

《 2023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	33172.22	32619.34	31857.62	-2.34%	22.09%
	マザーズ指数	777.32	760.17	729.64	-4.02%	-0.11%
外国株式	NY ダウ平均	35559.53	34721.91	33507.50	-3.50%	1.09%
	S&P500	4588.96	4507.66	4288.05	-4.87%	11.68%
	NASDAQ 総合	14,346.02	14,034.97	13,219.32	-5.81%	26.30%
	MSCIEurope	1,985.86	1,901.81	1,824.94	-4.04%	5.39%
新興国株式	上海総合指数	3,291.04	3,119.88	3,110.48	-0.30%	0.69%
	ムンバイ SENSEX	66,527.67	64,831.41	65,828.41	1.54%	8.20%
海外金利	米政策金利	5.50	5.50	5.50	-	-
	米国債 10年	3.97	4.11	4.58	-	-
国内金利	政策金利	-0.06	-0.06	-0.06	-	-
	10年物国債	0.61	0.65	0.77	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	142.28	145.53	149.35	2.62%	13.91%
	ユーロ	156.45	157.77	157.86	0.06%	12.51%
コモディティ	WTI 原油(先物)	81.80	83.63	90.79	8.56%	13.12%
	COMEX 金(先物)	2,009.20	1,965.90	1,866.10	-5.08%	2.18%
不動産	東証 REIT 指数	1,877.19	1,892.25	1,859.59	-1.73%	-1.82%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,383.64	1,388.18	1,386.77	-0.10%	1.38%

◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

[9月の金融市場]

9月の日本株式市場は、月前半は前月の流れから日経平均で33,700円台の年初来高値に迫るなど強い相場が続きました。ただ、月後半は一転し、金利上昇を嫌気した米国株安の影響を受け調整色が強まりました。前半の上昇を帳消しする動きとなり、日経平均は前月比-2.3%と小幅ながら続落で終わっています。一方TOPIXは-0.4%と反落ながら底堅さを見せNT倍率は低下基調が続きました。マザーズ指数は-4.0%となり前月から下落率が拡大しました。

米国株は、FRBの金融引き締め長期化観測や政府機関の閉鎖懸念から長期金利が大幅に上昇をしたことを受け軟調な展開となりました。NYダウの月間騰落率は-3.5%と2カ月連続安となりました。金利動向に敏感なナスダック市場は-5.8%とダウを上回る下落となっています。

ドル/円相場では、米国長期金利が上昇し日米金利差がさらに拡大したことから月間を通じて円売り圧力が続きました。月初めの146円近辺から月末には一時149円台半ばまで、円安が進んでいます。ただ、150円台目前では介入警戒感が取り沙汰されました。対ユーロなど他通貨については年前半から続いた円独歩安の流れにやや一巡感が見られました。

米国10年債金利は、先月に引き続き金融引き締め長期化観測や需給悪化懸念からじりじりと上昇基調が続きました。月初めの4.1%から月末には4.6%台まで急上昇しています。

大阪金先物（中心限月）は、国際価格の下落をドル高円安が相殺するという形で9,100円台の高持ち合いを形成していましたが、月末の9/27からは国際価格の急落が際立ち月末まで3日間で200円幅急落する動きとなりました。

[今後の見通し]

9月中旬以降、グローバル株式市場は金融引き締め長期化観測からリスクオフの様相を強めました。日経平均株価も9月高値から3,000円幅以上（9/4現在）の下げに見舞われました。米金融市場はパウエル氏をはじめFRB理事の発言やブレの大きい景気・雇用指標に相変わらず一喜一憂の様相です。ただ、ハト派かタカ派かの議論は短期筋にはともかく中長期の方向感にはさほど有効とは考えていません。市場の反応自体（例えばタカ派観測による大幅安など）が金融政策に逆の影響を与えるというジレンマがあるからです。

