

《 2020年5月 マーケット概況 》

資産クラス	指数	3月	4月	5月	当月リターン	年初来リターン
国内株式	日経平均株価	18,917.01	20,193.69	21,877.89	8.3%	-7.5%
	マザーズ指数	620.09	791.44	982.43	24.1%	9.5%
外国株式	S&P500	2,584.59	2,912.43	3,044.31	4.5%	-5.8%
	MSCIEurope	1,341.52	1,417.46	1,476.53	4.2%	-17.2%
新興国株式	上海総合指数	2,750.30	2,860.08	2,852.35	-0.3%	-6.5%
	ムンバイ SENSEX	29,468.49	33,717.62	32,424.10	-3.8%	-21.4%
海外金利	米政策金利	0.73	0.25	0.25	-	-
	米国債 10年	0.67	0.65	0.65	-	-
国内金利	政策金利	0.10	0.10	0.10	-	-
	10年物国債	0.02	-0.04	0.01	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	107.53	107.17	107.77	0.6%	-0.8%
	ユーロ	118.59	117.40	119.64	1.9%	-1.7%
コモディティー	ICE 原油(先物)	20.10	18.84	35.49	88.4%	-41.9%
	COMEX 金(先物)	1,596.60	1,694.20	1,751.70	3.4%	15.0%
不動産	東証 REIT 指数	1,595.19	1,576.43	1,701.03	7.9%	-20.7%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,203.85	1,238.51	1,256.38	1.4%	-2.8%

◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

[5月の金融市場]

5月の日本株式市場は、連休谷間の5/1に大幅反落相場でのスタートとなりましたが、その後は強気相場に転じほとんど押し目のない堅調な展開が続きました。特に、国内の感染拡大の沈静化から全国的に非常事態宣言が解除となった月末には一気に上げ足を速める動きが見られました。足元の経済状況は依然厳しい情勢ですが、感染拡大初期段階に各国で打ち出された未曾有の金融、経済対策に加え、さらなる追加策への期待から金融相場の様相が一段と強まりました。日経平均は月末には22,000円の大台に迫り、月間パフォーマンスは+8.3%となりました。TOPIXは+6.8%の上昇でしたので、NT倍率はさらに上昇しました。個人投資家の比率が高いマザーズ指数は、コロナ関連のバイオベンチャーに加え、社会や経済の構造改革が加速するとの思惑からAIやオンライン関連銘柄の個別物色が活況を呈し、+24.1%と大幅続伸となり年初来高値を大きく更新する動きとなりました。

米国株は、景気指標は記録的な落ち込みとなりましたが、感染者数のピークアウトとワクチン・治療薬開発の期待が先行する形で底堅い値動きが継続しました。ダウの月間騰落率は+4.3%、ナスダックは+4.9%と先月から続伸でしたが、上昇ピッチはやや鈍化しました。

為替相場は、GW中に一時円高（ドル円で106円、ユーロ円で115円）に振れる場面がありましたが、その後は金融市場でリスクオンの傾向が続き、ドル円で107円台に終始するなど安定的に推移しました。

米国10年債金利は、FRBの無制限の国債買取りを背景に0.6%台の小動きとなり方向感のない動きが続きました。

[今後の見通し]

5月後半から上げピッチを速めた日経平均は6月も騰勢が衰えないまま2/21以来の23,000円台を回復、コロナ急落前の水準に迫る動きとなりました。大勢を占めていた慎重論はここに来て完全に後退せざるを得ない上昇ぶりです。移動平均乖離率や騰落レシオなど短期テクニカル指標は軒並み買われ過ぎゾーンを示唆しており、さすがに高値警戒感からのスピード調整がどこで入ってもおかしくない状況と言えるでしょう。

