

## 《 2021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	28,966.01	29,178.80	28,812.63	-1.3%	5.0%
	マザーズ指数	1,214.09	1,203.28	1,201.77	-0.1%	0.4%
外国株式	S&P500	3,811.15	3,972.89	4,181.17	5.2%	11.3%
	MSCIEurope	1,854.48	1,905.02	1,983.16	4.1%	7.8%
新興国株式	上海総合指数	3,509.08	3,441.91	3,446.86	0.1%	-0.8%
	ムンバイ SENSEX	49,099.99	49,509.15	48,782.36	-1.5%	2.2%
海外金利	米政策金利	0.25	0.25	0.25	-	-
	米国債 10年	1.41	1.74	1.63	-	-
国内金利	政策金利	0.10	0.10	0.10	-	-
	10年物国債	0.16	0.09	0.09	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	106.58	110.70	109.27	-1.3%	5.8%
	ユーロ	128.68	129.83	131.32	1.1%	4.1%
コモディティー	ICE 原油(先物)	61.50	59.16	63.58	7.5%	31.1%
	COMEX 金(先物)	1,728.80	1,715.60	1,767.70	3.0%	-6.7%
不動産	東証 REIT 指数	1,929.15	2,013.08	2,063.80	2.5%	15.7%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,399.11	1,398.30	1,421.11	1.6%	2.9%

### ◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

#### [ 4月の金融市場 ]

4月の日本株式市場は、3月に引き続き方向感のない動きとなりました。月初には米国株高を受けて日経平均で一時3万円台を回復しましたが、強気相場は長続きせず上値の重い値動きとなりました。新型コロナの感染再拡大による不透明感から緊急事態宣言直前に急落する場面がありましたが、3月の安値は割り込まず下値も限定的でした。2月以降のボックス相場が継続し、日経平均の月間パフォーマンスは-1.3%の小幅下落で取引を終えています。TOPIXは-2.8%となり前月までのバリュー株優位の流れに一巡感が見られました。マザーズ指数は底堅い動きが見られたものの月末にかけ伸び悩み、月間では-0.1%の下落となりました。マザーズ指数は約6カ月に渡り1,200ポイントを挟む小動きが続いています。

米国株は、景気指標の上振れや新型コロナワクチンの接種が進んだことによる景気回復期待が強まったことから、4月上旬に最高値を更新しました。長期金利の上昇が一服したことも安心感につながり月間を通じて堅調な展開が続きました。ダウの月間騰落率は+2.7%、ナスダックは+5.4%となり、金利動向からグロース株が巻き返す動きが見られました。

為替相場では、米国の金利上昇が頭打ちになったことから先月までのドル高の流れが止まり、ドル円で110円台から108円近辺まで円高に反転する動きが見られました。ただその後は109円まで押し返されドルは底固さを見せています。ユーロ円はユーロ高円安の動きが続き月末には一時132円台まで買われました。

米国10年債金利は、海外投資家の買い需要などを背景に先月までの上昇傾向から一転し、直近ピーク1.7%台から一時1.5%台まで低下基調に転じました。大阪金先物は米国長期金利が下落基調に転じたことなどから底堅いジリ高の動きとなりました。

#### [ 今後の見通し ]

日経平均株価が2月中旬に高値をつけて以降、米国株に対する日本株のアンダーパフォームが目立っています。NYダウ/日経平均レシオは2月のボトム1.03倍から5月上旬には1.18倍まで上昇しました。米国ではワクチン接種が進み景気回復期待が着実に強まる一方で足元の雇用の改善状況は抑制気味に推移しています。景況感が上向き中でインフレ警戒感が高まらず現状の金融緩和が継続するといういわばゴルディロックス（適温経済）が株高の背景でしょう。日本ではワクチン普及が遅れ、4月に4都府県に出された緊急事態宣言の対象地域が拡大され期間も延長されるという状況に陥っています。進行中のパンデミックへの不安心理から上値が重いのは止むを得ないかもしれません。ただ、好調な米中の景気動向に大きく影響を受けるはずの日本経済の先行き見通しはもう少し楽観的にみてもいいのではないのでしょうか。

