

《 2022年 12月 マーケット概況 》

資産クラス	指数	10月	11月	12月	当月リターン	年初来リターン
国内株式	日経平均株価	27,587.46	27,968.99	26,094.50	-6.70%	-9.37%
	マザーズ指数	745.54	793.51	730.41	-7.95%	-26.07%
外国株式	S&P500	3,871.98	4,080.11	3,839.50	-5.90%	-19.44%
	NASDAQ 総合	10,988.15	11,467.99	10,466.48	-8.73%	-33.10%
	MSCIEurope	1,558.12	1,732.53	1,731.58	-0.05%	-17.28%
新興国株式	上海総合指数	2,893.48	3,151.34	3,089.26	-1.97%	-15.13%
	ムンバイ SENSEX	60,746.59	63,099.65	60,840.74	-3.58%	4.44%
海外金利	米政策金利	4.00	4.00	4.50	-	-
	米国債 10年	4.05	3.61	3.88	-	-
国内金利	政策金利	-0.06	-0.08	-0.02	-	-
	10年物国債	0.25	0.25	0.42	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	148.71	138.03	131.11	-5.01%	13.93%
	ユーロ	146.97	143.62	140.31	-2.30%	7.25%
コモディティー	WTI 原油(先物)	86.53	80.55	80.26	-0.36%	6.71%
	COMEX 金(先物)	1,640.70	1,759.90	1,826.20	3.77%	-0.13%
不動産	東証 REIT 指数	1,974.70	1,970.04	1,894.06	-3.86%	-8.34%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,366.64	1,368.67	1,367.83	-0.06%	-4.41%

◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

[12月の金融市場]

12月の日本株式市場は、月前半はかろうじて値を保ったものの中旬以降は大幅安となり弱気ムードの大納会となりました。日銀が10年債の「連続指値オペ」の上限金利を0.25%から0.5%に引き上げたことがサプライズになった上、米国市場が金融引き締め長期化観測からハイテク株を中心に軟調な動きになったことが背景です。日経平均の月間パフォーマンスは-6.7%となり春先以降続いていたボックス圏の安値近辺で今年の実績を終えました。TOPIXも-4.7%とじり貧相場でしたが、値がさハイテク株の下げが大きかったためNT倍率は今年まで最低まで下落しています。マザーズ指数は-8.0%と先月から大幅反落相場となりました。

米国株式相場では、12/14のFOMCでタカ派姿勢が示され予想よりも長期間の利上げが景気後退につながる懸念が広がりました。NYダウの月間騰落率は-4.2%と下落基調でしたが一部ディフェンシブ株で底堅さも見られました。対してナスダックは、テスラやアップルなど大型株やハイテク株が軟調に推移したため大幅安となり-8.7%の急落となりました。

ドル/円相場では、日銀が許容変動幅を拡大したことから円高が一気に進みました。発表があった12/20には前日比一時6円以上の円高の130円台まで急騰する動きとなりました。その後は少し落ち着きましたが、結局月初めの138円台から8円程度円高となり10月までの円安トレンドは大きな転機を迎えました。

米国10年債金利は、月半ばころまではインフレピークアウト期待から低下基調でしたが、パウエル議長を始め楽観論をけん制する発言が相次いだことから月末に向け再び上昇に転じました。一旦3.4%台まで低下した後、3.8%台後半まで上昇する動きとなっています。

大阪金先物は、中旬に7,900円の高値をつけた後は円の高値を受けて一時7,600円近くまで急落しましたが、その後は下げ渋り7,700円台まで戻す動きとなりました。

[今後の見通し]

2022年は米国の金融引き締め政策、ウクライナ情勢、コロナ感染など10年に一度あるかないかの歴史的な事案が重なる年となりました。2023年はこれらを引きずったままさらに現実味を帯びた日銀の金融政策修正という新たな不透明要因を意識せざるを得ません。こうした状況下、各金融機関の日本株年間見通しは、前半低迷、後半反発で概ね一致しています。米国の引き締め長期化観測と景気後退リスクが年前半の圧迫要因となるとの見立ては一見説得力を帯びていますが、実際にはそう簡単にはいかないのが相場の常でしょう。

12月のFOMC議事要旨やその後のFRB理事のタカ派的発言に米国株式市場は相変わらず一喜一憂の反応を示しています。一方で12月の米ISM非製造業総合指数は予想以上に落ち込み2年7カ月ぶりに好不況の境目50を割

