

《 2022年 7月 マーケット概況 》

資産クラス	指数	5月	6月	7月	当月リターン	年初来リターン
国内株式	日経平均株価	27,279.80	26,393.04	27,801.64	5.34%	-3.44%
	マザーズ指数	671.25	661.56	718.55	8.61%	-27.27%
外国株式	S&P500	4,132.15	3,785.38	4,130.29	9.11%	-13.34%
	NASDAQ 総合	12,081.40	11,028.74	12,390.69	12.35%	-20.80%
	MSCIEurope	1,808.41	1,626.39	1,705.59	4.87%	-18.52%
新興国株式	上海総合指数	3,186.43	3,398.62	3,253.24	-4.28%	-10.62%
	ムンバイ SENSEX	55,566.41	53,018.94	57,570.25	8.58%	-1.17%
海外金利	米政策金利	1.00	1.75	2.50	-	-
	米国債 10年	2.85	3.02	2.66	-	-
国内金利	政策金利	-0.03	-0.04	-0.01	-	-
	10年物国債	0.24	0.23	0.18	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	128.68	135.73	133.19	-1.87%	15.74%
	ユーロ	138.11	142.27	136.09	-4.34%	4.03%
コモディティー	WTI 原油(先物)	114.67	105.76	98.62	-6.75%	31.13%
	COMEX 金(先物)	1,848.40	1,807.30	1,781.80	-1.41%	-2.56%
不動産	東証 REIT 指数	2,006.03	1,966.90	2,021.99	2.80%	-2.15%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,383.52	1,358.65	1,365.95	0.54%	-4.54%

◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

[7月の金融市場]

7月の日本株式市場は、先月末の流れから大幅安のスタートとなりましたが、その後に米国株が落ち着きを取り戻したことから、月間を通じて堅調な値動きとなりました。日経平均は28,000円近辺での上値の重さがありましたが、下値も限定的で月間パフォーマンスは+5.3%と上昇に転じました。2月以降の月足での陰陽繰り返しがさらに続いた格好です。TOPIXも+3.7%と堅調でしたが、日経平均に対してはややアンダーパフォームとなりNT倍率は小幅上昇に転じました。NT倍率も陰陽を繰り返しており、物色面でも明確なトレンドが見られない状況が続いています。マザーズ指数は+10.3%の上昇となり、主力銘柄に較べて戻り歩調が鮮明になりました。

米国株は、月前半こそ高止まりする消費者物価指数に見られるインフレ懸念や大幅な金融引き締めへの警戒感でもたつきましたが、中旬以降は戻り相場の足取りを強めました。想定以上の景気後退観測が台頭して長期金利が急低下したことや、原油相場を始め商品市況が落ち着きを見せたことが背景です。NYダウの月間騰落率は+6.7%の上昇となりほぼ前月の下げを取り戻しました。ナスダックは金利低下を好感して+12.3%とさらに大幅上昇となりました。

ドル/円相場は、月半ばに米国の金融引き締めがさらに加速するとの見方から一時約24年ぶりとなる139円台まで円安の動きが強まりました。ただ、その後はインフレ鈍化観測から大幅利上げ予測が後退して日米金利差が縮小、一転132円台まで急激な円高ドル安の動きとなりました。

米国10年債金利は、6月の急低下後月半ばまでは3%前後の小康状態でしたが、月末に向けて景気後退懸念が強まりさらに2.6%台まで一段と低下しました。

大阪金先物は、月前半まではドル建て金価格の下落、月後半はドル安円高の動きが強まったことから月末にかけ中心限月で5月以来となる7,400円台まで下落する動きが見られました。

[今後の見通し]

日本株は2月以降7月までの半年間、月足ベースで陰陽をくり返しています。3月からは日経平均で概ね安値26,000円、高値28,000円のボックス相場を形成してきました。この間グローバル市場ではウクライナ侵攻、世界的なインフレ懸念、米国の金融引き締めなど歴史的な逆風にさらされてきました。こうした状況下、日本株は過去の調整局面と較べても底堅い値動きを示したと言えるでしょう。コロナパンデミック以降のグローバル市場におけるリスクオン局面で、日本企業の収益力に対する過小評価や慎重見通しがまん延していたことが背景にあると考えます。