ただ、想定外のこうした活況相場が続いていることは、未曾有の経済危機との共通認識から各国で打ち出された空前の財政・金融政策を背景とした世界的金融相場が現在進行中であるとの見方が出来るかもしれません。实体经济の落ち込みが記録的なものとなった分、今回の金融相場が過去の不景気の株高相場より大規模なものになる可能性も考えられます。

5月最終週の裁定売り残は前週比マイナスになったものの依然2兆4000億円を超えており、昨年年末までの上昇の起点となった9月SQ前のピーク時より5,000億円も多く積み上がっています。東証のカラ売り比率も6/4

現在で 38.4%と高水準にあります。こうした需給動向からすれば、ここから先に上がり過ぎの反動から多少上昇の勢いが弱まり神経質な地合いになっても、押し目買い基調が根強く調整は大きくならないのではと見ています。出遅れのセクターや個別銘柄の循環物色を強めながら、6 月の日経平均は 22,000 円～24,000 円のレンジを予想します。

見 通 し

◆◇ オルタナティブ(ヘッジファンド) ◇◆

[5 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 5 月のヘッジファンド・インデックスは、プラス 1.44%と続伸しました。

5 月の金融市場は、新型コロナウイルス感染拡大防止の規制が徐々に解除され、経済活動の復活を期待する動きが現れました。株式市場では NY ダウが 4 月に続いて上昇し、コロナショックによる下落幅の約 60%を回復しました。また、日経平均株価なども同様の展開となったことに加え、WTI（原油先物市場）も 1 バレル 30 ドル台まで回復するなど、各々の市場で買戻しの動きが見られました。しかし、債券市場では米 10 年国債の利回りが 0.6%台と低水準が続く、足元の経済・社会情勢は決して楽観できないことを表していました。この様な中、ヘッジファンドは CTA を除く全ての戦略でプラスとなりました。

【株式ロング・ショート】

この戦略を採る多くのファンドは、ロング（買い）を主体としたポジションを構築していることもあり、株式市場の上昇が好成績につながりました。しかし、年初から大きく毀損した穴を埋めるには至っていません。

【イベント・ドリブン】

世界的に雇用対策が優先する中で、投資（M&A）や自社株買に動く企業は限られ、案件の少ない状況が続いています。しかし世界的な株価の上昇が、既存の投資に対して有効に作用し、成績の向上に繋がりました。日本では

だいがく証券ビジネスへの TOB や、ニチイ学館の MBO（経営陣による買収）など、投資機会となり得るイベントが散見されます。

【レラティブ・バリュー】

米国では、金融当局のマイナス金利導入観測で短期金利が低下する一方で、超長期国債の増発懸念で残存 20 年以上の長期金利が上昇する等の動きがあり、利益機会に恵まれました。

【マクロ】

世界経済の動向に対する「読み」が困難な中、金利や為替の変化が少なく成績は伸び悩みました。シドニーに拠点を置くアトランティック・パシフィック・オーストラリアン株式ファンドは、3 月と 4 月それぞれの月でプラスの成績を収めた、世界でも数少ないファンドの一つとして注目が集まりました。

【CTA】

4 月に大荒れだった WTI 先物は落ち着きを取り戻し、相場は堅調に推移しました。しかし、NY ダウについては、月間で上昇したものの、日々の変化では上昇した日数と下落した日数が同等で、株式のトレンドフォロー戦略にとっては厳しい環境でした。

【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	2020 年					2019 年
		5 月	4 月	3 月	2 月	1 月	12 月
ヘッジファンド・インデックス	-2.79%	1.44%	2.88%	-5.88%	-1.44%	0.41%	1.22%
株式ロング・ショート	-8.33%	1.22%	4.49%	-9.58%	-3.83%	-0.33%	1.22%
イベント・ドリブン	-1.03%	1.96%	2.73%	-5.48%	-0.53%	0.51%	2.03%
レラティブ・バリュー	-0.65%	2.00%	3.00%	-6.07%	-0.01%	0.68%	1.01%
マクロ	-0.43%	0.26%	0.49%	-0.81%	-1.19%	0.82%	0.30%
CTA	-0.51%	-1.16%	-0.13%	1.11%	-1.11%	0.79%	-0.55%

