

《 2021年 3月 マーケット概況 》

資産クラス	指数	1月	2月	3月	当月リターン	年初来リターン
国内株式	日経平均株価	27,663.39	28,966.01	29,178.80	0.7%	6.3%
	マザーズ指数	1,208.96	1,214.09	1,203.28	-0.9%	0.6%
外国株式	S&P500	3,714.24	3,811.15	3,972.89	4.2%	5.8%
	MSCIEurope	1,812.80	1,854.48	1,905.02	2.7%	3.5%
新興国株式	上海総合指数	3,483.07	3,509.08	3,441.91	-1.9%	-0.9%
	ムンバイ SENSEX	46,285.77	49,099.99	49,509.15	0.8%	3.7%
海外金利	米政策金利	0.25	0.25	0.25	-	-
	米国債 10年	1.07	1.41	1.74	-	-
国内金利	政策金利	0.10	0.10	0.10	-	-
	10年物国債	0.05	0.16	0.09	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	104.68	106.58	110.70	3.9%	7.2%
	ユーロ	127.04	128.68	129.83	0.9%	3.0%
コモディティー	ICE 原油(先物)	52.20	61.50	59.16	-3.8%	22.0%
	COMEX 金(先物)	1,850.30	1,728.80	1,715.60	-0.8%	-9.5%
不動産	東証 REIT 指数	1,846.41	1,929.15	2,013.08	4.4%	12.8%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,378.20	1,399.11	1,398.30	-0.1%	1.3%

◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

[3月の金融市場]

3月の日本株式市場は、2月末の急落相場を受けて前半は不安定な動きとなりました。3/5には日経平均で一時28,300円近辺まで下げ、2/16高値からの下落幅は2,400円に及ぶ場面がありました。米国株式市場が10年債金利の上昇を懸念して調整色を強めたことが要因となりました。その後は一旦反発相場となりましたが、コロナ感染再拡大を嫌気する向きもあり短期間で強弱が入れ替わる方向感の定まらない月となりました。日経平均の月間パフォーマンスは、月中に比較的大きな上げ下げがあったものの結局+0.7%の小幅上昇で取引を終えました。TOPIXは+4.8%と久しぶりに日経平均をアウトパフォームしNT倍率は急低下しました。マザーズ指数は主要指数と連動する動きが見られたものの、0.9%の下落となり上値の重い値動きが続きました。

米国株は、月初旬には長期金利の上昇を警戒してグロース株を中心に大幅安となりましたが、その後は1.9兆ドル規模の追加経済対策が成立するなど景気回復への期待が高まり持ち直す動きが見られました。ダウの月間騰落率が+6.6%に対してナスダックはかろうじて+0.4%となり、グロース株からバリュー株へ資金シフトする傾向が見られました。

為替相場では、日米の金利差が今後も拡大するとの見方が広がり、ドル円で106円台から約1年ぶりとなる110円台まで円安の動きが強まりました。ユーロ円も前月のユーロ高の流れが続き128円台から一時130円台まで買われましたが月後半はやや伸び悩む展開となりました。

米国10年債金利は、景気回復期待や物価上昇圧力の高まりから月初の1.4%台から1.7%台までじりじりと上昇しました。大阪金先物は手掛かり難で小幅ボックスの動きが続きました。

[今後の見通し]

3月の日銀短観で大企業製造業業況判断指数(DI)が+5と前回の2020年12月調査から15ポイント改善してプラス圏に浮上しました。業種別では特に電気機器+24ポイント、鉄鋼+22ポイントの改善が目立っています。非製造業や中小企業では依然マイナス圏に留まっているものの昨年来の改善傾向は続いています。国内でコロナ感染の再拡大が懸念される状況ですが、米中など海外経済活動の持ち直しにより輸出や生産活動が拡大して景況感には上向きを維持出来ています。IMFは4月になり2021年世界成長率の予測を1月の5.5%から6.0%に上方修正しました。昨年後半の主要先進国の株価上昇の背景になった実体経済の楽観的見通しが裏付けられる方向ですので、投資家はマーケットの先行きに自信を深めている状況と言えるでしょう。