いずれにせよ、米国の金融引き締めは最終局面に近いのは間違いないでしょう。FRBは昨年来の急速な金融引き締めによって楽観、悲観に関わりなく行き過ぎをコントロールするカードを手にしています。当面は、ソフトランディングと言われる安定的で持続的な成長を追求するため、中立姿勢を維持すると考えます。経験上、政策金利の最も高い水準であるターミナルレートの期間に株式市場はリスクオンになりがちで、現在はその始まりの

局面と考えています。

6月以降日本株の物色はTOPIX型に傾斜してきました。年央に14倍台後半まで上昇していたNT倍率は9月末に年初の13倍台半ばまで低下してコロナ前の水準に近づいています。グローバル資金にとって、米国金利上昇や業績不安のある半導体・ハイテク株が買いにくい一方、バリュエーションの観点でトヨタなど優良大型銘柄が投資対象となったことがTOPIX上昇の背景となりました。ただ、PER（向こう12カ月予想）で見た場合、そうした銘柄で構成されるTOPIXコア30指数は9/15日上限と考えられる+1標準偏差に到達していました。今回急落前の高値と一致しており、大型株物色にやや過熱感があつたかもしれません。一方、大幅調整を受けてTOPIX全体のPER（10/5現在）は13.8倍まで低下しました。2006年以降平均の14.5倍を下回る水準です。+1標準偏差（約17倍）は2,728ptで10/5終値（2,264pt）に対して約20%の下方乖離です。ファンダメンタルズに大きな変化がない状況では、魅力的な水準と言えるのではないのでしょうか。

日本株は9月中間期をまたいで想定外の急落となりましたが、様相としては一昨年・昨年の同時期の下げ相場と酷似しています。日経平均で9月中旬高値からの下げ幅は一昨年が3,500円、昨年は3,000円でいずれも10月第一週に底入れしています。以降はいずれのケースも11月中旬ごろまで反発相場になり下げ幅の75~95%を戻す展開となりました。今年も10/4にほぼ同水準の3,100円の下げ幅に到達しており、同様の反発相場が期待される局面と考えます。

当面は、高配当利回り銘柄などバリュー株が物色の中心ですが、今後は半導体サイクルの底打ちからハイテク・半導体関連株も循環物色の対象になると見えています。10-11月の日経平均予想レンジは30,500円~33,500円です。

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が算出する9月のヘッジファンド・インデックスは、-0.10%と反落しました。

9月の金融市場は、注目されていたFOMC（米連邦公開市場委員会）で、来年の政策金利の見通しが大きく上方修正されたことを受け、金利上昇、株価下落となりました。

米10年国債の利回りは16年ぶりに4.6%を超え、経済成長の鈍化を懸念した米株価指数は軒並み3~5%の下落を示しました。世界の金融市場を動揺させた金利上昇は10月に入っても続いています（前項参照）。

この様な中ヘッジファンドはイベント・ドリブンとマクロ、そしてCTAの戦略がプラスとなりました。

【株式ロング・ショート】 (−0.76%) ※

株価の下落によって、ロングポジションを厚めにするファンドを中心に、成績を落としました。株価は月間を通して大きく下落し S&P 株価指数が 4.87%の下落、NASDAQ 指数が 5.81%の下落と、当該戦略にとっては厳しい月となりました。

【イベント・ドリブン】 (+0.14%)

9月に注目されたのは、英アームの ADR (米預託証券) が NASDAQ に上場されたことです。51 ドルの公開価格に対して初値は 56.1 ドルと順調な滑り出しとなり、翌日には 69 ドルの高値を付けました。時価総額 520 億ドルを誇る大型株の上場はヘッジファンドにとっても大きな利益機会となりました。また、日本では東芝の TOB が成立し、利益を得たファンドもあるようです。

【レラティブ・バリュー】 (−0.10%)

