

《 11月 マーケット概況 》

資産クラス	指数	9月	10月	11月	当月リターン	年初来リターン
国内株式	日経平均株価	17,388.15	19,083.10	19,747.47	3.48%	13.16%
	マザーズ指数	767.12	808.34	867.03	7.26%	-4.69%
外国株式	S&P500	1,920.03	2,079.36	2,080.41	0.05%	1.04%
	MSCI Europe	1,490.23	1,595.40	1,563.66	-1.99%	-2.77%
新興国株式	上海総合指数	3,052.78	3,382.56	3,445.41	1.86%	6.51%
	ムンバイ SENSEX	26,154.83	26,656.83	26,145.67	-1.92%	-4.92%
海外金利	米政策金利	0.25	0.25	0.25	-	-
	米国債 10年	2.04	2.14	2.21	-	-
国内金利	政策金利	0.10	0.10	0.10	-	-
	10年物国債	0.36	0.31	0.31	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	119.88	120.62	123.11	2.06%	2.78%
	ユーロ	133.99	132.75	130.05	-2.03%	-10.22%
コモディティー	ICE 原油(先物)	49.71	50.31	44.61	-11.33%	-24.63%
	COMEX 金(先物)	1,116.00	1,142.30	1,065.30	-6.74%	-10.09%
不動産	東証 REIT 指数	1,677.60	1,729.68	1,752.65	1.33%	-7.65%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,181.26	1,198.54	1,189.89	-0.72%	-2.34%

データ出所: THOMSON REUTERS

見 通 し

◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

[11 月の金融市場]

月初に発表された 10 月分の米雇用統計では、非農業部門雇用者数が 27.1 万人と予想を大きく上回りました。その影響から 12 月の FOMC で政策金利の引上げが行なわれるとの見方が増加し、海外市場では投資家の様子見気分が強まりました。

日本市場では月初に郵政 3 社の大型上場がありました。上場後も公募価格を上回る展開から需給環境が良好となったことから、株価は堅調に推移しました。

為替は米国の政策金利引上げを見越して、ドルが対円、対ユーロで強くなりました。米国では長期金利(10 年)が 6bps 上昇しました。

月半ば以降、パリでの同時多発テロや、トルコ軍が国境でロシア軍機を撃墜するなど、地政学リスクが懸念される事件が起りましたが、ひとまず株価には大きく影響していません。

[今後の見通し]

今月の注目は、3 日の ECB 理事会で追加金融緩和が発表された後の市場の反応と、15、16 日に行われる FOMC で政策金利の引上げがあった場合、どのように市場が動くかです。ECB の緩和の方はここ最近の株価の上昇から、ほぼ織り込んだと見られます。一方で、FOMC の政策金利の引上げは織り込みきれていないのではないかと考えられます。

その理由としては、米国企業が減収の状態であるのに、株価は依然として強いことが挙げられます。そのため ECB 理事会後は、米国の利上げを織り込むために、世界的に株価が弱くなる可能性も考えられます。

また注意したい点としては、年末に向けて日本の債券税制の変更により、ドルが弱くなるかも知れないということです。FOMC 後のドル買いの利食いの動きに、税制変更による利食いの動きが重なり、ドルが極端に弱含む動きとなる可能性もあります。しかしそのような動きは一過性のものであると見込まれるため、年末から年始にかけてドルが安くなるような場面があれば、ドルを仕込みたいところです。

見 通 し

◆◇ オルタナティブ(ヘッジファンド) ◇◆

米調査会社ヘッジファンドリサーチ社(HFR)が運用成績を指数化した「ヘッジファンドインデックス」の推移は 10 月以降わずかながら回復傾向を示しています。8~9 月にかけて発生した金融市場の混乱が落ち着きを取り戻し、極端に成

績を落とすファンドが少なくなった事が背景にあります。とりわけ10月以降に回復した株式市場は、ファンドの運用成績向上に貢献したと考えられます。

今年の運用環境は、1月のスイスフランの急騰に始まり、8月の人民元切り下げ、そして原油相場の下落など、波乱要因が多く厳しいものでした。市場からの撤退を余儀なくされたヘッジファンドが散見された一方で、ボラティリティの上昇等で大きな成果を上げたファンドも多数存在しました。

例えば、2,000億円の資産を有し、円やユーロを「売り」としていたフォートレス・インベストメント・グループ傘下のマクロ系ヘッジファンドはスイスフランの上昇で損失が膨らみ、清算の道を選択しました。また、英ライオンゲート・キャピタルは、4,000億円の資産を運用する著名なファンドですが、中国発の金融市場の混乱で運用成績が目立って低迷し、清算に向けて検討を始めました。当該ファンドは、そもそも安定した収益特性を持ち、株式や債券といった伝統的資産との低い相関を目指すものでしたが、重要な局面で期待通りの成績が上げられず、投資家からの解約が相次いだとされています。

