

## 《 2023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	28,856.44	30,887.88	33,189.04	7.45%	27.19%
	マザーズ指数	745.24	748.06	815.97	9.08%	11.71%
外国株式	NY ダウ平均	34,098.16	32,908.27	34,407.60	4.56%	3.80%
	S&P500	4,169.48	4,179.83	4,450.38	6.47%	15.91%
	NASDAQ 総合	12,226.58	12,935.28	13,787.92	6.59%	31.73%
	MSCIEurope	1,971.69	1,843.05	1,928.43	4.63%	11.37%
新興国株式	上海総合指数	3,323.28	3,204.56	3,202.06	-0.08%	3.65%
	ムンバイ SENSEX	61,112.44	62,622.24	64,718.56	3.35%	6.37%
海外金利	米政策金利	5.25	5.25	5.25	-	-
	米国債 10年	3.43	3.65	3.84	-	-
国内金利	政策金利	-0.07	-0.07	-0.08	-	-
	10年物国債	0.40	0.43	0.40	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	136.28	139.34	144.32	3.57%	10.08%
	ユーロ	150.18	148.93	157.45	5.72%	12.22%
コモディティー	WTI 原油(先物)	76.78	68.09	70.64	3.75%	-11.99%
	COMEX 金(先物)	1,999.10	1,982.10	1,929.40	-2.66%	5.65%
不動産	東証 REIT 指数	1,873.45	1,880.45	1,862.30	-0.97%	-1.68%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,372.45	1,366.07	1,376.47	0.76%	0.63%

### ◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

#### [ 6月の金融市場 ]

6月の日本株式市場は、月前半までは前月の上昇相場の勢いがさらに加速する強気相場が続きました。ただ、中旬以降は買い疲れや高値警戒感から伸び悩む動きとなっています。日経平均で4月初旬から約2カ月で5,000円幅の急騰ぶりでしたので多少の調整も止むを得ないでしょう。日経平均の月間パフォーマンスは+7.5%と2カ月連続の大幅高となり、年初からは6カ月の続伸となりました。TOPIXも+7.4%と続伸しNT倍率はほぼ横ばいでした。マザーズ指数は前月比+9.1%で久しぶりの大幅高を記録しました。

米国株は日本株にはややアンダーパフォームとなったものの概ね堅調に推移しました。特に月前半は、物価上昇圧力が和らぎ6月のFOMCで利上げが見送られるとの観測が上昇相場を支えました。NYダウの月間騰落率は+4.6%と2カ月ぶりの上昇となりました。ナスダック市場は金利上昇圧力が低下したことやハイテク企業の業績期待から+6.6%と大幅高となっています。

ドル/円相場では、日米金利差が当面は縮小しないとの観測から月間を通じてドル高円安の動きが強まりました。月末には7カ月ぶりとなる145円台まで円安が進みました。145円台は昨年9月に24年ぶりにドル売り介入が行われた水準です。

米国10年債金利は、景気指標や労働指数にはっきりとした傾向が見られなかったことから、概ね3.7%台の小幅レンジで推移しました。

大阪金先物は、ドル安円高の影響から24年4月限月で月前半の8,700円台から月後半には8,800円台までじりじりと水準を切り上げる動きが見られました。

#### [ 今後の見通し ]

4月以降大幅買い越しを続けてきた外国人投資家ですが、6月第3週は現物で3,604億円と13週ぶりの売り越しとなりました。この週あたりから上昇ピッチが鈍り、日経平均では33,000円台後半で上値が重くなりました。外国人には依然買い余力がありファンダメンタルにも大きな変化はありません。短期の上昇幅が大きかっただけにテクニカルな調整は致し方ないでしょう。

バリュエーションで見た場合、2006年以降で算出した日経平均予想PER（構成ウエイトを考慮した値）のレンジ上限（12カ月平均、+1標準偏差）は33,781円（7/5現在）です。今回の上昇局面では6/14に初めて到達しました。その後は33,500円～33,800円のゾーンを何度もチャレンジして跳ね返され、やはり上値の壁となっています。過去、株価急上昇後にこのPER上限を超えたのは2013年のアベノミクスと2015年の黒田バズーガII後ラリーの2回見られ、いずれもそれまでの急激な上昇相場は一旦終息しています。2013年はその後急落に転じましたが、今回は慎重に見ても後者2015年パターンの高値圏レンジ相場に移行する可能性が高いと考えます。その

