

Quants Monthly(2011年7月)

1-1. TOPIX ÷ Core30から類推するTOPIX、日経平均と
東証33業種指数の動きと、想定されるトレード

新藤 龍秋
tatsuaki.shindo@rc.mhsc-g.com

Topics

TOPIX ÷ Core30 から類推する TOPIX、日経平均と東証 33 業種指数の動きと、想定されるトレード

新藤 龍秋
tatsuaki.shindo@rc.mhsc-g.com

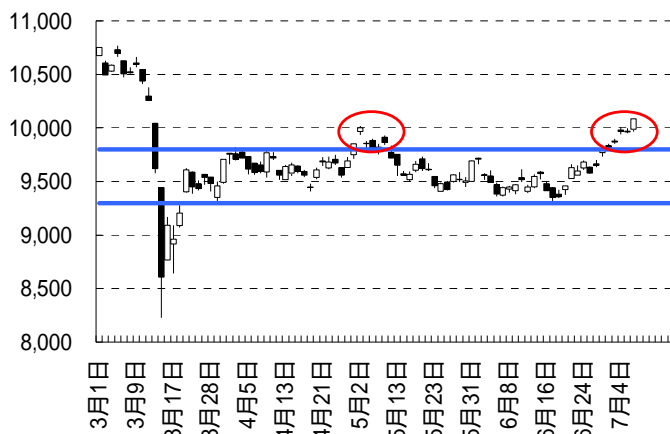
3月11日の東日本大震災で東北地方を中心に甚大な被害が発生した。地震発生の日翌日は土・日曜日と休日で、マスコミ各社が一晩明けた被災地の惨状を映像で伝えた。結果、津波被害は勿論だが、福島第一原子力発電所の原子炉建屋爆発というショッキングな情報が入ることになる。

未曾有の被害を齎した大震災を市場がどのように受け止めるか注目された3月14日の東京株式市場は、震災の被害を織り込むには情報が不足していたが、外国為替市場で思惑的な円買いが進んだため、日経平均は前日比-633.94円の大幅安で終了した。しかし、刻々と被害が明らかになってゆくに連れ、それが未経験の領域に達していることから、翌15日は全面安の展開を余儀なくされ、日経平均は前日比で-1015.34円の8605.15円と、2010年8月31日以来の8000円台まで下落した。日経平均に限らず、個別銘柄など、市場で取引される商品の価格全てが地震と同様に大きく揺れ市場参加者の狼狽を誘った。

震災によるレンジ相場の始まり

震災による被害が伝わるに連れて全国的に自粛モードが広がり、株式市場も一部の市場参加者を除いて参加者も少なく商いも低調となった。特に福島原発事故の詳細が伝わるにつれて、外国人投資家も買い越しは継続していたものの売買金額が細り始めた。日経平均は震災後5営業日で9000円台を回復したが、重くのしかかる震災の被害、特に電力需給の逼迫が産業界に与える影響が未知数で企業業績が読み切れず、それから3ヶ月の間は9300円日経平均 9800円での推移が続いた。実際、東日本大震災の翌営業日の3月14日から7月1日までの75営業日中で、日経平均の終値が9300円日経平均 9800円であったのは64営業日で、85.3%が前掲のレンジ内での推移であった。しかし、後述するが外部環境の好転とこれを受けた海外株式市場の上昇も手伝って、7月4日にはザラ場だが10000円をつけ、6日には5月2日以来の終値で10000円台を回復するなど、多くの市場参加者が考えていた上限と9800円を上回る展開が続いている。