反対に、ボラティリティそのものを収益の源泉とするファンドにおいては、市場の混乱が大きな収益に繋がりました。アルミテス・キャピタル・マネジメントの様に1か月余りで18%の成績を上げるファンドもありました。これらの多くは、市場の方向性には関係なく、オプション取引で原資産の変動率の予測を基に持ち高を構成する「ボラティリティ・アービトラージ」等の手法を駆使しています。また、グリーンウッズ・ゴールドデン・チャイナ・ファンドやマルコポーロ・ピュア・チャイナ・ファンド、スプリングス・チャイナ・オポチュニティーズ・ファンドなどは10月以降の中国株式の回復の恩恵を受け、年初来10%以上の運用成績を上げています。

9月にはカリフォルニア州職員退職年金基金(カルターズ)が運用資金の一部をヘッジファンドに投資することを検討していると伝わりました。これは金融市場の混乱を受けて、分散投資の効果を高める目的でヘッジファンドを導入する典型的な事例です。わかりにくさや品揃えの制約があり、なじみが薄いヘッジファンドですが、株式や債券といった伝統的な資産の代替投資として定着しつつあります。

【ヘッジファンドインデックスと主な戦略別の運用成績(月別騰落率)】

	2015年				
	年初来	11月	10月	9月	8月
ヘッジファンド・インデックス	-2.34%	-0.72%	1.46%	-2.07%	-2.21%
株式ロング・ショート	-1.24%	0.04%	1.90%	-2.08%	-3.08%
イベント・ドリブン	-6.06%	-1.85%	2.23%	-3.24%	-2.92%
レラティブ・バリュー	-1.20%	-2.25%	1.91%	-2.04%	-0.84%
マクロ	-0.57%	1.97%	-0.94%	-0.55%	-1.92%
CTA	0.19%	2.54%	-2.16%	0.76%	-1.96%

データ出所: HFR社

原油価格の見通し

現在、原油価格は、WTIは40ドル台前半で推移しています。昨年12月の60ドル台後半の価格から3分の2程度の価格まで下落しています。その原因は、原油が供給過剰になっていることが考えられます。現在、世界の原油生産量は9548万バレル/日量、それに対して、消費量は9386万バレル/日量と約162万バレルの供給過剰です。この需給ギャップが解消されていかなければ原油価格の上昇は難しいでしょう。