場合、当時の値幅に当てはめれば32,400円～34,250円の小幅レンジで期間は2カ月～3カ月が想定されます。

6月米ISM景況感指数は46.0と、5月の46.9から低下しパンデミックによる経済封鎖直後の20年5月以来の最低となりました。一方、先に発表された6月の米消費者信頼感指数は109.7に上昇し消費の堅調持続を示唆しました。米経済の方向感には相変わらずはっきりしません。金融政策の見通しも短期間で目まぐるしく揺れ動いています。マーケット動向にも影響を受けますので、1カ月程度の時間軸でも全くあてにならない観測でしょう。言い換えれば、市場が極端な楽観や悲観に偏り過ぎるのを嫌うFRBのコントロールがうまく機能している状況と言えます。来年の大統領選を控え、ソフトランディングの成否が判明するまでにはまだ相当な時間がかかるでしょう。

このように米国市場でゴルディロックスあるいは中立的状況が続くことは、グローバル資金の向かう先として日本株の優位性が継続することにつながると見ています。テクニカル面では上昇相場が一服しレンジ相場が想定される局面ですが、大勢長期上昇の方向感には変わりないでしょう。将来的にPERの上限はインフレと成長期待で上方修正されると考えます。弱気に傾きがちな場面ほどデフレ脱却の歴史的転換期を迎えていることを意識すべきではないでしょうか。当面の投資戦略は低PBR・高配当利回りと円安メリット株の押し目狙い。7～8月の日経平均予想レンジは32,000円～34,500円です。

## 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が算出する6月のヘッジファンド・インデックスは、+0.76%と反発しました。

6月の主要先進国の金融政策は、日本と米国が金利を据え置いたのに対して、欧州と英国は金利を引き上げました。特に米国においては11会合ぶりの据え置きとなり、為替や株式市場に反応が見られました。ドルはユーロやポンドに対して安くなる一方、円に対しては強含みの展開となり、通貨安となった日・米の株式市場は大きく上昇しました。中でも日経平均株価は33年ぶりの水準に達する動きとなり、最も上昇したインデックスとして注目されました。このような中ヘッジファンドは全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】 (+1.27%) ※**

恐怖指数と称される VIX 指数が 6 月に入って更に下落し、14 ポイント台と極めて低い水準で推移しました (5 月は 17 ポイント台で推移)。安定した相場環境においては、ヘッジファンドの戦略が好成績に繋がりが易く、運用環境に恵まれたと言えます。また、株価の上昇はロング (買い) に傾けるファンドが多い中、運用成績を押し上げました。

**【イベント・ドリブン】 (+0.83%)**

欧米の金融政策もかつてほど注目を集める状況ではなく、株式市場ではイベントとしての認識は低下しています。また、企業の M&A も小型のものが多く、大きな資金の運用には厳しい環境が続きました。ただ、株式市場の上昇でポジションの評価が上がり、成績はプラスとなりました。

**【レラティブ・バリュウ】 (+0.76%)**

米長短金利の逆ザヤが再び拡大し、スプレッドを買っていたファンドは苦戦を強いられる結果となりました。しかし債券相場は全体的に安定した動きを示し、緻密なアービトラージが功を奏したことが窺えます。

**【マクロ】 (+0.55%)**

ドルインデックスは 6 月初めに一転下落となった後、月末にかけて再び切り返すなど複雑な動きを示しました。通貨の売買に利益の源泉を求めるファンドにとっては厳しい環境だったと言えます。一方、株式市場を主体に運用しているファンドは日米の株価上昇の恩恵を受けて成績を伸ばしました。

**【CTA】 (+2.41%)**

日米の株式市場が堅調に推移し、コンピューターで行う先物のトレンドフォロー戦略が収益をあげました。また、金価格が一貫して下げたこともファンドの収益に貢献しました。

**【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	2023 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	-0.13%	0.76%	-0.46%	0.34%	-1.19%	-0.47%	1.67%
株式ロング・ショート	2.96%	1.27%	0.26%	0.61%	-0.14%	-0.61%	1.56%
イベント・ドリブン	-2.99%	0.83%	-2.63%	-0.51%	-1.57%	-0.94%	2.31%
レラティブ・バリュウ	2.17%	0.74%	0.03%	0.25%	-0.62%	-0.51%	2.30%
マクロ	0.25%	0.55%	0.89%	1.36%	-3.02%	0.50%	0.03%
CTA	0.70%	2.41%	2.49%	1.86%	-6.66%	1.88%	-0.98%

