

《 2018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	22,467.87	22,201.82	22,304.51	0.5%	-2.0%
	マザーズ指数	1,142.07	1,135.26	1,090.30	-4.0%	-11.5%
外国株式	S&P500	2,648.05	2,705.27	2,718.37	0.5%	1.7%
	MSCIEurope	1,788.79	1,717.22	1,702.61	-0.9%	-5.2%
新興国株式	上海総合指数	3,082.23	3,095.47	2,847.42	-8.0%	-13.9%
	ムンバイ SENSEX	35,160.36	35,322.38	35,423.48	0.3%	4.0%
海外金利	米政策金利	1.75	1.75	2.00	-	-
	米国債 10年	2.96	2.86	2.86	-	-
国内金利	政策金利	0.10	0.10	0.00	-	-
	10年物国債	0.06	0.04	0.03	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	109.33	108.81	110.66	1.7%	-1.8%
	ユーロ	132.04	127.20	129.28	1.6%	-4.4%
コモディティー	ICE 原油(先物)	68.57	67.04	74.15	10.6%	22.7%
	COMEX 金(先物)	1,314.90	1,304.70	1,254.50	-3.8%	-4.2%
不動産	東証 REIT 指数	1,728.48	1,734.13	1,764.64	1.8%	6.1%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,263.80	1,267.13	1,264.78	-0.2%	-0.8%

◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

[6月の金融市場]

6月の日本株は、月半ばまでは戻り歩調でしたが月末にかけては再び不透明感が広がり軟調な展開となりました。米朝首脳会談への期待で地政学リスクは後退したものの、会談後は貿易摩擦問題がクローズアップされ、世界的にリスクオフムードが拡大しました。結局日経平均の月間パフォーマンスは行って来いでほぼ横ばいの結果となりました。

NYダウも同様で月間では+0.6%と上値の重い動きとなりました。欧州株は貿易摩擦の悪影響が大きいとの見方から下落が目立ち、独DAXは-2.4%の下げとなりました。

為替市場では、春先からのドル高、新興国通貨安のトレンドがさらに進展し、リスクオフの動きが強まりました。ドル/円、ユーロ/円については比較的安定した動きに終始しました。

米国10年債金利は、株安や世界的な景気後退懸念から、2.9%前後の低水準で推移しました。

[今後の見通し]

世界の金融市場の関心がトランプ大統領の通商政策による貿易摩擦問題の行方に集中しています。6月以降一時期の楽観的見方が後退して、世界経済に対する悪影響が深刻化するとの懸念が強まっているようです。11月6日の中間選挙に向けトランプ氏の攻勢が弱まらないのではとの観測が根強く、日本株も強気相場復活のきっかけを掴みにくい状況が続きそうです。

チャート面から日経平均を見た場合、5/30に付けた21,931円のネックラインを7/2に割り込みましたので、23,000円天井のWトップの形状が完成しています。そうすると、下値メドは下げ第一弾の安値20,950(2/14)や今年の最安値20,347円(3/26)となります。また、今回の調整と足取りが酷似している2015~2016年のチャイナショック時に現在のチャートを当てはめると、19,000円が底値になります。そうした連想が6月後半の軟調相場につながった側面もあるようです。しかし、企業業績などファンダメンタル面からは当時との違いは明白で、実際の下値は限定的と見ています。22,000円前後は今年後半の上昇相場を睨んで概ね押し目買いの好機にあると考えます。下げを主導した人民元と上海総合株価指数の動向が要注目ですが、こちらも相当悪材料を織り込んできたのではないのでしょうか。7月の日経平均は21,500円-23,000円のレンジを予想しています。

◆◇ 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、前月と比べてマイナス0.19%と反落しました。月前半の金融市場は比較的落ち着いていましたが、後半にかけて米国の輸入関税引上げの問題が再び持ち上がり、動揺が広がりました。世界経済の先行き懸念が台頭し、ドルが上昇したり株式市場が大きく下落したりする等の動きが出ました。そんな中、ヘッジファンドの戦略ではレラティブ・バリュウやマクロが健闘しました。レラティブ・バリュウは、安全資産への資金逃避が債券相場を支え、その相場上昇が収益の源泉になりました。またマクロは、関税等の問題に対して為替や株式市場がセオリー通りの動きを示す中で、無難に対応が出来たものと思われます。一方、イベント・ドリブンや株式ロング・ショート（以下ロング・ショート）は苦戦を強いられました。株式市場において、バリュウ株（割安銘柄）の著しい下落やグロース株（成長株）の更なる上昇など想定外ともとれる動きが見られたほか、日本においてはNT倍率（次項コラム参照）が13年ぶりの高水準になる等、ロング・ショート戦略にとってはかなり厳しい環境でした。イベント・ドリブンについても、主たる投資先である株式市場の下落による影響が避けられなかったようです。