震災後の日経平均の推移

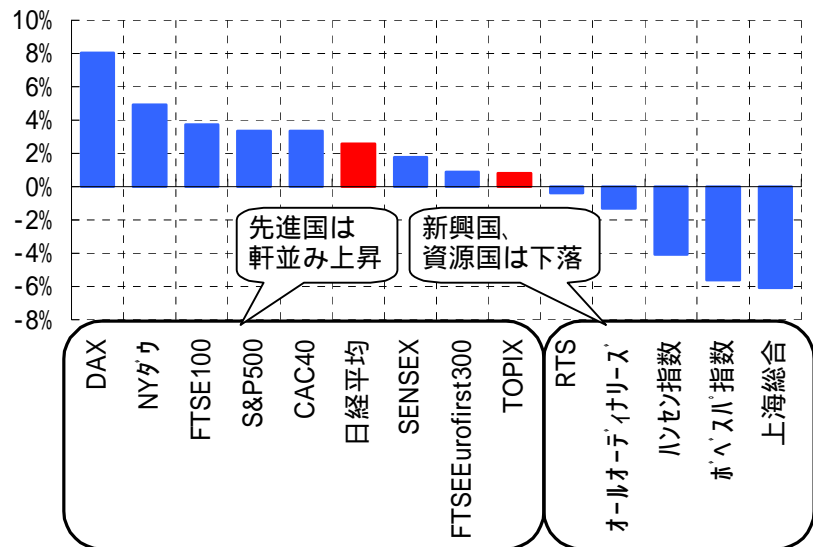


(出所)Quick Astra Manager から みずほ証券リサーチ&コンサルティングが作成

この「9800円を上回った」事は、震災後続いてきたレンジ相場の終了なのか、それとも 85.3%の残り 14.7%と考えるべきなのか。レンジ相場と言っても何時かはレンジをブレイクするのは自明で、何時までも上限と下限で売り買いを繰り返す事は出来ない。一方、指数が上昇していれば、バイ&ホールドという最もシンプルな投資方法でリターンを上げる事が出来る可能性も出て来る。では、前述の様に日経平均が 10000 円を回復する場面を、レンジをブレイクして上昇する場合、再び 9000 円台のレンジに戻る場合に分けて考えてみる。

まず、の場合だが、グローバルな投資家が懸念を抱いていた米国経済の成長鈍化だが、経済統計の一部に改善がみられた事、特に市場が注目していた ISM 景況感指数に回復の兆しが見えてきた事、急騰急落を繰り返していた商品市場に落ち着きが出て来た事、インフレ懸念が重く覆い被さっていた新興国市場に明るい兆しが見えて来た事、ユーロ各国の協調と信用維持に対して歩調を合わせる事でギリシャ問題に対する市場の懸念が薄らいた事等、世界的な懸念材料が徐々に払拭されている。この様な外部環境の好転を各国の株式市場は好感し、結果、株価指数が上昇していると考えられる。

世界の主要株価指数
(7/1現在 3月14日比)



(出所)Quick Astra Manager から みずほ証券リサーチ&コンサルティングが作成

国内要因は相変わらず

しかし、国内に目を転ずると、辞めるはずの首相がまだ国会で質問に答えており、復興相が自らの発言により数日で辞任したり、会期を延長した国会では空転が続き一部では公債特例法案の行方をも危ぶむ発言があったり、政治に対する不信感と不安感が増している。また、これから 3 月決算企業の第 1Q 決算が発表予定だが、今夏の節電が製造業を中心に業績の足枷になる可能性は高い。このように、国内で懸念されていた問題に対して殆ど払拭されたものではなく、外部環境の好転が後押しした結果が一時的な日経平均の 10000 円台回復であると考えるのが妥当であろう。根本である国内要因の安定にはまだ時間がかかる。このように、と考え日経平均が 10000 円台を維持して上昇トレンドに入る、と言う見方は楽観過ぎ、ここでは の再度レンジ相場に戻る可能性を選択したい。

指数がレンジ相場なら、トレンドのあるものを作れば良い

レンジ相場に戻るとどうなるのか。上限・下限値を探り、今回のように一時的に上限値をブレイクすれば慌ててショートカバーが、逆に下限を一時的に下回れば投げ売りの様な売りが出て来るだろう。上限・下限値に近付いたからポジションを逆転させて、上げでも下げでもリターンを狙う、出来そうな話だが実際には不可能に近いだろう。一般には、上がり始めて買う、下がり始めて売る。結局、投資家はそれらが方向性を持って上昇・下落となれば実際に投資行動に移せるが、一定の価格の範囲内で推移しており、主要な個別銘柄も指数に似た動きであるため、株価変動も小さく市場参加者も参加し難い。

TOPIX ÷ Core30 は 3 月 10 日比でも 5.35%の上昇

しかし、見方を変えると、今まさに継続的に方向性を持って動いており、その上昇・下落の理由が明白なものがある事に気づく。今回の震災で最もダメージを受けた企業の代表、東京電力で考えてみる。震災前の東京電力の時価総額(3月10日現在、TOPIX 算出ベース、以下同様)は 2 兆 5520 億円であった。現在は 3864 億円(6月30日現在)である。実に 84.9%の下落である。時価総額下落は、時価総額加重平均株価指数にインパクトを与える。時価総額加重平均株価指数で最も身近な指数は TOPIX だが、東京電力は TOPIX Core30(以下、Core30)にも採用されている。3月10日終値ベースの Core30 の時価総額合計は 72 兆 2869 億円で、東京電力のウェイトは 2 兆 5520 億円 ÷ 72 兆 2869 億円で 3.5%である。ところが前掲のように東京電力の時価総額は 3864 億円となってしまった。30 銘柄しかないのだから、インパクトは Core30 の方が甚大である。ここで、TOPIX ÷ Core30 を考えると、東京電力のお陰で Core30 は TOPIX に対して相対的に大きく下落したので、TOPIX ÷ Core30 の分母が小さくなり TOPIX ÷ Core30 は上昇を続けた事になる。