足元の第一四半期の決算発表でも8/3現在で約4割の企業の純利益進ちょく率が30%を超えています。これら

の企業は中間決算以降に上方修正する可能性が高いと考えられますが、大半の銘柄で株価の動きは鈍く業績期待を十分に織り込んでいません。好調な業績の裏付けがある銘柄は、今後も全体地合いの短期的なブレに関わらず底堅い値動きが期待出来そうです。

一方、6月に安値をつけた後、戻り相場の色彩を強めている米国株ですが、ここから9月にかけてはテクニカル面からやや注意が必要な時間帯と考えます。景気指標の悪化により長期金利が低下したことが株価の反騰につながりましたが、株式市場で楽観的な見通しが強まるほど再びインフレ懸念が台頭するリスクを内包します。FRBは引き締めペースの過度な緩和期待をけん制しつつ時間をかけてもソフトランディングを目指すのが基本姿勢ですので、当面は一方的な動きにはなりにくいでしょう。特に、中間選挙の年は直前の9月から10月中旬にかけて調整色が強まるアノマリーがあり要警戒です。

年末頃までは、米国株の上値が重い一方日本株の下値は限定的で、割安な日本株のオーバーパフォームが期待出来るというのがおおまかな相場イメージです。金融当局のコントロールが機能して米国経済が深刻なリセッションを回避できるということが前提ですが、ここから年後半にかけての日本株式市場は業績が好調な銘柄を中心に意外高もあり得ると見ています。8-9月の日経平均の予想レンジは27,500円~29,300円です。

見 通 し

◆◇ オルタナティブ(ヘッジファンド) ◇◆

[7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が算出する7月のヘッジファンド・インデックスは、前月比+0.55%と4か月ぶりに上昇しました。

7月の金融市場は、米国の金利低下を受けて複数の資産クラスで巻き返しの動きが見られました。金融引き締めが要因で米経済がリセッション(景気低迷)入りするとの見方が台頭し、米10国債利回りは2.6%台まで大幅に低下しました。これまで金利上昇を嫌気して下落していた株式市場は上昇に転じ、為替市場ではドル売りの動きが加速しました。景気低迷は石油需要の低下に繋がるとの発想で、WTI(原油先物)価格も2か月ぶりに100ドルを下回りました。

このような中でヘッジファンドの各戦略は、マクロやCTAなどがマイナスになり、株式ロング・ショートとレバティブ・バリューがプラスになりました。

【株式ロング・ショート】

株式市場の好転がそのまま成績の上昇に繋がりました。しかし、株価はグロース株（成長株）の戻りが大きく、バリュー株（低成長割安株）を中心にロングするファンドは期待ほどの成績にはなりませんでした。

【イベント・ドリブン】

有用な案件がなく今月もマイナスの成績でした。米国金利が上昇し始めてからのパフォーマンスは極めて悪く、9か月連続のマイナスとなりました。その間の成績の悪化は8.7%に及びます。

【レラティブ・バリュー】

主要な運用先である米国債市場において長短金利の逆転現象が常態化し、10年国債と2年国債のスプレッド（利回り差）はマイナスになってもなお低下のトレンドを示しています。その流れに乗るポジションを構築できたファンドは大きな収益を実現していると思われます。

【マクロ】

米金融当局の金融引締めの中において金利が低下するという難しい相場が出現しました。それを受けた為替市場では、ドル・インデックスが3%強下落するなど大きく動揺しました。安定して上昇していたドルが一転して下落に転じたことに対応できなかったファンドの成績は厳しい結果となりました。

【CTA】

主要な運用先のWTI（原油先物）や貴金属相場が軟調な動きとなり成績を落としました。景気の見通しや金利の動向が、商品市場から株式市場への資金回帰に繋がりました。株価指数先物のトレンドフォロー戦略については、市場のボラティリティが低下し、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	2022年					
		7月	6月	5月	4月	3月	2月
ヘッジファンド・インデックス	-4.54%	0.55%	-1.80%	-1.09%	-0.90%	0.48%	-0.36%
株式ロング・ショート	-3.57%	1.20%	-2.01%	-0.75%	-1.74%	1.51%	0.34%
イベント・ドリブン	-6.67%	-0.45%	-2.10%	-1.70%	-0.71%	-0.94%	-0.20%
レラティブ・バリュー	-7.23%	2.15%	-3.26%	-0.97%	-1.84%	-0.85%	-1.32%
マクロ	1.74%	-1.48%	1.37%	-0.90%	1.90%	3.10%	-0.42%
CTA	12.23%	-3.89%	3.45%	-0.75%	5.19%	6.94%	1.54%