個別では、ロバート・シトロン氏が率いるマクロ戦略のヘッジファンド、ディスカバリー・キャピタルは、ブラジルや米国の株価下落で年初来12%のマイナスに沈んでいました。同社の運用資産は70億ドルを誇り、その去就が注目されていました。しかし5月のイタリア国債の急落、6月の欧州株の下落等で利益を上げ、その損失の殆どを取り戻すことに成功しました。このように成績を回復させたファンドがある一方、ペロリユス・ジャック・オンショア・ファンド（資産2.5億ドル）やブロックハウス・キャピタル・マネジメント（資産5.4億ドル）など、成績が振るわず、2年足らずで閉鎖に追い込まれるファンドもありました。ヘッジファンドは投資家を魅了する成果が期待できるスキームではあるものの、ファンドの見極めには、やはり一定のトラックレコードが必要です。

【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	2018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	-0.85%	-0.19%	0.26%	0.09%	-0.98%	-2.42%	2.45%
株式ロング・ショート	0.24%	-0.67%	0.30%	-0.55%	-0.69%	-1.49%	3.41%
イベント・ドリブン	-4.49%	-0.46%	0.36%	0.43%	-2.16%	-4.38%	1.76%
レラティブ・バリュウ	2.20%	0.39%	0.58%	0.23%	-0.33%	0.23%	1.09%
マクロ	-1.81%	0.12%	-0.36%	0.46%	-0.79%	-4.86%	3.80%
CTA	-3.64%	0.09%	-0.94%	0.40%	-0.23%	-7.36%	4.73%

