

《 2023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	27,445.56	28,041.48	28,856.44	2.91%	10.58%
	マザーズ指数	748.68	749.45	745.24	-0.56%	2.03%
外国株式	NY ダウ平均	32,656.70	33,274.15	34,098.16	2.48%	2.87%
	S&P500	3,970.15	4,109.31	4,169.48	1.46%	8.59%
	NASDAQ 総合	11,455.54	12,221.91	12,226.58	0.04%	16.82%
	MSCIEurope	1,866.32	1,902.85	1,971.69	3.62%	13.87%
新興国株式	上海総合指数	3,279.61	3,272.86	3,323.28	1.54%	7.58%
	ムンバイ SENSEX	58,962.12	58,991.52	61,112.44	3.60%	0.45%
海外金利	米政策金利	4.75	5.00	※ 5.25	-	-
	米国債 10年	3.93	3.47	3.43	-	-
国内金利	政策金利	-0.01	-0.03	-0.07	-	-
	10年物国債	0.50	0.33	0.40	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	136.20	132.79	136.28	2.63%	3.94%
	ユーロ	144.05	143.93	150.18	4.34%	7.03%
コモディティー	WTI 原油(先物)	77.05	75.67	76.78	1.47%	-4.34%
	COMEX 金(先物)	1,836.40	1,986.20	1,999.10	0.65%	9.47%
不動産	東証 REIT 指数	1,843.21	1,785.77	1,873.45	4.91%	-1.09%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,384.21	1,367.78	1,372.45	0.34%	0.34%

※ 米政策金利は5月8日現在

◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

[4月の金融市場]

4月の日本株式市場は、月初めに一時的な下落局面がありましたが、月間を通して概ね堅調な値動きが続きました。欧米株の上昇に加え、米著名投資家ウォーレン・バフェット氏による日本株追加投資表明や、月末の日銀金融政策決定会合で金融緩和策を維持したことが背景です。日経平均の月間パフォーマンスは、+2.9%で年初から4カ月の続伸となりました。TOPIXは+2.7%でNT倍率は小幅ながら2カ月連続上昇しています。マザーズ指数は月後半に値を消し前月比-0.6%と下落して取引を終えています。

米国株は、物価指標がインフレ鈍化傾向を示し利上げ打ち止めが近いとの見方が強まったことや、好調な企業業績を受けて底堅く推移しました。NYダウの月間騰落率は+2.5%と前月から連続高となりました。ナスダックは、月後半に地銀の預金流出で一時的に急反落した影響を受け、前月比ほとんど変わらずの結果でした。

ドル/円相場では、米長期金利が底堅く推移したことを受け、円高傾向から反転し、じりじりと円安の動きが続きました。月末には日銀の金融政策現状維持表明で一時的に137円台まで円急落の場面がありました。

米国10年債金利は、春先の急低下の勢いは止まりましたが、景気減速と利上げ停止が意識され反発も限定的で3.4~3.5%台水準で安定的な動きとなっています。

大阪金先物は、金融不安がくすぶる中、前月までの動きが継続して月前半は強い相場が続き、中心限月で8,300円台から一時8,700円近辺まで上昇しました。

[今後の見通し]

4月以降日本株は上昇基調を強めています。テクニカル面から見ても、昨年以降繰り返したボックス相場の上限(29,220円)を上抜き重要な節目以上に回復したと言えます。過去は先物主導で上昇した後、短時間で急反落に転じる動きを繰り返しており要注意ですが、今回はバリュー株を中心に腰の入った実需買いが見られます。ショートポジションの積み上がりもあり、強気相場がしばらく継続する素地があると見ています。

米国では一部地銀株など金融不安がくすぶる動きがありましたが、影響は限定的で大きな動揺には至っていません。リーマンショックの学習効果が機能しており、今後も金融市場で信用不安が拡大する可能性は小さいのではないのでしょうか。足元の米国経済は全体として減速傾向が見られる一方、失業率など労働需給は依然タイトな状況にあります。現在はインフレ率の高止まりなどFRBも市場関係者も明確な方向感がつかみにくい局面と言えるでしょう。また、いずれ高金利の影響が消費や設備投資の抑制につながり景気後退が避けられないとの見方は根強いようですが、FRBのけん制があり市場で緩和期待がさほど膨らんでいないことに注目しています。市場と実体経済の間に大きなギャップが生じていないことは、金融市場の持続的安定に好影響を与えると考えています。

