

《 2024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	36,288.71	39,166.19	40,369.44	3.07%	20.63%
	マザーズ指数	712.04	772.39	746.45	-3.36%	5.67%
外国株式	NY ダウ平均	38,150.30	38,996.39	39,807.37	2.08%	5.62%
	S&P500	4,845.65	5,096.27	5,254.35	3.10%	10.16%
	NASDAQ 総合	15,164.01	16,091.92	16,379.45	1.79%	9.11%
	MSCIEurope	2,016.94	2,045.27	2,113.34	3.33%	4.60%
新興国株式	上海総合指数	2,788.55	3,015.17	3,041.17	0.86%	2.23%
	ムンバイ SENSEX	71,752.11	72,500.30	73,651.35	1.59%	1.95%
海外金利	米政策金利	5.50	5.50	5.50	-	-
	米国債 10年	3.92	4.25	4.21	-	-
国内金利	政策金利	-0.01	-0.01	0.07	-	-
	10年物国債	0.74	0.71	0.73	-	-
外国為替 (対円)	米ドル	146.88	149.98	151.31	0.89%	7.27%
	ユーロ	158.87	162.02	163.32	0.80%	4.91%
コモディティー	WTI 原油(先物)	75.85	78.26	83.17	6.27%	16.08%
	COMEX 金(先物)	2,067.40	2,054.70	2,238.40	8.94%	8.04%
不動産	東証 REIT 指数	1,798.81	1,698.87	1,794.97	5.66%	-0.66%
ヘッジ・ファンド	HFRX 指数	1,414.83	1,427.79	1,445.72	1.26%	2.51%

◆◇ 株式・債券・為替 ◇◆

[3月の金融市場]

3月の日本株式市場は、月半ばに日銀によるマイナス金利解除観測から一時的に調整する局面がありました。金融政策決定会合後は再び上げ足を速めて新高値をつけるなど概ね堅調に推移しました。グローバル市場でリスクオンが続いたことや外国人買いによる好需給が背景です。日経平均の月間騰落率は+3.1%とやや騰勢は鈍ったものの年初から3カ月連続の上昇となりました。米国株に対しても3カ月連続でアウトパフォームしています。TOPIXは配当取りからバリュー銘柄が物色され久しぶりに日経平均を上回る3.5%の上昇となりました。東証グロース250指数は、前月の反動や需給悪から人气が離散して-3.4%の下落となりました。

米国株式市場は、FRBが年内3回の利下げ予想を維持したことを背景に堅調な展開が続き、NYダウは5カ月連続の上昇を記録、最高値を更新しています。月間では+2.1%と前月に引き続き小幅ながら続伸しました。NASDAQもほぼ同様の+1.8%となり底堅さを見せましたが、テック株を中心に大幅高となった前月までの勢いは止まりました。

米国10年債金利は、前月に比べ景況感の悪化やパウエル議長のハト派的発言から上げ一服になりましたが、明確なトレンドは見られませんでした。月間を通して4.2%前後のボックス相場となりました。

ドル円相場は、日銀の大規模金融緩和政策の修正観測で月半ばに一時的に146円台まで円高に振れる場面がありました。その後は日米金利差が今後も簡単には縮まらないとの見方が優勢となり、151円台まで下落しました。

大阪金先物は、国際金市場での旺盛な買い需要を背景に、月初から月間を通して騰勢を強める動きとなりました。中心限月で9,800円から11,000円台まで大幅な上昇を記録しています。

[今後の見通し]

2月に歴史的な高値を更新した日経平均ですが、3月以降は上値の重い展開となっています。年初から3/22高値までの上昇率が24%という急騰ぶりでしたのでスピード調整はやむを得ないでしょう。足元米国では、堅調な景気指標やインフレ指数の下げ渋りから金融政策見通しが再びタカ派に振れています。相場をけん引してきたテック株の勢いに陰りが見られ、中東情勢の緊迫化など地政学リスクにも敏感になっています。

