が生じておかしくない状況にある。FRBは金融危機対応の国債購入を2010年2月に打ち切る予定を示している。FFレートは0～0.25%に据え置かれるが短期資金供給政策が縮小する。

米国10年国債利回りが4%に接近しつつあり、本年春に向けて、内外長期金利が上昇する可能性があると考えられる。この場合、株価が一時的に調整局面を迎える可能性が高くなる。

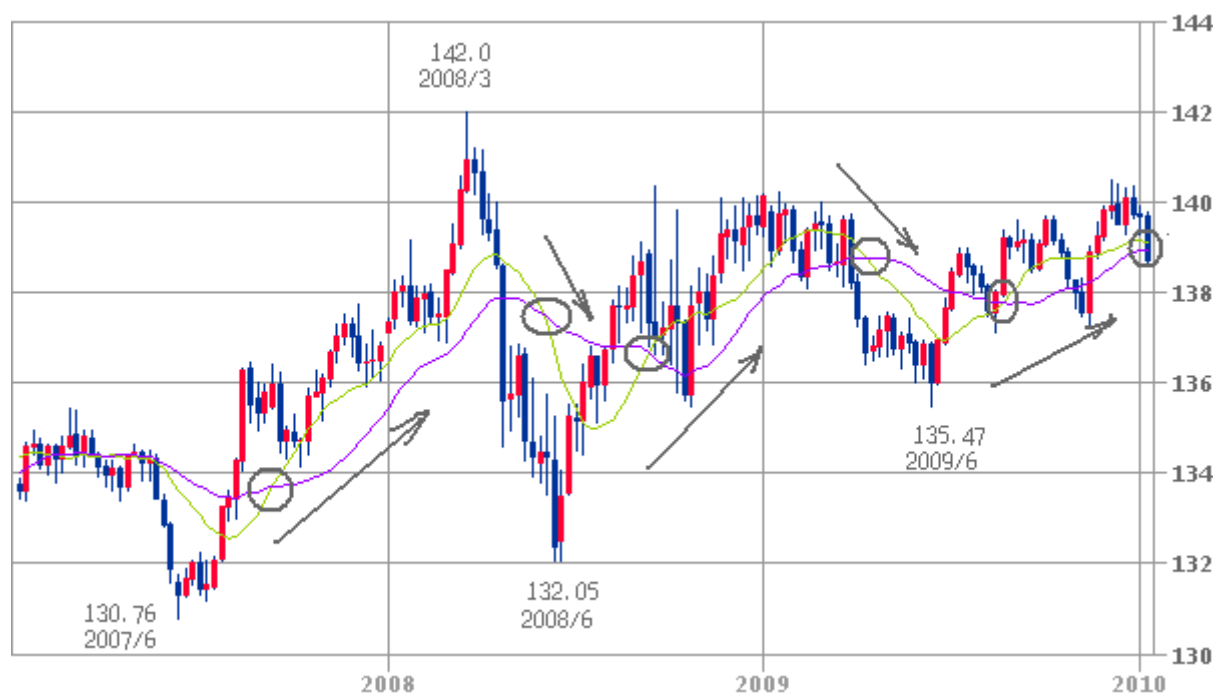
しかし、この調整は短期かつ小幅で終了するのではないかと考えられる。年央に向けて株価上昇と景気改善が持続し、その後に大幅な長期金利上昇と株価本格調整が生じるのではないかと考えられる。

7. 【日本経済】 経済回復優先の政策が鍵

日本経済の最大のリスクは財政デフレのリスクであったが、鳩山政権が補正予算の巧みな処理を活用して、2010年度予算の中立化に成功した。同時に日本銀行と連携を深めて効果的な政策対応を示して、これまでのところ、金融市場のリスクを巧妙に排除することに成功してきた。