会社発表の今期業績見通しは概ね1割程度の増益予想になると見ています。コンセンサス比は慎重ながらも例

年と較べても内需株を中心に堅調予想が多いようです。予想 PER は日経平均 29,000 円で 13 倍台、プライム全銘柄でも 14 倍台ですから日経平均 30,000 円もさほど無理がない水準と考えます。依然短期筋の先物売買動向には要注意ですが、低 PBR 改善策やグローバル資金の日本株見直しなど需給面のプラス要因も下値支えになるでしょう。5-6 月の日経平均予想レンジは 28,500 円~30,500 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が算出する 4 月のヘッジファンド・インデックスは、+0.34%と 3 か月ぶりに反発しました。

世界的な物価上昇に鈍化の兆しが見えてきたことや、3 月に起こった銀行破綻の連鎖がないことを受け、4 月の金融市場は落ち着いた動きとなりました。株式市場は主要国を中心に概ね 2%~3%の上昇となったほか、米 10 年国債が 3.5%前後で安定した動きでした。恐怖指数と称される VIX 指数は 1 年ぶりに 15 ポイント前半まで低下したことからも落ち着いた市場の様子が窺えました。

この様な中、ヘッジファンドはイベント・ドリブンを除く全ての戦略でプラスの成績となりました。

【株式ロング・ショート】(+0.61%)※

突発的な出来事で市場が荒れると個別銘柄は乱高下を示し、想定外のドロダウ(資産の下落率)に繋がる場合があります。しかし、4 月の様に安定した市場においては投資戦略の成果が現れやすく、プラスの成績に繋がりました。

【イベント・ドリブン】(-0.51%)

特に注目された経済指標の発表や、大型の M&A も見受けられず、利益機会に恵まれませんでした。しかし、株式市場では 3 月末の決算発表がピークを迎えることから、それに係る取引での収益が期待できます。

※ () カッコ内は 1 か月の運用成績

【レラティブ・バリュア】 (+0.25%)

債券市場が安定していたことでレバレッジを効かせた裁定取引が奏功しました。流動性の最も高い米国市場では金利のピークアウトが視野に入ってきたこともあり、徐々にイールドカーブの正常化が進むことが考えられます。例えば長短金利のスプレッドを売っているファンドにとっては成績の上昇に繋がる動きとなります。

【マクロ】 (+1.36%)

対円での通貨に動きがあり利益機会を得ました。ドル/円は137円の円安（ドル高）になり、ユーロ/円は15年ぶりに150円の円安（ユーロ高）になるなど大きな動きがありました。外国人投資家が買い越している日本の株式市場で株価の上昇が見られたものの、為替の評価が頭を押さえる形となり成績は伸び悩みました。

【CTA】 (+1.86%)

WTI（原油先物）が月初めの高値から月末にかけて10%弱の下落を示すなど大きな変動が収益に繋がりました。短期的に大きなトレンドが発生したことでトレンドフォロー戦略が奏功しました。他の主要な投資先である金や株価指数先物に関しては動きに変化が無かったことから大きな収益には繋がりませんでした。

【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	2023年				2022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	0.34%	0.34%	-1.19%	-0.47%	1.67%	-0.06%	0.15%
株式ロング・ショート	1.41%	0.61%	-0.14%	-0.61%	1.56%	-0.07%	0.73%
イベント・ドリブン	-0.75%	-0.51%	-1.57%	-0.94%	2.31%	-0.20%	-0.15%
レラティブ・バリュア	1.39%	0.25%	-0.62%	-0.51%	2.30%	0.01%	1.57%
マクロ	-1.17%	1.36%	-3.02%	0.50%	0.03%	0.05%	-2.39%
CTA	-4.06%	1.86%	-6.66%	1.88%	-0.98%	-0.05%	-4.98%

データ出所：HFR社

“Sell in May” may just be a say.

COVID-19 やウクライナ侵攻以降世界的にインフレに見舞われ、各国の中銀はその対応を余儀なくされました。FRB は昨年 3 月 16 日に FOMC で政策金利の引き上げを決定し、それ以降はハイペースで利上げを行い勢いづいたインフレに対処してきました。最近では経済指標からインフレ鈍化の兆しが見え始めたことで、マーケットは FRB の利上げ打ち止め時期を意識しつつあります。ただ全体的な株式市場の傾向としては、利下げ政策にシフトした辺りから軟調な展開となることも多いため、今後の動向の見極めが重要となります。

そういった中、今後の相場動向を考える上での足掛かりの一つとして、相場の傾向、いわゆるアノマリーがあります。「Sell in May (5 月に売れ)」という格言をご存じの方も多いのではないのでしょうか。これは夏季になるといわゆる閑散相場に移行しやすく、株価が上昇しづらいというアノマリーを踏まえたイギリス発祥の格言です。今回は Sell in May を日本と米国の代表的な株価指数で検証し、今後の動向を占ってみたいと思います。

