

《 2月 マーケット概況 》

資産クラス	指数	12月	1月	2月	当月リターン	年初来リターン
国内株式	日経平均株価	16,291.31	14,914.53	14,841.07	-0.49%	-8.90%
	マザーズ指数	959.33	956.42	837.20	-12.47%	-12.73%
外国株式	S&P500	1,848.36	1,782.59	1,859.45	4.31%	0.60%
	MSCI Europe	1,722.02	1,759.20	1,690.13	-3.93%	-1.85%
新興国株式	上海総合指数	2,115.98	2,033.08	2,056.30	1.14%	-2.82%
	ムンバイ SENSEX	21,170.68	20,513.85	21,120.12	2.96%	-0.24%
海外金利	米政策金利	0.25	0.25	0.25	-	-
	米国債 10年	3.03	2.64	2.65	-	-
国内金利	政策金利	0.10	0.10	0.10	-	-
	10年物国債	0.74	0.62	0.59	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	105.31	102.04	101.80	-0.24%	-3.33%
	ユーロ	144.73	137.63	140.49	2.08%	-2.93%
コモディティ	ICE 原油(先物)	110.27	105.81	109.07	3.08%	-1.09%
	COMEX 金(先物)	1,203.00	1,239.80	1,321.60	6.60%	9.86%
不動産	東証 REIT 指数	1,515.01	1,497.46	1,504.90	0.50%	-0.67%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,225.49	1,223.94	1,240.62	1.35%	1.23%

データ出所: BLOOMBERG

見 通 し

◆◆ 株式・債券・為替 ◆◆

新興国経済への先行き不安や米国の経済指標の悪化の影響から、日経平均株価は2月5日に一時1万 4,000 円の大台を割込み、ドル円も 100 円台後半まで円高が進むなど、月初は荒れ模様となりました。その後は日経平均の割安感や、休み明けの中国の短期金利が落ち着いて推移したことなどから、日経平均株価は 1 万 5,000 円に回復する場面もありました。しかし、月末にウクライナで親露派政権が親欧米派により倒され情勢が混乱したことを嫌気し、ドル円は円高となり、株価は下落に転じました。

3月に入り、ロシア上院はウクライナの社会、政治情勢が正常化するまでウクライナ国内でロシア軍が活動することを認めました。ウクライナのクリミア自治共和国にはすでにロシア軍の兵士が展開していると見られており、緊張感が高

まっています。欧米はロシアの派兵を非難し、6月にソチで行われる予定である G8の協議をロシアが緊張緩和に向けた行動を採るまでボイコットすることや、ロシアに対し経済制裁を行うことを発表しました。

ウクライナの問題で最も恐れられるシナリオはロシアと欧米の武力衝突ですが、それが起きる可能性はほぼないでしょう。また、ウクライナとロシア軍の衝突の可能性ですが、ウクライナの軍隊は老朽化しており、ロシアに対抗する力はないだろうと見られています。それよりも懸念されるのはウクライナの債務不履行かもしれません。そのため、ウクライナは IMF に金融支援を要請しており、それが了承される見込みです。しかし、6月に償還予定であるウクライナ国債(ドル建て)は利回りが 40%を超えています。一説にはウクライナの債券はアメリカの投資家が 80%ほど持っているという話もあります。しかし、ウクライナの国家債務は 731 億ドルと見られ、破綻しても世界経済にダメージを与える規模ではないでしょう。

その他の注目点として、まずは米国の経済指標の動向が挙げられます。依然、寒波の影響を受けて経済指標はあまり良いものが見られません。天気予報によると3月の2週目の後半辺りから暖かくなり始めるようで、それ以降の経済指標がどのように変化するか注目が集まります。日本国内では増税前の駆け込み需要の反動から、4-6月は景気の落ち込みが予想されていますが、現在の世界の動向を見ていると、その下支えを外需で補うことは難しそうです。追加の政策も期待できないため、日銀の追加金融緩和がいつ行われるかということが市場の動向に影響を与えるでしょう。3月の日銀政策決定会合は3月 10、11 日に行われます。それまでに日経平均株価が 1 万 4,000 円を大きく割込むような展開になっていけば、追加緩和が行われるでしょうが、そうでなければ、それまでに発表される国内の経済指標も少なく、3月の追加緩和の可能性は高くないでしょう。

様々な不安から日本株は年初から下押し展開が続いています。消費増税の不安もありますが、金融政策が株価を下支えすると考えています。ここ最近の下落により 1 月に積み上がった信用買い残高も減少しており、需給的には上がり易い環境が整いつつあると考えています。そのため、下値では押し目買いを入れておきたいところです。

◆◇ オルタナティブ(ヘッジファンド) ◇◆

ヘッジファンドの運用実績を示す世界的な指標であるHFRXグローバル・インデックスは+6.7%と良好な結果となりました。尚、HFR社が算出するその他のヘッジファンド指数の 2013 年のリターンを下の表に示しました。