り込みました。労働市場がサービス業や中規模以下の企業を中心に依然タイトな状況が続いていることに関しても、今後の景気・株価動向次第で急変動する可能性がある指標だと見ています。ここからの景気後退の顕在化は同時に引き締めピークアウトや将来の利下げ前倒し観測に結び付くことは意識すべきでしょう。いずれにしても、金融システムの安定が維持されFRBが有効なカードを持っている状況にあることが重要です。コロナやインフレの鎮静化が後ずれする懸念は残りますが、市場の読みより株価反転時期が前倒しになる可能性は低くないと見ています。

日本に限れば、今年は「デフレ時代の失われた30年からの脱却」や10年続いた黒田日銀総裁の交代など節目の年になりそうです。岸田政権は今まで棚上げしてきた待ったなしの政策課題に本気で取り組む姿勢を示しています。構造的賃上げ、投資促進、少子化対策、防衛力強化などです。ハードルは低くありませんが、求心力浮上に向けたインパクトのある具体策が時代の転換に繋がる可能性は否定出来ません。製造業の国内回帰により「安くてもいいもの」から「高くてもっといいもの」への消費構造の変化も要注目です。市場が恐れている金融政策の修正に関しては、マーケットの大きな混乱を回避出来ることが絶対条件になると考えており、先送りされるか株価を見ながら微調整にとどまるというのがメインシナリオでしょう。

日経平均の予想PERは年末からの株価下落で現在12倍前後まで下落しています。アベノミクス以降の平均約14倍と比較しても明らかに割安水準です。PERの逆数である益回りは8%以上あり、長期金利が0.5%まで0.25ポイント上昇したところで歴史的に異常なギャップ状態にあることになんら変わりはありません。今年は足元の株価低迷や政策期待もあり、株式投資による資産形成を始めるには絶好の年になるのではないのでしょうか。3月までは割安高配当銘柄、年後半以降まで睨めば米国金利ピークアウトを視野にハイテク、グロース株の押し目が狙い目でしょう。1-2月の日経平均予想レンジは25,800円~27,800円です。

見 通 し

◆◆ オルタナティブ(ヘッジファンド) ◆◆

[12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12月のヘッジファンド・インデックスは、前月比-0.06%と小幅に反落しました。

12月の金融市場は米国の雇用統計、物価指数、政策金利の引き上げなどの発表を受けてドルが売られると共に、世界的に株安・債券安の動きとなりました。日本では日銀が10年国債の利回りの上限を0.25%から0.5%に引

き上げると発表し、株・債券共に大きく下落しました。

この様な中、ヘッジファンドはレラティブ・バリューとマクロ戦略がプラスとなりました。

【株式ロング・ショート】

買い（ロング）の持ち高を厚くしているファンドが多い中で、株式市場の下落が成績に影響しました。年間を通して株価下落の影響を避けることはできませんでしたが、売り（ショート）の持ち高が奏功して成績の悪化は限定的でした。

【イベント・ドリブン】

株式市場の下落が保有株式の評価減に繋がり成績を落としました。M&Aなどの案件が少なかったことに加えて、カタリストとなる経済指標で予想外の数値が発表されたことなども運用に悪影響を及ぼしました。年間を通しては金利の上昇を背景に大型のM&Aなどが減少し、収益機会に恵まれなかったことが成績の悪化に繋がった模様です。

【レラティブ・バリュー】

主要な投資先の米国債市場で雇用統計の強さなどを背景に10年国債の利回りが上昇（価格は下落）した結果、2年国債との逆イールドが改善の方向に動き、スプレッドを買っているファンドに利益がもたらされました。年間を通しては、前半に世界的な高インフレを背景に成績を落としたものの、後半にかけてはそのピークアウト観測も窺え、成績の回復が見られました。

