

《 2021年6月 マーケット概況 》

資産クラス	指数	4月	5月	6月	当月リターン	年初来リターン
国内株式	日経平均株価	28,812.63	28,860.08	28,791.53	-0.2%	4.9%
	マザーズ指数	1,201.77	1,150.06	1,207.46	5.0%	0.9%
外国株式	S&P500	4,181.17	4,204.11	4,297.50	2.2%	14.4%
	MSCIEurope	1,983.16	2,056.97	2,026.34	-1.5%	10.1%
新興国株式	上海総合指数	3,446.86	3,615.48	3,591.20	-0.7%	3.4%
	ムンバイ SENSEX	48,782.36	51,937.44	52,482.71	1.0%	9.9%
海外金利	米政策金利	0.25	0.25	0.25	-	-
	米国債 10年	1.63	1.58	1.47	-	-
国内金利	政策金利	-0.02	-0.03	-0.05	-	-
	10年物国債	0.09	0.08	0.05	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	109.27	109.54	111.10	1.4%	7.6%
	ユーロ	131.32	133.95	131.71	-1.7%	4.5%
コモディティー	ICE 原油(先物)	63.58	66.32	73.47	10.8%	51.5%
	COMEX 金(先物)	1,767.70	1,905.30	1,771.60	-7.0%	-6.5%
不動産	東証 REIT 指数	2,063.80	2,073.55	2,150.73	3.7%	20.6%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,421.11	1,426.53	1,431.95	0.4%	3.7%

◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

[6月の金融市場]

6月の日本株式市場は、上値が重く方向感のない展開となりました。中旬まではワクチン接種の進展による経済正常化期待から比較的堅調に推移しましたが、米国 FOMC で予想外にタカ派色が強まったことから一時急落する場面が見られました。ただ、下値は限定的で日経平均は概ね 29,000 円を挟んでの保ち合い相場に終始しました。月間パフォーマンスは-0.2%となり、2か月連続で月初めとほとんど変わらない水準で終わりました。TOPIX は+1.1%の小幅高となり前月に続きわずかながらも日経平均をアウトパフォームしました。春先以降続く NT 倍率の低下基調が維持されています。マザーズ指数は+5.0%で久々に主要指数を上回る上昇率となりました。

米国では、FOMC でサプライチェーンにおけるボトルネック解消に時間がかかるとして物価動向に注視する姿勢が示され、利上げの時期が前倒しになるのではとの観測が強まりました。サプライズ感があったことから一時ダウで高値から 1,500 ドル以上下落する場面が見られました。ただ、10年債利回りが 1.4%台になるなど長期金利が低下に転じたことから、株式市場はすぐに堅調な動きを取り戻しました。ダウの月間騰落率は-0.1%でしたが、ナスダックは+5.5%となり、前月の動きから一転してグロース株優位の展開となりました。

為替相場では、月後半にドル円で 109 円台から 111 円台まで円安が進みました。ただ、FOMC のタカ派転換を受けて、クロス円（ドル以外の対円相場）が急落、主要通貨全てに対して年初から 5 月まで続いていた円安の流れは止まりました。ブルームバーグ相関-加重通貨指数で円は年初から 7%下落していましたが、6 月は 1%近く上昇しています。

5 月以降低下基調にあった米国 10 年債金利は、FOMC 後一時 1.5%台後半まで上昇しましたが、その後は再び 1.4%台に低下しました。金融引き締めテンポが前倒しになったことで、来年以降の成長率の鈍化見通しが期待インフレ率の下げに繋がったようです。

大阪金先物（中心限月）はインフレ期待の鎮静化やドルインデックスの反転を受け、6,700 円台から 6,200 円台まで急反落の相場となりました。

[今後の見通し]

米国を始め主要国に較べて日本株の弱さが目立っています。国内ではワクチン接種の進展により景気回復の期待があるものの、グローバル市場では商品市況など 5 月までに回復を相当織り込んだと見る向きがあります。ファーストリテイリングやソフトバンクなど日経平均株価に寄与率の高い銘柄が低迷している影響もあるでしょう。一方、6 月には ESG 投資の観点からトヨタが 1 万円をつけるという個別の動きが見られ、市場を取り巻く環境は複雑で一筋縄ではいかないようです。

FRB はサプライチェーンの問題から物価動向に一層注視する姿勢を示しましたが、足元の米国長期金利は低下しています。インフレ懸念の台頭からの長期金利上昇、テーパリング早期実施という当初の株式リスクシナリオとは違う反応です。FRB は市場との対話を重ねて金融政策転換による資本市場の混乱を回避することに最大限の注意を払っており、現状は安定成長に向けうまくコントロールしていると見るべきでしょう。超金融緩和下において金融政策転換に対する市場の警戒はやむを得ませんが、個別の発言やニュース、景気指標で売られる局面があれば逆に押し目買いのチャンスと考えます。