米国株は依然長期金利動向に神経質になっています。3月のISM非製造業景況指数が統計史上最高となるなどワクチン接種の進展と経済対策効果から、今後も上昇圧力は継続していく可能性が高そうです。ただ、現状のよ

うな市場金利の節度ある上昇なら、株式市場が景気回復のプラス側面として消化していくことから株価への悪影響は限定的なものになると見ています。少なくとも夏頃までは、景気回復が鮮明になる過程でインフレ率の上昇に至らず、金融緩和が継続するという「適温経済」の状況になるというのがメインシナリオでしょう。

日本株は2月以降グロース株からバリュー株へ流れが変わりましたが、4月になりハイテク中心のグロース株が盛り返す動きが見られます。例年外国人が買い越し基調を強める時期ですので、グローバル投資家の投資基準に見合う銘柄が買われ易いようです。また、4月後半からは企業決算の発表が本格化しますので、当面は日経平均型かTOPIX型かという色分けではなく、今期業績上振れ期待銘柄が個別に物色される相場を想定しています。4月から5月にかけての日経平均予想レンジは28,500–30,500円です。

見 通 し

◆◇ オルタナティブ(ヘッジファンド) ◇◆

[3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3月のヘッジファンド・インデックスは、-0.06%と僅かに反落しました。

3月の金融市場は日米欧の金融当局が緩和的な金融政策の継続を取り決めたことに加え、米議会在1.9兆ドルの経済対策法案を可決したことなどを受けて、景気回復を意識した動きとなりました。

株式市場は、中国やブラジルなど一部の新興国市場で下落が見られたものの概ね堅調に推移しました。なかでもNYダウやS&P500指数が史上最高値を更新し、米国経済に対する投資家の期待が窺えました。他方、米長期金利の上昇でドル高が進行した為、ブラジル、ロシア、トルコが自国通貨防衛のための利上げに踏み切り、為替市場のボラティリティが一時的に大きく上昇しました。

このような中、ヘッジファンドは株式ロング・ショートとCTA戦略がプラスとなりました。

【株式ロング・ショート】

ロング(買い)にポジションを傾けるファンドが多い中、株式市場が堅調に推移したことがプラスに繋がりました。しかし後半は、割高な成長株が買い直される一方で割安な景気敏感株が売られる状況となり成績は伸び悩みました。

【イベント・ドリブン】

コロナ禍で事業再編のM&Aが後を絶ちません。パナソニックがソフト大手のブルーヨンダーを7,000億円で買収することや、日立製作所がグローバルロジックを1兆円で買収することが報じられました。ヘッジファンドは大きな利益機会を得ることになり、今後の成績向上が期待されます。

【レラティブ・バリュー】

米10年国債の利回りが1.4%台から1.7%台まで上昇（価格は下落）しましたが、同2年債の利回りはむしろ低下傾向を示し、イールドカーブのスティープ化（利差の拡大）が進みました。イールドカーブのフラット化（利差の縮小）に賭けたファンドにとっては厳しい結果となりました。

【マクロ】

一部の新興国で予想外の利上げが実施され、それがマイナスに影響しました。金融市場ではビル・ファン氏率いるアルケゴスキャピタルの破綻が耳目を集めました。サービスを提供していた金融機関が大きな損失を計上するに至り、取引の不透明さが露呈しました。しかし、今後予想される開示ルールの厳格化は投資家にとっては朗報と言えます。

【CTA】

株式市場でのプログラム売買が功を奏しました。特に流動性が高いNYダウやS&P500指数先物取引でのトレンドフォロー戦略が有効に働いたと思われます。その一方で、WTI（原油先物）や金先物市場の動きは芳しくなく、利益機会に恵まれませんでした。