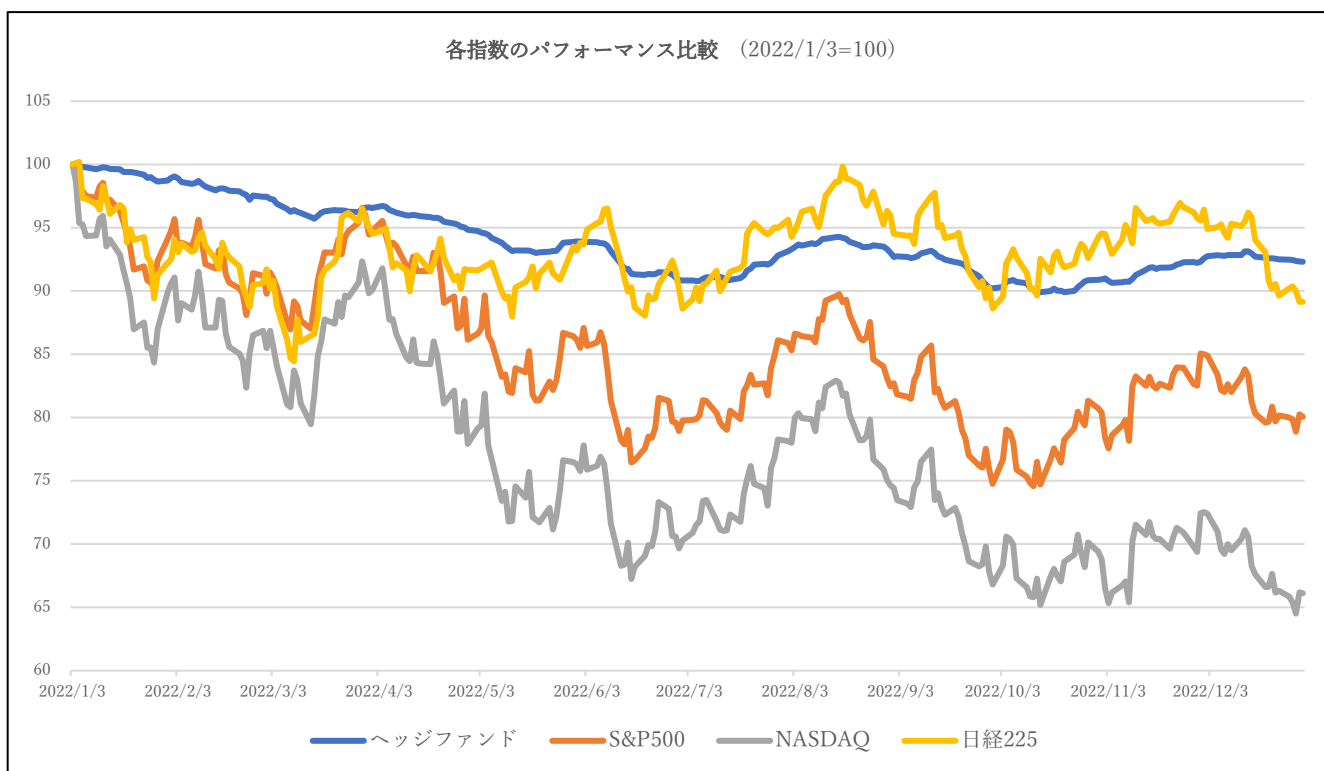
【マクロ】

米国経済の先行きに対する懸念が徐々に拡大する中、ドル安・株安に賭けていたファンドが成績を伸ばしました。年間を通しては、金利・通貨・株式に大きなボラティリティが発生し収益機会を捉えて成績を伸ばしました。

【CTA】

WTI（原油先物）が方向感のない動きだった半面、金価格は大きく上昇する等、主要な投資先の動きが複雑だったことが成績の伸び悩みに繋がりました。また、株価指数先物のプログラム取引もボラティリティの低位安定の下では成績が伸びませんでした。しかし、年間では+16.8%と14年ぶりに2桁プラスの成績を達成しました。14年前との共通点としては、金融市場の混乱で株式市場が大きく下落したことが上げられます。

2022年のヘッジファンドの年間成績は-4.41%と低下しました。しかし、最もメジャーな株価指数の一つであるS&P500の-19.44%と比べると相対的に良好な結果だったといえます。ヘッジファンド・インデックスがそれらの株価指数をアウトパフォームしたのは実に14年ぶりとなり、オルタナティブ投資としてのヘッジファンドの魅力があらためて見直されることになりそうです。



