

《 2019年 9月 マーケット概況 》

資産クラス	指数	7月	8月	9月	当月リターン	年初来リターン
国内株式	日経平均株価	21,521.53	20,704.37	21,755.84	5.1%	8.7%
	マザーズ指数	904.92	841.19	876.00	4.1%	7.8%
外国株式	S&P500	2,980.38	2,926.46	2,976.74	1.7%	18.7%
	MSCIEurope	1,647.17	1,602.62	1,644.80	2.6%	10.7%
新興国株式	上海総合指数	2,932.51	2,886.24	2,905.19	0.7%	16.5%
	ムンバイ SENSEX	37,481.12	37,332.79	38,667.33	3.6%	7.2%
海外金利	米政策金利	2.25	2.25	2.00	-	-
	米国債 10年	2.01	1.50	1.67	-	-
国内金利	政策金利	0.10	0.10	0.10	-	-
	10年物国債	-0.15	-0.28	-0.22	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	108.74	106.29	108.06	1.7%	-1.4%
	ユーロ	120.42	116.80	117.79	0.8%	-6.3%
コモディティ	ICE 原油(先物)	58.58	55.10	54.10	-1.8%	19.1%
	COMEX 金(先物)	1,437.80	1,529.40	1,472.90	-3.7%	15.0%
不動産	東証 REIT 指数	2,017.48	2,082.64	2,177.18	4.5%	22.7%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,249.65	1,254.44	1,260.05	0.4%	5.9%

◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

[9月の金融市場]

9月の日本株式市場は、8月の軟調相場から一転し日経平均が9/2~9/17まで10連騰するなどリスクオンの様相となりました。米国の対中追加関税第4弾が予定通り発動されましたが、10月以降の米中貿易協議再開が取り沙汰され、むしろ交渉進展への期待が先行する形となりました。また、貿易摩擦など不透明感の高まりや足元の景況感の悪化に対し、世界的な金融緩和の動きが具体化したことが、投資家の安心感につながりました。日経平均は9月月間で+5.1%の上昇となり、8月安値からの上昇幅は一時2,000円を超える水準に達しています。マザーズ指数も概ね堅調で上昇率は+4.1%となりました。

米国株は、FOMCの金融緩和と貿易交渉再開報道から月前半に8月の下落を取り戻す動きとなりましたが、中旬以降は上値の重い保ち合い相場となりました。NYダウは+1.9%、ナスダックは+0.5%の月間パフォーマンスとなりました。

為替市場では、グローバル市場のリスクオン転換で米国金利が上昇に転じたことからドル高円安の流れが強まりました。8月の中心値106円水準から9月半ばには一気に108円台まで戻りました。ただ、108円以上はドルの上値は重く107円台中心の値動きとなりました。

米国10年債金利は、8月末には1.4%水準まで低下していましたが、9月に入り急反転し、一時1.9%近辺まで急上昇しています。その後は再び1.6%台まで低下してやや変動の大きい動きとなりました。利下げ期待から2年債との逆イールドは解消されています。

[今後の見通し]

9月以降堅調な動きに転じた株式市場ですが、中間期権利落ち日あたりから再び調整色を強めました。権利取りの買い需要が一巡したことに加え、9月のISM米国製造業景況感指数が47.8と2ヶ月連続で50を割り込むなど足元の米国景況感の急速な悪化で米国株式が大幅安となったことが要因です。日本株は、月初の動きだけを見れば8月急落、9月急反発、10月急反落とこれで3ヶ月連続ボラティリティが大きい展開となりました。指数先物中心に短期筋の仕掛けやショートカバーが一時的に幅を効かしたようです。ただ、その後は大きなトレンド転換には至っていません。月ごとに交互の動きですので、今のところ日経平均では1月以降の中心値21,000円近辺に収斂するボックス相場が継続している格好です。

底堅さを伝えられてきた米国景気の変調には注意が必要ですが、一方で景気指数の悪化により追加利下げ期待が株価下支え要因としてクローズアップされる側面もあります。さらに、来年の大統領選を控えて貿易摩擦をめぐるトランプ大統領の強硬姿勢が緩まる可能性も否定できません。また、米国の景気動向に大きな影響を与える年末商戦について強気予想が多いことや、半導体関連が回復基調にあるとの見方があり、株価の底割れは回避されると考えています。NYダウの下値のメドとして200日移動平均(10/4現在25,853ドル)に注目しています。8月の調整局面では、一時的に割り込む場面が何度かありましたが、その都度跳ね返される動きとなりました。今回の調整局面でもサポートラインとして強く意識されそうです。