この時期日本株市場の関心は、決算発表を控え今期企業業績予想に向かいやすくなります。現在のところ、主要調査機関アナリストによる25/3期業績予想は全体で5~10%の増益となっています。ただ、今年は大手のベア満額回答が続出するなど長期間にわたり未経験だった事象が起きています。株式相場にはポジティブなはずですが、会社発表や市場バイアスは実態より慎重方向に働きがちで時間をかけて構造変化の好転を織り込んでいくイメージです。それでも5~6月頃には景気動向に賃上げ効果の道筋が見えてくると見えています。

米国では市場の関心が利下げ開始時期や年内の利下げ回数に集まっています。ここに来て緩和期待はやや後退していますが、過去のケースでは最終利上げから1年～1年半程度は利下げ期待でリスクオンになり株高が続くことが多いようです。今回の場合だと最終利上げがあった昨年の7月を起点に今年の7月から年末にかけてまでとなります。また、大統領選の年は9月～11月の投票日頃まで調整するというアノマリーがあり、リスクオン最終時期と重なることには注意が必要です。

相場波動への警戒やPERなどバリュースペースで割高感が出てきた米国株に対して、日本株の優位性は当面継続すると見えています。3月以降、米国では金融緩和期待がけん制され、日本では緩和的金融政策の長期化が示唆されました。真逆の動きとは言え、両者共に過剰反応を抑制して持続的成長の達成に向けての情報発信と考えます。市場との円滑なコミュニケーションが維持出来ているとの印象です。特に米国では、タカ派転換がリスクオフ・株安を招き、結果として次のハト派転換を促す側面があると考えます。そういう意味で株式市場はリアル指標として捉えることが出来ます。

中東情勢緊迫化や為替相場が円高に向かうことを株安要因と警戒する向きがありますが、もしそうした動きが見られても短期波動の範疇に留まると見えています。日本株の構造変化を反映する長期上昇相場はスタート台に立ったばかりとの時代認識です。当面は内需・バリュースペースの押し目買いが基本戦略と考えます。4-5月の日経平均予想レンジは38,000円～41,000円です。

見 通 し

◆◇ 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が算出する3月のヘッジファンド・インデックスは+1.26%と続伸しました。

3月の金融市場は、日米の金融政策を意識した動きとなりました。「日銀の金融引き締め、FRBの金融緩和」の姿が取り沙汰され、日米金利差の縮小から、為替市場ではドル円が147円前半まで売られ、株式市場では日経平均が一時5%の調整を示しました。しかし、日米共に金融当局のスタンスに大きな変化が無いことを確認すると為替・株式共に巻き戻しの動きが加速しました(前項3月の金融市場参照)。このような中、ヘッジファンドは全ての戦略がプラスの成績となりました。

【株式ロング・ショート】 (+1.35%) *

日米共に株価指数が史上最高値を更新し、ヘッジファンドはその恩恵を受けました。多くのファンドがロング（買い）ポジションを厚く取っているために株式市場と連動した成績となる傾向があります。ショート（売り）ポジションを有するために市場の上昇局面では全体のパフォーマンスに劣後しますが、下降局面では成績の落ち込みがマイルドなものになります。

【イベント・ドリブン】 (+1.06%)

GE（ゼネラルエレクトリック）が分社（会社分割）を完了しました。時価総額 1,600 億ドル（約 24 兆円）を誇る企業の分社は珍しく、ヘッジファンドにとっても好案件の一つとなりました。一般的に、分社をすると価値が上がりとされます。今回 GE は GE ヘルスケア・GE エアロスペース・GE ベルノバの三社に分社。それぞれが上場を果たし、ヘッジファンドの成績に寄与しました。

【レラティブ・バリュー】 (+0.53%)

主要先進国では ECB（ユーロ圏）と FRB（米国）が金利を据え置き、日銀がマイナス金利を解除しました。それぞれの債券市場でボラティリティが上昇しヘッジファンドは利益機会を得ました。しかし最大の運用先である米国債市場では長短金利差の変化がほとんど見られないなど成績への貢献は限定的でした。

【マクロ】 (+2.5%)