HFRX 戦略別指数		HFRX 地域別指数	
株式ロング・ショート	+11.1%	日本	+32.8%
イベント・ドリブン	+13.9%	中国	+19.1%
リラティブ・バリュー	+3.0%	北米	+12.5%
マクロ	-1.8%	南米	+1.1%
CTA	-1.3%	欧州	+13.9%

データ出所: HFR社

戦略別では、株式の上下変動リスクを取る戦略のヘッジファンドが概ね良好な運用成績を上げました。代表的な戦略では、株式ロング・ショート戦略やイベント・ドリブン戦略のヘッジファンドの好調さが目立ちました。一方、マクロ経済動向の見通しに基づき、世界中の株式・債券・為替・コモディティ等の市場で収益を獲得しようとするマクロ戦略やコンピューター・プログラムによる売買に特化した CTA 戦略のヘッジファンドに不調なものが目立ちました。

地域別では、日本が+32.8%と極めて良好な結果となりました。昨年、マクロ戦略や CTA 戦略のヘッジファンドは概ね苦戦を強いられましたが、日本ではこれらの戦略のヘッジファンドが円安・株高に乗じて、多くの収益を獲得したと見られます。

マクロ戦略のヘッジファンドとして知られる英国ロンドンを拠点とするブレバン・ハワードは、日本株の上昇と円の下落を見込む取引から、プラスの運用成績を確保することに成功しました。同社は 2003 年に元クレディ・スイス・ファースト・ボストンの債券トレーダー、アラン・ハワード氏によって創立され、現在は約 400 億ドルの運用資産額を誇る欧州最大規模のヘッジファンドです。

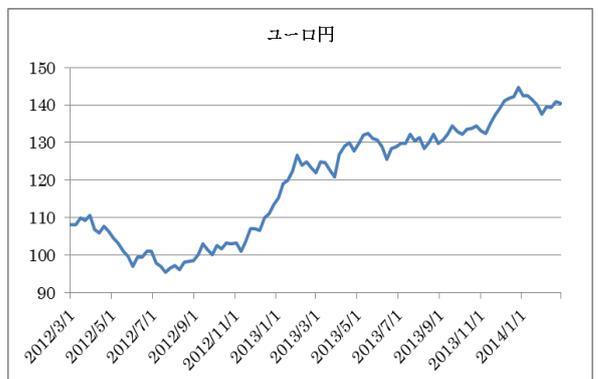
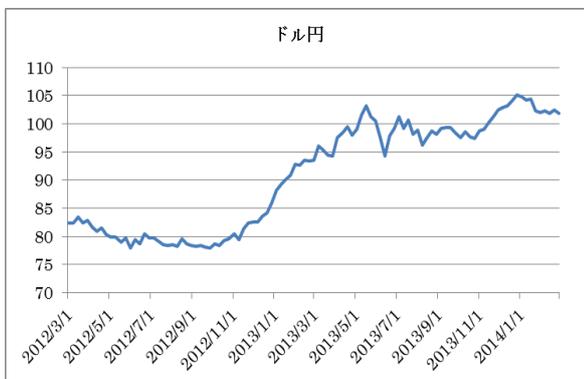
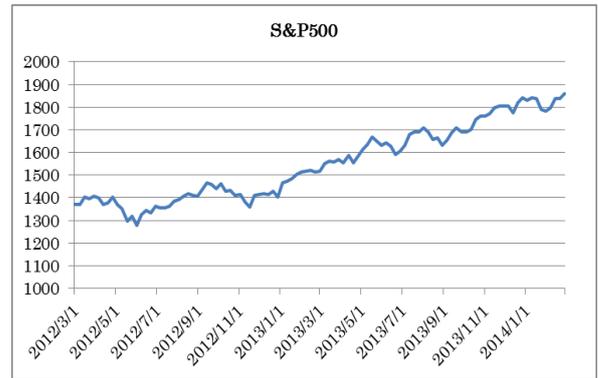
5 月のFRBのバーナンキ議長の発言をきっかけに、米量的緩和の早期縮小懸念が高まり、米長期金利が上昇を始めたことから、主に債券に投資していた同社の傘下ファンドの運用成績は大幅に悪化し、6 月から 8 月まで 3 か月連続で月次の運用成績はマイナスとなりました。

しかし、11 月から量的緩和の縮小を見越したドル買い・円売りと円安に連動しやすい日経平均先物の買いに乗り出し、運用成績を大幅に回復させました。10 月末から年末にかけて、日経平均は約 14%上昇しましたが、これは同社やその他のマクロ戦略のヘッジファンドによる日経平均先物の買いが影響を与えた可能性があります。

2014 年 1 月の日経平均は-8.5%と軟調に始まりました。アラン・ハワード氏は今年も日本に関連する取引で利益を上げるつもりと述べていますが、同時に日本経済が本当に回復しているかどうかを懸念しているとも伝えられています。

