

《 6 月 マーケット概況 》

資産クラス	指数	4 月	5 月	6 月	当月リターン	年初来リターン
国内株式	日経平均株価	13,860.86	13,774.54	13,677.32	-0.71%	31.57%
	マザーズ指数	874.79	886.11	660.22	-25.49%	63.27%
外国株式	S&P500	1,597.57	1,630.74	1,606.28	-1.50%	12.63%
	MSCI Europe	1,529.22	1,522.27	1,445.83	-5.02%	0.01%
新興国株式	上海総合指数	2,177.91	2,300.60	1,979.21	-13.97%	-12.78%
	ムンバイ SENSEX	19,504.18	19,760.30	19,395.81	-1.84%	-0.16%
海外金利	米政策金利	0.25	0.25	0.25	-	-
	米国債 10 年	1.67	2.13	2.49	-	-
国内金利	政策金利	0.10	0.10	0.10	-	-
	10 年物国債	0.61	0.86	0.85	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	97.45	100.45	99.14	-1.30%	14.28%
	ユーロ	128.32	130.64	128.97	-1.28%	12.68%
コモディティー	ICE 原油(先物)	101.71	100.20	102.16	1.96%	-5.82%
	COMEX 金(先物)	1,473.50	1,393.00	1,223.70	-12.15%	-27.16%
不動産	東証 REIT 指数	1,599.42	1,368.17	1,396.67	2.08%	25.30%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,191.71	1,200.59	1,184.34	-1.35%	3.13%

データ出所: BLOOMBERG

見 通 し

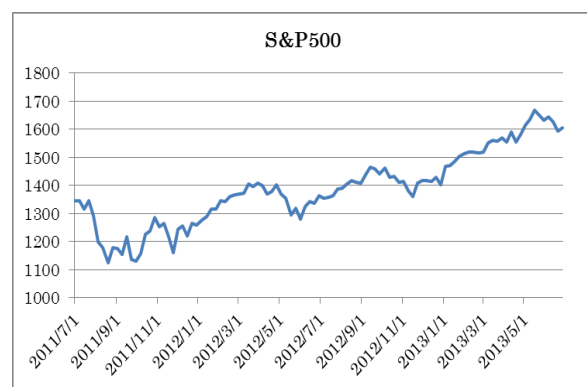
◆◆ 株 式 ◆◆

6月是世界中の株式市場で動きの激しい展開となりました。きっかけは米国の中央銀行が量的緩和策を今年中に縮小するとの見通しが出たことにより、資金が海外から米国へと還流する動きが見られたことでした。その後、新興国の金融市場の変動が激しくなりました。中でも中国は、これまでの投資主導の成長を脱却するために、中央銀行が過剰投資を助長している銀行への資金供給を絞ったため、インターバンク金利が大きく上昇しました。これにより、リーマンショックのような混乱に世界中の市場が陥ってしまうのではないかと不安が浮上しました。その不安から株式が売られ、日経平均株価は一時、1万 2,500 円を割込みました。しかしその後、中国の中央銀行がインターバンクに資金を供給すると宣言し、ある程度、金利も落ち着き、世界的に株価は回復に向かい、日経平均も前月末比-0.71%の 1 万 3,677 円で6月の取引を終えました。

7月は、中国の金融市場の混乱も一時的に落ち着いたことや、参議院選挙に向けて株価は上昇し易いという環境も

あり、日本の株式市場は一時的に落ち着いた動きとなるでしょう。高値の目安は5月の急落後の一時的な戻り高値である1万 4,500 円辺りとしています。その辺りからは上値が重くなると想定されるために、積極的に買いに行くべきではないでしょう。

今後の波乱要素としては、再び中国の金融市場が混乱する可能性が挙げられます。中国のインターバンク金利は一時的に落ち着きを見せていますが、依然として水準は高く、きっかけがあれば市場金利の上昇が起こるリスクはまだまだ軽視できるレベルではありません。この混乱が今後数ヶ月以内に再び注目され、日経平均は6月の安値1万 2,500 円を試す場面があると思われます。その際、現在重くなっている信用の買い残高が減少して上値が軽くなり、秋以降に株価が上昇し易い環境が整うでしょう。