FOMC で示された金利見通しが、想定外に強かったことを受け債券相場が大きく下落 (利回りは上昇) しました。ボラティリティが上昇したものの、イールドカーブの変化は殆どなく、残存期間の異なる債券のアービトラージは利益に繋がりませんでした。10月に入り、米長期国債の利回りが更に上昇し、長短金利の逆ザヤが大きく解消に動いていることから、スプレッドを買っているファンドの成績が期待できます。

【マクロ】 (+0.62%)

ウクライナ紛争の問題や米中の覇権争いといった地政学リスクが高まり、ドル回帰の動きからドルロング戦略が功を奏しました。米金利が強い動きを示したこともありドル・インデックスは 106.84 まで上昇し約 1 年ぶりの高値を付けました。

【CTA】 (+2.10%)

主要な投資先の WTI (原油先物) が +8.56% と大きく上昇し、利益機会を得ました。原油価格は産油国の減産や、底堅い需要見通し等を背景に堅調に推移すると見られ、今後もヘッジファンドの利益に貢献すると思われます。また、株価指数が断続的に下落を示したことで、先物のトレンドフォロー戦略も収益に繋がりました。

【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	2023 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	1.38%	−0.10%	0.33%	0.52%	0.76%	−0.46%	0.34%
株式ロング・ショート	3.18%	−0.76%	0.27%	0.71%	1.27%	0.26%	0.61%
イベント・ドリブン	−0.86%	0.14%	1.10%	0.93%	0.38%	−2.63%	−0.51%
レラティブ・バリュー	2.84%	−0.10%	−0.15%	0.90%	0.74%	0.03%	0.25%
マクロ	−0.23%	0.62%	−0.04%	−1.05%	0.55%	0.89%	1.36%
CTA	0.52%	2.10%	−0.45%	−1.79%	2.41%	2.49%	1.86%

データ出所：HFR 社

※ () カッコ内は前月比成績

東証改革、高金利、半導体の一服が招く NT 倍率の下落

今年の日本の株式市場は好調を維持しております。バブル後最高値を更新する日経平均と TOPIX のニュースが目立つ一方で、NT 倍率の下落に関するニュースも目にする機会が増えてきました。

NT 倍率とは日経平均株価と TOPIX の相対的な強さを示す指数であり、日経平均を TOPIX で除すことで算出されます。つまり直近の NT 倍率下落は、TOPIX が日経平均に対して相対的に強くなっていることを表しており、この背景には両指数における算出ルールの違いが影響しています。

両指数の主な違いとしては単純平均と時価加重平均が挙げられますが、その他にも指数算出に用いられる銘柄が所属するセクターの比重にも違いが見られます。下記表の東証 33 業種区分に基づくセクター別ウェートを見ると、両指数に違いがあることが明らかです。