7 月後半には第一四半期の決算発表が控えています。今期見通しについては保守的な見方が多い分、世界景気の回復トレンドや国内個人消費動向への期待から上方修正の可能性が高いと見ています。EPS10%以上の上振れと PER16 倍で今年の上値メドは TOPIX の 2,100 台、日経平均で 32,000 円台との見方は変えていません。

物価上昇懸念がクローズアップされていますが、金融政策においては資本市場の過熱や混乱防止も最重要目的の一つです。現状のようにコントロールが効けばマーケットはゴルディロックス的な動きに向かいます。今後は業績相場の色彩が強まると見ており、グロース・ハイテク銘柄だけではなく循環物色により景気敏感株にも出番があるのではないのでしょうか。

見 通 し

◆◇ オルタナティブ(ヘッジファンド) ◇◆

[6 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 6 月のヘッジファンド・インデックスは、+0.38% と続伸しました。

6 月の金融市場は米国の金融政策に対する思惑が交錯し不安定な動きとなりました。16 日に行われた FOMC (連邦公開市場委員会) では利上げの前倒しを示唆する結果となり米 10 年国債の金利が上昇し、株式市場は大きく下落しました。NY ダウは 6 月初旬の高値から 1,500 ドル下落し、日経平均も大きな影響を受けました (前項 6 月の金融市場参照)。その後、長期金利の落ち着きを確認した株式市場は回復の動きとなり、S&P500 や NASDAQ 指数は史上最高値を更新しました。他の資産クラスでは金をはじめとする貴金属価格の下落や、WTI (原油先物) や天然ガスなどエネルギー価格の上昇が目立ちました。このような中でヘッジファンドは戦略によって優劣が分かれる結果となりました。

【株式ロング・ショート】

株式市場は大きく下落する局面がありましたが、ロング (買い) での持高が高いとされるバリュー株が比較的

堅調だったために影響は限定的でした。さらにその後の株式市場の回復に伴って成績を伸ばす結果となりました。

【イベント・ドリブン】

2021年上期のM&A件数は約25,000件、金額は2.6兆ドルと過去最大となった模様です。金融緩和であふれたマネーがファンドやSPAC（特別買収目的会社）を通じてM&A市場に流れ込み、ヘッジファンドはそれを捕らえて成績を上げています。またIPOも盛んで、6月は中国の配車サービス滴滴出行（ディディ）が米国市場に上場し、初日に7兆円の時価総額となったことが話題になりました。中国勢のIPOは年初から29件と多く、これらもヘッジファンドの利益の源泉になっています。

【レラティブ・バリュー】

米国債市場が大きく動きました。長期金利はFOMCを受けて1.6%近くまで急騰するも、その後FRB高官の発言で短期債売り長期債買いの流れとなり、再び低下しました。ボラティリティの上昇やイールドカーブのフラット化（長短金利差の縮小）などがヘッジファンドに利益をもたらしました。

【マクロ】

資源国への投資戦略が大きく足を引っ張りました。貴金属など資源価格の下落によって当該国の通貨が売られ、苦戦を強いられることになりました。代表的な豪ドルやブラジルリアルなどが対ドルで4%近く下落し、大きな影響を受けました。また、米金利の上昇観測でドルが買われたこともグローバルに投資をしているファンドの評価を下げることになりました。

【CTA】

NY金先物が前月比で7%の下落を示したほか、その他の貴金属相場も急落し、影響を受けました。また、短期的に大きく上下した株式市場でのトレンドフォロー戦略が機能しなかったことも成績の悪化に繋がりました。一方、エネルギー市場が大きく上昇したにも関わらず成績への貢献は限定的でした。

【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					
		6月	5月	4月	3月	2月	1月
ヘッジファンド・インデックス	3.73%	0.38%	0.38%	1.63%	-0.06%	1.52%	-0.16%
株式ロング・ショート	7.86%	1.16%	0.85%	2.99%	0.87%	2.84%	-1.04%
イベント・ドリブン	3.41%	0.12%	-0.02%	1.56%	-0.24%	1.33%	0.62%
レラティブ・バリュー	0.85%	0.34%	0.14%	0.46%	-0.82%	0.41%	0.32%
マクロ	1.56%	-0.60%	0.53%	1.10%	-0.18%	1.29%	-0.58%
CTA	2.89%	-2.15%	1.11%	1.24%	0.41%	2.96%	-0.64%