ウクライナ/ロシアの戦争に加えて、イスラエル地域での紛争も激化しました。安全資産への逃避行動を受けてドルインデックスは 3 月半ばから後半にかけて大きく上昇しました。また、国際的な商品価格の上昇もヘッジファンドの動きを活発化させました。

【CTA】 (+3.15%)

主要な運用先の金や原油先物相場が上昇し、その恩恵を受けました。地政学的なリスクの高まりや、景気の良さが背景として挙げられます。また、株価指数先物のコンピュータ売買も、上昇トレンドを示す株式市場の中で収益を上げることに成功しています。

【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	2024 年			2023 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	2.51%	1.26%	0.92%	0.32%	1.39%	1.13%	-0.82%
株式ロング・ショート	3.40%	1.35%	1.36%	0.66%	1.60%	2.93%	-0.92%
イベント・ドリブン	1.28%	1.06%	0.44%	-0.22%	1.16%	1.39%	-1.18%
レラティブ・バリュー	0.68%	0.53%	0.18%	-0.03%	2.13%	0.81%	-1.05%
マクロ	5.86%	2.50%	2.08%	1.18%	0.20%	-1.74%	0.29%
CTA	8.81%	3.15%	3.85%	1.23%	-0.69%	-3.97%	0.60%

データ出所：HFR 社

* () カッコ内は前月比成績

日経平均入替え月 採用・除外銘柄の入れ替え後のパフォーマンス

年初から日経平均株価は強い勢いを見せており、一時4万1,000円台を付けました。そして、今月からは新年度が始まります。多くの企業が新たな計画や展望を発表する時期であり、新年度相場の始まりとともに高まる市場参加者の業績向上への期待感は、今後も日本株の強さを継続してくれそうです。

新年度に当たっての注目イベントの一つに“日経平均株価の銘柄入れ替え”があります。銘柄入れ替えは毎年4月と10月の第1営業日に行われ、前営業日の引けに実施されます。

当然、日経平均の銘柄入れ替えは、除外・採用される銘柄の株価に影響を及ぼしますが、除外・採用銘柄は実施の1か月ほど前に公表されることから、実施日における影響は既に織り込まれています。そこで今回は、入れ替え後の1か月・1年後の採用・除外銘柄のリターンを調べてみたところ、意外なことに、ある期間における除外銘柄のリターンが最も高いことが分かりました。

下記表の入替日(A)から1カ月後(B)の変化率(橙色)を見てみると、除外銘柄において2022-10-03以降、すべての銘柄で入替実施1か月後に下落しており、このことから除外が公表され2か月が経ってもマイナスの影響を与えられていることが分かります。

加えて、入替日(A)から1年後(C)の個別の変化率(緑色)の平均を比較してみても、採用銘柄が+185.17%にたいして、※除外銘柄は+68.90%となっており、プラス圏には入ったものの、採用銘柄群と大きく差をつけられています。

※三井E&Sを除く

しかしながら、除外銘柄の1カ月後(B)から1年後(C)の変化率(水色)の個別リターンの平均を確認すると、採用銘柄の-55.74%に対して、急上昇した三井E&S(7003)を除いても、除外銘柄は、+195.75%と大きく差をつけた結果となりました。

また、採用銘柄の1カ月後(B)から1年後(C)の変化率(水色)の14銘柄中7銘柄がマイナスに転落する一方で、除外銘柄はわずか3銘柄となっており、入れ替え1か月後の各銘柄には材料出尽くしに係る強い押し目買い需要が発生することが推察できます。

以上のように、除外一か月後から1年後にかけて、他の期間や採用銘柄のリターンと比較して、強い値動きを見せている傾向のある除外銘柄ですが、1カ月後(B)から1年後(C)の変化率(水色)における同期間の日経平均のリターンと相対比較をしてみると、同期間で日経平均のパフォーマンスを上回ったのは、14銘柄中9銘柄とかなり良いパフォーマンスになっていることが分かりました。