今年は米量的緩和の縮小や新興国経済に対する不透明感に加えて、国内では 4 月から実施される消費増税が景気の勢いを失わせる可能性があるため、日本株市場は困難な運用環境が続くかもしれません。上昇相場に依存することなく、個別銘柄のファンダメンタル分析に基づいたポートフォリオ構築に秀でたヘッジファンドが活躍できる年になると考えます。

◆◇ 指標・為替チャート ◇◆



円相場の中長期見通し

2013年の円相場は アベノミクスへの期待や日銀による大規模な金融緩和を背景に長期に亘る円高トレンドから転換し、円はドル、ユーロなど主要国通貨に対して 20%以上下落することとなりました。併せて株式市場は高騰し、日経平均株価で 56%の上昇となりました。

しかし今年に入ってから2カ月間の動きは昨年末迄と様相が変わってきました。為替は年初から円が最も強い通貨となっています。また日経平均株価は大納会の高値から 10%以上下落し、他の主要国の株価指数に比べても大きくアンダーパフォームしています。

最近特に日本株と円の相関性の高さが指摘されていますが、今回は円相場の今後を考えたいと思います。

昨年的大幅な株高は、日本のデフレ脱却に期待する外国人投資家の動きによるところが大きく、年間約 16 兆円の日本株を買い越しました。これは円資産の購入であり円高要因ですが、実際には円高圧力はほとんど見られず、一方的な円安となりました。この背景には、海外勢の日本株への投資には株式買いと同時に為替ヘッジのための円売りが相当規模入っていたためと見られています。

年初からの外国人投資家による日本株の売り越し累計金額は 1 兆円に上りますが、この間にシカゴ通貨先物の円売りポジションはピークから約半減しました。これは「株式売却・円買い戻し」といったポジションの同時解消が行われたと見られています。

このように、株式の売却時に為替ヘッジ目的の円売りポジションも解消され「株安・円高」が同じタイミングで起こるため、現在その相関性が高いのではないかと考えられます。

現状、外国人投資家はアベノミクスの「第三の矢」の停滞や、4 月からの消費増税の影響を見極めたいと日本株への投資をためらっています。今後、中国やウクライナの情勢悪化によるリスク回避のために大規模な株式の売却があれば、同時に解消される円売りポジションも相当規模あると見られ、その際の急激な円高への動きには注意が必要と考えます。

一般に、長期的な視点で為替相場を見る場合には、購買力平価が有用とされています。

購買力平価の考え方は二国間の購買力によって為替レートが決定されるという説であり、二国間で同じものは同じ価格であることを前提にしたものです。これを簡便に利用したものにビッグマック指数や ipod 指数があります。

購買力平価説のもとでは、一方の国で物の値段が上がるとこれを為替レートで均衡させるには物価の上昇した国の通貨は減価(安くなる)することになります。つまり 2 国間の将来の購買力平価はインフレ率の差によってそのレートが導かれることになります。

最近の消費者物価指数を見ると、日本の場合では輸入価格の上昇の寄与も大きく、政府・日銀が目標とするインフレ率 2%に向けて順調な上昇を示しています。一方で米国、ユーロ圏では低インフレ状態が続いています。購買力平価の考えを基にすると、当面はドル、ユーロに対して円安へのバイアスが継続と見られます。

また、日本の経常収支は数年前まで円高にもかかわらず大きな黒字を計上してきましたが、ここ最近では貿易収支の大幅赤字が続き、急速にその黒字額が縮小しています。

経常収支の黒字は外貨資産から円資産への転換に繋がり、円高への圧力がかけられますが、黒字額が縮小しているためその圧力は低くなっています。長年に亘る円高で、輸出企業の生産拠点の海外移転が進み、輸出が円安に反応しにくくなっている構造を考えると、この状況は当面続くと見られます。

今後の為替見通しは、中長期的には円安バイアスが継続すると考えますが、リスク回避時における外人投資家の株式売却に伴う円買い需要には注意が必要です。

ユーロ	26.45%
人民元	24.93%
米ドル	21.39%
NZドル	20.37%
メキシコペソ	19.67%
ブラジルレアル	5.44%
豪ドル	4.13%
トルコリラ	0.69%
南アランド	-2.25%

2013 年対円為替リターン

NZドル	-1.09%
ブラジルレアル	-1.65%
豪ドル	-2.90%
米ドル	-3.44%
ユーロ	-3.68%
人民元	-4.86%
メキシコペソ	-5.07%
南アランド	-5.11%
トルコリラ	-6.43%

2014 年 2 月末までの
対円為替リターン

《執筆者》

株式・債券・為替 … 小川 英幸

オルタナティブ(ヘッジファンド) … 北野 晃

そうだったのか！「知って納得、証券投資」Vol.55 … 告野 守
円相場の中長期見通し

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