データ出所：HFR社

GPIFの運用

金融市場には、その運用額の大きさから「クジラ」と呼ばれる機関がいくつか存在します。中でもとりわけ大きく、市場参加者からの注目度が高いのがGPIF（Government Pension Investment Fund：年金積立金管理運用独立行政法人）です。GPIFは文字通り日本の年金積立金を管理・運用しており、2021年度の運用資産額は約196.6兆円にも上ります（図1）。この資産額は世界の年金基金の中でも最大規模であることから、世界最大の機関投資家とも称されます。

2001年に市場運用が開始されて以降、現在（2021年度）に至るまでの収益率は年率3.69%、収益額は累積で105兆円超に上っています（図2）。ただ、運用においては自家運用ではなく（一部国内債券を除く）経営委員会で決定した資産構成、いわゆる基本ポートフォリオ等に基づいて信託銀行等の運用機関に委託されています。

GPIFはインフラストラクチャーやプライベート・エクイティといったオルタナティブ資産にも投資を行っていますが、これらへの資産配分は資産全体の5%を上限に定められおり、運用資金の多くは国内株式、国内債券、外国株式、外国債券のいわゆる伝統的資産に投じられています。現在の基本ポートフォリオは2020年に第4期中期目標に基づいて、伝統的4資産にそれぞれ25%という配分となっています。

2021年度末時点の報告を確認すると、GPIFは国内株式に約49.5兆円投じており、国内上場企業株式での運用資産は約48.9兆円と日本全体の株式時価総額の約6.7%を占めていることから、国内における最大級の株主でもあります。しかし、GPIFは個別銘柄の選択は実施しておらず、上記の通り運用委託先を通して間接的に保有しています。そのため、GPIFの名前は株主名簿には掲載されず、事実上大株主になっていた場合でも運用委託先の保有率に基づいた委託先名義の有価証券報告書が公表されることとなります。

現在の資産配分に至った経緯や運用状況の報告及び運用結果の分析などは、GPIFが公表している業務概況書に記載されていますが、年金基金の運用という非常に重い責任を負っているという点から考えても、GPIFのポートフォリオはより厳格にあらゆるリスクを想定・検証した上で決定されたものと考えられます。運用資金の規模は真似できませんが、ポートフォリオの配分やその理由等は長期投資を行う上で一見の価値があるかと思えます。本コラムが皆様の資産運用の参考となれば幸いです。