【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					
		12月	11月	10月	9月	8月	7月
ヘッジファンド・インデックス	-4.41%	-0.06%	0.15%	0.08%	-0.96%	0.95%	0.55%
株式ロング・ショート	-3.18%	-0.07%	0.73%	1.03%	-2.01%	0.75%	1.20%
イベント・ドリブン	-7.27%	-0.20%	-0.15%	-1.66%	-0.26%	1.66%	-0.45%
レラティブ・バリュー	-7.72%	0.01%	1.57%	0.74%	-3.03%	0.25%	2.15%
マクロ	3.75%	0.05%	-2.39%	0.15%	2.99%	1.24%	-1.48%
CTA	16.87%	-0.05%	-4.98%	-0.18%	6.49%	3.17%	-3.89%

データ出所：HFR社

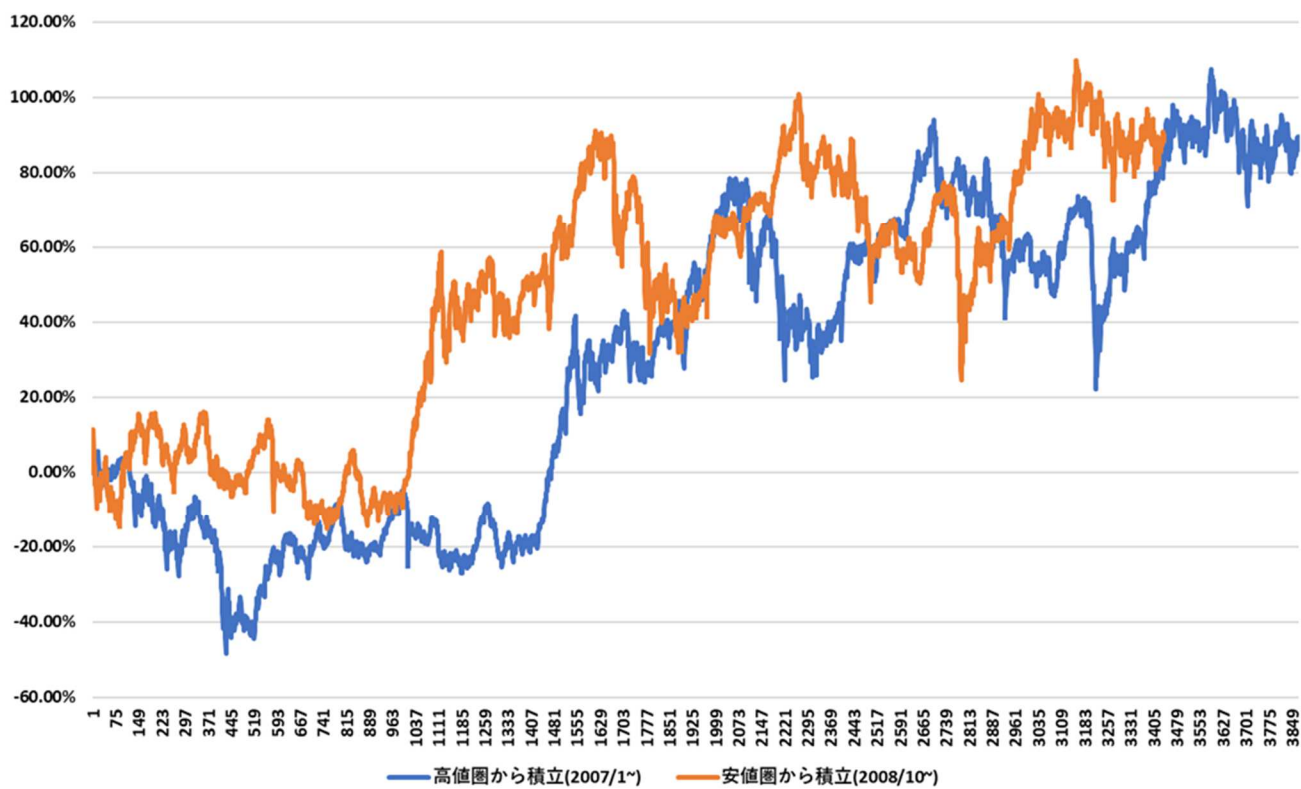
下落相場も投資のチャンス

明けましておめでとうございます。昨年はロシアのウクライナ侵攻以降インフレが加速し、世界的な物価高に見舞われて各国中銀が次々と金融引き締めをシフトしました。このような背景から景気後退、さらにはそれによる株価下落も懸念されている状況で、一見投資を手控えた方が賢明な期間に見えますが、下落相場に投資のチャンスがないわけではありません。そこで今回は、下落相場がチャンスに繋がるような投資をご紹介します。