TOPIX / Core 30



(出所)Quick Astra Manager から みずほ証券リサーチ&コンサルティングが作成

指数に対する高寄与銘柄の、価格の方向の違いに気づけば

即ち、TOPIX ÷ Core30を一つの指数として見れば、震災後に明白な理由を伴って価格が一方に動いた事になる。では、TOPIX ÷ Core30 の上昇にどの銘柄がプラスに寄与し、どの銘柄がマイナスに寄与したかを見してみる。震災前の3月10日の1.804から6月30日の1.9まで5.35%上昇した銘柄別の寄与を見ても、圧倒的に東京電力がプラスに寄与している事が分か

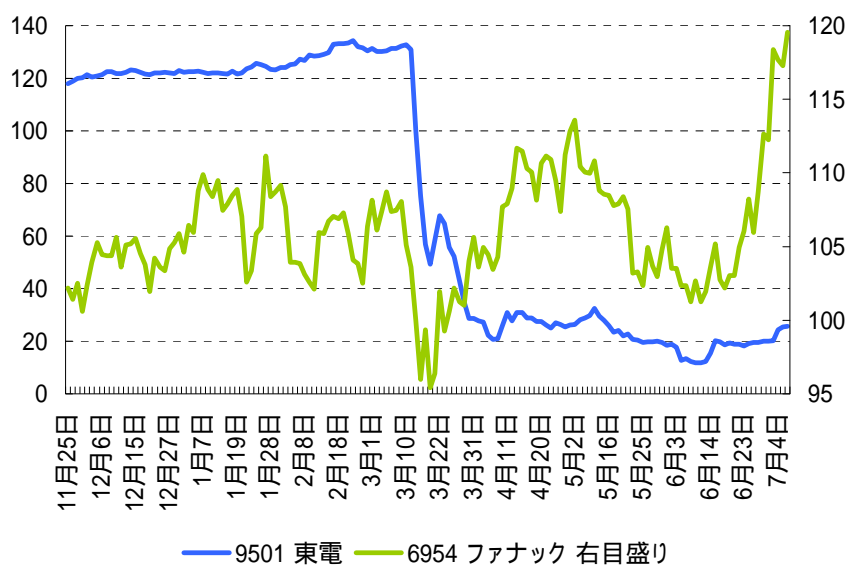
る。既に述べたように、東京電力が Core30 を大きく下げた結果である。一方、同様に TOPIX ÷ Core30 上昇にプラス寄与した銘柄の中で目を引くのが、Core30 に非採用のファナックである。Core30 に非採用のため、株価上昇で TOPIX を上昇させたただだが、寄与率は Core30 採用銘柄のそれにも劣らない数値である。TOPIX ÷ Core30 の上昇は市場関係者で知っているものも多かったと思うが、個別銘柄まで分解すれば東京電力は下落、ファナックは上昇に分かれていたので、随時注視していれば東電売り + ファナック買いが導き出せたであろう。

TOPIX / Core30 (5.35%上昇) 1.804倍 (3月10日) から 1.9倍 (6月30日)までの寄与率上位銘柄

	3月10日	6月30日		
Core30	516.01	446.87	69.14	13.40%
TOPIX	930.84	849.22	81.62	8.77%
TOPIX / Core30	1.804	1.900	0.10	5.35%

