

## 2013年3月レポート(2013年4月8日発行)

### 3月のグローバル市況

フロンティア株式: -0.11%

コモディティ: +0.47%

新興国株式: -1.86%

先進国株式: +1.88%

先進国不動産: +1.51%

国内株式: +5.98%

新興国債券: -0.79%

先進国債券: -0.21%

国内債券: +1.10%

米ドル: 1.79%の円安ドル高

ユーロ: 0.08%の円高ユーロ安

豪ドル: 3.85%の円安豪ドル高

ブラジルリアル: 0.38%の円高リアル安

リスクオンの流れが2月に一旦小休止となりましたが、3月は日本の金融緩和路線に加えて、米国の経済指標にも好調なものが多く、先進国株式・国内株式を中心として、リスクオンの流れが復活しました。

一方、中国の不動産投資抑制策や、エネルギー価格の低迷を受けて、フロンティア株式・新興国株式は2ヵ月連続のマイナスとなりました。ただ、国ごとに好調・不調はまちまちで、下げ幅は限定的なものでした。

先進国株式への資金流入の反動として、新興国債券は3ヵ月連続の、先進国債券は2ヵ月連続のマイナスとなりました。

一方、国内債券は日銀の積極的な金融緩和策を受けて、3ヵ月連続のプラスとなりました。

3月後半から、日銀の黒田新体制がより期間の長い債券の購入を示唆したことで、月間ベースでの上昇幅としては、昨年6月以来で最大となりました。

為替については、日銀の積極的な緩和策により米ドルや豪ドルに対しては円安となりましたが、キプロス発の信用不安という悪材料が出たユーロについては月間ベースでほぼ変動なく着地しました。

4月に入って、新体制での初めての日銀政策決定会合が開催され、市場参加者の期待を大幅に上回る未曾有の金融緩和策が発表されたことで、円安は大きく進んでいます。

この日銀の新しい方針のインパクトは非常に強く、4月は主要通貨に対して、大幅な円安となる可能性が高いでしょう。

円安に支えられて国内株式も堅調に推移し、日銀の長期債券の買い取りにより、国内債券も堅調に推移していくと見えています。

米国の雇用統計が予想を下回るなど、4月に入ってから米国経済の指標にわずかながら変動も見られますが、日本・米国の積極的な金融緩和策に支えられて、株式・不動産・コモディティなどリスク資産は、4月は世界的に堅調に推移すると見えています。

3月の先進国債券・新興国債券からの資金流出トレンドは4月も続くでしょう。

## 各資産の個別分析

このコラムでは、主要アセットクラスの過去1ヶ月の個別分析を行ったうえで、今後の動向を予測し、今後1ヶ月の各アセットクラスへの強気度を、◎→○→△→×→××の5段階で評価していきます。

### フロンティア株式

評価：○(3月)→○(4月)

指数：MSCI フロンティア(米ドル建て)

指数の推移：524.1(2月末)→523.5(3月末)

指数の変化率：-0.11%

3月のフロンティア株式は、2月に引き続いて中東・アフリカ株式が好調であったことに加えて、利下げが行われたベトナムも3%以上の大幅な上昇となりましたが、キプロス発の信用不安により、スロベニアなど欧州のフロンティア諸国の株式が大きく下げたことで、月間ベースでは2ヵ月連続の小幅な下げとなりました。

不動産セクターを中心として経済が好調である中東と、ケニアで政権交代が比較的スムーズに行われるなど政情が安定しつつあるアフリカは4月も続伸するでしょう。

一方、銀行再編により一旦の決着をみたキプロスですが、あらためてユーロ圏の脆弱さを認識させる結果となり、スロベニアなど東欧諸国の国債金利は上昇しています。4月も欧州のフロンティア諸国の株式は軟調に推移するでしょう。

4月は、中東・アフリカのフロンティア諸国の上昇を欧州のフロンティア諸国が足を引っ張るという3月の構図が継続し、月間ベースでは小幅な上昇で着地する可能性が高いと見ています。

### コモディティ

評価：○(3月)→○(4月)

指数：S&P GSCI(米ドル建て)

指数の推移：4,878(2月末)→4,901(3月末)

指数の変化率：+0.47%

3月は、原油や天然ガスなどエネルギーが上昇する一方、トウモロコシや大豆などの穀物が米国で在庫が高水準となった上に、作付面積が過去80年近くで最大となったため下落し、コモディティ全体としては小幅な上昇で着地しました。

先進国の金融緩和が価格の支えとなる一方、中国やインド、ブラジルなどの新興主要国の景気先行きが不透明であることが重しとなり、4月も小幅な値動きで推移する可能性が高いと見ています。

