

## 《 2020年4月 マーケット概況 》

資産クラス	指数	2月	3月	4月	当月リターン	年初来リターン
国内株式	日経平均株価	21,142.96	18,917.01	20,193.69	6.7%	-14.6%
	マザーズ指数	700.63	620.09	791.44	27.6%	-11.8%
外国株式	S&P500	2,954.22	2,584.59	2,912.43	12.7%	-9.9%
	MSCIEurope	1,573.27	1,341.52	1,417.46	5.7%	-20.6%
新興国株式	上海総合指数	2,880.30	2,750.30	2,860.08	4.0%	-6.2%
	ムンバイ SENSEX	38,297.29	29,468.49	33,717.62	14.4%	-18.3%
海外金利	米政策金利	1.75	0.73	0.25	-	-
	米国債 10年	1.16	0.67	0.65	-	-
国内金利	政策金利	0.10	0.10	0.10	-	-
	10年物国債	-0.15	0.02	-0.04	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	108.07	107.53	107.17	-0.3%	-1.3%
	ユーロ	119.15	118.59	117.40	-1.0%	-3.6%
コモディティー	ICE 原油(先物)	44.76	20.10	18.84	-6.3%	-69.1%
	COMEX 金(先物)	1,566.70	1,596.60	1,694.20	6.1%	11.2%
不動産	東証 REIT 指数	2,017.50	1,595.19	1,576.43	-1.2%	-26.5%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,279.08	1,203.85	1,238.51	2.9%	-4.2%

### ◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

#### [ 4月の金融市場 ]

4月の日本株式市場は、3月の歴史的な大荒れ相場を受けて月初めこそ不安定なスタートとなりましたが、その後は徐々に底堅い動きとなり月間を通じて回復基調を維持する展開となりました。感染拡大の勢いが止まらず、4/7の7都道府県に続き4/16には全国に非常事態宣言が発令され、实体经济への影響はかつて経験したことがないほど甚大という事態に陥りましたが、マーケットは感染の沈静化とその先の回復への期待を先取りしている格好です。世界的に未曾有の金融、経済対策が早い時期から打ち出されたことがセーフティーネットとして機能しています。日経平均は月末に半値戻りである20,000円の大台を回復するなど月間パフォーマンスは+6.7%となりました。TOPIXは+4.3%の上昇にとどまり再びNT倍率は上昇に転じました。個人投資家の比率が高いマザーズ指数は、ワクチン開発期待からアンジェスが急騰するなどバイオベンチャーとIT関連銘柄がけん引して+27.6%と大幅高となりました。

米国株は、国内感染者数の大幅拡大が収まらず雇用状況などの景気指標が記録的な落ち込みを見せる中、MGAFが主導する形で戻り歩調の底堅い値動きが継続しました。ダウの月間騰落率は+11.1%でしたが。ナスダックはIT関連銘柄を中心に+15.4%と高パフォーマンスとなっています。

為替相場は全体的に方向感がはっきりせず、ドル円相場も107円~109円のレンジで動き先月までに較べて安定的に推移しました。

米国10年債金利は、FRBの無制限の国債買取りを背景にボラティリティが急低下し、月間を通じて0.6%台の小動きに終始しました。

#### [ 今後の見通し ]

依然新型コロナウイルスの世界的な感染拡大が続いていますが、多くの地域で感染者数や死者数の増加ペースがピークアウトしたとの見方が台頭しています。ヨーロッパや米国の一部の州では、経済活動再開に向けた動きが見られます。日本においても、緊急事態宣言が延長される一方で、新規感染者数の減少傾向から部分的な自粛緩和が取り沙汰されています。こうした足元の状況は、ここ1カ月金融市場のリスクオフの背景であった早期回復期待に沿う流れですので、予想通りにいい方向に向かうとの安心感と楽観論につながっています。一方で規制緩和による感染拡大第二波や本格稼働までの障害の大きさを危惧する向きがありますが、そうした懸念が確認されるまでタイムラグがありますので当面はポジティブ材料が勝る局面と見ています。

とは言え、日経平均株価はすでに下落幅の半値戻りを達成し、米国ナスダックは早くも年初の水準を回復しています。また、過去の大暴落時の一番底からの自律反発相場と照らし合わせても、今回の戻りピッチは速く値幅も大きくなりつつあります。経済活動再開の好材料をある程度織り込んでいますので、短期的に見てここからの