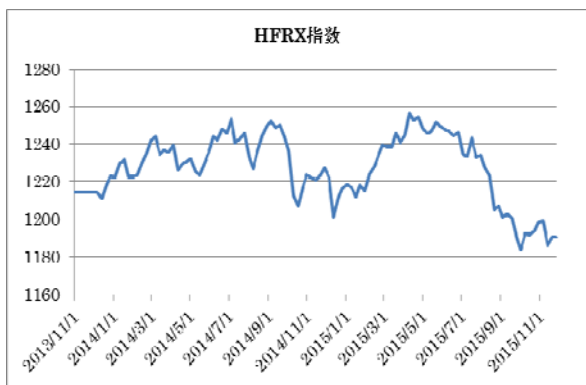
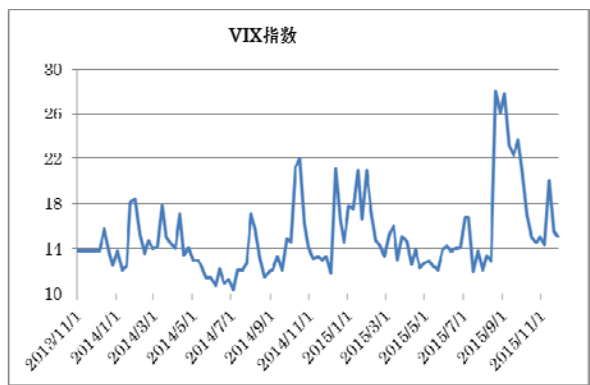
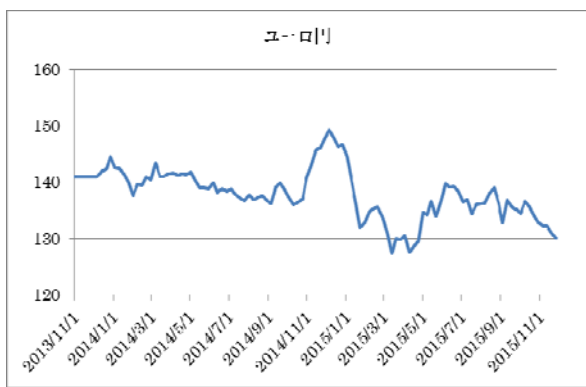
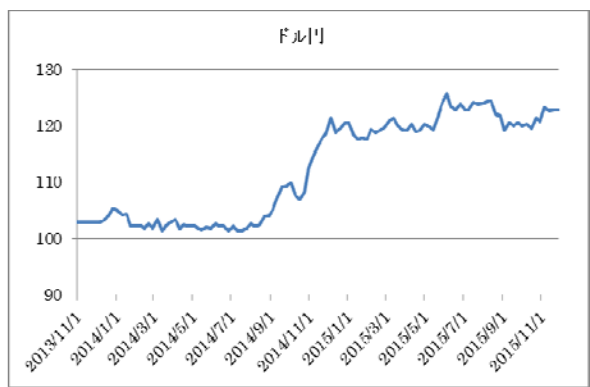
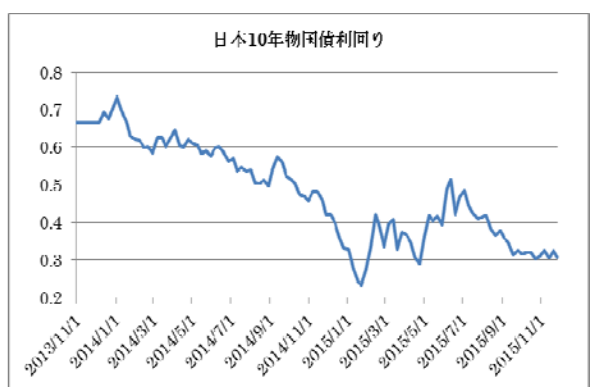
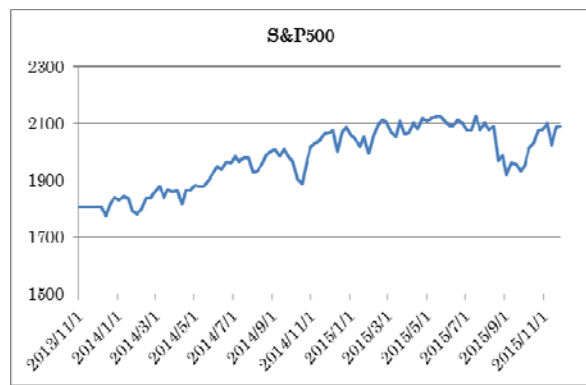
では、2016年には、このギャップは解消する方向へ向かっていくのでしょうか。2016年の世界の需要見通しは9526万バレル/日量で140万バレルの増加予想になっていますが、これは原油価格の下落による需要の増加であり、新興国や欧州経済の低迷(特に中国経済)が続くため大幅な需要の増加は期待できないでしょう。

一方、2016年の供給見通しは9566万バレル/日量です。その通りなら、需給ギャップは30万バレルまで縮小することになります。しかし、実際には需給ギャップは拡大する可能性さえあるように思われます。現に、12月4日のOPEC総会で、減産を見送り原油の生産目標の設定をせずに、現状の生産量(3200万バレル/日量)を追認されました。これは、原油の生産量を落として原油価格を上げるよりも、低価格で原油を増産することで、OPEC産原油のシェアを拡大して、高コストの原油(シェールオイル、ロシア)などを減産に追い込んでいく戦略を続けるということです。事実アメリカの原油生産は、足元では頭打ちになっており、このままいけば、アメリカも減産せざるを得なくなるでしょう。OPECとしても生産の抑制もしやすくなり、場合によっては超過供給の解消に向けて生産調整を加速することができるかもしれません。ただし、この戦略が成功するためには、2016年後半に経済制裁を解除されて原油市場に復帰するイランが供給する予定になっている100万バレルを現状の3000万バレル/日量の目標の中に収めるための調整が必要になってきます。もしこれができなければ、アメリカが減産する分を相殺してしまうことになってしまいます。需給改善の見極めにはまだ時間がかかるのではないのでしょうか。

以上のことから、原油の需給バランスは、2016年も供給過多の状況が続きそうです。非OPEC産油国の減産により供給過多は徐々に改善されていくでしょうが、需給関係の悪さが上値を抑えることになり、2016年も原油価格の長期低迷は脱しきれないと思われれます。

(原油見通しはアメリカエネルギー情報局EIAの数字を参照)

◆◇ 指標・為替チャート ◇◆



《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) … 樋爪 功次

そうだったのか!「知って納得、証券投資」Vol.77
原油価格の見通し … 橋高 英祐

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