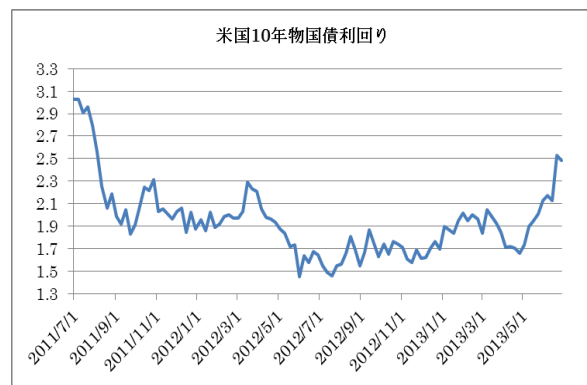
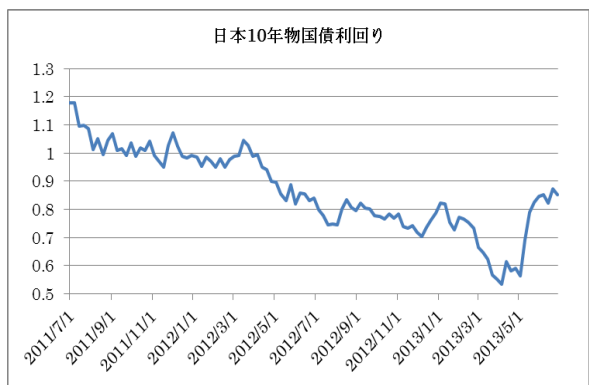
◆◆ 債券・金利 ◆◆

先月の債券市場は前月までとは打って変わり、比較的落ち着いた展開となりました。日々のレート変動には若干の幅があるものの、日本国債 10 年物が 0.3% 台、5 年物国債が 0.3% 台の中での動きとなっています。

10 年物国債金利は、日銀の「異次元緩和」が実施されたことから、4 月 5 日に、0.315% の史上最低金利を記録し、翌月 23 日には一転して 1% の大台乗せとなるなど、激しい動きになっていました。これは金融緩和による債券需要の増加と株高による需要の低下という、相反する 2 つの要因による混乱だったと考えられます。これを受けて日銀は、債券買いオペの頻度を高めるなどの対応に努め、債券相場の乱高下は一応収束していったというのが、先月の展開でした。

しかしながら一方では、波乱要因が海外から醸成されつつあります。6 月に米国 FRB のバーナンキ議長が、FRB による資産買い入れのペースを減らしていき、来年央にも金融緩和策を終了させる可能性について言及しました。このため米国国債は急落し、およそ 1 か月半で約 1% もレートは上昇しました。またドイツ国債も、6 月の ZEW 景況感指数が上昇したことなどによって利回りは上昇しています。これにより、日本国債と米国債の利回り差は 2 年ぶりの大きさに広がり、他の先進主要国の国債と日本国債との利回りの差も拡大しています。また、過度な不動産投機の抑制を目指す中国の短期金利上昇も、市場の混乱に拍車をかけています。

市場はこれらの要素を徐々に織り込みつつあり、実質的に金利急上昇局面に入っていると考えられます。米国 FRB がすぐに利上げに向かうわけではないですが、米国はじめ海外の市場金利の上昇が続いていけば、日銀によるコントロールには自ずと限界があることから、日本の金利も一段高する可能性があります。