4月後半から本格化した企業決算発表における今期見通しは、事前コンセンサス予想に較べて総じて下回る傾向が強いようです。ハイテク関連を中心にすでに今期予想の発表があった銘柄の株価動向を見ると、発表の直後はコンセンサスとのマイナス乖離を嫌気して一旦大きく売られる反応が散見されましたが、その後の下値は限定的です。日本企業の先行き収益力の弱さを嫌気しているというよりコロナ感染が拡大している中で会社発表は慎重な数字にならざるを得なかったと見ています。

一方、今後数ヶ月は日本においてもようやくワクチン接種が本格化する期間に入ります。日本経済はおそらく先行した米国の動きを追従すると考えられますが、コロナ禍進行中の日本市場はそうした楽観的見通しを織り込んでいません。また、今期の企業業績見通しは時間を追うごとに上方修正される可能性が高いと考えます。NYダウ/日経平均のピークは昨年8月に1.25倍までありましたが、その後は保ち合い相場を上離れる形で米国株をアウトパフォームしていきました。ワクチン接種の時間差を考慮すれば今回も同様のパターンが想定出来るのではないのでしょうか。米国のテーパリングに関する議論が高まる可能性には注意が必要ですが、時期は秋以降で市場とのコンセンサスが重視されるため影響は限定的になると考えます。5月から6月にかけての日経平均予想レンジは28,500円-31,000円です。

## 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、+1.63%と反発しました。

4月の金融市場は金利の上昇が止まり、NYダウやS&P500、ドイツDAXなどの株価指数が史上最高値を更新する動きとなりました。米国では予想を上回る経済指標が発表される中においても、金融当局のテーパリング(量的緩和の縮小)に対する姿勢は極めて消極的で、強気の投資家心理が持続しました。一方で、インドやブラジルでは新型コロナウイルスの変異種が猛威を振るっていることから、ワクチン接種率が低い日本の株式市場などは更なる蔓延拡大の警戒感から上値の重い展開でした。

この様な中、ヘッジファンドはすべての戦略においてプラスの成績となりました。

#### 【株式ロング・ショート】

堅調な株式市場の動きを受けて成績を伸ばしました。割安銘柄とされる工業株や金融株が、割高なテクノロジー

一銘柄に比べ上昇率が高くなり、好成績につながりました。

### 【イベント・ドリブン】

M&Aの案件が継続して出ています。日本では、東芝に対して英投資ファンドのCVCキャピタルが買収提案をするという動きがありました。さらに米投資ファンドのベインキャピタルが主導する日米の企業連合も日立金属を8,000億円で買収することを発表し、株価の上昇につながっています。また海外ではGIパートナーが衛星通信事業者のオーブコムを買収するなど、利益機会に恵まれました。

### 【レラティブ・バリュー】

米10年国債の価格は上昇し（金利は低下）収益につながりました。一方で2年国債などの短期債については目立った動きはなく、イールドカーブがフラット化（長短金利差の縮小）する中でファンドは裁定機会を捕らえました。

### 【マクロ】

SPAC（スパック：特別買収目的会社）との合併を通じて上場する企業に初期投資を行う戦略がブームとなっています。シレブラ・キャピタルはそのSPAC案件に5億8000万ドルの投資を行い、アスペック・マネジメントなども多くの資金を振り向けています。また、オンライン掲示板に集った個人投資家の空売り銘柄を標的にした買いによって40億ドルの損失を出したD1キャピタルもSPAC関連の投資に積極的で、既に被った損失の90%を取り戻しました。

### 【CTA】

株式市場でのコンピューターを使ったトレンドフォロー戦略が奏功した模様です。また、好調な商品市況も成績に大きく寄与しました。中でもWTI（原油先物）は1ヶ月で7.5%の上昇を示し収益の源泉となりました。