日本株は9月の戻り相場で米国株をオーバーパフォームしました。年初来のアンダーパフォームが是正される兆候が見られます。PERやPBRと言ったバリュースタイル面での日本株の割安感がようやく解消される方向になると見えています。2016年の景気停滞期では、日銀短観の大企業製造業DIが6月と9月に2四半期連続でプラス6

と低迷した後、回復に転じました。株価も翌 2017 年 1 月まで日経平均で 3,000 円幅以上の上昇となりました。今年も DI は 6 月のプラス 7 から 9 月のプラス 5 という同じような状況が見られます。やはり 10 月以降は景気底割れ懸念が薄らぐと見ており、年末に向けては意外高もあり得ると考えています。10 月の日経平均は 21,000～22,500 円のレンジを予想しています。

見 通 し

◆◇ オルタナティブ(ヘッジファンド) ◇◆

【 9 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 9 月のヘッジファンド・インデックスはプラス 0.45%と、4 ヶ月続伸となりました。

9 月の金融市場は安全資産とされる債券が売られ(金利は上昇)、株などのリスク商品が買われる展開でした。その要因として、香港情勢や英国の政治混乱を巡る懸念が後退したうえ、米中両国が通商協議を再開すると報じられるなど、投資家心理の改善が挙げられます。また、14 日にサウジの石油プラントが攻撃され、WTI (原油先物) が急騰する局面があったものの、金融市場に対する影響は軽微なものでした。月末にかけて債券が買い直されましたが、金利の低下を好感した株式相場は堅調な動きでした。そんな中、ヘッジファンドは戦略によって大きく運用成績の違いが現れました。

【株式ロング・ショート】

資産をロング(買い)に傾けるファンドが多く、堅調に推移した株式相場が成績の上昇に繋がりました。

【イベント・ドリブン】

最近の成績の好調さは、世界的に M&A が活発なことや、株式相場が堅調なことが背景にあります。

【レラティブ・バリュー】

債券相場が大きく変動し利益機会に恵まれたほか、イールドカーブのスティープ化が収益に結びつきました。

【マクロ】

VIX などボラティリティに関する指数の変化が大きく、これらを参照しているファンドが厳しい対応に迫られたほか、債権(金利)等が大きく変動したことで、各資産の相関が崩れたことにより成績を下げました。

【CTA】

WTI が想定外の動きをしたことや、株式のボラティリティの低下などが成績を低下させました。

最近、ヘッジファンドは日本株に興味を示しているようです。ジェフリース出身のヘール・カーン氏は日本企業のガバナンスに着目し、その改善度合いをチェックしてロング・ショート戦略で運用するヘッジファンドを立ち上げます。カーン氏は日産自動車や関西電力をスキャンダルが発生しそうな会社として認識していたそうです。また、世界的なベストセラー「世紀の空売り」で取り上げられたマイケル・バーリ氏率いるサイオン・アセットが日本株に投資していることがわかりました。既に小型のバリュー株に投資し、経営陣に企業価値を高めるよう促しているということです。この様にヘッジファンドは利益の源泉を日本株に求めはじめています。

【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					
		9月	8月	7月	6月	5月	4月
ヘッジファンド・インデックス	5.90%	0.45%	0.38%	0.77%	1.61%	-0.68%	0.66%
株式ロング・ショート	7.87%	0.88%	-0.17%	1.07%	1.39%	-2.01%	0.67%
イベント・ドリブン	4.28%	1.06%	0.51%	0.16%	1.66%	-0.44%	0.47%
レラティブ・バリュー	4.84%	0.31%	-0.02%	0.33%	1.14%	0.18%	0.21%
マクロ	5.06%	-1.08%	1.67%	1.83%	2.58%	-0.27%	1.15%
CTA	8.30%	-2.13%	2.82%	3.12%	3.12%	-0.09%	1.83%

データ出所：HFR社

原油 ETF・ETN

ETF や ETN と聞くと、日経平均や TOPIX 等の株価指数に連動するものを想像される方も多いのではないのでしょうか。

しかし、ETF・ETN には株価指数だけでなく様々な商品に連動したものが多数ラインナップされており、これらを用いることによって現物株式の枠に囚われない柔軟な投資が可能となります。その中でも今回は、原油価格に連動するように設計された ETF・ETN をご紹介したいと思います。

まず、原油は1種類ではなく、油種ごとに北海ブレント原油、中東産原油(プラッツドバイ)、WTI 原油の大きく3種類が存在し、各先物が上場されています(表1)。

これらは算出される地域が異なることやそれによる品質の違いなどがあり、各々個別の商品として取引されているため価格差が生じます。ただ、この価格差は一定ではなく常に変動しているため、スプレッド(価格差)の拡大・縮小を狙った取引をすることが可能です。