ただ、米国で天然ガス利用の拡大が見られ、これまでシェールガスの製造コストを大幅に下回る3~4ドル(百万BTUあたり)で推移してきた天然ガス価格が、4ドルを上回るころまで上昇してきていることは好材料です。

穀物は4月も低迷するでしょうが、それをエネルギーがカバーし、小幅な上昇で着地する可

能性が最も高いと見ています。

## 新興国株式

評価: △(3月)→△(4月)

指数: MSCIエマージング(米ドル建て)

指数の推移: 1,055(2月末)→1,035(3月末)

指数の変化率: -1.86%

新興国株式は3月も2月と同じく、国ごとに大きく明暗が分かれました。インドネシアやタイといった東南アジアやトルコなどでは株式が大きく上昇したのに対して、BRICsは軒並み下落しました。新興国の中で、最も時価総額が大きいBRICsが軟調であったことで、全体としては2ヵ月連続での下げとなりました。

BRICsの中でも、特に中国は上海総合指数が月間ベースで5%以上上げるなど軟調でした。2件目以降の取得ハードルを上げる不動産規制に加えて、改革派であった証券監督庁のトップの辞任、IPO申請の再開など、株式への悪材料が相次ぎました。

4月に入ってから、中国では鳥インフルエンザによる旅客需要低迷への懸念から運輸株が下げるなど、株式市場は引き続き軟調で、低迷はしばらく続きそうです。

インフレ率が上昇し金融引き締めへの懸念が増しているブラジルや、政権基盤が弱体化し改革が停滞しているインドなど、BRICs諸国の株価は4月も総じて軟調でしょう。

一方、東南アジアやトルコ、南アフリカ、メキシコなどの中堅新興国の株式市場は好調に推移すると見ており、新興国株式全体としては、小幅な値動きで推移すると見ています。

## 先進国株式

評価: ○(3月)→○(4月)

指数: MSCIコクサイ(米ドル建て)

指数の推移: 1,411(2月末)→1,438(3月末)

指数の変化率: +1.88%

経済指標が引き続き堅調で企業決算も良好であった米国株式が、2月のダウに加えて、3月にはS&P500も史上最高値を終値ベースで更新するなど好調に推移しました。欧州株式もキプロスの信用不安により軟調に推移する場面もありましたが、ドイツやフランスといったユーロ圏の大国の株式市場に大きな混乱はなく月間ベースではプラスで着地しました。

一方、中国経済の低迷の影響を受け、香港やオーストラリアの株式は3%程度下げるなど、明暗が分かれる展開となりました。先進国株式全体としては、2ヵ月ぶりのプラスとなりました。

4月に入ってから、米国の経済指標は雇用統計など予想を下回るものも出てきていますが、企業の収益力は安定しており、FRBも金融緩和を継続する姿勢を示していることから、堅調に推移するでしょう。加えて、欧州情勢もスロベニアなど小国発の信用不安がありえますが、ユーロ圏全体への影響は限定的で、底堅く推

移すでしょう。

ただ、中国経済に足を引っ張られる形で、香港やシンガポール、オーストラリアなど中国の影響が大きい先進諸国では株式市場が4月も軟調に推移すると見ており、先進国株式全体として大きく上昇する可能性も高くないでしょう。

4月は、2ヵ月連続の上昇となるものの、上昇幅は限定的である可能性が高いでしょう。

#### 先進国不動産

評価: ○(3月)→○(4月)

指数: S&P先進国(日本除く)リート(米ドル建て)

指数の推移: 224.7(2月末)→228.1(3月末)

指数の変化率: +1.51%

3月の先進国不動産は、新築・住宅ともに販売戸数が高水準で、かつ平均価格も上昇している米国のREITが今年に入ってから3ヵ月連続の上昇となる一方、不動産取得に対する規制が強化されたことや中国経済の低迷により、香港・シンガポール・オーストラリアのREITは下落し、先進国REIT全体では小幅な上昇で着地しました。

4月も米国では、経済が底堅く推移するであろうことに加えて、金融緩和が継続し、さらに銀行の融資姿勢も積極的になってきていることで、米国の住宅価格は安定して推移すると見えています。

一方、中国経済は低迷が長引き、中国経済の影響が大きい香港・シンガポール・オーストラリアのREITは軟調に推移する可能性が高いでしょう。

国によってまちまちの状況は4月も続くでしょうが、主要先進国の金融緩和姿勢が後押しとなり、月間ペースでは小幅な上昇で着地する可能性が最も高いと見えています。

#### 国内株式

評価: ◎(3月)→◎(4月)

指数: TOPIX(円建て)

指数の推移: 975.7(2月末)→1,034(3月末)