そして、今月の日経平均銘柄入替えでは、以下の銘柄が採用・除外されました。

上述したような傾向が続き、下記除外銘柄が今後1か月軟調な推移をした場合には、押し目買いを狙ってみても良いかもしれません。

除外			採用		
銘柄コード	銘柄名	実施日終値	銘柄コード	銘柄名	実施日終値
2531	宝ホールディングス	1,070.5	3092	ZOZO	3,806
5232	住友大阪セメント	3,852	6146	ディスコ	57,190
5541	大平洋金属	1,365	6526	ソシオネクスト	4,240

除外銘柄										
コード	銘柄名	入替日(A)			1カ月後(B)			1年後(C)		
		日付	日経終値	終値	日付	日経終値	終値	日付	日経終値	1年後終値
5202	日本板硝子			812			683			528
7003	三井E&S	2023/10/2	31,759.88	572	2023/11/2	31,949.89	427	2024/3/29	40,369.44	1,915
8628	松井証券			817			752			826
3101	東洋紡			1,044			771			1,127
5703	日本軽金属ホールディングス	2023/4/3	28,188.15	1,471	2023/5/8	28,949.88	1,064	2024/3/29	40,369.44	1,819
5707	東邦亜鉛			2,028			1,432			1,146
1333	マルハニチロ	2022/10/4	26,992.21	2,426	2022/11/4	27,199.74	2,133	2023/10/4	30,526.88	2,443
3103	ユニチカ	2022/10/3	26,215.79	283	2022/11/4	27,199.74	273	2023/10/3	31,237.94	197
6703	沖電気工業			714			723			967
8303	SBI新生銀行	2022/4/4	27,736.47	2,294	2022/5/6	27,003.56	2,358	2023/4/4	28,287.42	2,364
3105	日清紡ホールディングス			837			892			1,055
5901	東洋製罐グループホールディングス	2021/10/1	28,771.07	1,339	2021/11/1	29,647.08	1,406	2022/10/3	26,215.79	1,751
9412	スカパーJ S A Tホールディン			431			434			511
4272	日本化薬	2020/10/1	23,185.12	918	2020/11/2	23,295.48	920	2021/10/1	28,771.07	1,198

除外銘柄										
コード	銘柄名	A-B変化率			B-C変化率			A-C変化率		
		日経	個別平均	個別	日経	個別平均	個別	日経	個別平均	個別
5202	日本板硝子			-15.89%			-22.69%			-34.98%
7003	三井E&S	0.60%	-16.40%	-25.35%	26.35%	111.87%	348.48%	27.11%	66.97%	234.79%
8628	松井証券			-7.96%			9.84%			1.10%
3101	東洋紡			-26.15%			46.17%			7.95%
5703	日本軽金属ホールディングス	2.70%	-27.74%	-27.67%	39.45%	32.39%	70.96%	43.21%	-3.96%	23.66%
5707	東邦亜鉛			-29.39%			-19.97%			-43.49%
1333	マルハニチロ	0.77%	-12.08%	-12.08%	12.23%	14.51%	14.51%	13.10%	0.68%	0.68%
3103	ユニチカ			-3.53%			-27.84%			-30.39%
6703	沖電気工業	3.75%	-1.14%	1.26%	14.85%	2.95%	33.75%	19.16%	2.52%	35.43%
8303	SBI新生銀行	-2.64%	2.79%	2.79%	4.75%	0.25%	0.25%	1.99%	3.05%	3.05%
3105	日清紡ホールディングス			6.57%			18.27%			26.05%
5901	東洋製罐グループホールディングス	3.04%	4.09%	5.00%	-11.57%	20.18%	24.54%	-8.88%	25.13%	30.77%
9412	スカパーJ S A Tホールディン			0.70%			17.74%			18.56%
4272	日本化薬	0.48%	0.22%	0.22%	23.50%	30.22%	30.22%	24.09%	30.50%	30.50%