データ出所：HFR社

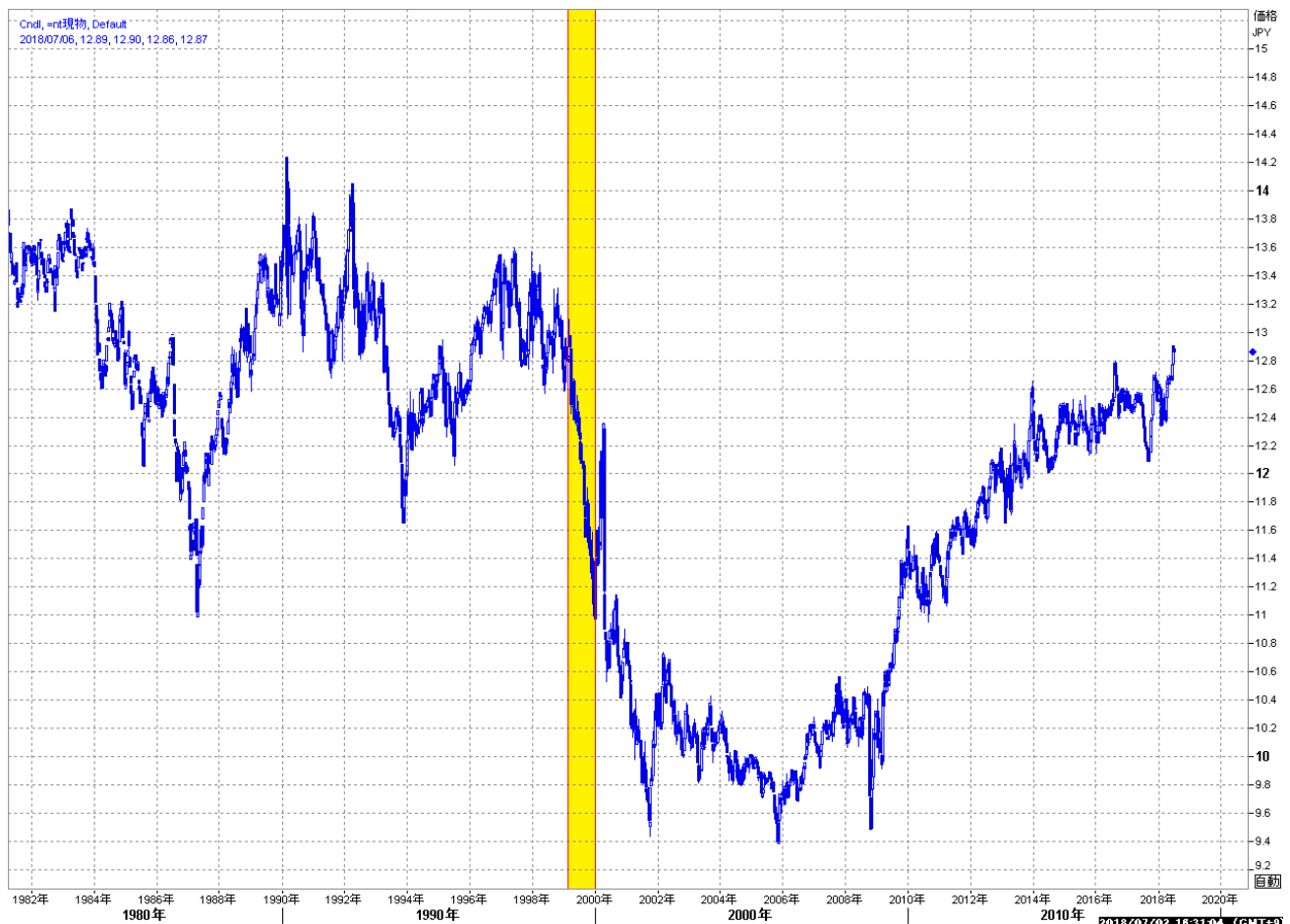
NT倍率の騰落は絶好の収益機会！？

先月6月21日、「NT倍率」がITバブル期以来の12.9628を付け、話題となりました。今回は、そのNT倍率に焦点を当ててみたいと思います。

NT倍率とは、日経平均株価をTOPIXで除して算出される数値のことです（NT倍率＝日経平均株価÷TOPIX）。日経平均は値がさ株（ファーストリテイリングやファナック、東京エレクトロン等）の影響を受けやすい一方、TOPIXは時価総額の大きい銘柄（トヨタ自動車、三菱UFJ、JT等）の影響を受けやすい傾向にあります。このことから、NT倍率が高い（低い）状態は、値がさ株が時価総額の大きな銘柄よりも相対的に高い（低い）状態であるといえます。このNT倍率の推移を表したのがグラフ1です。

1990年代後半から、米国ではマイクロソフト社をはじめとしたIT関連株が続々と買われ、その影響は日本にも波及しました。しかしこの影響は、東証一部上場銘柄すべてから算出されるTOPIXにはある程度反映される一方、IT関連銘柄の採用が少ない日経平均株価には限定的となりました。表に見られるように、NT倍率は1999年3月に付けた13.03からその年の末には10.99と大幅に変動しました。