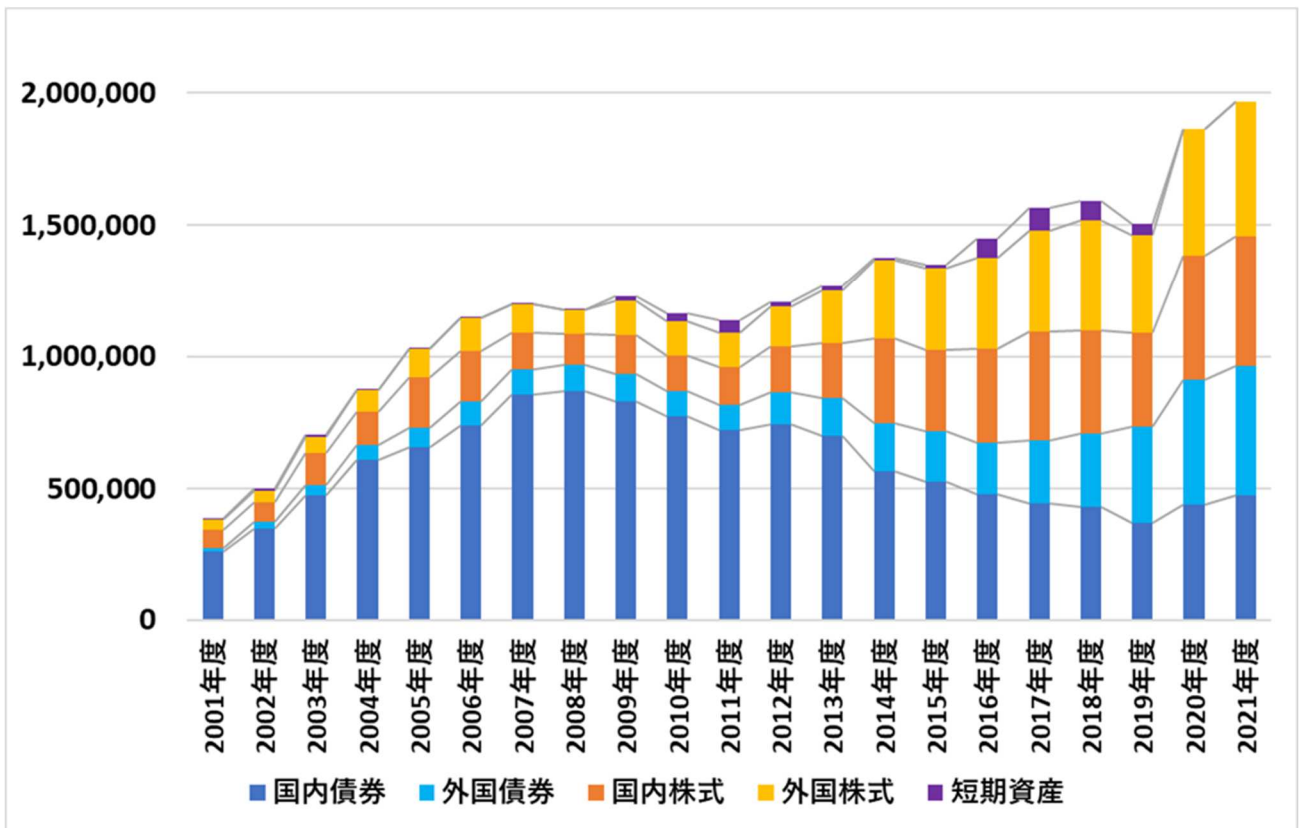


図1. 運用資産額の推移 (単位：億円)