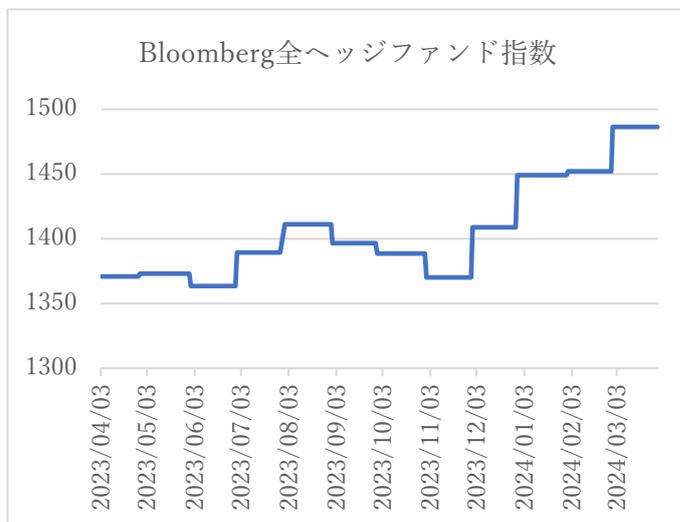
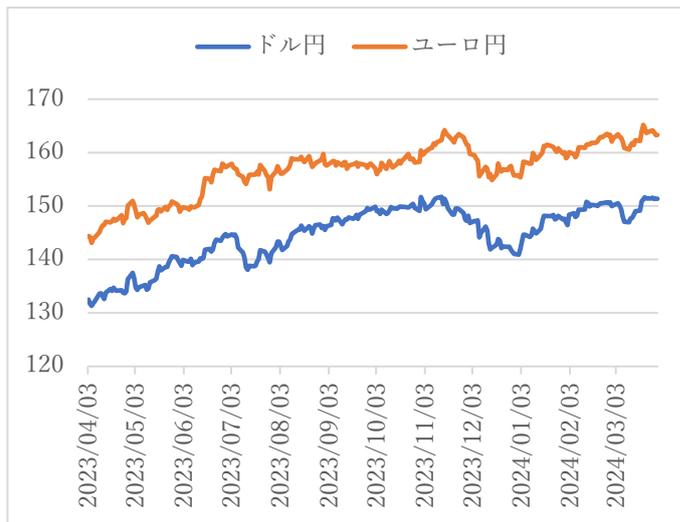
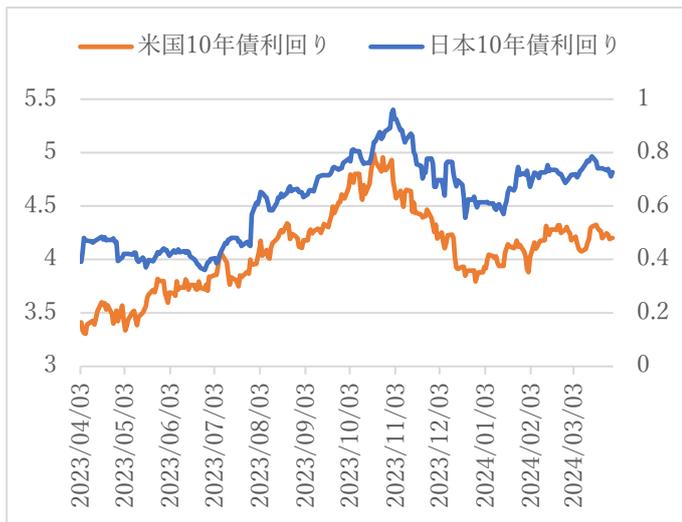
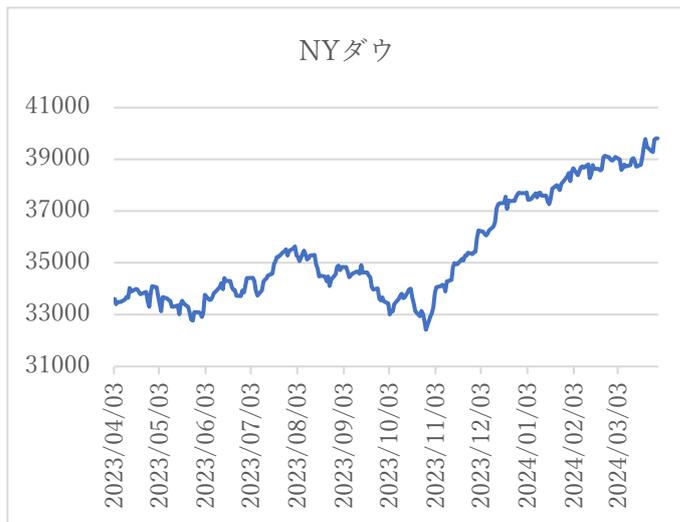
採用銘柄										
コード	銘柄名	入替日(A)			1カ月後(B)			1年後(C)		
		日付	日経終値	終値	日付	日経終値	終値	日付	日経終値	1年後終値
4385	メルカリ			3,208			3,197			1,967
6920	レーザーテック	2023/10/2	31,759.88	23,655	2023/11/2	31,949.89	27,490	2024/3/29	40,369.44	41,800
9843	ニトリホールディングス			16,000			16,515			23,600
4661	オリエンタルランド			4,512			17,270			4,849
6723	ルネサスエレクトロニクス	2023/4/3	28,188.15	1,899	2023/5/8	28,949.88	4,894	2024/3/29	40,369.44	2,670.5
9201	日本航空			2,604			1,844			2,917.5
5831	しずおかフィナンシャルグループ	2022/10/4	26,992.21	877	2022/11/4	27,199.74	2,851	2023/10/4	30,526.88	1,190
6273	SMC	2022/10/3	26,215.79	59,790	2022/11/4	27,199.74	59,430	2023/10/3	31,237.94	67,010
7741	HOYA			13,890			13,185			14,965
8591	オリックス	2022/4/4	27,736.47	2,405	2022/5/6	27,003.56	2,421.5	2023/4/4	28,287.42	2,214
6861	キーエンス			64,980			69,850			48,430
6981	村田製作所	2021/10/1	28,771.07	3,132.3	2021/11/1	29,647.08	2,873	2022/10/3	26,215.79	2,263.3
7974	任天堂			4,957			5,060			5,820
9434	ソフトバンク	2020/10/1	23,185.12	1,191	2020/11/2	23,295.48	1,223.5	2021/10/1	28,771.07	1,521.5