順位	コード	銘柄名	東証33業種	株価(円)			時価総額 (TOPIX計算用、億円)			寄与度		寄与率			累計
				3月10日	6月30日	変化率	3月10日	6月30日	変化率	Core30	TOPIX	Core30 (A)	TOPIX (B)	(B)-(A)	
				3月10日	6月30日	変化率	3月10日	6月30日	変化率	Core30	TOPIX	Core30 (A)	TOPIX (B)	(B)-(A)	
1	9501	東電	電気・ガス業	2,153	326	84.9%	25,520	3,864	84.9%	15.46	10.12	22.4%	12.4%	10.0%	10.0%
2	7974	任天堂	その他製品	23,370	15,070	35.5%	21,520	13,877	35.5%	5.45	3.57	7.9%	4.4%	3.5%	13.5%
3	7203	トヨタ	輸送用機器	3,650	3,300	9.6%	75,511	68,270	9.6%	5.16	3.40	7.5%	4.2%	3.3%	16.8%
4	6758	ソニー	電気機器	2,870	2,117	26.2%	25,949	19,141	26.2%	4.86	3.19	7.0%	3.9%	3.1%	19.9%
5	8306	三菱UFJ	銀行業	442	390	11.8%	53,165	46,913	11.8%	4.46	2.93	6.4%	3.6%	2.9%	22.7%
6	8411	みずほFG	銀行業	164	132	19.5%	31,874	25,885	18.8%	4.43	2.91	6.4%	3.6%	2.8%	25.6%
7	8316	三井住友FG	銀行業	2,924	2,468	15.6%	35,145	29,905	14.9%	3.91	2.57	5.7%	3.1%	2.5%	28.1%
8	7267	ホンダ	輸送用機器	3,400	3,085	9.3%	46,191	41,912	9.3%	3.05	2.01	4.4%	2.5%	1.9%	30.0%
9	9503	関西電	電気・ガス業	2,146	1,600	25.4%	14,102	10,514	25.4%	2.56	1.68	3.7%	2.1%	1.6%	31.7%
10	8604	野村	証券・商品先物取引業	492	396	19.5%	16,468	13,255	19.5%	2.29	1.50	3.3%	1.8%	1.5%	33.1%
11	9020	JR東日本	陸運業	5,580	4,600	17.6%	15,624	12,880	17.6%	1.96	1.29	2.8%	1.6%	1.3%	34.4%
12	8058	三菱商	卸売業	2,210	2,000	9.5%	28,128	24,800	11.8%	1.90	1.25	2.8%	1.5%	1.2%	35.6%
13	8802	菱地所	不動産業	1,634	1,406	14.0%	18,175	15,639	14.0%	1.81	1.19	2.6%	1.5%	1.2%	36.8%
14	6502	東芝	電気機器	500	422	15.6%	15,891	13,412	15.6%	1.77	1.16	2.6%	1.4%	1.1%	37.9%
15	4502	武田	医薬品	4,080	3,715	8.9%	25,775	23,469	8.9%	1.64	1.08	2.4%	1.3%	1.0%	39.0%
16	9984	ソフトバンク	情報・通信業	3,355	3,030	9.7%	23,607	21,475	9.0%	1.63	1.07	2.4%	1.3%	1.0%	40.0%
17	8766	東京海上	保険業	2,570	2,245	12.6%	15,507	13,546	12.6%	1.40	0.92	2.0%	1.1%	0.9%	40.9%
18	6954	ファナック	電気機器	12,530	13,380	6.8%	21,007	22,432	6.8%	0.66	0.66	0.8%	0.8%	0.8%	41.7%
19	6752	パナソニック	電気機器	1,085	980	9.7%	17,300	18,376	6.2%	1.19	0.79	1.7%	1.0%	0.8%	42.5%
20	9437	NTTドコモ	情報・通信業	154,000	143,000	7.1%	20,231	18,726	7.4%	1.03	0.68	1.5%	0.8%	0.7%	43.1%

TOPIX ÷ Core30への寄与が高い銘柄の株価推移
(2011年3月14日=100)