現在、原油価格を連動対象とする ETF・ETN は5種類あります(表2)。これらを大きくタイプ別に見ると、WTI 原油タイプとドバイ原油タイプが上場されており、油種間でのスプレッド取引が可能です*¹。これら先物価格(表1参照)のスプレッドを見ると、上記の通り拡大と縮小を繰り返していることが確認できます(図1)。そのため、スプレッドが縮小すると予想するなら割高な一方を売り、割安なもう一方を買う。拡大すると予想するなら、その反対の取引することでスプレッドからの収益が期待できます*²。

実際の出来事としては、今年9月14日にサウジアラビアの石油施設がドローンによる攻撃を受けた際にもこのスプレッドは一時的に急拡大しました。今後も、このような突発的なイベントが発生した場合にはスプレッドが大きく変動する可能性があります。

是非、皆さんも原油のスプレッドに注目し ETF・ETN を積極的に活用されてみてはいかがでしょうか。

*¹ここでのタイプとは、ETF・ETN の連動対象とされている指標、及び連動対象となる指標の連動対象に基づいての分類です。

*²ドバイ原油(中東産原油)タイプに分類している、NEXT NOTES 日経・TOCOM 原油ダブル・ブル ETN、及び、NEXT NOTES 日経・TOCOM 原油ベア ETN は対象指標である日経・東商取原油レバレッジ指数、及び、日経・東商取原油インバース指数が原指標の日々の変動のそれぞれ2倍、-1倍となるように算出されていることから2営業日以上離れた期間での比較においては、複利効果により、原指標の変動率のそれぞれ2倍以上又は未満、-1倍以上又は未満となる場合があります。また、この複利効果によりこれらの指標は逡減していくという特性もあります。そのため、保有期間に比例して原指標の変動率とこれら指標の変動率の乖離が大きくなる可能性がありますのでご注意ください。

油種	単位	主要取引所
中東産原油(プラッツドバイ原油)	円/キロリットル	東京商品取引所(TOCOM)
WTI	ドル/バレル	ニューヨークマーカンタイル取引所(NYMEX)
北海ブレント原油	ドル/バレル	ICE Futures Europe

表1. 油種と主要取引所

WTI原油先物(期近) / 中東産原油先物(期近)