データ出所：HFR 社

コロナショック時の J-REIT の推移

中国武漢を発端とする新型コロナウイルスの感染拡大の影響により世界中の株価が暴落し、それまで 24,000 円付近だった日経平均は、3 月 19 日に一時 16,500 円を割り込みました。その後、都市封鎖（ロックダウン）や渡航制限などの感染拡大防止策により感染拡大ペースが鈍化し、主要国の大規模な金融緩和政策や経済対策が効果を奏したのか、株価は反発をみせています。しかし、感染拡大が収束したとはいえ、拡大の第 2 波、第 3 波に襲われる可能性も否定できません。また、米商務省が 4 月 29 日に発表した 1～3 月期 GDP 速報値は年率換算で前期比 4.8%減、4～6 月期は前期比 40%減とリーマンショック以来の大幅な落ち込みが予想されています。日本においても、内閣府が 5 月 18 日に発表した 1～3 月期 GDP 速報値は年率換算で前期比 3.4%減、4～6 月期は前期比 20%を超える落ち込みが予想されています。

株式市場はすでに反発局面にあるのか、それとも今後 2 番底を試すのかはわかりませんが、いずれにしても暴落前の株価水準からすると、現在割安になっている銘柄がたくさんあるのは事実です。特に、2 月まで堅調に推移していた J-REIT の下落は際立っており、2,200pt を超えていた東証 REIT 指数は 3 月 19 日に約半値となる 1,100pt 付近まで暴落しました。もともと分配金利回りの高い J-REIT ですが、この暴落により、多くの J-REIT の利回りが 5%を超えています。そこで今回は、2019 年 11 月のレポートでご紹介した J-REIT のコロナショック前後の推移をみてみます。

その時のレポートでご紹介した J-REIT について少しおさらいしますと、J-REIT は単一用途特化型と複数用途特化型に大きく分かれ、さらに単一用途特化型は以下の 6 つに分けることができます。