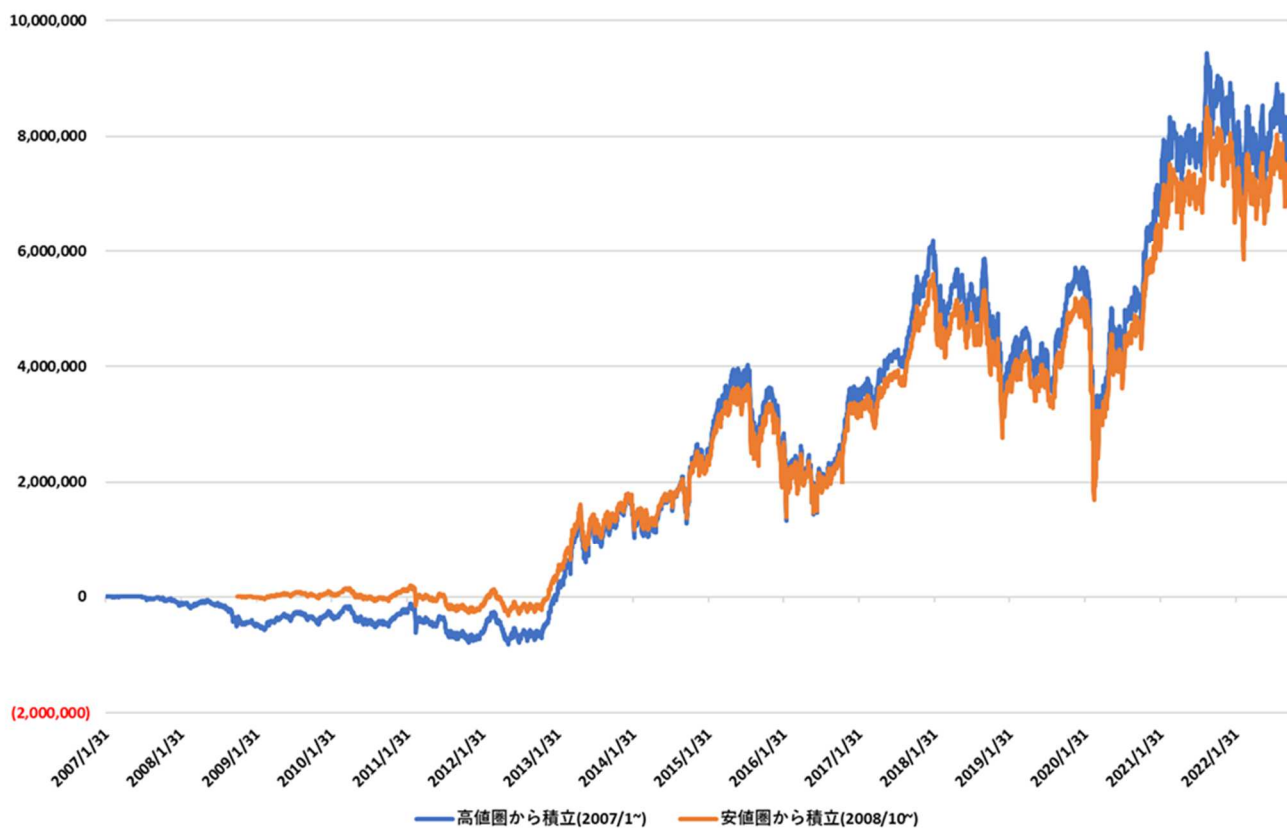
TOPIX ETF (1306) でリーマンショック前の高値圏の 2007 年 1 月から現在 (2022/11/7 時点) まで毎月積立てた場合と、同ショック後の安値圏である 2008 年 10 月から積み立てた場合を比較した時 (配当は再投資とする)、これらの積み立て開始当初の TOPIX の水準には 49.6% と大きな差がありましたが、現時点でのパフォーマンスを比較をすると、2007 年開始が 188.8%、2008 年開始で 190.48% と差は僅かなものとなっています。一方で毎月 5 万円の積み立てを行っていたと仮定した場合、投資元本を除いたリターンは 2007 年は +843.6 万円だったのに対し 2008 年は +761.3 万円と、積み立てを高値圏から開始した方が 82.3 万円も安値圏を待つ積み立て投資を始めたケースより収益が多い結果となりました。つまり本ケースは、暴落があったとしてもその後株価が高値を抜いてきた時点で、積み立て投資は安値圏で買うために下落を待つよりも株価水準に関わらず少しでも早く始めていた方が得となる可能性が高いことを示唆しています。