◆◇ 為 替 ◇◇

6月の為替相場も前月に引き続き新興・資源国通貨が下落し、円を筆頭に米ドル、ユーロが堅調に推移しました。

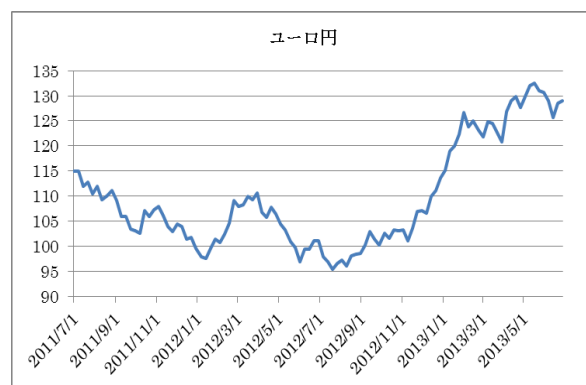
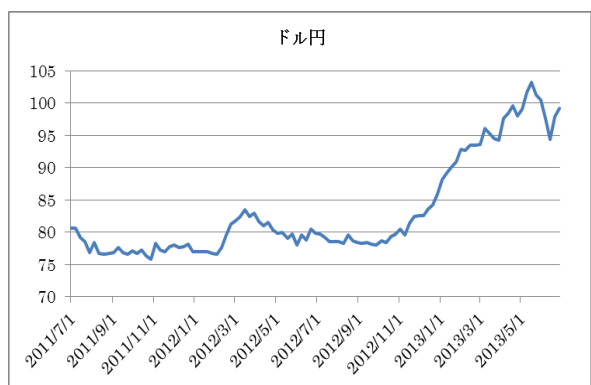
国際商品価格の軟調な動きに加え、FRBによる量的緩和の縮小観測や中国での金融不安などを背景に新興・資源国からの資金流出は加速し、通貨、株式、債券が下落するトリプル安の様相を呈しました。

新興・資源国通貨の下落は対米ドルで顕著で、豪ドルは3年ぶりの安値、南アランド、ブラジルレアルは4年ぶりの安値となりました。ブラジルでは通貨高時に導入した資本規制の撤廃に踏み切るなど、レアル下落への対応を迫られました。

そしてこれら投資家のリスク回避志向は円の買戻しを誘発し、黒田日銀による異次元緩和が実施された水準まで円高方向に押し戻されることとなりました。

2013年6月の対円リターン	
南アランド	-0.40%
ユーロ	-1.29%
米ドル	-1.71%
中国元	-1.92%
メキシコペソ	-3.02%
NZドル	-3.47%
トルコリラ	-3.84%
ブラジルレアル	-4.35%
豪ドル	-4.88%

昨年11月以降、アベノミクスや異次元金融緩和に対する期待で、低金利でかつ下落見込みの円を調達通貨としたキャリー取引が活発に行われてきました。その規模はドルを調達通貨とした取引よりも規模が大きいとの見方があります。そのため、今後一層のリスク回避の動きが起こると、ドルの買い戻しより円の買い戻しの方が大きくなる可能性があり「円高」への注意が必要となります。逆に新興国市場が安定を取り戻せば、FRBの量的緩和縮小・利上げ期待が高まる可能性があり、米金利の上昇はドル高要因に繋がります。また、投資家のリスク許容度が高まることで更なる円キャリー取引も期待されます。この場合「ドル高・円安」が見込まれます。



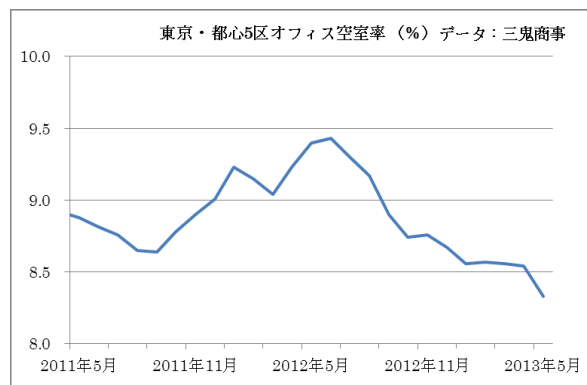
◆◆ オルタナティブ(REIT) ◆◆

4月初め、東証REIT指数は年初から50%近く上昇していたこともあり、利益確定の動きから1600ポイント台を下回って始まったものの、4月4日に日銀が年間200億円のREIT買入枠を300億円に拡大したことが好感され、再び1600ポイント台を回復しました。しかし、その後は高値警戒感から上値が重く、1600ポイントを挟んでもみ合いが続きました。

5月初めから中旬にかけて、1600ポイント台前半から1300ポイント台後半まで約200ポイントも下落しました。その後、REITの好調な決算発表や日銀の継続的なREIT買い入れによって1500ポイント台を回復する場面もあったものの、概ね軟調な展開が続き、東証REIT指数の4月～6月末までの騰落率は-15.0%となりました。