(出所) Quick Astra Manager から みずほ証券リサーチ&コンサルティングが作成

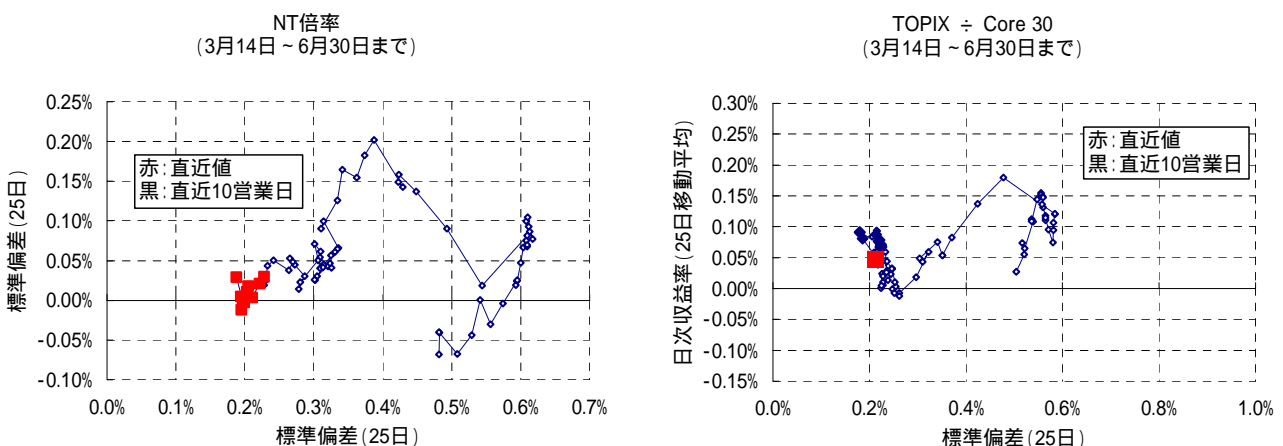
他に継続的に方向性を持って動いて
いるものは？

ここで重要になるのが、Core30 は構成銘柄が極端に少ない点である。よって、TOPIX ÷ Core30 以外、たとえば TOPIX500 などでは銘柄数が多すぎて現実的に投資し難い。そこで、TOPIX ÷ Core30 の Core30 の代わりに東証 33 業種指数を用いるが、実際は業種別指数との連動性が高く、アクティブリスクが小さくなるように最適化した個別銘柄 10 銘柄以下のポートフォリオを提案する方法を考える。

まず、「継続的に方向性を持って動いている」とはどのような状態なのかを考える。方向性を持っていると言う事は、株価が上昇しているか、下落しているかという事になる。アカデミックな定量分析や経験則に基づくテクニカル分析でも、結果が得られれば良いと考えている。ここでは震災によって指数や個別株価が大きく変動し、歪みが生じている部分に焦点を当てており、比較的期間の短い話なので方向性に関しては対象となる指数(割り算の答え)の日次収益率の移動平均を、継続性については標準偏差を利用する。前日比プラスが多ければ、単純に移動平均は上昇する。前日比が殆ど変わらなければ標準偏差は小さく、方向の転換のようなときには大きい値となる。シンプルにこれだけを利用して、分子に TOPIX、日経平均、分母に東証 33 業種別指数として指数を作り、指数の日次収益率とその移動平均、標準偏差を計算した。下図は参考までに NT 倍率と TOPIX ÷ Core30 を図示したものである。



震災直後から直近まで



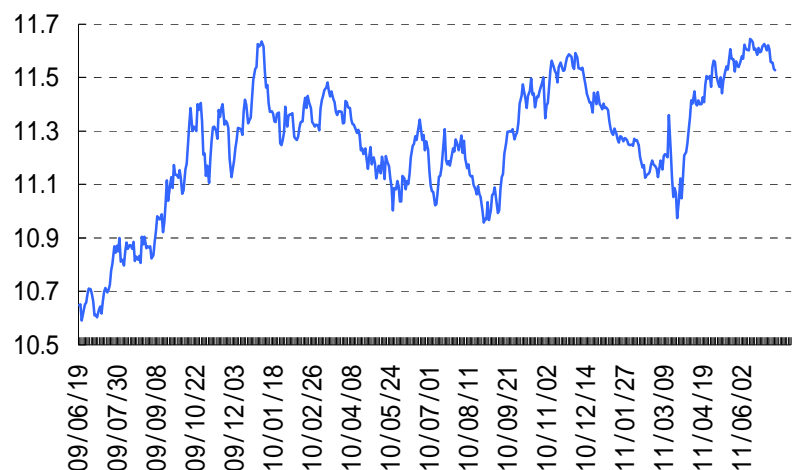
(出所) Quick Astra Manager から みずほ証券リサーチ & コンサルティングが作成

まず、震災後の指数の水準が、過去ではどの程度なのかを理解しておく必要がある。そこで、各指数の 500 営業日の推移を見てみることにする。但し、分母が TOPIX と日経平均で分子が東証 33 業種なので、全部で 66 通りの指数が出来上がる。ここに、Core30 と NT 倍率を入れると 69 通りになるので、全てを図示することが出来ない。そこで、ここではイレギュラーな存在だが馴染みのある NT 倍率を見てみる。