- ・ 事務所特化型
- ・ 住居特化型
- ・ 商業施設特化型
- ・ ホテル特化型
- ・ 物流施設特化型
- ・ ヘルスケア施設特化型

複数用途特化型はその名のとおり、事務所と住居といった複数の用途を組み合わせた J-REIT です。単一用途特化型 J-REIT には下表のような銘柄があります。

【 表 1. 単一用途特化型 J-REIT 】

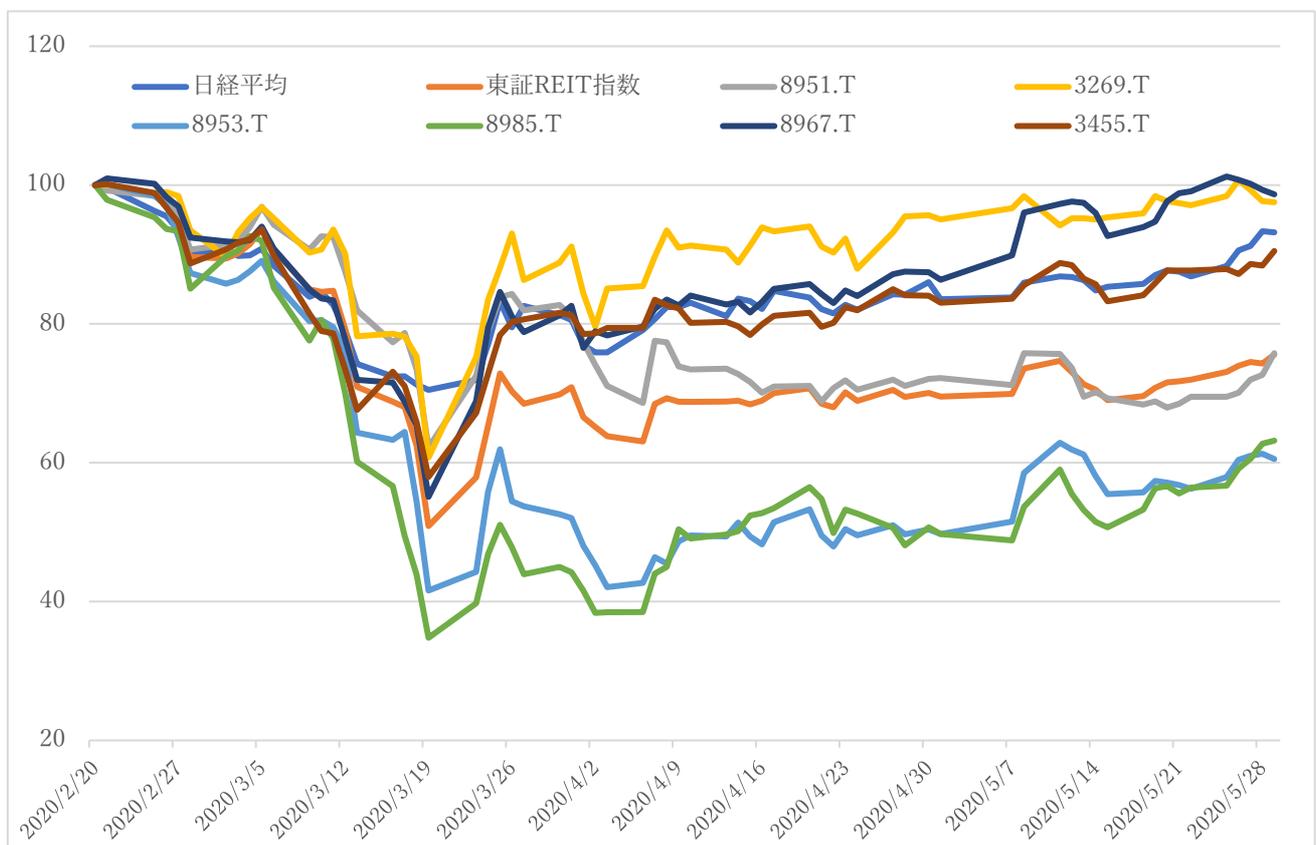
証券コード	REIT 名称	運用資産	分配金利回り	NAV 倍率(※)
8951	日本ビルファンド投資法人	事務所特化型	3.18%	1.20
3269	アドバンス・レジデンス投資法人	住居特化型	3.34%	1.28
8953	日本リテールファンド投資法人	商業施設特化型	6.33%	0.64
8985	ジャパン・ホテル・リート投資法人	ホテル特化型	8.23%	0.56
8967	日本ロジスティクスファンド投資法人	物流施設特化型	5.08%	1.11
3455	ヘルスケア&メディカル投資法人	ヘルスケア施設特化型	5.02%	1.04

2020年5月29日時点

※J-REIT の割安・割高を知るための指標で、現在の J-REIT の価格が 1 口あたりの純資産価値の何倍かを示す。株式でいう PBR (株価純資産倍率) のようなもの。