まず各指数において 1990 年以降の各月の変動率を算出し平均した場合、一年のうちで 4 月が最も全体的にパフォーマンスが良く、一方で 8 月が最も悪いことが伺えます (図 1)。次に年初を基準に各月の推移を平均し比較してみると、日本の 3 指数においては格言通り 5 月以降上値が重くなっていることが伺えるのに対し、米国の 3 指数は 7 月末まで堅調に推移していることが推察されます。つまり、日本市場においては Sell in May のアノマリーが比較的表れており、5 月以降夏枯れ相場に移行していくことが多い一方で、米国市場ではタイミングがやや遅れサマーラリー相場でもう一段高を狙う動きとなるケースが多いことが示唆されていると言えます。これらを踏まえると、5 月初旬にポートフォリオにおける米国株の比重を上げる一方日本株の比重を下げ、米国のサマーラリー上昇分を狙いに行くというのも有効な戦略かもしれません。

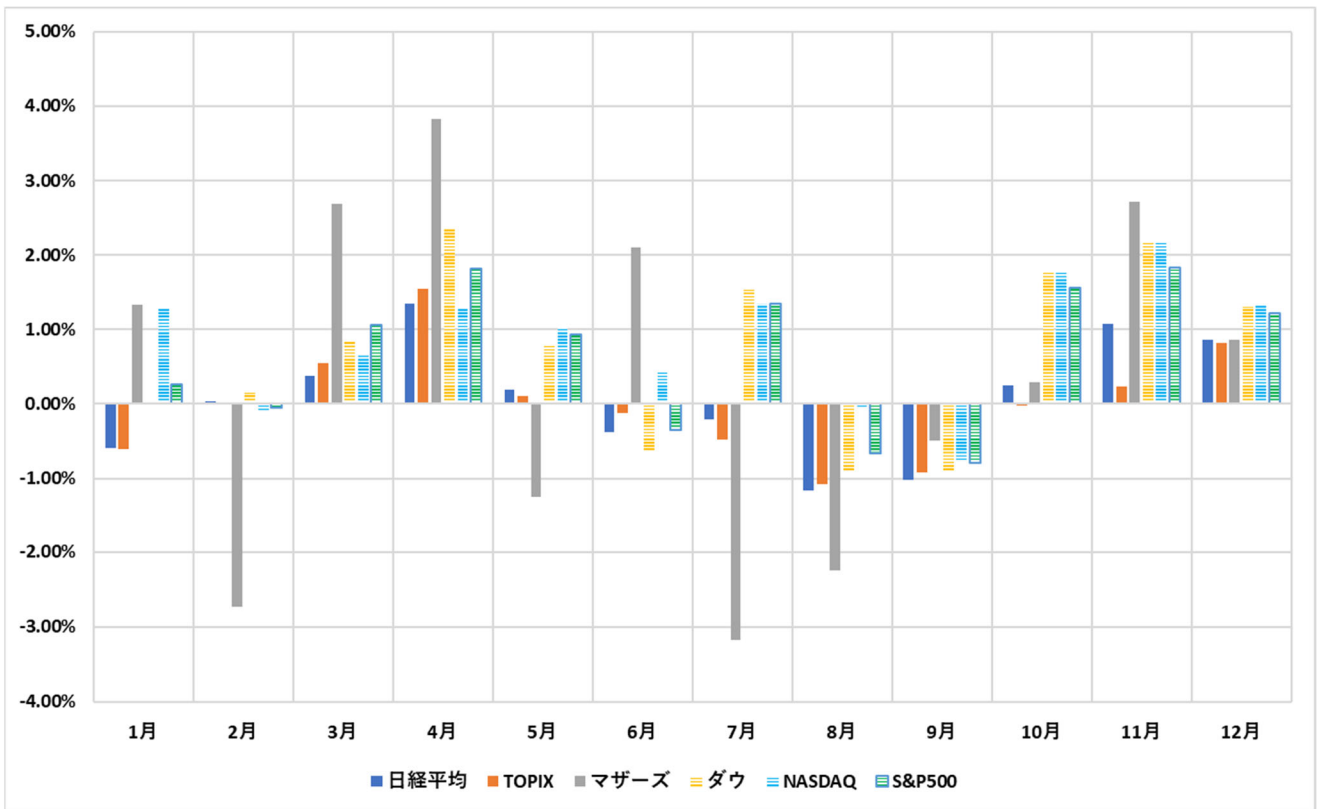


図 1. 1990 年以降（マザーズは 2004 年以降）の各指数月次パフォーマンス（対月初比）の平均

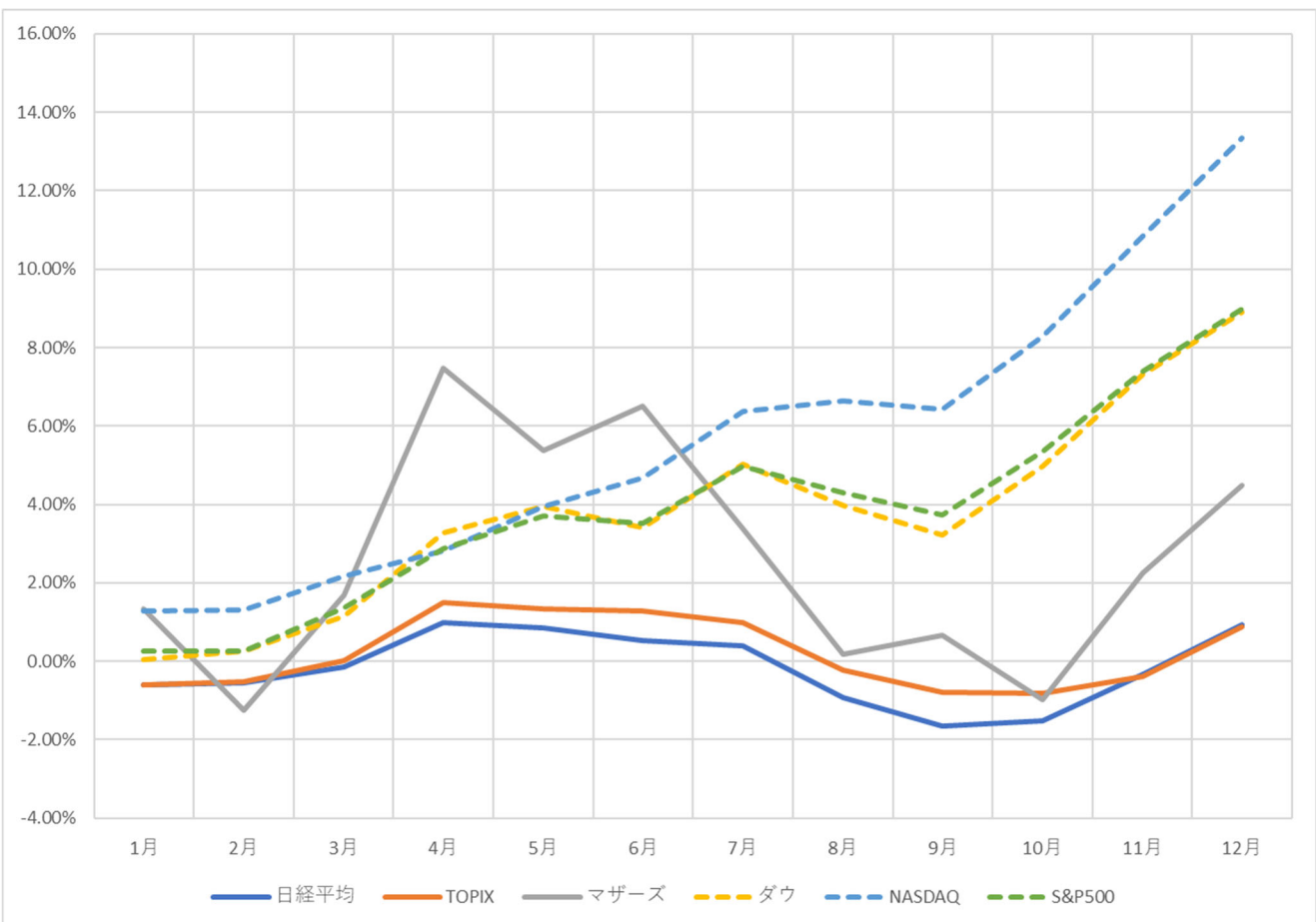
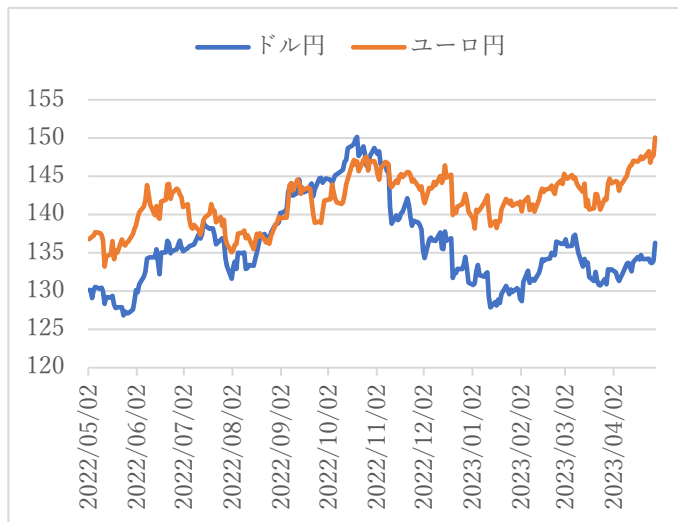
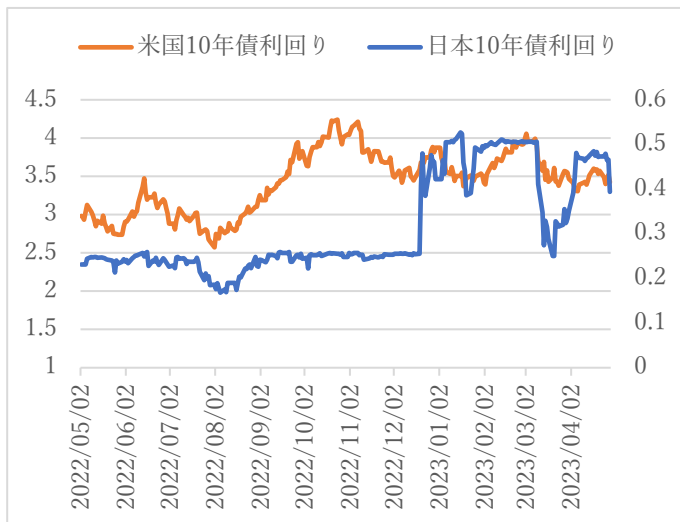