5月以降にREIT市場が調整色を強めた要因は、大きく3つ挙げられます。1つ目は、軟調な展開が続くREIT市場から円安を追い風に堅調な展開が続く株式市場に投資家が資金を振り向けたためと考えられます。2つ目は、日銀によるREITの買い入れ余力の乏しさです。日銀の見通しで年末のREITの保有残高は1400億円ですが、足元はほぼ同水準に近付いています。日銀によるREIT買い入れ額は4月に132億円、5月に40億円、6月に9億円と減少しつつあり、日銀がREIT市場を買い支える効果は低下しています。3つ目は、長期金利が上昇したことです。新発10年物国債の利回りは3月末時点では0.5%台でしたが、5月23日には一時1.0%と、約1年2か月ぶりの高水準となりました。金利が上昇すれば物件を取得するための資金調達コストが膨らみ、REITの収益が悪化することが懸念されます。

とはいえ、REIT市場全体の分配金利回りは、3月末の3%台前半の水準から足元で4%近くまで上昇しており、割安感が強まっています。また、日銀はREITの買い入れを増額する方針を示しており、現在の水準から大きく下振れする可能性は低いと思われます。



裁定取引（アービトラージ）

相場の上下は関係なし

相場が思った方向に動かず儲からないということは、株式投資を行っていて決して珍しい事ではありません。相場を読んで大きく儲けるのも株式投資の醍醐味ですが、大切な資産の運用ともなると堅実さも重要になってきます。その堅実な投資手法のひとつに裁定取引があります。

裁定取引とは、割安な資産を買うと同時に、割高な資産を売り、その鞘が修正されたときの差を稼ぐ取引です。例えば、同じ業種の中で割安な銘柄を買い、割高な銘柄を売るケースや、現物を買って先物を売る（又は現物を売って先物を買う）ケース等があります。特に現物と先物の様に理論的な関係が成り立っている場合、極めてリスクの低い取引が出来ます。そして、売りと買いを同時に行う為、相場の動向に関係なくその鞘が縮まりさえすれば収益を上げられるのが裁定取引の魅力です。

裁定取引の現状

裁定取引として最も知られているのは、日経平均株価とその先物（日経225株価指数先物）、そして東証株価指数とその先物（TOPIX 先物）の裁定取引です。昨年秋から相場の上昇過程において、先物が現物に先行して上昇し割高となるケースが多く、先物を売って現物を買う取引が増えました。その結果、当該取引における現物の買い残は、先年11月の2兆円から今年5月には4兆円強にまで膨れ上がりました。リスクが低い取引ゆえに積極的に活用されていることがこの金額の多さからも窺えます。しかし、この巨大化した取引は、しばしば市場に大きな影響を与え、相場を極端に動かす要因の一つだともいわれています。

裁定取引の利用

日経平均や東証株価指数を対象とした裁定取引を行うには、これらの指数に連動した現物のポジションを瞬時に構築する必要がありますが、それには高度な執行能力と多額の資金を要します。したがって、一般の投資家には困難な取引ですが、今はETFを現物の代替としたり、ミニ先物を利用したりすることで容易になりました。さらに近年は様々な指数が算出されており、それらの指数を対象とする先物やETFが上場されて裁定取引の機会が増えています。

次の表は、現在上場している先物と同一指数を対象としたETFの一覧です。

【先物と同じ指数を対象とする ETF】

先 物	E T F	
日経 225 先物	1320	ダイワ上場投信日経 225
	1321	日経 225 連動型上場投資信託
	1329	iシェアーズ日経 225
	1330	上場インデックスファンド 225
	1346	MAXIS 日経 225 上場投信
	1578	上場インデックスファンド日経 225 ミニ
TOPIX 先物	1305	ダイワ上場投信トピックス
	1306	TOPIX 連動型上場投資信託
	1308	上場インデックスファンド TOPIX
	1348	MAXIS トピックス上場投信
日経 300 先物	1319	日経 300 株価指数連動型上場投資信託
NY ダウ先物	1546	NEXT FUNDS ダウジョーンズ工業株 30 種平均株価連動型上場投信
	1679	simple-X NY ダウジョーンズインデックス上場投信
東証 REIT 先物	1343	NEXT FUNDS 東証 REIT 指数連動型上場投信
	1345	上場インデックスファンド J リート隔月分配型
TOPIX Core30 先物	1310	ダイワ上場投信トピックスコア 30
	1311	TOPIX Coer30 連動型上場投資信託
	1344	MAXIS トピックスコア 30 上場投信
電気機器先物	1610	ダイワ上場投信東証電気機器株価指数
	1613	東証電気機器株価指数連動型上場投資信託
銀行業先物	1612	ダイワ上場投信東証銀行業株価指数
	1615	東証銀行業株価指数連動型上場投資信託