では、今年の 2 月まで堅調に推移していたこれらの J-REIT は、今回のコロナショック前後においてどのように推移したのかみてみます。

【 図 1. コロナショック前後の J-REIT チャート (2020 年 2 月 20 日を 100) 】

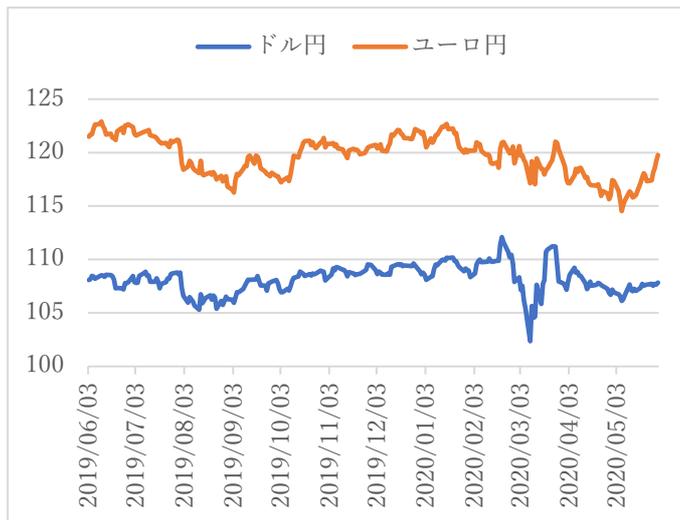
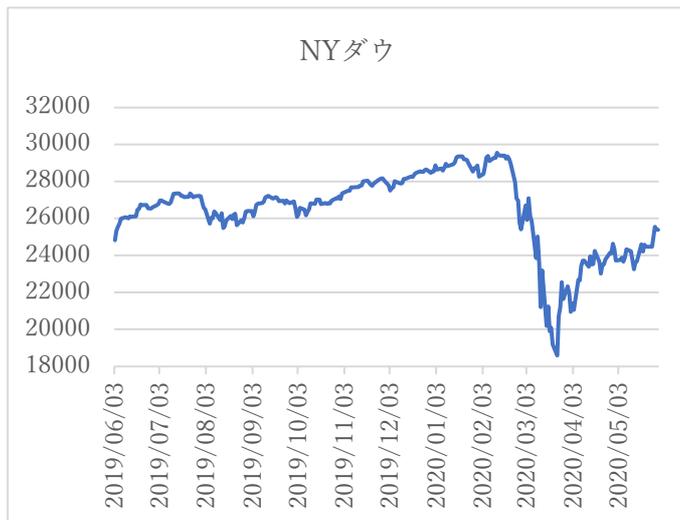


東証 REIT 指数が直近で高値をつけた 2020 年 2 月 20 日を 100 とし、各 J-REIT の終値をグラフ化したものが図 1 です。日経平均が安値をつけた 3 月 19 日までをみると、東証 REIT 指数、各 J-REIT が日経平均を大きくアンダーパフォームしたことがわかります。ジャパン・ホテル・リート投資法人 (8985)、日本リテールファンド投資法人 (8953) に至っては、直近高値から半値以下まで下落しました。さらに、3 月 24 日に東京オリンピック延期、4 月 7 日には非常事態宣言が発表されたことで、ホテル需要の早期回復が見込めず、商業施設は休業を余儀なくされたため、この 2 つの J-REIT は 5 月末時点でも安値圏での推移が続いています。

一方、日本ロジスティクスファンド投資法人 (8967)、アドバンス・レジデンス投資法人 (3269) は、コロナショック前の水準まで回復しています。活動自粛による EC (電子商取引) 需要の増加が見込める物流、不況時での安定性が高い住居に特化している J-REIT であることが原因だと考えられます。

新型コロナウイルスの感染拡大の収束はまだ見通せず、感染拡大の第 2 波、第 3 波も予想されるため、いずれの J-REIT も再度下落する可能性はあります。しかし、各国の中央銀行が金融緩和を拡大し金利の上昇を抑えているため、コロナショックが収束に向かえば REIT 市場に資金が戻り始めるのではないのでしょうか。目下の危機に耐えられるだけの財務力が必要ですが、中長期視点でみた場合、元々分配金利回りが高い J-REIT には相当割安感があると考えられます。個々の J-REIT 以外にも複数の J-REIT 銘柄を運用対象とする ETF (1343 など) もありますので、よりリスクを分散させた投資も可能です。

◆◇ 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.131
コロナショック時のJ-REITの推移 . . . 八木 宣行

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