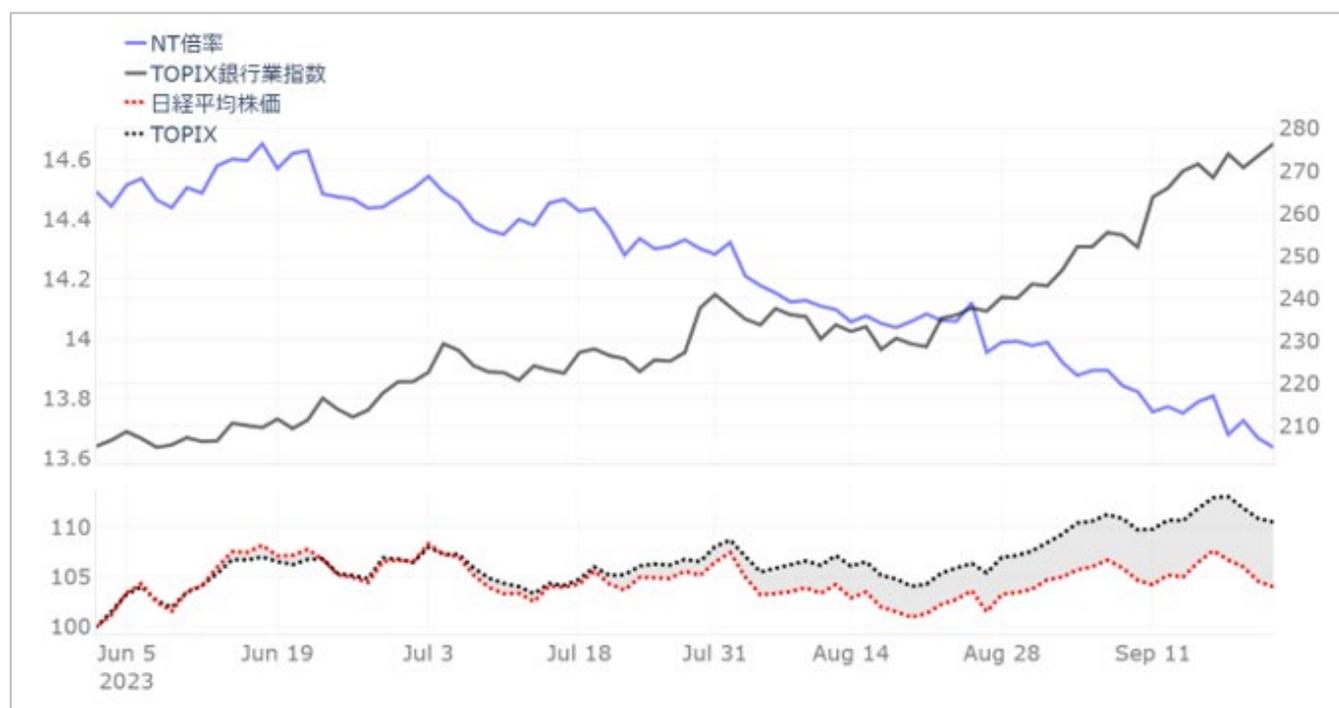
【 セクター別指数ウェート上位 10 種 】

順位	日経平均株価			TOPIX		
	業種	比重(%)	銘柄数	業種	比重(%)	銘柄数
1	電気機器	23.88	30	電気機器	16.68	156
2	小売	11.97	7	輸送用機器	8.89	57
3	情報・通信	10.45	10	情報・通信	8.04	236
4	医薬品	6.92	9	銀行	7.21	78
5	化学	6.86	17	卸売業	6.86	174
6	機械	5.39	17	化学	5.74	149
7	輸送用機器	5.31	12	機械	5.32	142
8	サービス業	4.54	9	医薬品	5.08	36
9	食料品	3.65	11	サービス業	4.65	224
10	精密機器	3.59	5	小売	4.30	196

2023 年 9 月 29 日時点—Bloomberg より当社作成

両指数を比較してみると、日経平均では電機などのグロース（成長）セクターの比率が高く、TOPIX では金融機関などバリュー（割安）銘柄の比重の大きいことが分かります。

そして直近の NT 倍率下落は、JPX による PBR 1 倍割れ是正要請による投資家のバリュー株志向や長期金利の上昇、日本銀行によるマイナス金利解除への期待が高まる中で銀行セクターが堅調に推移していることから、バリュー株及び銀行株のウェイトが高い TOPIX を押し上げていることが、その一因となっていると考えられます。