株価上昇には外部環境の好転ニュースとは裏腹にやや警戒が必要と考えています。

2015年から2016年にかけて株価大幅下落を余儀なくされたチャイナショックの調整局面では、主力銘柄が2016年2月に一番底をつけた後5月までバイオベンチャー株を中心にマザーズ銘柄が急騰した相場がありました。足元ではワクチン開発期待や在宅関連銘柄でよく似た動きが見られます。当時はマザーズ指数が5月に天井をつけた後日経平均が6月に2番底をつけ主力銘柄の本格上昇相場がスタートしました。今回も4月以降のマザーズ指数の活況が数か月先の主力銘柄本格上昇の先駆けではないかと思っています。5月の日経平均予想レンジは19,000-21,000円と考えます。

## 見 通 し

### ◆◇ オルタナティブ(ヘッジファンド) ◇◇

#### [ 4月のヘッジファンド動向 ]

米調査会社ヘッジファンドリサーチ社(HFR社)が算出する4月のヘッジファンド・インデックスは、プラス2.88%と反発しました。

4月の金融市場は、新型コロナウイルスが世界経済に与える影響を懸念しながらも、中国やヨーロッパにおける感染者数の伸び率鈍化や各国中央銀行の緩和政策が奏功し、落ち着きを取り戻しました。株式市場では、NYダウが3月の安値から約30%、日経平均は約20%の戻りを示しました。恐怖指数と称されるVIX指数が30ポイント台に低下し、米10年国債利回りが0.6%台で安定するなど、投資家の不安心理が後退したことが窺えます。一方、落ち着きを取り戻したかに見えたWTI(原油先物市場)の価格が20日、史上初のマイナスに陥り再び波乱の様相を呈しました。この動きは、WTIに連動する金融商品に破綻の可能性が生じる等、今後も金融市場への影響が懸念されます。このような中、ヘッジファンドはCTAを除く全ての戦略でプラスとなりました。

#### 【株式ロング・ショート】

この戦略は、ロング(買い)の持ち高を厚めにするファンドが多く、株式相場の回復に伴って成績は上昇しました。月間の成績で4%を超える上昇は2003年3月以来17年ぶりとなります。

## 【イベント・ドリブン】

コロナ禍で大型の M&A やエクイティ・ファイナンスなどが減少し、案件不足に悩まされました。しかし株価の上昇を受けて、既に動いているイベントに対する投資が成績を押し上げました。

## 【レラティブ・バリュー】

各国の中央銀行が行う緩和政策により債券価格が落ち着き、イールドカーブのフラット化が進みました。債券市場のボラティリティが低下し、投資環境が好転したことが成績の向上に繋がりました。ケン・グリフィン氏率いるシタデルが 20 億ドルを集めたと話題になっていますが、これもレラティブ・バリュー戦略の債券ファンドです。

## 【マクロ】

株や為替等の異なった資産の相関が希薄化し、成績が伸び悩みました。新型コロナウイルスの影響による経済の先行き不透明感が強く、戦略の構築が難しい局面が続いています。

## 【CTA】

主な投資先の一つである原油市場が波乱含みの動きとなり、マイナスの成績となりました。株式市場のトレンドフォロー戦略については好条件だったにも係わらず原油取引でのマイナスを補えきれませんでした。

### 【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）】

	年初来	2020 年				2019 年	
		4 月	3 月	2 月	1 月	12 月	11 月
ヘッジファンド・インデックス	-4.17%	2.88%	-5.88%	-1.44%	0.41%	1.22%	1.03%
株式ロング・ショート	-9.44%	4.49%	-9.58%	-3.83%	-0.33%	1.22%	0.88%
イベント・ドリブン	-2.93%	2.73%	-5.48%	-0.53%	0.51%	2.03%	2.07%
レラティブ・バリュー	-2.60%	3.00%	-6.07%	-0.01%	0.68%	1.01%	0.30%
マクロ	-0.70%	0.49%	-0.81%	-1.19%	0.82%	0.30%	0.91%
CTA	0.65%	-0.13%	1.11%	-1.11%	0.79%	-0.55%	1.52%

データ出所：HFR 社

## 原油先物価格がマイナス？

先月4月20日のNY原油先物市場で、その時点での受渡期間が最も短い5月限（取引最終日は4月21日）の終値価格が1バレルあたり-37.63ドルと、原油先物市場の歴史上、初めてのマイナス価格となったことが大きな話題となりました。通常の取引であれば、買い手は売り手に代金を支払い、品物を購入します。しかし、マイナス価格での取引では、買い手は売り手から代金を受け取り、品物を購入することになります。なぜ、このような取引が成立したのでしょうか。その経緯についてみてみます。

先物市場といえば、原油などの商品先物以外に、NYダウ平均や日経平均などの株価指数先物があります。株価指数先物は取引最終日を迎えると「差金決済（売却金額と買付金額との差額の授受により決済）」によって決済されるのに対し、原油先物は取引最終日までに反対売買により決済しなければ、「現引き・現渡し」によって決済されます。つまり、原油先物の売り手は買い手に対して原油の現物を渡すことになります。