採用銘柄										
コード	銘柄名	A-B変化率			B-C変化率			A-C変化率		
		日経	個別平均	個別	日経	個別平均	個別	日経	個別平均	個別
4385	メルカリ			-0.34%			-38.47%			-38.68%
6920	レーザーテック	0.60%	6.36%	16.21%	26.35%	18.83%	52.06%	27.11%	28.51%	76.71%
9843	ニトリホールディングス			3.22%			42.90%			47.50%
4661	オリエンタルランド			282.76%			-71.92%			7.47%
6723	ルネサスエレクトロニクス	2.70%	137.10%	157.71%	39.45%	-19.71%	-45.43%	43.21%	20.04%	40.63%
9201	日本航空			-29.19%			58.22%			12.04%
5831	しずおかフィナンシャルグループ	0.77%	225.09%	225.09%	12.23%	-58.26%	-58.26%	13.10%	35.69%	35.69%
6273	SMC	3.75%	-2.84%	-0.60%	14.85%	13.13%	12.75%	19.16%	9.91%	12.08%
7741	HOYA			-5.08%			13.50%			7.74%
8591	オリックス	-2.64%	0.69%	0.69%	4.75%	-8.57%	-8.57%	1.99%	-7.94%	-7.94%
6861	キーエンス			7.49%			-30.67%			-25.47%
6981	村田製作所	3.04%	0.43%	-8.28%	-11.57%	-12.29%	-21.22%	-8.88%	-11.93%	-27.74%
7974	任天堂			2.08%			15.02%			17.41%
9434	ソフトバンク	0.48%	2.73%	2.73%	23.50%	24.36%	24.36%	24.09%	27.75%	27.75%

※ 1年後の日付がない銘柄は2024-03-29時点の終値を使用

※ 1カ月後及び1年後の日付が休日の場合は翌営業日を使用

◆◇ 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.177 . . . 長澤 龍之新
日経平均入替え月 採用・除外銘柄の入れ替え
後のパフォーマンス

《編集責任者》

樋爪 功次

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