NT 倍率で見てみると

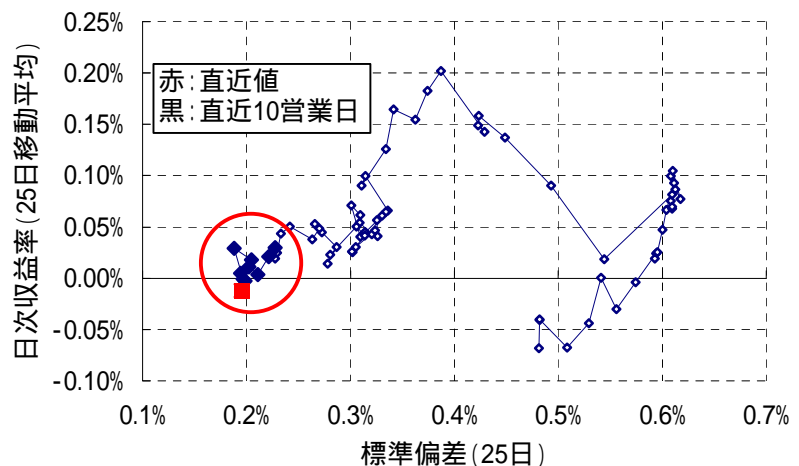
NT 倍率の推移を見ると、直近が過去の高値水準であることが分かる。概ね 11.5 ~ 11.6 倍近辺である。直近の上昇は TOPIX ÷ Core30 と同様に東京電力に依る部分大きい。TOPIX も Core30 と同様に時価総額加重平均である一方、日経平均は単純平均株価で株価を 50 円額面換算する。東京電力のみなし額面は 500 円であったため、3月10日終値 2153 円は $2153 \div (500 \div 50) \div \text{除数 } 24.869 = 8.657 \text{ 円}$ となる。日経平均(3月10日終値) 10434.38 円のうちの 8.657 円しかウェイトがないのである。当然、東京電力の下落は日経平均と TOPIX の相对比较では TOPIX にマイナスの影響が大きく、分母が TOPIX である NT 倍率は上昇する。

NT倍率



(出所) Quick Astra Manager から みずほ証券リサーチ&コンサルティングが作成

NT倍率
(3月14日 ~ 6月30日まで)



(出所) Quick Astra Manager から みずほ証券リサーチ&コンサルティングが作成

NT 倍率は低下する可能性

その NT 倍率の直近の標準偏差を見てみると、震災以降で直近 10 営業日
がもっとも値が小さく、直近値は NT 倍率の日次収益率 25 日移動平均もマイ
ナスに転じている。まず、標準偏差の値が小さくなって来ている事は NT 倍率
の変動が小さくなっている事であり、NT 倍率の変化が頭打ちの状態を表して
いる。また、収益率の 25 日移動平均がマイナスに転じた事は、そのまま NT 倍
率が上昇から下落に転じたことを示している。

この状況を勘案すると、今後の NT 倍率は下落に転じる可能性高いといえる。
TOPIX 最大寄与のトヨタが 3100 円 ~ 3400 円のレンジを抜けて上昇すれば、
それがもっとも効果的である。

指数先物と現物ポートフォリオで指
数の歪みを狙う
現物ポートフォリオは業種別指数に
対して最適化

このように、指数の日次収益率の移動平均と標準偏差、指数自体の推移で
方向と継続を見て動きを見てきた。これを分子に TOPIX と日経平均、分母に
東証 33 業種指数で計算し、指数が下方に展開する可能性の高い業種を選別
して掲載した。指数が下方に展開するとは、TOPIX、又は日経平均先物を売り、
個別銘柄を買う事になるので、個別銘柄を売りたてるよりもコストが安く管理が
しやすいためである。グラフの下には、ユニバースを TOPIX500 とし、10 銘柄
以下で最適化したポートフォリオと、業種別指数に対するポートフォリオのアク
ティブリスクを示した。

鉄鋼を挙げた理由

鉄鋼には、原材料である鉄鉱石の価格が上昇して来た事、地震により岩手
や鹿島の大手高炉の施設に大きな被害を受けた事などが、鉄鋼指数を相対
的に下落させた要因と考えられる。現在は、一時期のような原材料高は収まり、
震災被害も復旧している。また、原材料高は価格転嫁が進み、大手鉄鋼メー
カーを覆っていた不安材料は解消されつつある。指数も 6 月中旬から反転し、
鉄鋼指数優位な展開となっている。これは非鉄金属にも同様のことが言える。

電気機器を挙げた理由

電気機器は TOPIX よりも日経平均に対する寄与が大きいいため、対日経平
均で見てもらいたい。4 月以降指数の標準偏差は極端に低下し、指数自体も
7.7 ~ 7.8 で推移していた。しかし、直近 10 営業日の移動平均がマイナスに近
付いて、相対的に電気機器が優位になる可能性がある。電気機器が相対的
に遅れていた理由として、サプライチェーン問題、円高、震災による電力不足
が挙げられるが、電力不足は電気機器に限ったことではなく、その他の懸念材
料は解消に向かっている。広がってしまった日経平均との乖離を修正すること
も考えられよう。