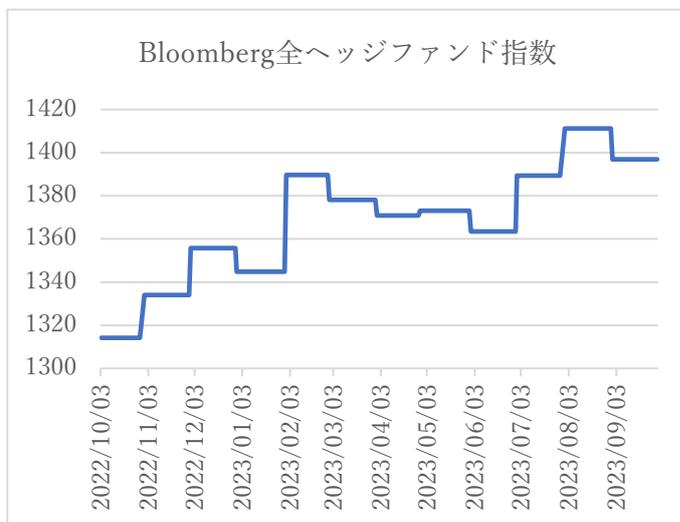
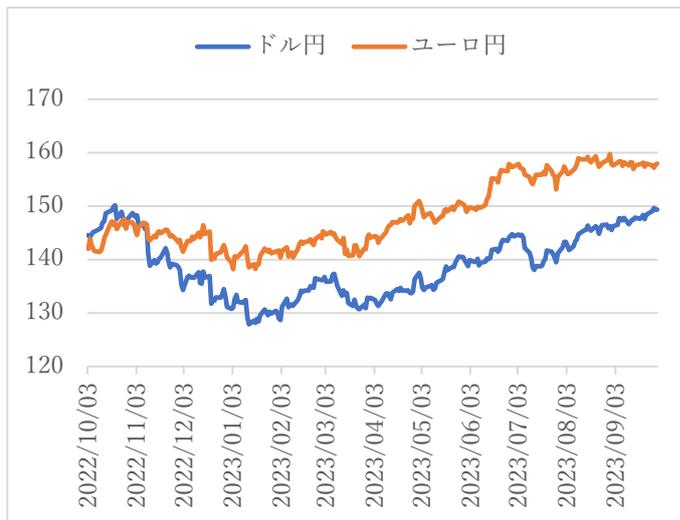
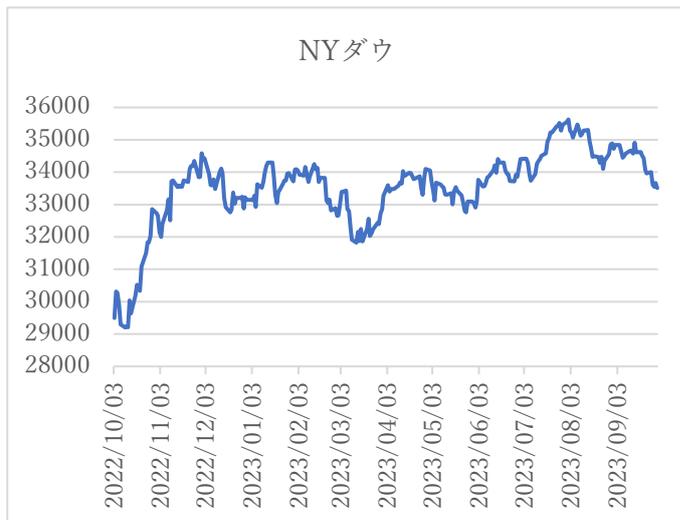


2023年6月1日時点の終値を100として標準化—Bloombergより当社作成

また、半導体関連銘柄の動向にも注目です。7月以降、日経平均株価採用の値がさ株が多く属している電気機器の上昇が一服していることも NT 下落の一因として考えられます。今後、半導体関連のハイテク株が再度上昇した際には、ここ2か月間下げ続けている NT 倍率に歯止めがかかりそうです。

上述の通り、ここ直近の NT 倍率下落は市場の金利動向及び半導体動向を反映した結果であるとも考えられます。直近下落の目安となっていた今年1月の安値を下抜け、次の安値めどは2020年3月のコロナショック時の13倍割れとなりました。今後の世界における市場動向とそれに係る NT 倍率に要注目です。

◆◇ 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.171 . . . 長澤 龍之新
東証改革、高金利、半導体の一服が招く NT
倍率の下落

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：REFINITIV、Bloomberg 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