今年は投資をするかしないかの 2 択でなく、上記のような下落相場が生きやすい投資方法を取り入れ、状況に合わせた取引を継続的に行っていくことで安定的な投資パフォーマンスを目指すのも一つではないでしょうか。

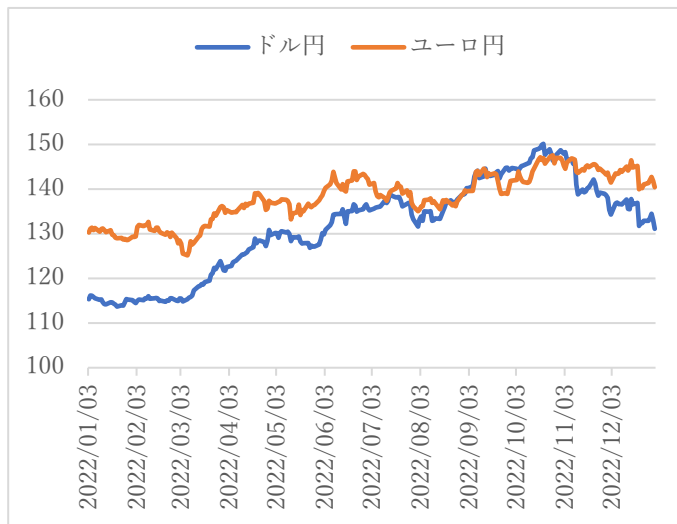
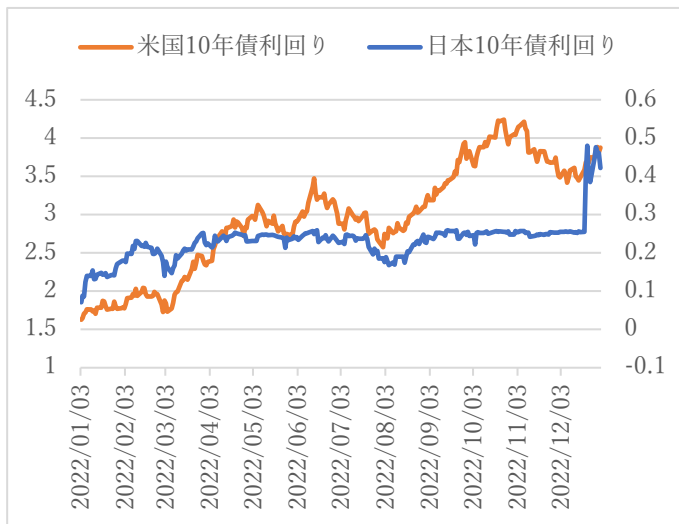
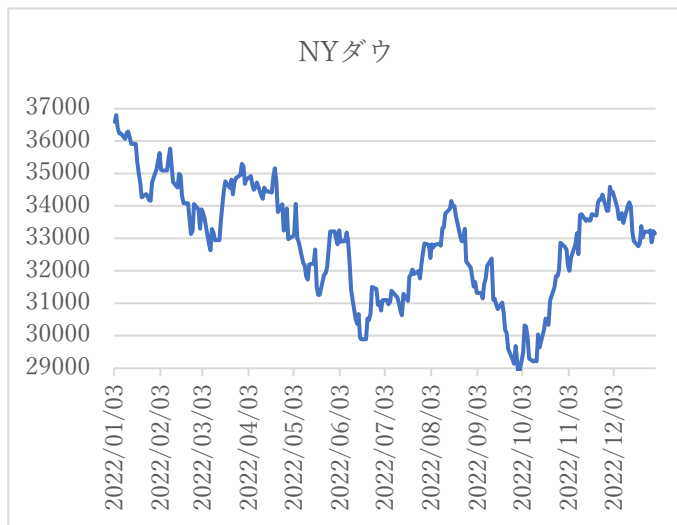
積立開始時期毎のパフォーマンス比較 (投資元本を除く)



積立開始時期毎の収益額比較 (投資元本を除く)



◆◇ 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.162 . . . 西尾 裕亮
下落相場も投資のチャンス

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

