

《 2020年 11月 マーケット概況 》

資産クラス	指数	9月	10月	11月	当月リターン	年初来リターン
国内株式	日経平均株価	23,185.95	22,977.13	26,433.62	15.0%	11.7%
	マザーズ指数	1,226.58	1,171.25	1,232.40	5.2%	37.3%
外国株式	S&P500	3,363.00	3,269.96	3,621.63	10.8%	12.1%
	MSCIEurope	1,596.25	1,504.84	1,758.87	16.9%	-1.4%
新興国株式	上海総合指数	3,218.05	3,224.53	3,391.76	5.2%	11.2%
	ムンバイ SENSEX	38,067.93	39,614.07	44,149.72	11.4%	7.0%
海外金利	米政策金利	0.25	0.25	0.25	-	-
	米国債 10年	0.69	0.87	0.84	-	-
国内金利	政策金利	0.10	0.10	0.10	-	-
	10年物国債	0.02	0.04	0.03	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	105.45	104.64	104.27	-0.4%	-4.0%
	ユーロ	123.52	121.87	124.37	2.1%	2.2%
コモディティ	ICE 原油(先物)	40.22	35.79	45.34	26.7%	-25.7%
	COMEX 金(先物)	1,895.50	1,880.00	1,780.90	-5.3%	16.9%
不動産	東証 REIT 指数	1,726.66	1,635.35	1,687.98	3.2%	-21.3%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,313.39	1,310.57	1,347.47	2.8%	4.3%

◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

[11月の金融市場]

11月の日本株式市場は6月以降続いていた膠着相場から一転し、日経平均で3,000円を超す大幅高の動きとなりました。アベノミクス以降の高値を大幅更新して29年ぶりに26,000円台まで回復したことが話題になりました。米国大統領選がバイデン氏勝利で決着、不透明感が払拭されたことや複数の薬品メーカーによるワクチン開発の進展が伝えられ世界的にリスクオンの流れが強まったことが背景です。国内でもコロナ感染拡大が続き危機感が強まりましたが、マーケットへの影響は限定的でした。日経平均の月間パフォーマンスは+15%と米国株を上回る上昇を記録しました。TOPIXは+11.1%となりNT倍率は拡大しました。10月以降調整色を強めていたマザーズ指数は、上昇に転じたものの+5.2%で主力銘柄に較べアンダーパフォームとなりました。

米国株は大統領選の前後から騰勢を強め、その後ワクチン治験の有効性が相次いで発表されたことからダウは2月の史上最高値を塗り替えました。コロナの打撃が大きかった銘柄が大幅に上昇し、ダウの月間騰落率は+11.8%を記録、ナスダックもほぼ同水準の上昇となり物色対象は広範囲に及びました。

為替相場では、ドル円で103円台をつけるなど円高の動きが見られましたが変動率は限定的でした。逆にユーロ円は、122円台から124円台まで円安ユーロ高の動きとなりました。ドルは全面安ではなく、各国通貨に対してまちまちの動きになっています。

米国10年債金利は、株式市場のリスクオン状況を受けてじりじりと上昇し0.8%水準から0.9%台半ばまで上昇しました。大阪金先物は、中心限月で11/9の高値6,500円台からじり安の動きとなり、月末には5,900円の安値まで売られました。

[今後の見通し]

新型コロナウイルス感染の拡大が衰えない米国において、製薬大手ファイザーに続きモデルナも最終治験で95%近い有効性が発表されました。緊急使用許可があり12月中に2つのワクチンの供給が始まる見通しです。足元で感染急拡大が深刻で実体経済への悪影響が懸念されますが、市場心理にはワクチンに対する期待の方が大きく作用しているように見受けられます。とは言え、今の段階で株価がポストコロナ時代を見据え出したというのは時期尚早ですので、今後のワクチン普及は折に触れ上値追いの材料になると見ています。11月以降の上昇ピッチが早かったため足元では高値警戒感が台頭していますが、調整は短期テクニカル側面が強く大きなトレンド転換には至らないでしょう。

11月以降の上昇相場では超金融緩和を背景に、DX関連などウイズコロナでの「好業績銘柄」とワクチン開発から来期以降回復期待の「景気敏感株」が混然一体と物色される「いいとこ取り」相場になりました。現在のコン

