

《 2019年 3月 マーケット概況 》

資産クラス	指数	1月	2月	3月	当月リターン	年初来リターン
国内株式	日経平均株価	20,773.49	21,385.16	21,205.81	-0.8%	6.0%
	マザーズ指数	897.90	918.18	955.84	4.1%	17.7%
外国株式	S&P500	2,704.10	2,784.49	2,834.40	1.8%	13.1%
	MSCIEurope	1,574.17	1,638.03	1,635.23	-0.2%	10.0%
新興国株式	上海総合指数	2,584.57	2,940.95	3,090.76	5.1%	23.9%
	ムンバイ SENSEX	36,256.69	35,867.44	38,672.91	7.8%	7.2%
海外金利	米政策金利	2.50	2.50	2.50	-	-
	米国債 10年	2.63	2.72	2.41	-	-
国内金利	政策金利	0.10	0.10	0.10	-	-
	10年物国債	0.00	0.00	-0.09	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	108.87	111.37	110.84	-0.5%	1.2%
	ユーロ	124.61	126.63	124.33	-1.8%	-1.1%
コモディティー	ICE 原油(先物)	53.79	57.22	60.14	5.1%	32.4%
	COMEX 金(先物)	1,320.33	1,316.10	1,298.50	-1.3%	1.3%
不動産	東証 REIT 指数	1,850.85	1,850.03	1,907.36	3.1%	7.5%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,215.15	1,222.84	1,220.76	-0.2%	2.6%

◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

[3月の金融市場]

3月の日本株式市場は、手掛かり難から方向感の欠ける動きとなりました。月初めには米国株高・円安を背景に日経平均で昨年後半の下げ幅の半値戻しを達成する場面（21,800円台）がありましたが、その後は上値が重い展開が続きました。米国で2007年以来となる長短金利の逆イールドが発生し、ドイツでは製造業PMIが2012以来の低水準になるなど世界的な景気後退懸念の台頭が背景です。一時的にリスクオフ局面があったものの下値も限定的で、商い低調の中日経平均は21,000円～21,700円のボックス相場に終始しました。日経平均の月間パフォーマンスは-0.8%と小幅ながら前月比マイナスとなりました。一方、小型株中心のマザーズ指数は、バイオ関連銘柄が活況を呈するなど4.1%の上昇となり強さが目立ちました

米国株は、2月までの戻り相場が一服となりましたが、概ね底堅く推移し比較的小幅の保ち合い相場となりました。FRBのハト派転換や米中貿易交渉進展への期待が下支えになる一方で、景気後退懸念や戻りピッチに対する警戒感が上値を抑える格好となったようです。結局、NYダウの3月相場は前月末比でほとんど変わらず取引を終えました。

為替市場では、年初からの円じり安の流れからドル円は112円台で始まったものの、その後はリスクオフの流れから反転し、月後半に110円を割れる場面がありました。ただ、その後は再び111円近辺まで切り返し、ドルの底堅さを確認する動きとなっています

米国10年債金利は、景気指標の悪化とFOMCの利上げ停止観測により、2.7%台から2.4%まで低下しました。

[今後の見通し]

3月の日銀短観で大企業製造業DIが前回のプラス19からプラス12まで大幅に低下しました。7ポイントの低下幅は2012年12月以来の大きさで第二次安倍政権発足後では最大の悪化となりました。ただ、株価が短観発表後に上昇するなど金融市場の反応に悪影響は見られません。昨年10月高値から年末にかけての20%強の下落相場で、年明け以降の景況感悪化を先行して相当織り込んでいたということでしょう。今のところ景況感悪化は想定範囲内で、先行きについてもことさら悲観的になることはないと考えています。むしろ、短期的にはポジティブサプライズには反応しやすい地合いと言えるでしょう。

一方で、米中貿易協議の結果と4月後半から始まる決算発表を前に、当面は投資家の慎重姿勢は続きそうです。また、日経平均は4月第一週に短期テクニカル面から保ち合い放れを期待出来る動きとなりましたが、22,000円台は昨年来の滞留日数が長く戻り売りが多いゾーンに差し掛かります。ここから大きく上昇するには、もう少し時間と材料を要すると見ています。特に今年は10連休という未経験の大型休暇が控えていますので、その前のポジション調整には注意が必要でしょう。ただ、上昇が緩やかな分、反落局面の下値も限定的と考えます。4月の日経平均は21,000～22,000円のボックス相場を予想します。

◆◇ オルタナティブ(ヘッジファンド) ◇◆

【3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3月のヘッジファンド・インデックスはマイナス0.17%と反落しました。