【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	2021年			2020年		
		3月	2月	1月	12月	11月	10月
ヘッジファンド・インデックス	1.29%	-0.06%	1.52%	-0.16%	2.45%	2.82%	-0.22%
株式ロング・ショート	2.65%	0.87%	2.84%	-1.04%	3.60%	4.59%	-0.54%
イベント・ドリブン	1.71%	-0.24%	1.33%	0.62%	2.18%	2.13%	-0.22%
レラティブ・バリュー	-0.09%	-0.82%	0.41%	0.32%	1.13%	2.29%	0.36%
マクロ	0.52%	-0.18%	1.29%	-0.58%	2.97%	1.70%	-0.51%
CTA	2.72%	0.41%	2.96%	-0.64%	3.95%	0.71%	-0.97%

データ出所：HFR社

どうなる？今後の日経平均銘柄

3月19日に日銀金融政策決定会合の結果が発表されました。

その内容は、イールドカーブコントロールによる10年国債金利の変動幅25bpの明確化や、ETFの買い入れの約12兆円枠は維持したものの、年間原則6兆円の買いの文言を撤廃することなどでした。なかでも「ETFの買い入れをTOPIXに連動するもののみとする」という発表は市場に大きなインパクトを持って受け止められました。

その結果、TOPIXの19日の終値が+3.7Pt(+0.18%)で上昇して引けたのに対して、日経平均は424円(-1.4%)下落して引けました。

これらのことから、日経平均採用銘柄の中で3月19日にとくに反応の大きかった上位20、下位20銘柄のPERや日経平均、TOPIXの構成比率を比べてみました。

【3/19の日経平均上昇率上位20銘柄】

銘柄名	3/19終値	3/18比(%)	PER(直近12ヶ月)	同業種PER中央値	日経平均構成比率	TOPIX構成比率
日経平均	30019.38	-1.41	-	-	-	-
ふくおかFG	2407	6.36	9.18	9.03	0.05	0.07
日本郵政	1095	4.48	10.82	10.2	0.13	0.27
本田技研工業	3471	4.45	10.92	16.17	0.83	0.96
千葉銀行	810	4.25	11.32	9.03	0.09	0.09
日本郵船	3935	4.24	6.21	13.85	0.05	0.11
T&D HLDG	1519	4.11	5.61	10.29	0.04	0.15
ジェイエフイーHLDG	1385	3.98	-21.06	14.63	0.02	0.14
ニコン	1007	3.81	-11.47	12.82	0.13	0.06
長谷工コーポレーション	1664	3.68	9.47	12.59	0.04	0.06
東京電力HLDG	370	3.64	4.21	15.87	0.00	0.12
クラレ	1333	3.57	52.94	20.45	0.16	0.07
旭化成	1377.5	3.53	22.83	20.45	0.16	0.31
日野自動車	1057	3.53	-59.25	16.17	0.12	0.04
あおぞら銀行	2720	3.50	10.57	9.03	0.03	0.05
シャープ	1898	3.43	21.76	12.82	0.24	0.08
三菱重工業	3648	3.40	61.07	21.37	0.04	0.20
日本製鉄	1890.5	3.36	-20.7	14.63	0.02	0.33
りそなHLDG	496.5	3.31	8.86	9.03	0.01	0.19
日産自動車	624.1	3.14	-5.3	16.17	0.08	0.26
三菱ケミカルHLDG	873.4	3.09	-31.67	20.45	0.05	0.20

(REFINITIVのデータより作成)