センサスである来年度の予想増益率 40%を前提にすると日経平均 EPS は約 1,500 円で予想 PER はすでに 17 倍を超えています。来期以降の業績見通しはバラつきが大きく、特に打撃が大きかった業種については慎重な見通しが多いようです。ただ、来期利益はコロナ感染の状況によって大きく変わる可能性があり、ワクチン普及によって V 字回復の期待が出た場合は EPS で 1,600 円台程度までの上方修正はあり得ると見えています。実際、日経平均採用銘柄のうち 2018 年度から 2021 年度（予想）まで 4 年の中で最高 EPS を採用して算出した日経平均 EPS は 1,677 円になります。アベノミクス以降の平均 PER16.11 倍を当てはめると 27,000 円近辺ですが、上限の+1 標準偏差 18.18 倍では 30,488 円が計算できます。

ウイズコロナからポストコロナに移行することが前提になりますので、変化率ではコロナの影響を受けて戻りの鈍かったバリュー株にも妙味があると考えています。年末から来年 1 月にかけての日経平均予想レンジは 25,800 円-27,800 円です。

見 通 し

◆◇ オルタナティブ(ヘッジファンド) ◇◆

[11 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 11 月のヘッジファンド・インデックスは、プラス 2.8%と反発しました。

11 月の金融市場は、米大統領選挙の投票が終わり、不透明感が後退したことから株式市場が上昇に転じました。更にコロナウイルスのワクチン開発に関する報道等をきっかけに、米国では主な株価指数が史上最高値を更新し、日本でも日経平均株価が 29 年ぶりの高値を付けるなど堅調に推移しました。株価の上昇を受けて安全資産とされる債券は売られ、米 10 年国債の利回りは 8 ヶ月ぶりに 1.0%目前まで上昇しました。また、WTI（原油先物）や暗号資産（ビットコイン等の仮想通貨）なども大きく価格を上げたことから、投資家が積極的にリスクを取っている様子が窺えました。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】

株価の上昇にウエイトを置くファンドが多く、世界的な株高が成績の好転に繋がりました。特に今月は、割安に放置されていたバリュー株が買われ、割高なグロース株が売られたことによって、成績は今年最大のプラス4.59%となりました。

【イベント・ドリブン】

世界的な M&A の盛り上がりやヘッジファンドの成績を押し上げています。日本では三井住友フィナンシャルグループのケネディクス買収や、三井不動産の東京ドーム買収などのイベントがありました。また、米国ではセールスフォースがスラックテクノロジーを2.9兆円で買収すると発表しました。大型案件が絶えない現状にヘッジファンドへの期待がますます高まっています。

【レラティブ・バリュー】

米10年債利回りが、短期間に0.7%前半から0.9%後半に上昇（価格は下落）するなど、利益機会に恵まれました。一方で短期債利回りの変動は緩やかで、裁定機会にも恵まれました。

【マクロ】

引き続き、新型コロナウイルスの経済に与える影響が不透明な為、難しい舵取りが強いられています。日本株市場における主体別売買動向では、外国人投資家の買いが増加しており、その中にはマクロ系ファンドの資金も含まれていると思われます。しかし、為替の円高が自国通貨での評価を落とし、期待するほどの成果には繋がっていない模様です。

【CTA】

主要な投資先である原油市場は堅調に推移したものの、金価格が下落し成績の足を引っ張りました。また、株式市場のボラティリティの低下も成績の伸び悩みに繋がりました。

【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	2020年					
		11月	10月	9月	8月	7月	6月
ヘッジファンド・インデックス	4.26%	2.82%	-0.22%	-0.17%	1.54%	1.35%	1.75%
株式ロング・ショート	0.96%	4.59%	-0.54%	0.02%	2.71%	0.82%	2.21%
イベント・ドリブン	6.57%	2.13%	-0.22%	0.37%	1.63%	0.89%	2.67%
レラティブ・バリュー	6.93%	2.29%	0.36%	-0.10%	1.08%	2.03%	1.76%
マクロ	1.28%	1.70%	-0.51%	-1.28%	0.36%	1.78%	-0.29%
CTA	-2.03%	0.71%	-0.97%	-2.10%	-0.07%	1.89%	-0.94%

データ出所：HFR社

欧州系証券の手口に注目

11月は世界各国で記録的な株価の上昇となりました。米国大統領選挙後の政治情勢が今のところ平穏であり、コロナウイルスのワクチン開発の期待からアメリカのNYダウ平均株価は初めて30000ドルの大台をつけ、1か月間の値上がり率は+11.8%と1987年1月以来、33年ぶりの記録的な上昇となりました。日経平均も歴代3番目の+3667円の記録的な大幅上昇となっています。