卸売業を挙げた理由

卸売業は、不安定な動きが世界的な懸念材料とされた商品市況が、足元落
ち着きを取り戻し始めた。大手商社にとっては追い風となろう。また、中国の景
気減速懸念も、当局の金融調節が功を奏しインフレ懸念は一時より後退して
いる。

銀行を挙げた理由

銀行は、唯一東京電力の行方だけが不安視されていた。東京電力への融資が焦げ付く、東京電力がデフォルトになる等、政治主導で解決することに時間がかかったため不安が増大しただけと考える。しかし、再生スキームも決まったことで、対 TOPIX、日経平均で広がっていたスプレッドも大分修正されている。

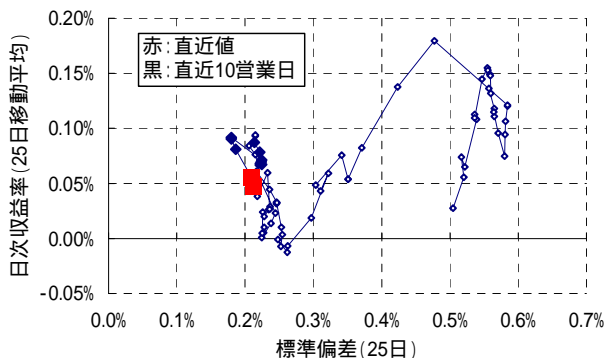
証券を挙げた理由

証券は、単純に日経平均が 10000 円台を回復したため、実際に指数は 6 月下旬が急激に低下し始めている。

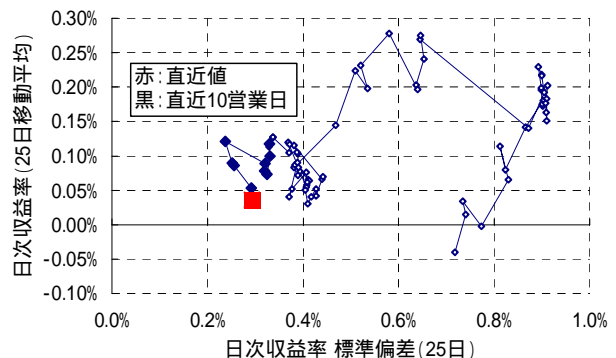
TOPIX ÷ Core30 であれば Core30 側の銘柄選択に悩む必要がなかったの
で機動的な動きが可能で、実際に収益を上げた投資家も多いだろう。今回、東
証 33 業種指数でも対 TOPIX、日経平均の推移を見ると偏りが出ている業種
があり、個別銘柄の調節がうまく出来れば収益を上げる機会があったと考えら
れる。

今回の内容は、決してアカデミックではないし、研究などといえるものではない。しかし、SELL サイドにとって顧客に収益を挙げられる具体的な提案について考えることは必要と思う。今回の内容も、指数や、どの銘柄の寄与によるものなのかの監視を継続するという、実に稚拙な作業が必要である。しかし、それで収益を挙げられる可能性があるのならば、行う価値はあると考えている。

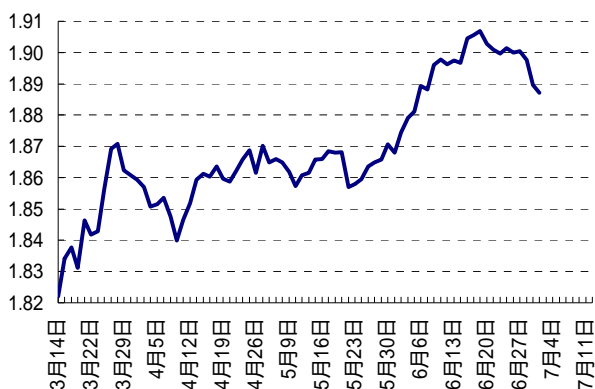
TOPIX ÷ Core 30
(3月14日～6月30日まで)