【 3/19 日経平均下落率上位 20 銘柄 】

銘柄名	3/19終値	3/18比(%)	PER(直近12ヶ月)	同業種PER中央値	日経平均構成比率	TOPIX構成比率
日経平均	30019.38	-1.41	-	-	-	-
ファーストリテイリング	91020	-6.10	63.1	9.34	10.81	0.42
キッコーマン	7000	-3.98	45.65	15.92	0.84	0.18
コナミHLDG	6850	-3.66	29.11	27.6	0.83	0.09
Z HLDG	581.1	-3.39	42.18	22.66	0.03	0.28
セイコーエプソン	186	-3.37	36.38	12.74	0.47	0.08
安川電機	5440	-3.20	69.16	19.87	0.69	0.22
ファナック	26715	-2.93	56.29	19.87	3.35	0.87
富士通	16055	-2.73	17.79	22.55	0.21	0.54
エヌ・ティ・ティ・データ	1723	-2.66	27.38	22.55	1.07	0.16
太陽誘電	5520	-2.65	26.35	19.94	0.68	0.09
東京エレクトロン	42130	-2.59	30.52	19.05	5.72	0.98
リクルートHLDG	5196	-2.57	66.41	16.6	2.00	1.34
ネクソン	3545	-2.48	43.82	22.55	0.45	0.33
ソフトバンクグループ	9969	-2.46	5.53	13.52	6.82	2.60
エムスリー	7595	-2.43	136.81	22.55	2.28	0.47
資生堂	7979	-2.18	-1937.27	14.42	0.92	0.54
サイバーエージェント	7440	-1.98	103.6	22.66	0.05	0.16
国際石油開発帝石	796	-1.97	-20.41	10.52	0.04	0.14
第一三共	3347	-1.79	105.25	19.52	0.41	1.04
ユニチカ	439	-1.79	6.8	8.5	0.01	0.00

(REFINITIV のデータより作成)

これらを見ますと、3月19日の日銀の政策決定会合の発表を受けて前日比で下落した銘柄の多くは、日経平均の構成比率がTOPIX構成比率よりも大きい銘柄であり、さらに同業種と比べてPERが大きい銘柄であったことが分かります。

日銀の3月23日の発表によると、TOPIXに連動するETFのみの買い入れに変更するのは2021年4月1日からとなっています。3月19日に銘柄間で格差が出たように4月1日以降にも同様の格差が生まれるように思われます。とくに相場が下落した際には、日経平均のETFには買いが入らなくなりますので、PERが同業他社よりも高く日経平均の構成比率がTOPIX構成比率より大きい銘柄が下落して、日経平均の構成比率よりもTOPIX構成比率が大きい銘柄が下げ渋る傾向が強まる可能性が考えられます。

そこで、日経平均の中でも今までのETFの買い入れにかかわらず割安である銘柄、割高である銘柄をリストにしました。まず、日経平均のPER、PBRと比べて、そのあとに同業種のPERの中央値と比べました。そして最後にPER×PBRを計算して割安、割高な順に並べました。今後の投資のご参考にされてはいかがでしょうか。

【 日経平均、同業種に対して割安な銘柄リスト 】

銘柄	直近12ヶ月PER	同業種のPER中央値	PBR	日経PERとの差	日経PBRとの差	PER×PBR
日経平均株価	24.82		2.31			57.39
クレディセゾン	6.79	8.84	0.52	-18.03	-1.79	3.52
日本郵政	10.13	15.68	0.41	-14.69	-1.90	4.17
ふくおかフィナンシャルグループ	9.12	8.80	0.48	-15.70	-1.83	4.40
野村ホールディングス	6.06	11.08	0.73	-18.76	-1.58	4.42
りそなホールディングス	8.89	8.80	0.53	-15.93	-1.79	4.68
中部電力	8.47	15.68	0.57	-16.35	-1.74	4.82
みずほフィナンシャルグループ	10.58	8.80	0.49	-14.24	-1.82	5.20
新生銀行	9.90	8.80	0.54	-14.92	-1.77	5.35
三井住友トラスト・ホールディングス	10.14	8.80	0.58	-14.68	-1.73	5.91
三井住友フィナンシャルグループ	11.75	8.80	0.53	-13.07	-1.78	6.22
太平洋セメント	8.08	10.21	0.86	-16.74	-1.46	6.92
大林組	7.63	9.93	0.92	-17.19	-1.39	7.03
関西電力	12.30	15.68	0.70	-12.52	-1.61	8.62
トクヤマ	7.48	20.27	1.21	-17.34	-1.10	9.07
鹿島建設	8.47	9.93	1.08	-16.35	-1.23	9.16
双日	13.45	13.68	0.69	-11.37	-1.62	9.27
清水建設	10.08	9.93	1.00	-14.74	-1.32	10.03
長谷工コーポレーション	9.21	9.93	1.22	-15.61	-1.09	11.28
宇部興産	15.07	20.27	0.77	-9.75	-1.54	11.62