データ出所：HFR社

市場区分再編に伴う TOPIX 銘柄への影響について

東京証券取引所は、現在の4つの市場区分（東証1部、東証2部、マザーズ、JASDAQ）を見直し、2022年4月4日に新しい3つの市場区分（プライム、スタンダード、グロース）へ移行することを決定しました。今回の市場区分見直しに至ったのは、「東証1部上場企業の数が増えすぎて、日本の最上位市場としての魅力が低下している」ことが主な原因とされています。

この市場区分再編に伴い、現在東京証券取引所が公表している指数も見直されることとなりますが、気になるのが東証1部上場の全企業を算出対象としているTOPIX（東証株価指数）です。東証は市場区分再編後もTOPIXを継続するとしていますが、2025年1月までに段階的に見直していくと発表しています。

TOPIX見直しのロードマップとその概要は以下の通りです。

【ロードマップ】

2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
★6月30日 基準日		★10月 第2回判定	★10月 再評価	★1月 見直し完了
★7月 第1回判定		段階的にTOPIXのウェイト低減		

※JPX「TOPIXの見直しの基本方針」より作成

【概要】

第1回判定：基準日（2021年6月30日）時点の流通時価総額（注1）が100億円以上か否か確認。

第2回判定：第1回判定で流通株式時価総額100億未満の銘柄の翌期の改善状況を確認、100億未満のままの場合、「ウェイト低減銘柄」に指定され、2023年10月の再評価まで、四半期ごとにウェイト低減。

再評価：「ウェイト低減銘柄」について、①第2回判定翌期の流通時価総額が100億以上か、②年間売買代金回転率0.2以上か、の2点について確認。

- ・①、②を満たす場合はウェイトを低減前に戻す
- ・①のみ満たす場合はウェイト低減を停止
- ・①を満たさない場合はウェイト低減継続

見直し実施：ウェイト低減は10段階で実施され、停止されなければ最終的にウェイトはゼロとなり、TOPIXから除外

今回の TOPIX 見直しでキーとなるのは、「流通時価総額が 100 億以上か」ということです。この条件を満たさないと、最終的に TOPIX から除外され、TOPIX 連動型の投資信託・ETF の投資対象から除外されるため、株価にとってマイナスインパクトとなります。

そこで、TOPIX 構成銘柄の流通時価総額を調べてみました。ただし、流通株式数は公表されていないため、TOPIX 算出時の浮動株式数（注 2）で代用しました。また、JPX は 2016 年 10 月から浮動株比率の公表を終了したため、別に公表している「構成銘柄別ウェイト一覧（5 月末）」を使って浮動株時価総額を算出しました（月末時点のウェイトを翌月末に公表）。

$$\text{浮動株時価総額（5 月末）} = \text{TOPIX 時価総額（5 月末）} \times \text{ウェイト}$$

その結果、TOPIX 構成銘柄数 2,191 のうち、浮動株時価総額が 100 億円未満の銘柄数は 660、そのウェイト合計、すなわち TOPIX に対するシェアは 0.85%となりました。シェアは高くないものの、全体の約 30%の銘柄の浮動株時価総額が 100 億円未満となりました。また、これらの銘柄の年初から 6 月末までのパフォーマンスを調べた結果、TOPIX をアンダーパフォームした銘柄数は 398 銘柄となりました。

【 表. TOPIX 見直しによる構成銘柄への影響 】

TOPIX 全銘柄数	2,191 銘柄
浮動株時価総額 100 億円未満の銘柄数	660 銘柄 (30.1%)
上記銘柄が TOPIX 全体に占めるシェア	0.85%
上記銘柄で TOPIX をアンダーパフォームした銘柄数	398 銘柄 (60.3%)

※銘柄のパフォーマンスはロイターの株価データから算出

流通株式を浮動株式で代用したことや、他のファンダメンタルなどを考慮していないため断定はできませんが、約 60%の銘柄が TOPIX をアンダーパフォームしていることから、今回の TOPIX 見直しが株価に影響した可能性がありそうです。今後行われる第 2 回判定、再評価に向けて、株価がどう動くのか要注目です。

(注1) 流通時価総額：企業が発行する上場株式のうち、市場で日々売買されている株式（流通株式）の時価総額。JPX が公表している「流通株式の定義見直し」では、以下のように定義。

$$\text{流通株式数} = \text{上場株式数} - \left(\begin{array}{l} \text{主要株主が} \\ \text{所有する株式} \\ \text{(10\%以上所有)} \end{array} + \begin{array}{l} \text{役員等※} \\ \text{所有株式数} \\ \text{※役員以外の特別} \\ \text{利害関係者含む} \end{array} + \text{自己} \\ \text{株式数} + \begin{array}{l} \text{国内の普通銀行、} \\ \text{保険会社、事業法人} \\ \text{等が所有する株式} \end{array} + \begin{array}{l} \text{その他取引所} \\ \text{が固定的と} \\ \text{認める株式} \end{array} \right)$$