3月は、米中貿易交渉やイギリスのEU離脱に関して楽観的なムードが広がり、それが株式市場の下支えになった反面、世界景気の減速懸念が上値を押さえることになりました。世界の株式市場は大きく上下したものの、結果として方向感に乏しい展開でした。景気に対する懸念は長期金利の低下をもたらし、米国10年債利回りが約1年ぶりに2.4%を割り込む等、世界的に金利低下（債券価格は上昇）の動きが見られました。そんな中、ヘッジファンドの戦略ではCTAが大きく成績を伸ばしました。主要な投資先であるWTI（原油先物）が5%と大幅に上昇したことに加え、大きく上下した株式市場も、短期的に売買を繰り返すCTAの戦略にとってはプラスに作用しました。株式ロング・ショートも異常な動きをするような銘柄が少なく、ファンドの緻密な銘柄分析が、うまく成績に反映した模様です。一方、イベント・ドリブンが成績を落としました。企業の統合や分社の案件が散見されたものの、コメルツバンクとドイツ銀行の統合観測が大きく後退したり、協力関係にあったバイオジェンとエーザイの株価が共に急落したりしたことが成績不振に繋がった可能性があります。また、レラティブ・バリューについては、米国の長短金利がおよそ12年ぶりに逆転するなど、近年まれにみる金利（債券価格）の動きが成績不振に繋がりました。

昨年は成績不振と市場の不安定でヘッジファンド業界は激動の年となりましたが、それが優勝劣敗を鮮明にして魅力的なファンドを浮び上がらせることになりました。その結果、機関投資家がヘッジファンド投資を増やす動きが出ています。市場平均を上回る成績を上げる為に投資するケースや、分散投資を目指す中で特定の戦略に特化したファンドに投資するケースなど、目的はさまざまです。日本においても東京都の「国際金融都市・東京」の取組みを活用したヘッジファンドが設立され、機関投資家の資金を積極的に取り込む動きが見られます。このように良質な資金を市場に供給する担い手としてヘッジファンドへの期待が更に高まっています。

【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	2019年			2018年		
		3月	2月	1月	12月	11月	10月
ヘッジファンド・インデックス	2.60%	-0.17%	0.63%	2.13%	-1.93%	-0.62%	-3.11%
株式ロング・ショート	5.95%	0.79%	1.16%	3.92%	-4.23%	-0.63%	-3.95%
イベント・ドリブン	0.80%	-1.52%	-0.18%	2.53%	-1.18%	-0.88%	-4.57%
レラティブ・バリュー	2.62%	-0.16%	0.30%	2.48%	-2.02%	-0.66%	-1.04%
マクロ	-0.87%	0.30%	0.76%	-1.91%	0.76%	-0.19%	-2.65%
CTA	-0.52%	2.15%	-0.02%	-2.59%	1.20%	-0.24%	-3.63%

データ出所：HFR社

大型連休前後の日経平均

今月 30 日に「平成」という時代が終わり、来月から「令和」がスタートします。

皇太子さまが新天皇として即位されることに伴い、4 月 27 日から 5 月 6 日が 10 連休となり、国内の金融市場は休場となります。

一方、海外市場では通常通り取引が行われているため、日本株で運用している投資家にとっては市場急変による想定外のリスクが懸念されます。10 日連続の休場は過去に例がなく、大納会の日が現在と同じ原則 12 月 30 日になってからは、6 日間連続の休場が最長です。

昨年から今年にかけての年末年始も 6 日連続休場でしたが、海外市場では株安円高が進行し、1 月 4 日の大発会では日経平均が 400 円以上下落しました。そのため、足元のやり難い相場においては、今回の 10 連休に不安を感じている投資家の方も多いのではないのでしょうか。

今回は、過去の連休とその前後の値動きを検証してみましたので、ご紹介致します。

<検証結果>

- 1970 年 1 月から 2019 年 3 月までの 50 年間で、5 連続以上休場となった場合の連休前後の日経平均騰落率は、-4.03% ~ +4.55% で、平均+0.27%
- 連休明け後の取引日に上昇したとしても、その後は下落する傾向にあり。連休中の市場急変よりも、連休明けの下落に注意が必要（表 1 参照）
- 連休明けの取引日に下落するケースでも、その後は下落する傾向あり（表 2 参照）
- ゴールデンウィーク前後のケースでも、連休明け後は下落する傾向あり（図 1 参照）