基本的に、原油先物市場は将来の原油価格の変動リスクを回避するために取引されます（原油生産者が将来の原油価格の下落リスクを回避するために原油先物を売り建てるなど）。原油の需要と供給がそれなりに釣り合っていれば、先物市場で大きな価格変動は起きにくいですが、今回は以下の理由により先物価格が急落し、マイナス価格となったと考えられます。

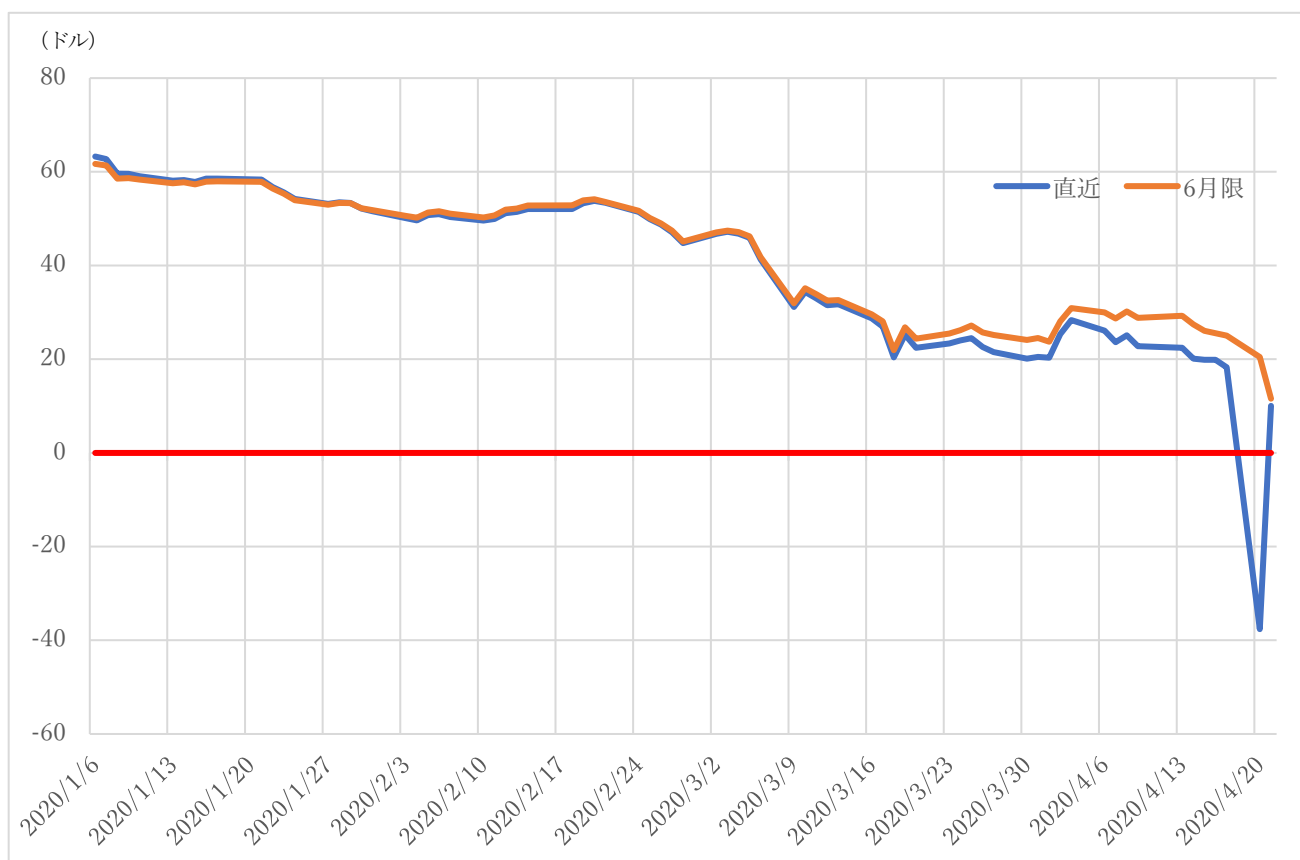
- 新型コロナウイルスの影響によりエネルギー需要が大きく落ち込み、原油の在庫が急増
- 原油現物の受け渡しが行われるオクラホマ州クッシング地区の貯蔵能力がほぼ限界
- 原油の生産者は在庫を積み増すことが困難なため、先物を売り建て、先物の買い手に原油を現渡ししようとする
- 原油の貯蔵能力がほぼ限界のため、先物の買い手は原油を現引きせずに反対売買することで売決済しようとする