指数の変化率: +5.98%

国内株式は、先月のレポートで予測したとおりに、日銀の黒田新体制の金融緩和姿勢と、米ドルに対する円安基調を支えに、5ヵ月連続の3%以上の大幅な上昇となりました。

4月に入ってから、黒田新体制の初めての政策決定会合で、国内株式のETFの購入枠を倍増させ、2年でマネタリーベースを倍増させるという、市場参加者の予想を上回る金融緩和策が発表されたことで、国内株式は急騰しています。

先月のレポートで、1-3月期の決算発表がターニングポイントとなりうるとしましたが、今回の金融緩和策を受けて、決算内容が予想を多少下回ったとしても、上昇ペースは変わらない

と見方を修正しました。

「中央銀行に逆らってはならない」という相場の格言がありますが、しばらくは国内株式を売りにくい環境が継続するでしょう。外国人投資家の資金も国内株式市場に大量に流入しており、4月も国内株式は高い確率で3%以上上昇すると見えています。

### 新興国債券

評価: ×(3月)→×(4月)

指数: JPモルガンEMBI(米ドル建て)

指数の推移: 437.8(2月末)→434.3(3月末)

指数の変化率: -0.79%

新興国債券は、債券から株式への資金シフトが3月も継続したことで、3ヵ月連続のマイナスとなりました。

2月に引き続いて、ブラジルなど主要新興国でインフレが加速し、利上げ観測が浮上したことがネガティブな材料となりました。

4月も米国や日本などの主要先進国を中心とした株式への資金流入は続く見えており、その資金シフト元として新興国債券への売り圧力は継続するでしょう。

リスクオンの流れから高金利通貨への需要は底堅いことから、大幅に下落する可能性は低いものの、4ヵ月連続でのマイナスとなる確率は高いでしょう。

### 先進国債券

評価: ×(3月)→×(4月)

指数: シティ世界(日本を除く)国債(米ドル建て)

指数の推移: 963.8(2月末)→961.8(3月末)

指数の変化率: -0.21%

3月の先進国債券は、前月のレポートで予測したとおりに月間ベースでマイナスとなり、2ヵ月連続での下げとなりました。

米国やドイツ、フランスといった主要先進国の金利は下げた(債券価格は上昇した)ものの、キプロス発の信用不安により、月後半にかけてイタリアやスペインなどの南欧諸国の国債が下げたことが響きました。

また、ユーロがドルに対して弱含んだことも、先進国債券全体のドル建て価格が下げたことの一因となりました。

4月も、ゆるやかな債券から株式への資金シフトが続くと見えており、3ヵ月連続の下げとなる可能性は高いでしょう。一方、ユーロがドルに対して堅調に推移する可能性は高いと見えており、先進国債券全体のドル建て価格が大幅に下げる可能性も低いと考えています。

### 国内債券

評価: △(3月)→△(4月)

指数: NOMURA BPI 総合(円建て)

指数の推移: 347.3(2月末)→350.8(3月末)

指数の変化率: +1.10%

日銀の黒田新体制の積極的な金融緩和策を受け、10年物の日本国債の金利は0.5%にまで下がり、国内債券は月間ベースで、昨年6月以降で最大の上昇幅となりました。

4月に入ってから日銀の政策決定会合で、期限が40年の超長期債も含めた国債購入を行い、2年でマネタリーベースを現在の倍にするという未曾有の金融緩和策を受けて、10年物国債が0.315%という史上最低の金利(価格としては史上最高)をつけるなど、価格は上昇基調で推移しています。

ただ、金融緩和策の水準が市場参加者の予想を上回り、かつ他国や過去に例があまりないレベルであるため意見が分かれ、国内債券の価格も乱高下しており、上記のように4月に入ってから史上最高値を付けた後、一転急速に下げ、1日に2度にわたって取引が停止されるなど波乱含みの展開となっています。

もちろん、中央銀行がここまでの緩和姿勢を見せている中、短期的には大きく売りづらい状況が続きますが、一方大きな副作用が出かねないというマイナス心理も多くの市場参加者が抱いていることで、大幅な上昇も考えづらいでしょう。

3ヵ月連続の小幅な上昇となる可能性が高いと見えています。

## 主要為替レートの個別分析

このコラムでは、主要通貨の過去1ヶ月の個別分析を行ったうえで、今後1ヶ月の動向を予測します。

### 米ドル

レートの推移: 92.56円(2月末)→94.22円(3月末)

レートの変化率: 1.79%の円安・米ドル高

3月の米ドルは、雇用統計や製造業景況指数が予想を上回ったことに加え、日本が3ヵ月連続で大幅な経常赤字となったことで、月の前半は円安・米ドル高で推移しました。月の後半に入って、キプロス発の信用不安などのニュースにより、円高への巻き戻しがありましたが、月全体で6ヵ月連続の円安・米ドル高となりました。