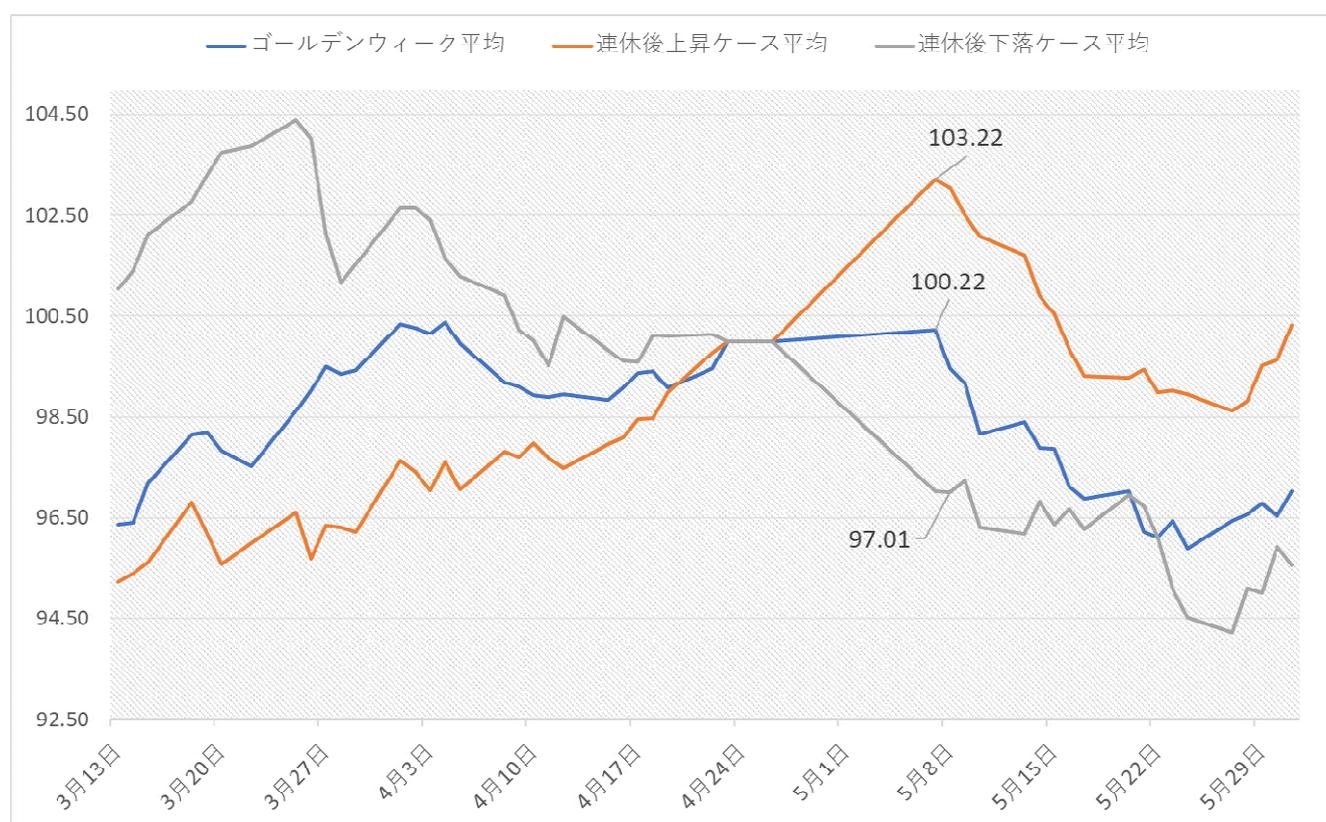
表 1. 5 連休以上かつ連休明け 2%以上上昇したケース

連休明け日	日経平均	連休	連休明け		連休前最終日までの			連休明けから
			前日比	前日比%	5営業日	10営業日	20営業日	5営業日
2009年5月7日	9385.7	5	408.33	4.55%	1.47%	2.54%	2.95%	-0.48%
1996年1月4日	20618	5	749.85	3.77%	0.63%	2.70%	5.50%	-0.03%
1999年5月6日	17300.61	5	599.08	3.59%	0.21%	-0.15%	2.29%	-2.04%
1992年1月6日	23801.18	6	817.41	3.56%	5.54%	1.01%	1.31%	-5.96%
2018年1月4日	23506.33	5	741.39	3.26%	-0.60%	0.94%	-0.24%	0.87%
2002年1月4日	10871.49	6	328.87	3.12%	1.04%	1.05%	-1.06%	-3.06%
2013年1月4日	10688.11	6	292.93	2.82%	3.54%	6.70%	10.58%	-0.33%
2017年5月8日	19895.7	5	450	2.31%	1.92%	5.58%	3.38%	-0.06%
2009年1月5日	9043.12	5	183.56	2.07%	1.56%	2.25%	5.51%	-2.28%