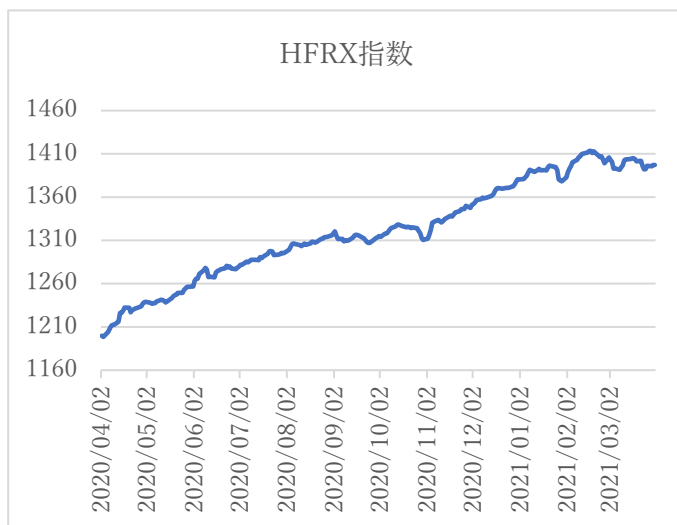
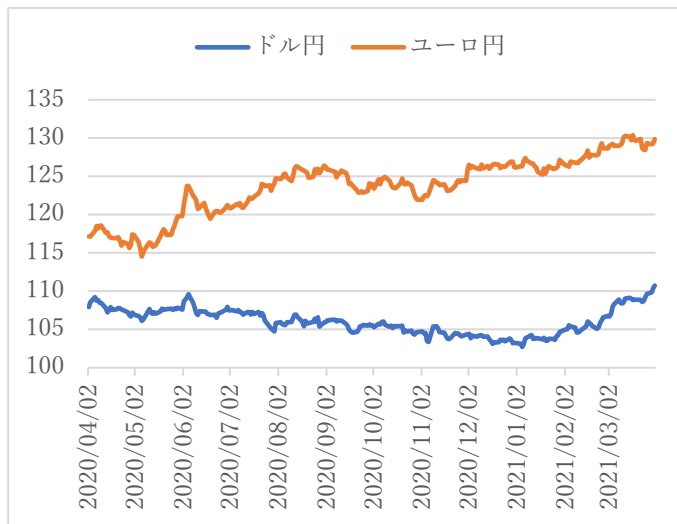
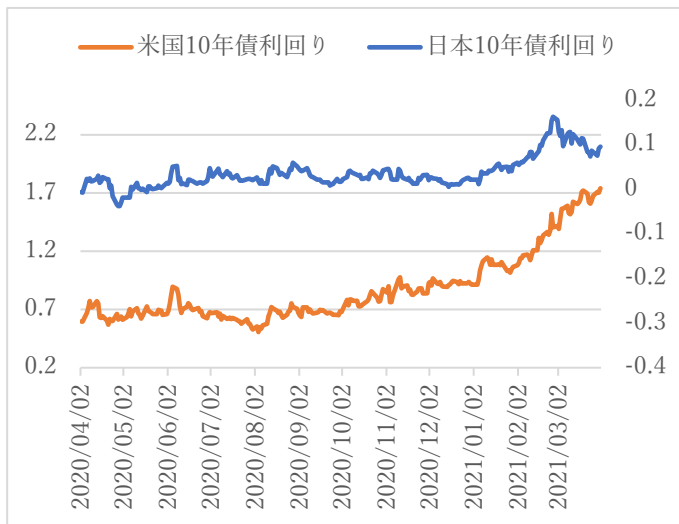
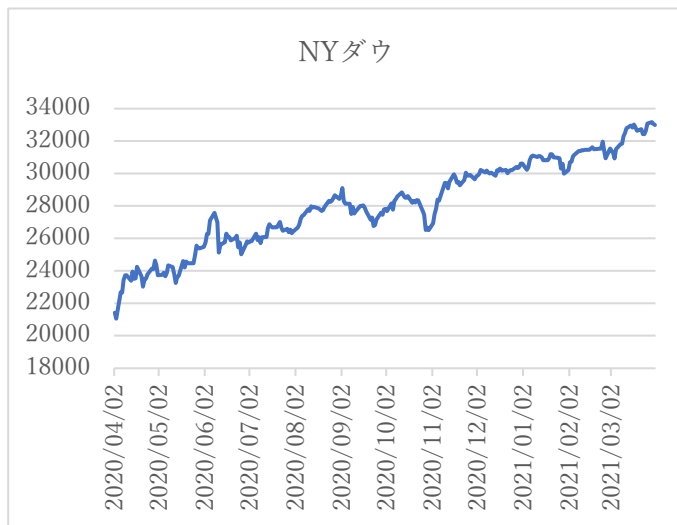
(REFINITIV のデータより作成)