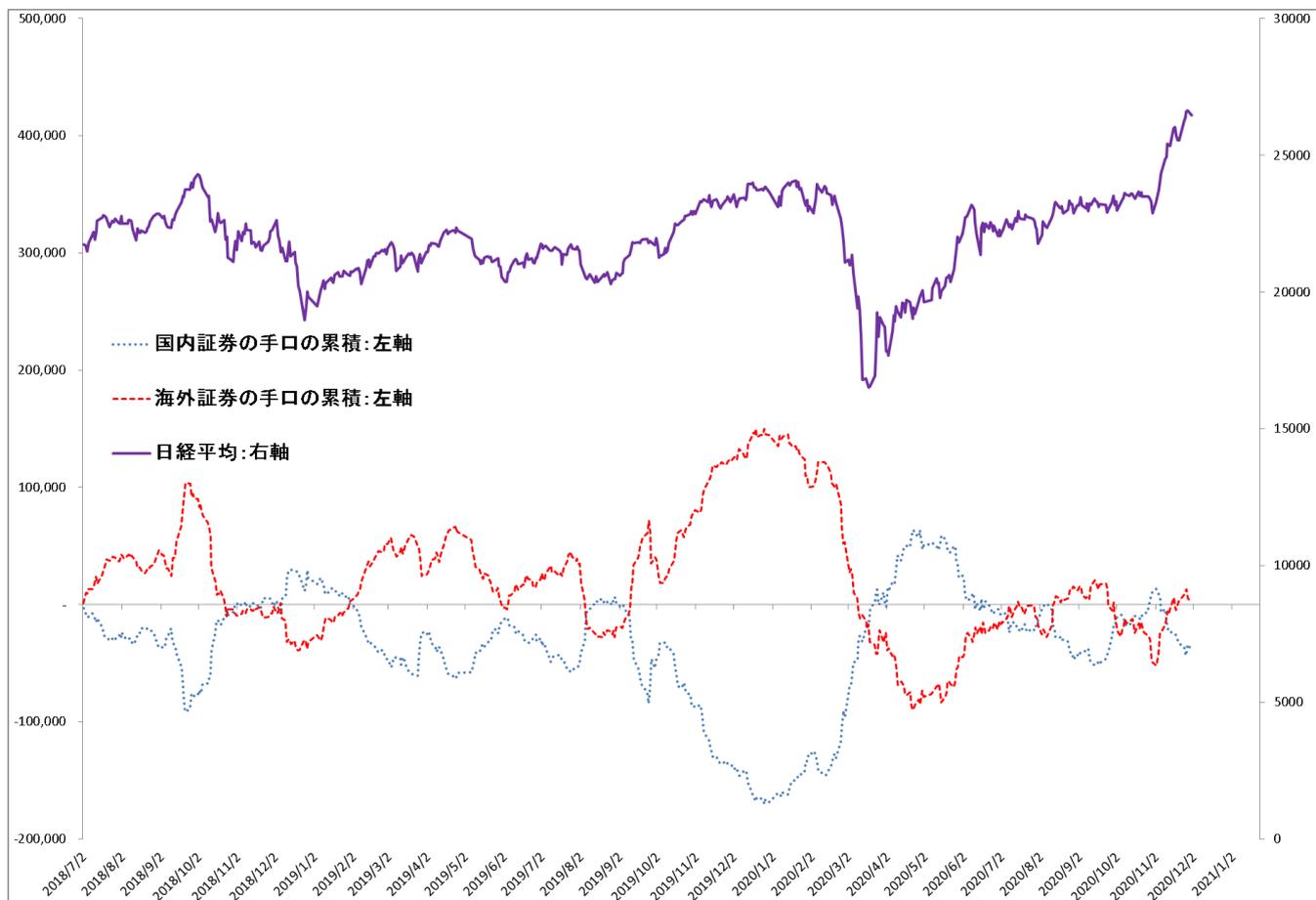
ただし、コロナウイルスの感染者は拡大傾向で、経済環境は依然不安定であると言えます。

そのような環境の中で、今後の日経平均がどうなるかを、経済的観点ではなくJPXで公表されている取引参加者の先物手口や建玉を用いて、需給面から今後の日経平均の動きを占ってみたいと思います。

まずは、ネット証券を除いた、各証券会社を米系証券、欧州系証券、国内証券に分けました。

海外証券		国内証券
米系証券	欧州系証券	
モルガンスタンレー	BNPパリバ	野村
ゴールドマンサックス	HSBC	大和
メリルリンチ	ドイツ	SMBC日興
シティ	クレディスイス	みずほ
JPモルガン	ABNアムロ・クリアリング	岡三
	UBS	東洋
	バークレイズ	東海東京