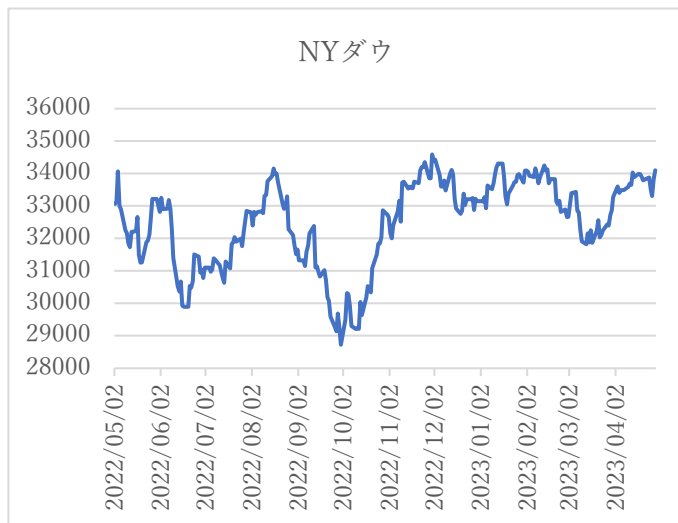
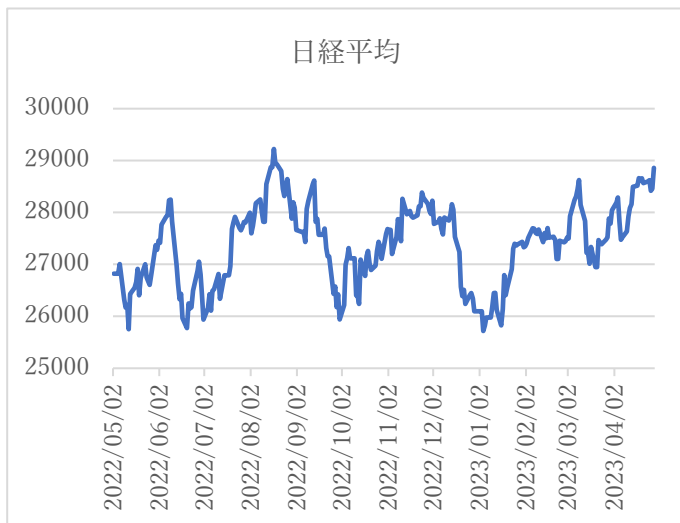


図 2. 各指数の年初を基準にした各月末水準の平均比較（1990 年以降（マザーズは 2004 年以降））

◆◇ 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.166 . . . 西尾 裕亮
“Sell in May” may just be a say.

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