### 【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	
		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	2.94%	1.63%	-0.06%	1.52%	-0.16%	2.45%	2.82%
株式ロング・ショート	5.72%	2.99%	0.87%	2.84%	-1.04%	3.60%	4.59%
イベント・ドリブン	3.30%	1.56%	-0.24%	1.33%	0.62%	2.18%	2.13%
レラティブ・バリュー	0.36%	0.46%	-0.82%	0.41%	0.32%	1.13%	2.29%
マクロ	1.63%	1.10%	-0.18%	1.29%	-0.58%	2.97%	1.70%
CTA	3.99%	1.24%	0.41%	2.96%	-0.64%	3.95%	0.71%

データ出所：HFR社

## 2021 年は Sell in Jun ?

以前のマンスリーレポートコラム(2018年9月号)で取り上げました「Sell in May」という相場の格言について、「2021年は5月でなく6月の可能性がある」と市場関係者の間で話題になっていることも踏まえて、もう少し深掘していきたいと思います。

そもそもの「Sell in May, and go away; don't come back until St Leger day. (5月に売って立ち去り、セントレジャー・デー(9月第2週)まで戻ってくるな)」という格言の根拠とされるものはいくつかあります。

まずはヘッジファンドの45日ルール説です。ファンドを解約するにはファンド決算日の45日前までに申し込む必要があり、ファンドの決算が6月や12月に集中することから5月中旬にその解約に備えたヘッジファンドの売りが出やすいためというものです。

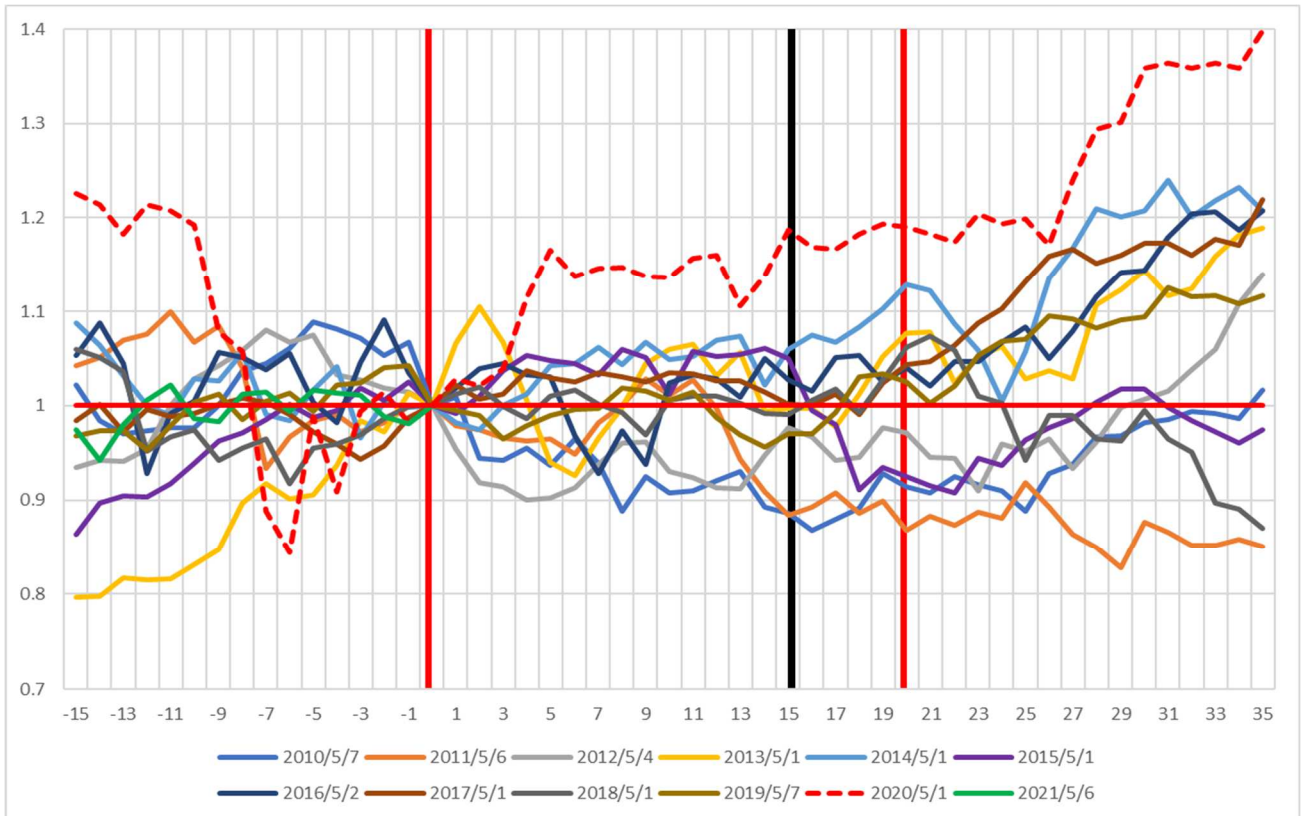
次の説は、信用買い残の決済です。株価は年末に高値水準にあることが多く、高値水準の時には信用買い残が増加しやすいと言われています。信用取引は半年以内に反対売買をする必要があることからその期限が迫った5月頃からその売りが出やすいというものです。