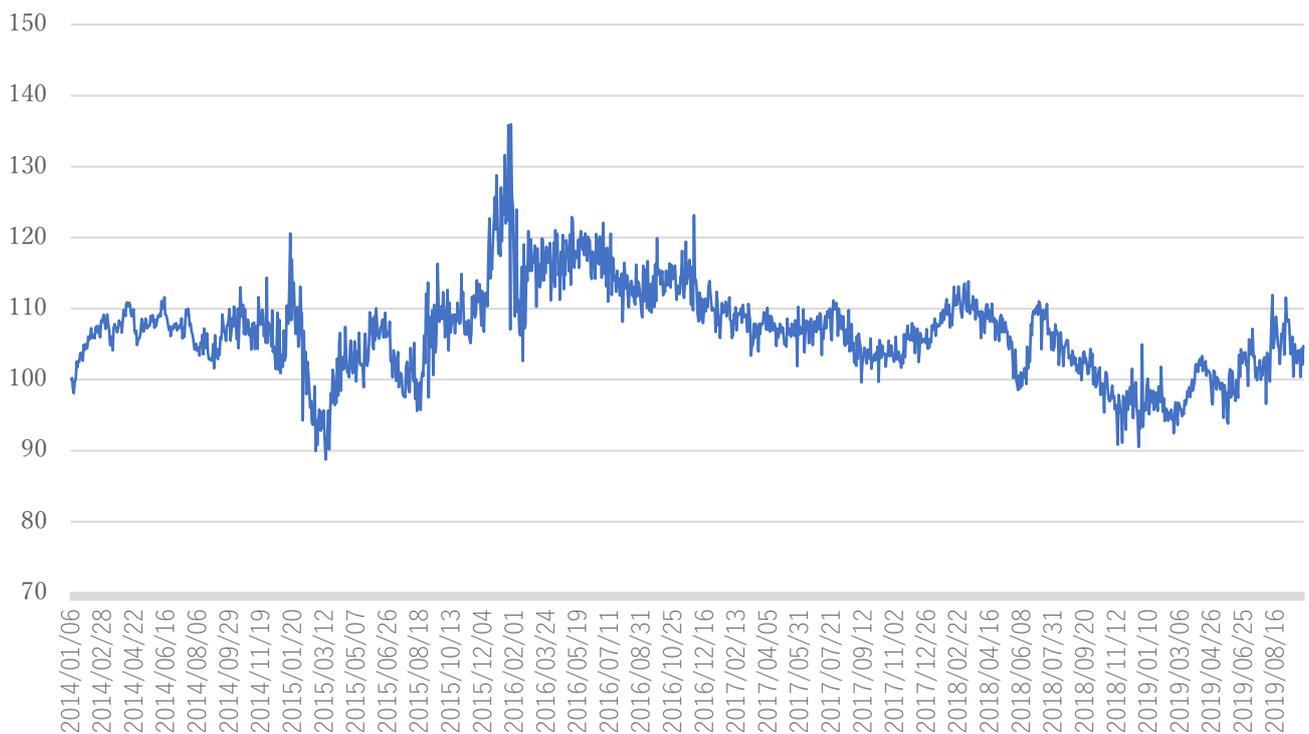
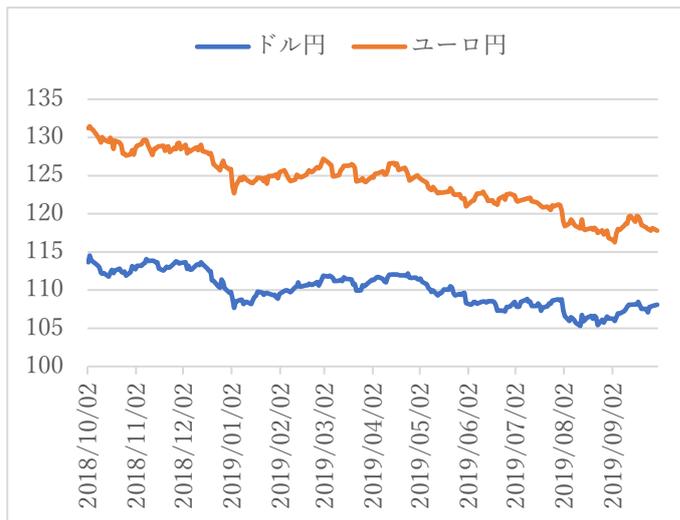
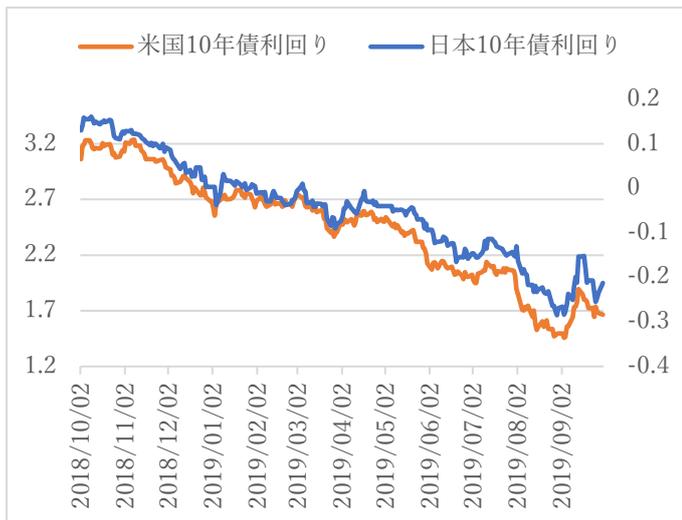


図 1. 2014 年以降の WTI 先物と中東産原油先物のスプレッド(2014/1/6 のスプレッドを 100 とする)

コード	名称	連動対象	タイプ
1671	WTI原油価格連動型上場投信	WTI原油先物	WTI原油
1690	WisdomTree WTI原油上場投資信託	Bloomberg Crude Oil Subindex (当該指数は WTI 原油先物に連動)	WTI原油
1699	NEXT FUNDS NOMURA原油インデックス連動型上場投信	NOMURA原油ロングインデックス (構成銘柄はWTI原油先物 [2019年8月末時点])	WTI原油
2038	NEXT NOTES 日経・TOCOM 原油 ダブル・ブル ETN	日経・東商取原油レバレッジ指数 (当該指数は日経・東商取原油指数の日々の騰落率を2倍にした指数に連動)	ドバイ原油
2039	NEXT NOTES 日経・TOCOM 原油 ベア ETN	日経・東商取原油レバレッジ指数 (当該指数は日経・東商取原油指数の日々の騰落率を▲1倍にした指数に連動)	ドバイ原油

表 2. 原油価格を連動対象とする ETF・ETN

◆◇ 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.123 . . . 西尾 裕亮
原油 ETF・ETN

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