表2. 5連休以上かつ連休明け2%以上下落したケース

連休明け日	日経平均	連休	連休明け		連休前最終日までの			連休明けから
			前日比	前日比%	5営業日	10営業日	20営業日	5営業日
2019年1月4日	19561.96	6	-452.81	-2.26%	-1.85%	-8.26%	-10.10%	3.08%
2014年1月6日	15908.88	6	-382.43	-2.35%	2.65%	5.77%	4.02%	0.02%
2015年9月24日	17571.83	5	-498.38	-2.76%	-1.06%	1.56%	-7.03%	-1.05%
2010年5月6日	10695.69	5	-361.71	-3.27%	0.99%	-1.92%	-1.66%	-2.82%
2008年1月4日	14691.41	6	-616.37	-4.03%	1.84%	-1.47%	-1.33%	-2.06%

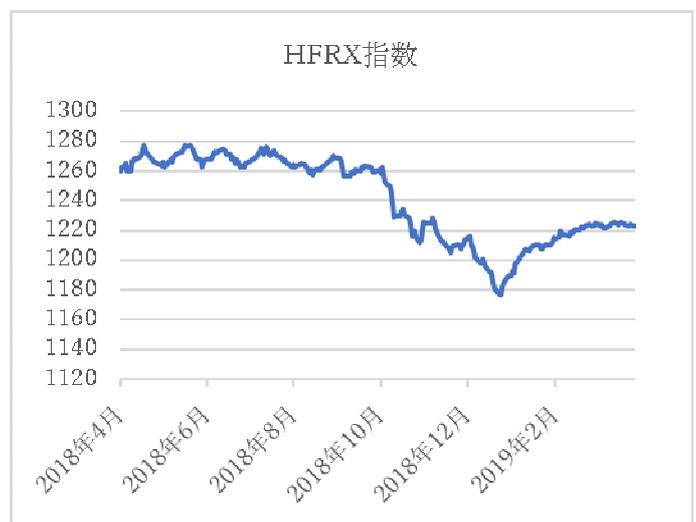
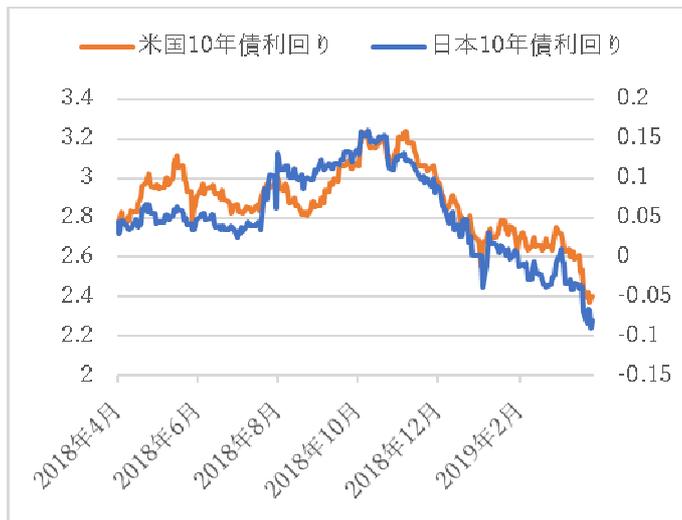
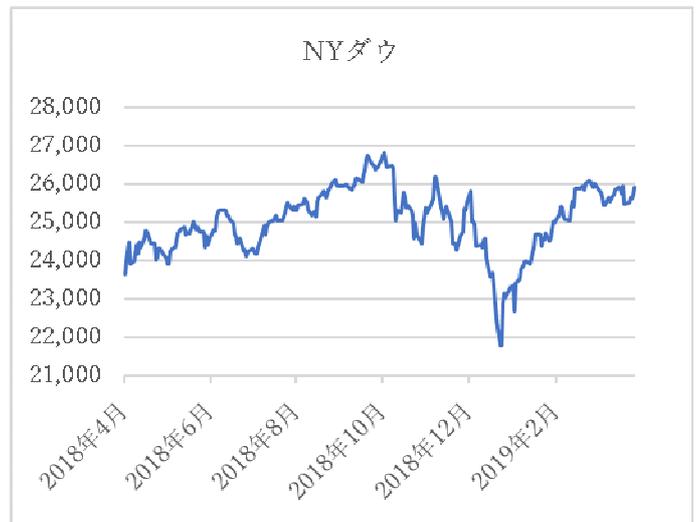
図1. 連休明け前後の日経平均株価推移



検証の結果、過去50年間で5連続以上休場となった場合の日経平均の騰落率平均は+0.27%であるため、連休中のリスクはそこまで高いとはいえないでしょう。

しかし上記でも述べましたように、連休明け後に下落する傾向がみられることや、米ウォール街の相場の格言に「Sell in May (5月に売れ)」というものもあることから、連休前にポジション(持ち高)を減らすなど、調整しておくことも選択肢に入れ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. 117 . . . 八木 宣行
大型連休前後の日経平均

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 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