データ出所 : HFR 社

※ ( ) カッコ内は 1 か月の運用成績

## 日経平均と日経平均 VI の動き

日経 VI は市場参加者によって予想された日経平均株価の将来 1 か月間の変動の大きさ（ボラティリティ）を表す数値です。日経平均オプション取引の価格をもとに算出しており、この数値が高ければ高いほど日経平均が大きく変動すると市場参加者が予想していることを意味しています。平常時は 10-20 前後で推移し、金融危機や戦争、災害などをきっかけに相場の振れ幅が大きくなると急上昇します。例えば、コロナショックで市場が動揺していた時には日経 VI が一時「60.89」まで急騰する場面がありました。

また通常は日経平均が下落すると日経 VI が上昇し、日経平均が上昇すると日経 VI が下落する「逆相関の関係」で動いていますが、ごくまれに日経平均の上昇とともに日経 VI が上がっていくケースもあります。直近では 2023 年 5 月 19 日、バブル崩壊後の戻り高値を 1990 年 8 月 1 日以来およそ 33 年ぶりに更新する際に、月初に「15.56」だった日経 VI が「22.48」まで+44%も上昇しました。また日経新聞によると、7/3 の午前中の日経平均の急騰場面でも日経 VI が前日比 4%上昇していたようです。

今回は、このように普段は「逆相関の関係」が強い日経平均と日経 VI が一月の間にもともに上昇するケースを 2000 年以降で抽出してみました。2000 年 1 月から 2023 年 7 月まで 283 か月ありますが、日経平均が月間で 3% 上昇し、かつ日経 VI も 10%以上上昇するケースは 10 回のみです。チャートで確認すると、特に直近の高値を更新しようとする場面で見られました。

また、今後の日経平均の動きを占ううえで、日経平均が 3%以上上昇、かつ日経 VI が 10%以上上昇した前月の終値を 1 としてその後の動きを調べました。（半年以内に再度日経平均が 3%以上上昇、かつ日経 VI が 10%以上上昇した場合は一連の動きが継続しているとみなし除外しました。）すると、日経平均も日経 VI も上昇した 3 か月後に日経平均が高値を維持し続けることができているとみられ、さらに上昇していく傾向がありそうです。今回の場合ですと、8 月末までに日経平均先物が下落して直近で更新した高値の 30,720 を割り込まなければ、来年 5 月までさらに 9~45%ほどの上昇が期待できそうです。9 月はメジャー SQ もありますし、日経平均と日経 VI の動きに要注目です。