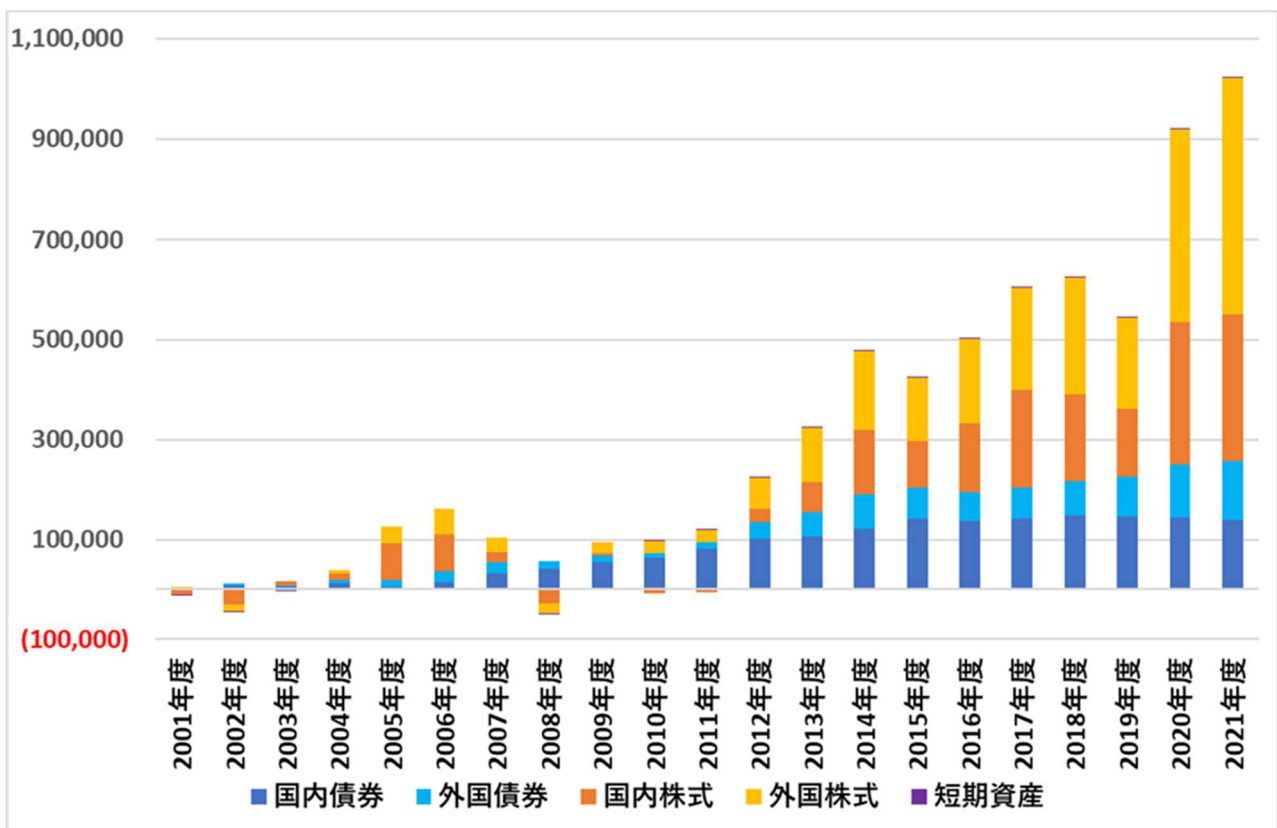
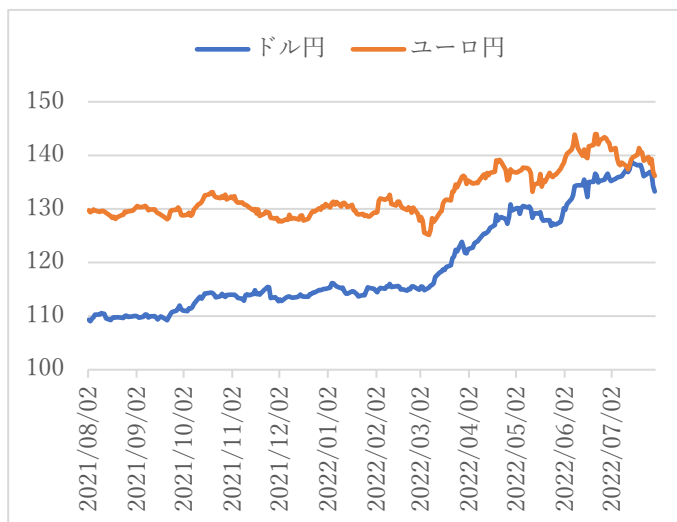
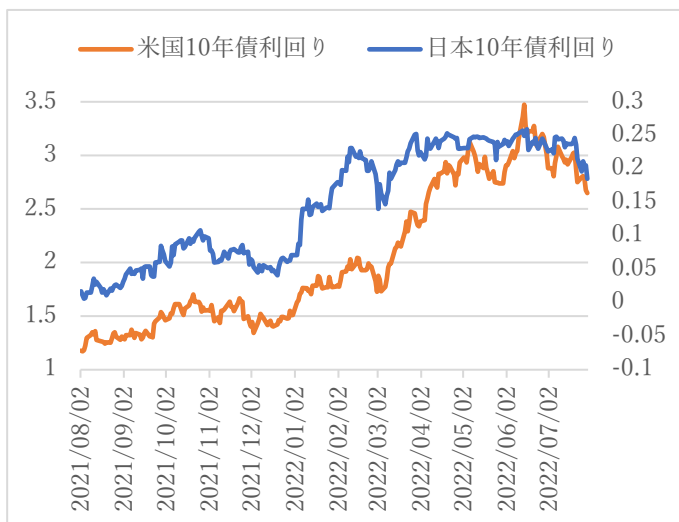
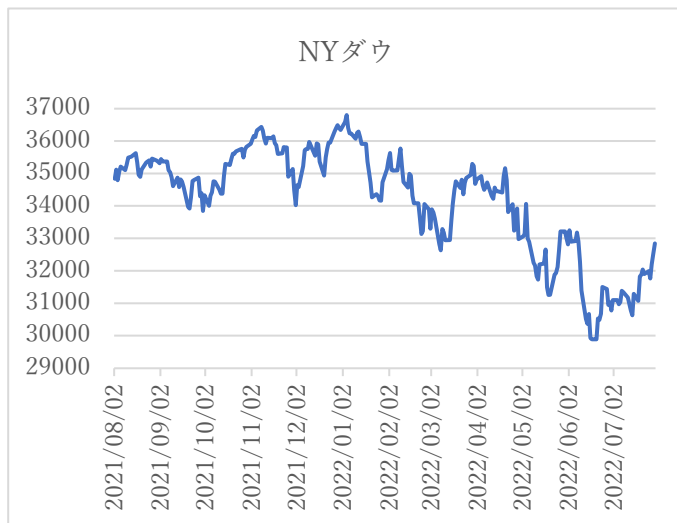


図2. 運用収益額の推移 (単位：億円)

◆◇ 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.157
G P I Fの運用 . . . 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