【 日経平均、同業種に対して割高な銘柄リスト 】

銘柄	直近12ヶ月のPER	同業種のPER中央値	PBR	日経PERとの差	日経PBRとの差	PER×PBR
日経平均株価	24.82		2.31			57.4
エムスリー	134.93	22.55	30.40	110.11	28.08	4101.5
サイバーエージェント	107.65	11.50	10.80	82.83	8.49	1162.7
オリンパス	89.18	19.70	8.55	64.36	6.24	762.4
ファーストリテイリング	65.13	9.22	9.88	40.31	7.57	643.7
リクルートホールディングス	66.76	16.47	9.19	41.94	6.88	613.4
第一三共	105.67	19.49	5.38	80.85	3.06	568.2
安川電機	70.78	19.96	6.52	45.96	4.20	461.2
アドバンテスト	35.84	19.17	8.31	11.02	6.00	297.9
東京エレクトロン	31.04	19.17	8.82	6.22	6.51	273.8
ファナック	57.01	19.96	4.00	32.19	1.68	227.9
キッコーマン	46.52	16.03	4.81	21.70	2.50	223.8
ネクソン	42.80	22.54	4.44	17.98	2.13	190.1
ダイキン工業	39.45	19.96	4.56	14.63	2.24	179.7
TOTO	49.35	12.52	3.63	24.53	1.31	179.0
テルモ	39.48	19.70	4.01	14.66	1.70	158.3
オムロン	40.62	19.96	3.45	15.80	1.14	140.3
コナミHLDG	28.81	22.54	3.53	3.99	1.22	101.8
SCREENホールディングス	31.56	19.17	2.82	6.74	0.51	89.1
セイコーエプソン	35.60	13.17	1.49	10.78	-0.83	52.9
ニコン	54.96	19.17	0.76	30.14	-1.55	42.0
日揮HLDG	33.49	9.93	0.93	8.67	-1.38	31.1

(REFINITIV のデータより作成)

◆◇ 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.141
どうなる？今後の日経平均銘柄 . . . 野上 信彦

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：REFINITIV、Bloomberg 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