これらの要因が重なり、ニューヨーク・マーカンタイル取引所もマイナス価格を容認したため、原油先物市場の歴史上、初めてのマイナス価格となりました。ただし、マイナス価格となったのは5月限であり、取引最終日が先となる6月限（取引最終日は5月19日）などはマイナス価格となりませんでした（図1参照）。もっとも、今後の原油需給次第で、6月限も再びマイナス価格をつける恐れはあります。

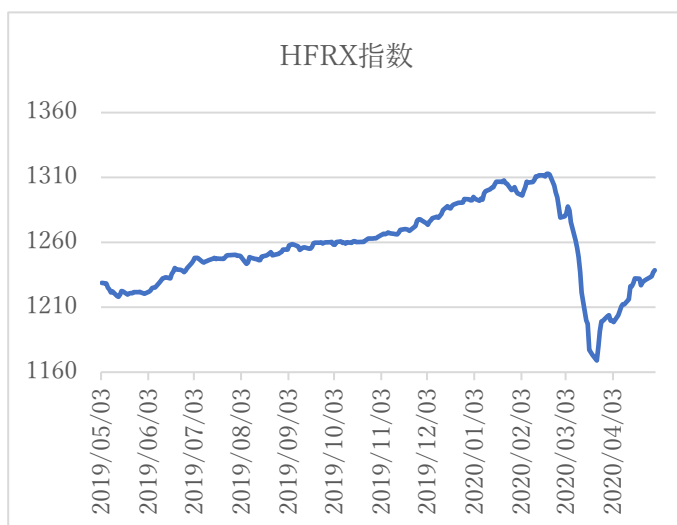
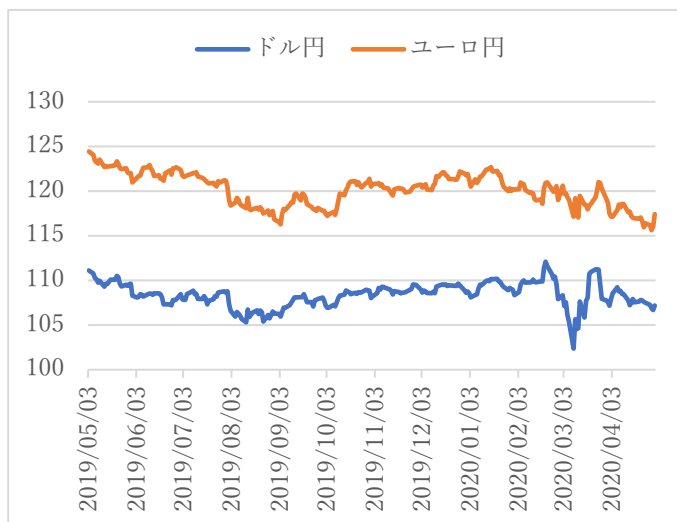
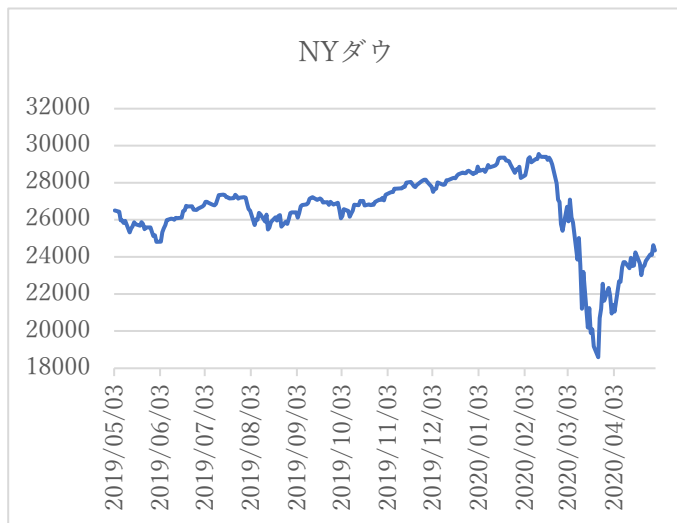
米国のシェールオイル開発企業の採算ラインは1バレルあたり40ドル～50ドルとされ、これらの企業の多く

は開発用資金をハイイールド債の発行により調達しています。このまま原油需給が改善せず原油価格が上昇しなければ、これらの企業の経営破綻を招き、ハイイールド市場の暴落につながる可能性があることに注意が必要です。

【 図1. WTI原油先物チャート 】



# ◆◇ 指標・為替チャート ◇◆





《執筆者》

株式・債券・為替 . . . 西川 雅博

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.130  
原油先物価格がマイナス？ . . . 八木 宣行

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。

本資料の表・グラフのデータ出所：THOMSON REUTERS 他

## 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