【 グラフ1. 過去のNT倍率の動き（1982年～2018年6月） 】



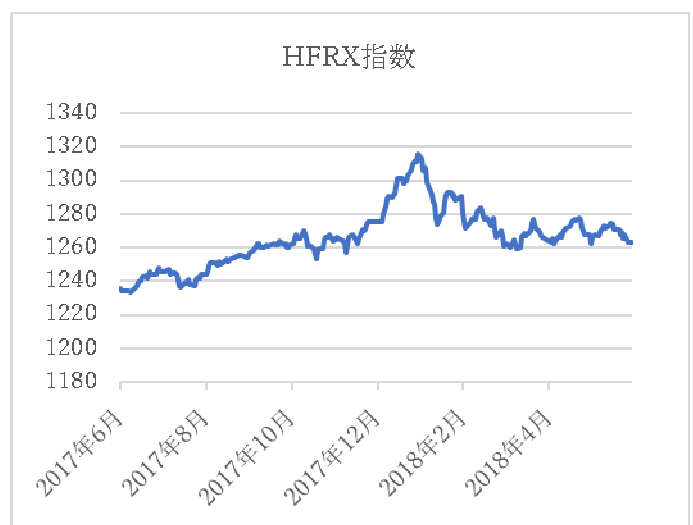
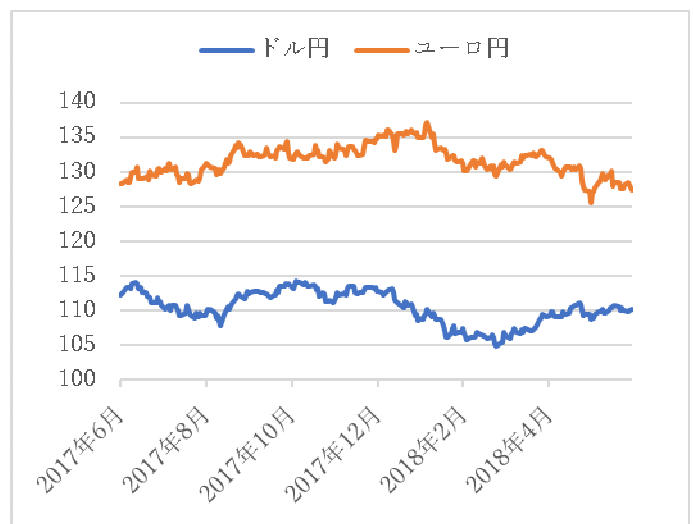
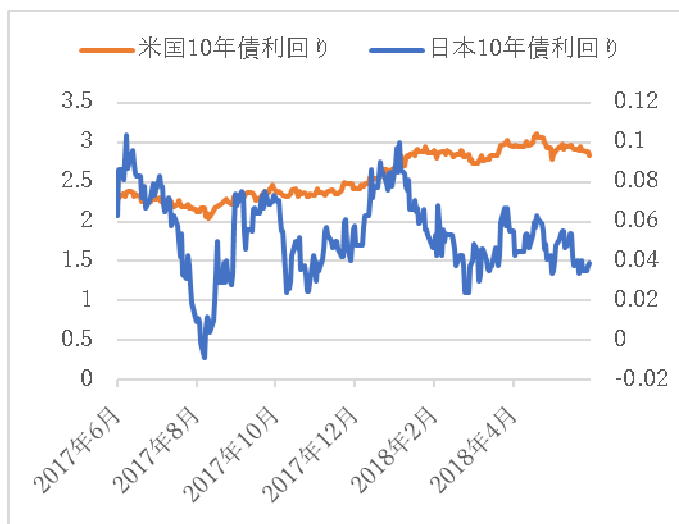
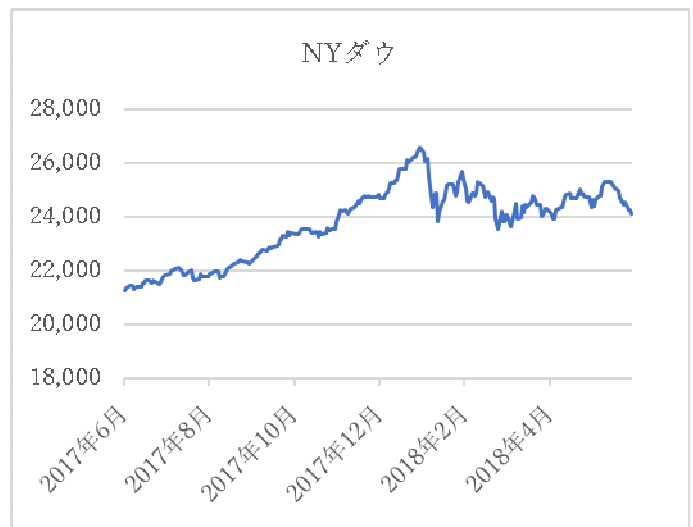
日経平均株価と TOPIX は相関が高いことから、これらの間に生じた歪みを利用して裁定取引に近いトレードをすることも可能です。この手法は NT 倍率取引と言われ、NT 倍率が上昇すると予想する場合は、「日経 225 先物買い + TOPIX 先物売り」、NT 倍率が下落すると予想する場合は、「日経 225 先物売り + TOPIX 先物買い」のポジションをとります。

しかし、①原資産が同じでないため完全な裁定取引ではない。②それぞれ（日経 225 先物、TOPIX 先物）のポジションの時価総額を合わせておく必要がある。③NT 倍率の適正值は定まっていないため、同じ値でもタイミングや状況によって解釈が異なる。など、注意すべき点がいくつかあります。

また一方で、分析の際には変動要因となりそうな事態を予測し、今後の値動きに備えることが重要となります。例えば、足元の NT 倍率上昇の要因は、銀行セクターが買われなかったことが一因であると仮定した場合、銀行株が買われるためにはどのような変化が必要とされるかといったことです。現在、日銀のマイナス金利をはじめとする金融政策には手詰まり感が見られ、加えて銀行にとっては痛手となっているため、今後、金融政策に大幅な方針転換が見込まれる場合、銀行株にはポジティブに働く可能性が高いと考えることができます。

このような形で、ご自身でも NT 倍率を用いた手法が有効か検討されてみてはいかがでしょうか。

◆◇ 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. 108 . . . 西尾 裕亮
NT倍率の騰落は絶好の収益機会！？

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：THOMSON REUTERS

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