菅直人副総理が国家戦略相から財務相に転じたが、財政規律に配慮する一方

10年国債先物価格の推移（2007年1月～2010年1月）



で景気回復優先政策の重要性を理解しており、最適人事が実行されたと判断できる。藤井財務相の功績は大きいですが、健康上の理由であれば辞任はやむを得ないものだった。

菅直人財務相は、財務省官僚の誘導を抑止して、「景気回復優先」の政策方針を明示する必要がある。2010年度予算執行を早めて、必要に応じて追加経済対策を検討する余地を確保するべきである。

財政規律は重要だが、財政健全性回復は中期の課題であることを銘記するべきである。警戒が必要なのが長期金利動向である。前ページの国債先物価格のチャートは、債券価格下落のチャート上の兆候＝デッドクロスが形成される可能性を示している。2月から4月の債券価格下落に十分警戒するべきである。

8. 【株価】春先の調整あるも堅調に推移か

日本株価は11ページのグラフに示されるように、円レート動向、とりわけ円・ユーロレート推移と極めて強い連動関係を維持してきた。

2010年年央にかけて日本円が米ドルに対して下落する可能性があると考えられる。ユーロも米ドルに対して下落する可能性を有しており、日本円がユーロに対して下落するのかどうかは不明確であるが、円安傾向が生まれるなかで、日本株価が堅調な地合いを維持する可能性が低くない。

日本の経済政策が景気再悪化を誘導するリスクが低下した。鳩山政権が夏の参議院選挙に向けて、景気回復最優先の政策方針を明示することが重要である。政策支援の方向が明瞭になれば、緩やかながら景気回復傾向持続が期待できる。

中期的な成長戦略として政府が果たすべき役割は、中期成長分野を明示し、その成長分野の成長を促す環境を整備することだ。成長を生み出す生産性の上昇は民間経済が獲得するもので、政策が付与するものでない。

環境整備とは成長分野の規制撤廃と、成長分野の需要を創出するための所得確保である。この目的を果たすには財政政策の発動も検討しなければならない。

また、教育、医療、年金、介護を充実して、国民の将来不安を除去することも重要な成長促進策である。

年後半は、米国金利上昇、株価下落に伴う日本株価の調整に警戒するべきだ。

9. 投資戦略

2月から4月にかけて市場の小幅調整に警戒するべきである。その後、年央までは米国経済の回復傾向に連動する円安、内外株価上昇の変動が期待できる。

年後半は米国長短金利上昇に伴う米国株価調整、日本長期金利上昇に伴う日本株価調整に警戒するべきと考えられる。

参考銘柄

投資判断は厳格に自己責任原則の下で行なうようお願いいたします。

① **9936 王将フード** 1月8日終値 **2,413円**

調整完了に接近。業績は好調。押し目買い継続。

② **8316 三井住友** 1月8日終値 **2,900円**

悪材料出尽くし接近。日航処理でアク抜けか。

③ **2695 くら** 1月8日終値 **252,400円**

急騰後の調整局面。押し目買い継続で反騰待ち。

政治ブログ 「植草一秀の『知られざる真実』」

(<http://uekusak.cocolog-nifty.com/blog/>) を併せてご覧ください。

『金利・為替・株価特報』2010年1月12日号=100号

発行日 月2回発行（原則として毎月7日、22日頃発行）

料 金 毎号3部 年間4万8000円

毎号1部 年間2万9800円（いずれも送料・消費税込み）

発行元 スリーネーションズリサーチ株式会社

F A X 050-3444-9587

アドレス info@uekusa-tri.co.jp

ブログ <http://uekusak.cocolog-nifty.com/blog/>

振込先 スリーネーションズリサーチ株式会社 代表取締役 植草一秀

三菱東京UFJ銀行 新丸の内支店 普通口座 4356254

本誌のご購読開始から1年経過後は自動継続のお取り扱いをさせていただいております。継続ご購読を希望されない場合には、ご購読期間終了前にFAXまたはメールにてご連絡くださいますようお願い申し上げます。

小社の許可の無い、複写、複製、転載、電子的な手法による入力等を禁じます。