裁定取引の実例

実際に当社のお客様に行っていただいた取引事例を紹介しましょう。

取引の対象は「東証 REIT 先物」と「上場投資信託 J リート(ETF)」です。

先物は取引最終日の翌日に SQ 値(指数構成銘柄の寄付の値段から算出される数値)で決済される仕組みで、それはすなわち最終的に先物の価格と指数とが一致することを意味します。その点に着目して、指数から上に乖離した先物売り建てと同時に、指数に近い価格の ETF を信用取引で買い建てをし、先物の決済日に合わせて ETF を手仕舞いする戦略です。

5 月 23 日に REIT 指数が 1,450 ポイント前後のときに、先物(6 月限)2 単位を 1,545 ポイントで売り建てると同時に ETF を 1,443 円で 2,000 口を信用取引で買い建てていただきました。

そして、先物決済日(6 月 14 日)の朝に、ETF を寄付で売却していただき取引を終えました。その結果、先物は

1,236.37 で決済され、ETF は 1,266 円で売却することとなり、以下のように 212,159 円の利益を上げることが出来ました。
先物と ETF の価格差は 102 円から -29.63 円と縮まり 131.63 円の鞘を取ることが出来ました。

■ 先物【2枚売り】	:	$(1,575 - 1,236.37) \times 2 \text{ 枚} \times 1,000^{\ast} = 617,260 \text{ 円}$
■ ETF【2,000口買い】	:	$(1,266 \text{ 円} - 1,443 \text{ 円}) \times 2,000 \text{ 口} = \Delta 354,000 \text{ 円}$
■ 手数料等諸経費	:	51,101 円
■ 合 計	:	$617,260 \text{ 円} - 354,000 \text{ 円} - 51,101 \text{ 円} = 212,159 \text{ 円}$

※ REIT 先物取引で定められた乗数

この間拘束された資金は、信用取引の 122 万円(決済までの評価損含む)と先物取引の 25 万円、合計 147 万円であったことから当該取引で約 14%の収益を得ることが出来たことになります。

ところで、なぜこのようなポジションが組めたのでしょうか？この日の株式市場は大きく乱れ動く展開で、REIT もその影響を受けていました。先物・ETF 共に対象指数が同じであっても、価格はそれぞれの商品の需給関係によって決定される為に思わぬ乖離が生じたわけです。この事例から、市場が大きく動いている時にこそ有利な裁定機会が生まれることがわかります。

私たち投資家は、市場が混乱すると「リスクがある。」と、往々にして静観したり、一発勝負に出たりといった行動をしがちですが、実はそこにこそ低リスクで収益を上げるチャンスが潜んでいることをしっかりと覚えておきたいものです。

《執筆者》

株式 … 小川 英幸

債券・金利 … 高崎 康史

為替 … 告野 守

オルタナティブ(REIT) … 北野 晃

そうだったのか！「知って納得、証券投資」Vol.47 … 樋爪 功次
裁定取引(アービトラージ)

本資料は、情報提供のみを目的として作成したもので、いかなる有価証券等の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、一般的あるいは特定の投資助言を行うものでもありません。本資料は、信頼できると判断した情報源から入手した情報・データ等をもとに作成しておりますが、これらの情報・データ等また本資料の内容の正確性、適時性、完全性等を保証するものではありません。情報が不完全な場合または要約されている場合もあります。本資料に掲載されたデータ・統計等のうち作成者・出所が明記されていないものは、当社により作成されたものです。本資料に掲載された見解や予測は、本資料作成時のものであり予告なしに変更されます。過去の実績は将来の成果を予測あるいは保証するものではありません。

K 光世証券株式会社

金融商品取引業者 近畿財務局長（金商）第 14 号 加入協会：日本証券業協会

本店 ／ 〒541-0041 大阪府大阪市中央区北浜 2-1-10 TEL:06-6209-0821

東京店 ／ 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町 9-9 TEL:03-3667-7721