4月に入ってから、日銀の黒田新体制の未曾有の金融緩和策により、円安・米ドル高基調は続いています。2月の日本の経常収支が予想の4,500億円を上回り、6,000億円の4ヵ月ぶりの黒字になったにもかかわらず、円安は進行しています。

中央銀行に逆らうポジションを持ちづらい状況が続き、4月中に心理的な節目となる1ドル=100円の突破をすところまで円安が進行すると見えています。

### ユーロ

レート推移: 120.9円(2月末)→120.8円(3月末)

レートの変化率: 0.08%の円高・ユーロ安

月の前半は、リスクオンの流れを受けて、125円を越える円安・ユーロ高となっていました。月の後半からキプロス発の信用不安のニュースが世界を駆け巡ったことで、一転円高・ユーロ安となり、月全体では2ヵ月連続の円高・ユーロ安で着地しました。

しかし、キプロスの救済策がまとまったことに加えて、4月に入ってからの日銀の未曾有の金融緩和路線により、急速な円安・ユーロ高になっています。

スロベニアなど新たな火種はあるものの、ユーロ圏全体への信用不安リスクにまで派生する確率は非常に低く、先進国の中でも群を抜く緩和策に打って出た日本との比較感から、円安・ユーロ高で推移する可能性が高いと見ています。

1ユーロ=130円を突破するところまで円安が進展する可能性が高いと見ています。

## 豪ドル

レート推移: 94.54円(2月末)→98.18円(3月末)

レートの変化率: 3.85%の円安・豪ドル高

豪ドルは、オーストラリアの2月の貿易赤字が想定したほど大きくなく、輸出振興のために豪ドル安へと導く利下げが行われる可能性が後

退したことで、3月は3%以上の大幅な円安・豪ドル高となりました。

4月の日銀黒田新体制の未曾有の金融緩和策により、この円安・豪ドル高は定着し、8日時点で1豪ドル=102円台後半まで円安・豪ドル高は進行しています。

ただ、2月の円高・豪ドル安の要因の一つとなった中国経済の低迷は長引くと見られることから、米ドルやユーロに対しては豪ドルが弱含む可能性が大きいでしょう。

1月のような5%を越える大幅な豪ドル高とまではならない可能性が高いと見ています。

## ブラジルリアル

レート推移: 46.78円(2月末)→46.60円(3月末)

レートの変化率: 0.38%の円高・リアル安

ブラジルリアルは月の前半は米国の好調な経済指標やインフレの亢進による利上げ観測の拡大から円安・リアル高で推移していました。月の後半からはブラジル中銀が利上げに消極的であるという金融政策決定会合の議事録が公開されたことに加え、介入ラインと見られていた1ドル=2リアルを越えるリアル安となっても政府が介入に踏み切らなかったことでリアル安が拡大し、月間全体では小幅ながら4ヵ月ぶりとなる円高・リアル安で着地しました。

4月に入ってから日銀の黒田新体制の未曾有の金融緩和策により、大幅な円安・リアル

高となっています。

ブラジルのインフレ率は直近で前年同月比+6.3%と、中銀の目標上限である+6.5%に接近しており、年内に複数回の利上げが見込まれていることも、レアル高基調を加速させるでしょう。

4月中に1レアル=50円を突破する円安・レアル高となる可能性が高いと見ています。

### S&Sの3月の取引と2013年年始からの運用状況

このコラムでは、S&Sが行っているアクティブ運用について紹介をしますが、セミナーや書籍で案内しているとおり、皆様にはインデックス投資を基本としていただいて、自己資金の一部(資産全体の30%を上限)で行うアクティブ運用の参考として、本コラムを利用してください。

#### 3月中の取引

Alquity Africa、Schroder Middle East を買い増しました。

#### 3月末の資産構成(円建てで算出)

Alquity Africa(オフショアファンド:フロンティア株式)=38%(年初来からのリターン:+14.7%)

Schroder Middle East(オフショアファンド:フロンティア株式)=62%(投資後のリターン:+25.6%)

資産全体(年初来からのリターン:+19.4%)

注:各資産への投資時期がまちまちなことから、各資産のリターンの加重平均と、資産全体のパフォーマンスは一致しません。

株式会社 S&S investments

関東財務局長(金商)第 2630 号

この有料会員向けレポートは、毎月第5営業日までに発行していきます。

株式会社 S&S investments の承諾を得ずに、コピー、転載、インターネット送信などの方法で利用することはできません。投資の最終決定は会員自身の判断でなされ、当社は本契約によって提供した情報等を使用しての投資判断、資産運用から生じた会員の売買の損失又は利益について一切の責任を負わないものとします。