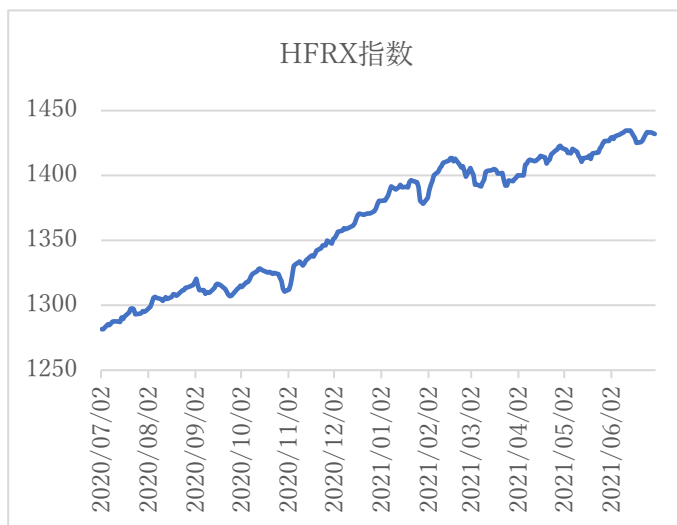
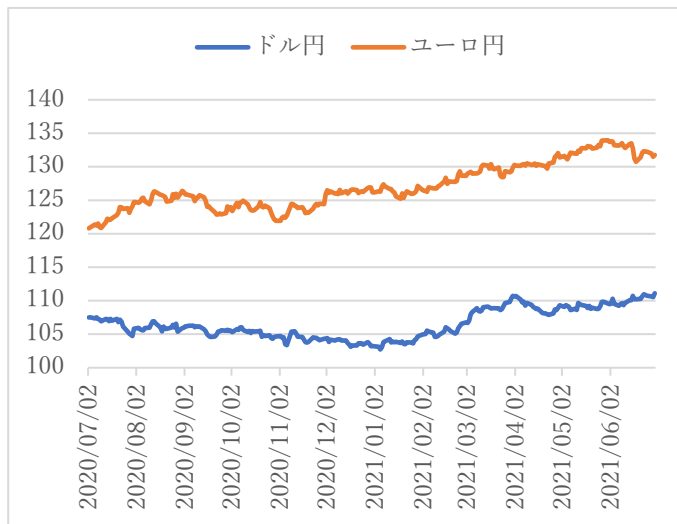
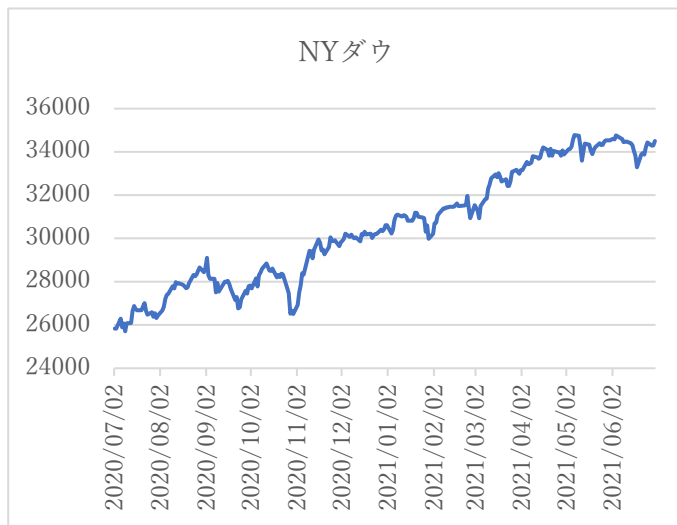
$$\text{流通時価総額} = \text{流通株式数} \times \text{時価 (基準日の最終価格)}$$

(注2) 浮動株式数：市場で流通する可能性の高い株式。JPX が公表している「浮動株比率の算定方法」では以下のように定義。

$$\text{浮動株式数} = \text{上場株式数} - \text{固定株 (注3)}$$

(注3) 固定株：大株主上位10位の保有株、自己株式等（相互保有株式（会社法308条1項により議決権の制限を受けている株式）を含む）、役員等の保有株、その他東証が適当とみなす事例（長期的又は固定的所有とみられる株式等）。

◆◇ 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.144 . . . 八木 宜行
市場区分再編に伴う TOPIX 銘柄への影響について

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