そして最後は、米国の税制度です。米国の納税申告の期間は1月から4月15日まで、還付は2月から5月に支払われることになっており、この還付金が株式投資などに回されることを考えると5月までは好地合いが続くというものです。これらの他にも、Sell in Mayという言葉が広く認知されたことによりそれが意識されるといった説や、海外の夏季休暇前のポジション縮小が影響しているなど諸説あります。

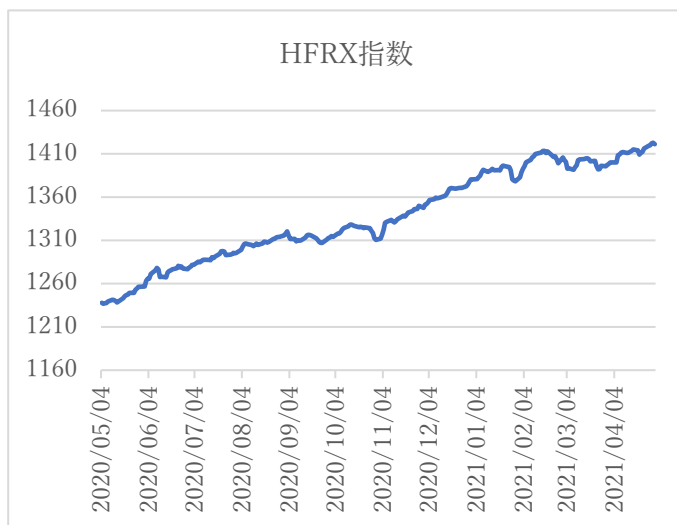
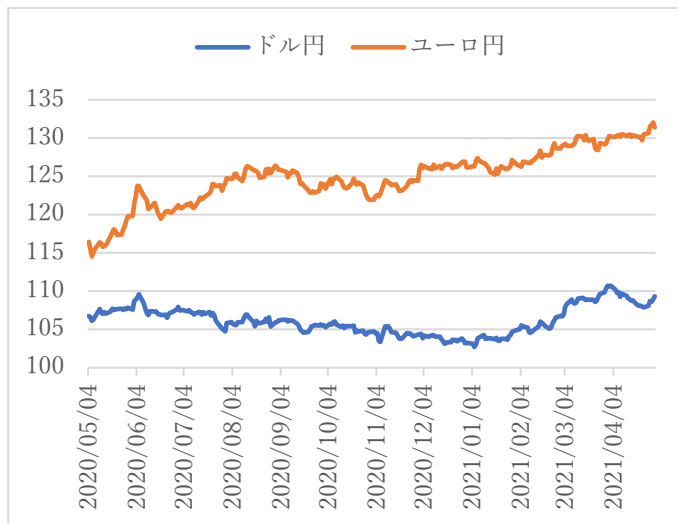
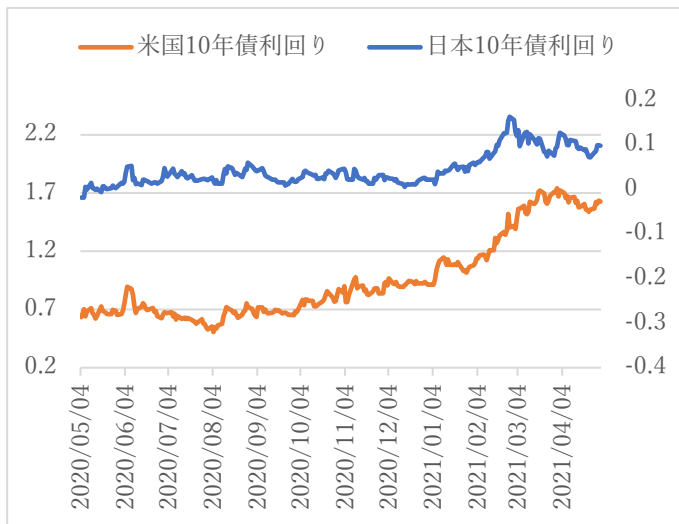
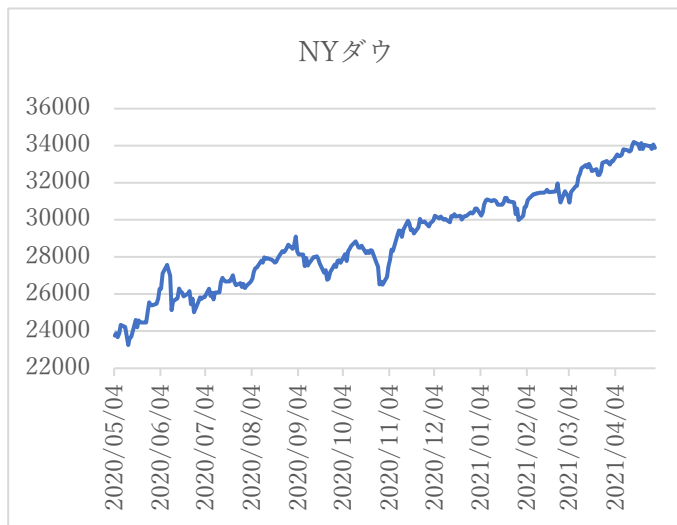
今回、Sell in Junとなる可能性が話題に上がったのは、主に最後の説を根拠としたものです。2021年の納税申告の期限が新型コロナウイルスの影響により、5月17日までと1か月程度延長され、それによって還付期間も1か月延長されることになりました。これにより、株式市場への還付金の流入も1か月伸びる可能性が示唆されたため5月ではなく、6月となる可能性が囁かれている格好です。実際、米国では昨年も納税申告期限を7月15日まで3か月延長しましたが、NYダウ及び日経平均はその還付が終了した8月末からしばらくの間横ばいで推移しています(該当期間の日経動向は下図赤点線の黒縦線以降)。

さらに今年はこれに加えて、信用買い残も日米ともに増加している状況ですので、比較的発生する可能性が高い状況とも考えられます。以上、今後の投資の参考になりますと幸いです。

【 5月から9月(赤縦線)の日経平均推移比較 (週足、5月第1週を0週目、水準を1とする) 】



# ◆◇ 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.142  
2021年はSell in Jun ? . . . 西尾 裕亮

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