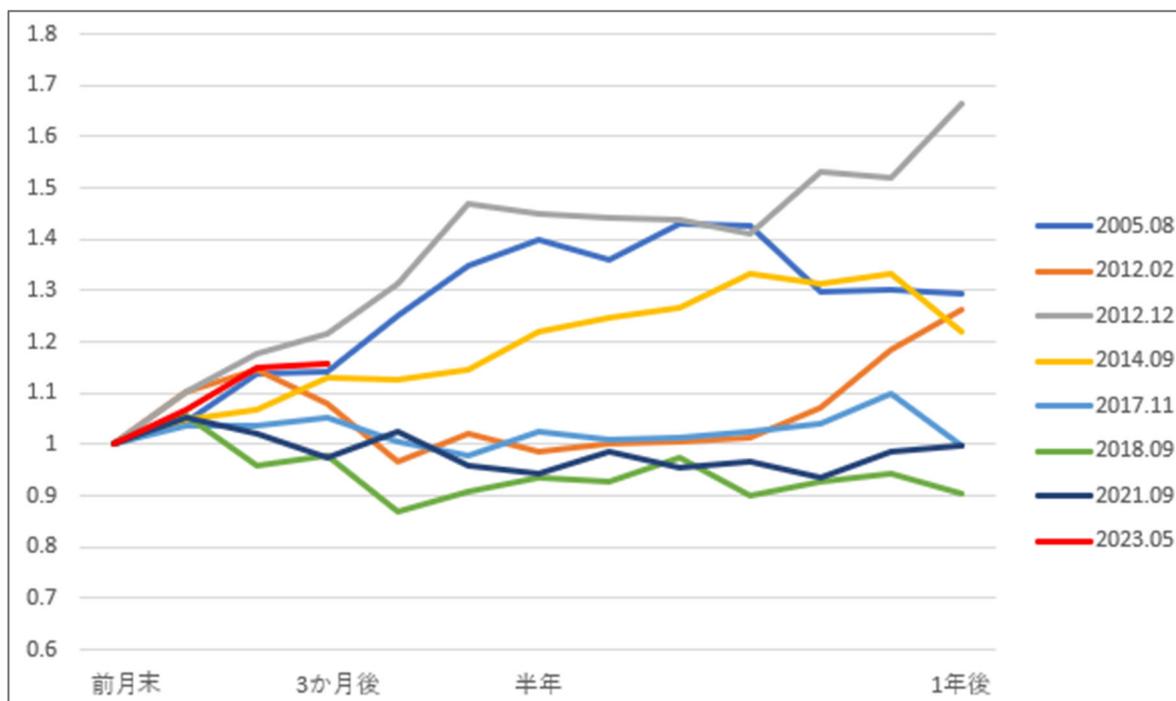
《2000年以降日経平均が3%以上上昇、かつ日経VIが10%以上上昇した月》

	日経上昇率	日経VI上昇率
2005年8月	4.37%	21.67%
2005年12月	7.86%	42.46%
2012年2月	10.22%	12.83%
2012年12月	10.37%	31.21%
2013年2月	3.51%	19.36%
2014年9月	4.67%	10.10%
2017年11月	3.69%	12.71%
2018年9月	5.56%	11.14%
2021年9月	5.32%	26.63%
2023年5月	6.86%	31.41%



(REFINITIVのデータより当社作成)

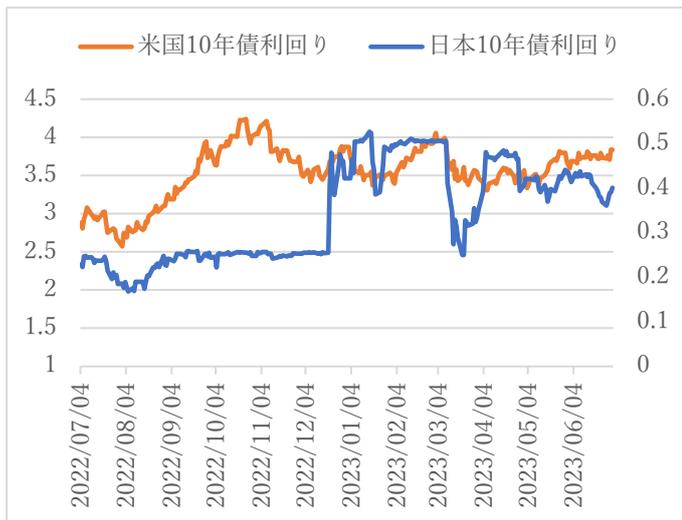
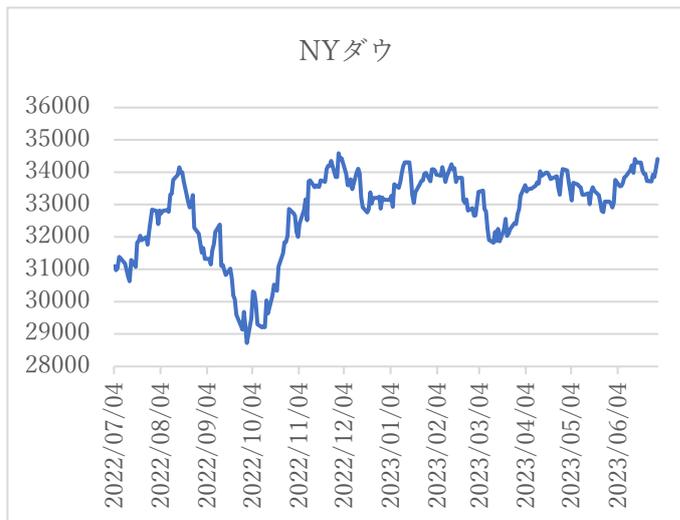
《日経平均が3%以上上昇、かつ日経VIが10%以上上昇した前月終値を1としたその後の動き》  
 (2023.05は7/4時点)



	1か月後	3か月後	半年後	1年後
2005.08	4.37%	14.36%	39.88%	29.39%
2012.02	10.22%	7.83%	-1.48%	26.11%
2012.12	10.37%	21.69%	44.97%	66.56%
2014.09	4.67%	13.16%	22.05%	22.18%
2017.11	3.69%	5.19%	2.55%	-0.32%
2018.09	5.56%	-2.23%	-6.43%	-9.49%
2021.09	5.32%	-2.52%	-5.75%	-0.21%
2023.05	6.86%	15.76%		

(REFINITIV のデータより当社作成)

◆◇ 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. 168 . . . 野上 信彦  
日経平均と日経平均 VI の動き

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