2018年の7月1日を0として、手口が買い越しならプラス、売り越しならマイナスで2020年11月末まで累積してグラフにしました。

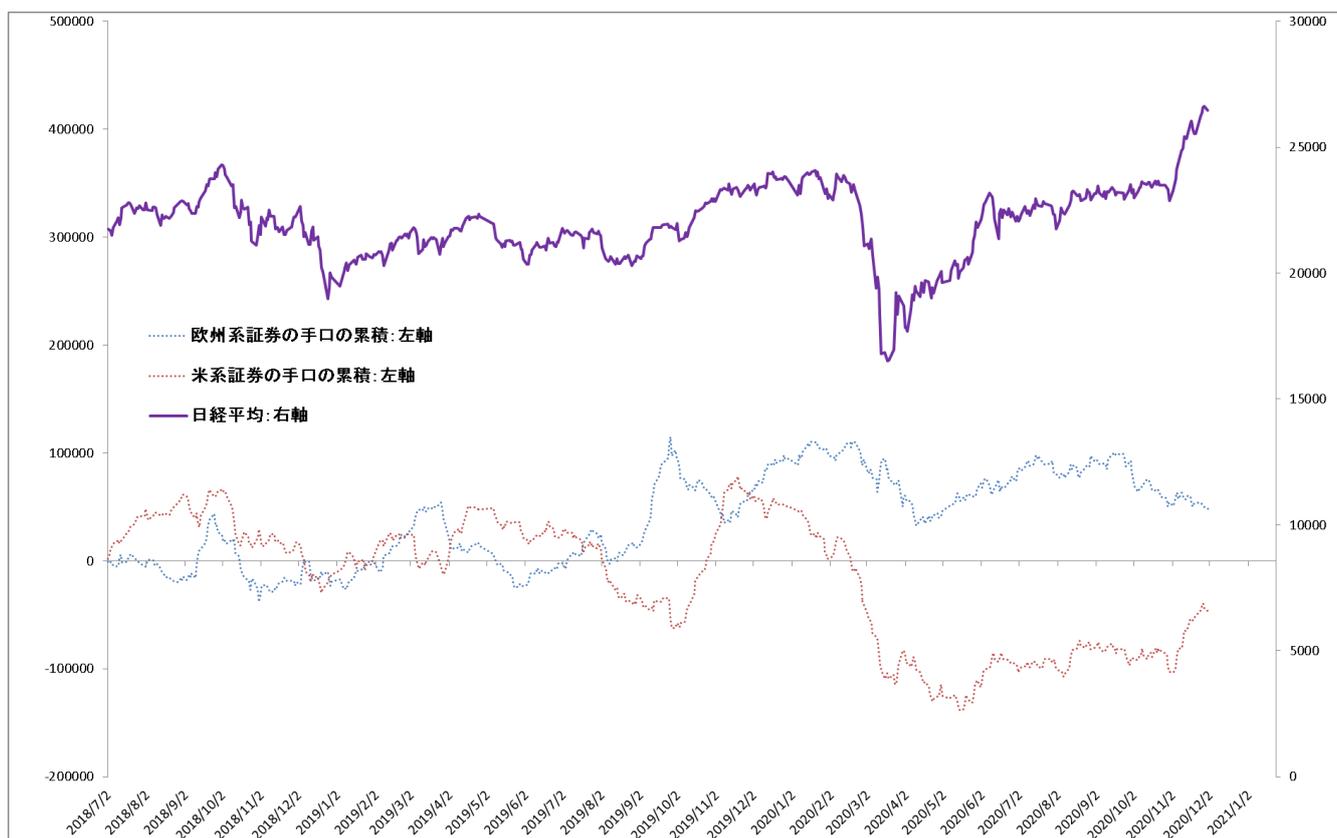


このグラフから、2020年2月からのコロナショック以降、国内証券は日経平均が20000円を割り込んだあたりから16358.19の安値を付け、再び反発するまで買い続けていました。そして、米国の大統領選挙前の2020年9月からも買い越しになり、選挙後に日経平均が高値を抜けてくると一転して売り越していることが分かります。

それに対して、コロナショックで売り越しになった海外証券は、日経平均が安値を割って反発し、20000円を超えてくるまでは売り続け、その後は買い越しに転じています。大統領選挙前も大きく売っていましたが、選挙後には買い越し傾向になっています。

これらのことから、11月からの日経平均の大幅上昇を主導してきたのは海外証券と言えます。

次は同じように米系証券と欧州系証券に分けてみます。



このグラフからは、11月の日経平均の上げと米系証券の買い越しがほぼ同時となっています。前回のコラム「米系証券の手口に注目」でお伝えした通り、今回の上げは米系証券が主導していたことが分かります。その一方で欧州証券は選挙の1ヶ月前の10月頃から売り越しになっています。

最後に、各証券会社の週末の建玉が公表されていますので、大統領選挙後の週末の11月6日と11月最終週の建玉を比べてみます。買い建玉をプラス、売り建玉をマイナスにして、建玉の変化を調べました。

米系証券	11月6日	11月27日	建玉の変化
ゴールドマンサックス	19610	33431.9	13822
モルガン	9381	19904.7	10524
JPモルガン	9897	12061	2164
シティグループ	19487	13703.9	-5783
欧州系証券			
ソシエテG	107403	87426.5	-19977
BNPパリバ	21848	16862.2	-4986
ABNアムロ・クリアリング	-7511	-12358.8	-4848
バークレイズ	71795	73113.6	1319
UBS	-13436	-4287	9149
クレディ・スイス	-18359	2245.8	20605

このことから、大統領選挙後、欧州系証券はクレディスイスが20000枚超の大幅な買い越しだったものの、ソシエテGがほぼ同数枚売り越していたことが分かります。欧州系証券の買いが増えなかったのはソシエテGの売りが原因だったようです。

過去の累積からすると、米系証券、欧州系証券ともにまだ買い余力はありますが、現在のところ日経の上昇にもかかわらず、欧州系の買いは減少中です。今後の日経平均の上昇には、米系の買い以上に欧州系の買いが必要になってくるように思います。クレディスイスの買いがさらに続くのか、ソシエテ証券の売りが上値を抑えるのか、今後の欧州証券の動きに要注目です。

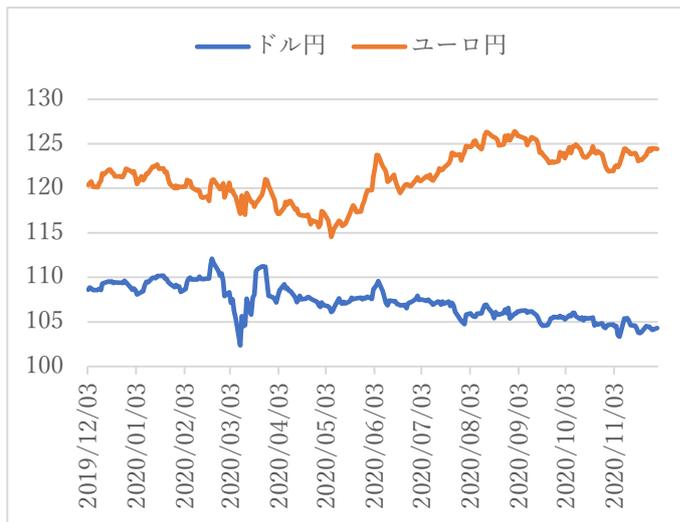
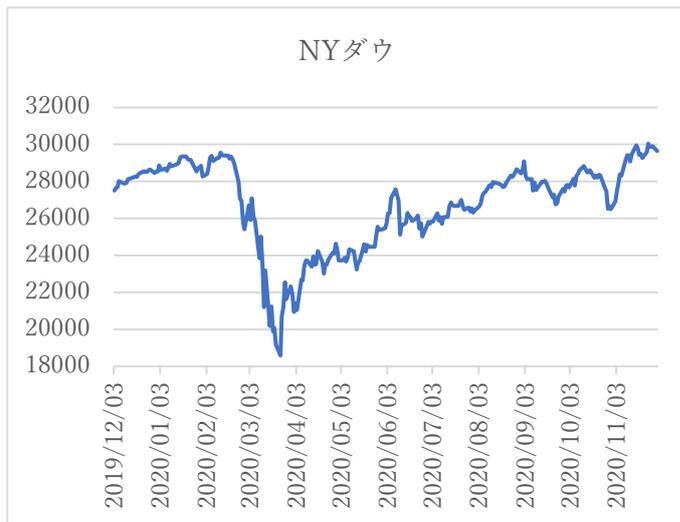
JPXの先物手口情報はこちらから見ることができます。

<https://www.jpx.co.jp/markets/derivatives/participant-volume/index.html>

JPXの先物建玉情報はこちらから見ることができます。

<https://www.jpx.co.jp/markets/derivatives/open-interest/index.html>

◆◇ 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.137 . . . 野上 信彦
欧州系証券の手口に注目

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