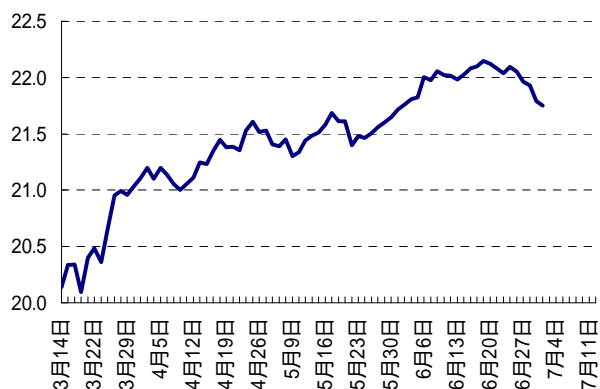
日経平均 ÷ Core 30
(3月14日～6月30日まで)



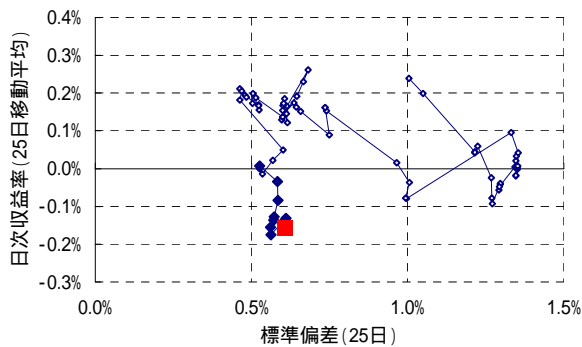
TOPIX ÷ Core 30



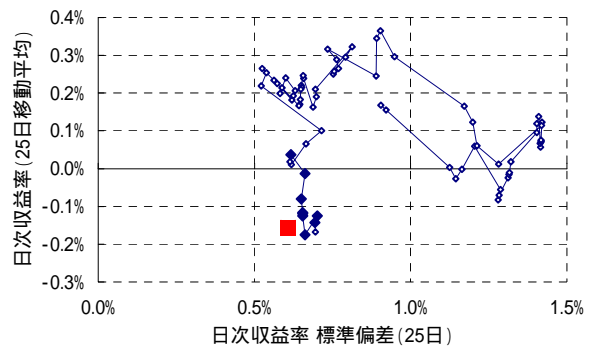
日経平均 ÷ Core 30



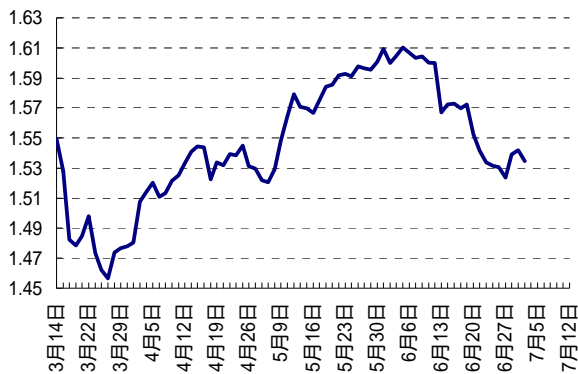
TOPIX ÷ 鉄鋼
(3月14日～6月30日まで)



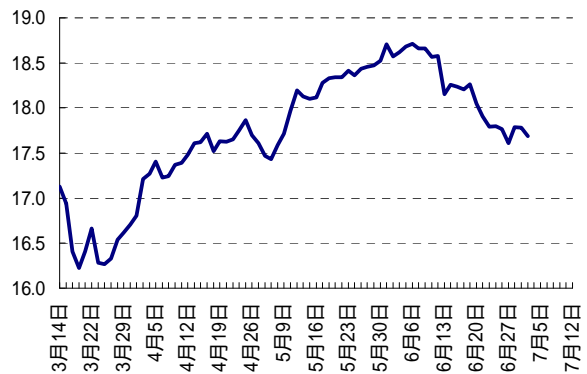
日経225 ÷ 鉄鋼
(3月14日～6月30日まで)



TOPIX ÷ 鉄鋼



日経225 ÷ 鉄鋼



Benchmark: TS33_22

Market: Cash

Model Date: 2011-07-01

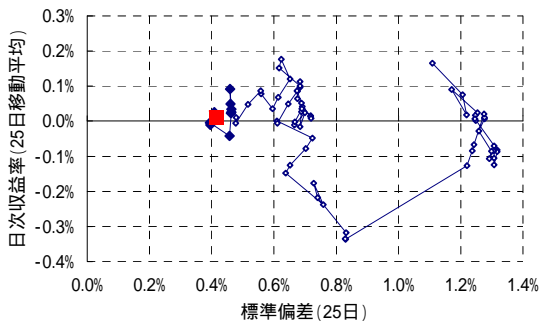
Price Date: 2011-06-30

Asset ID	Name	Shares	Price	Weight (%)
5401	NIPPON STEEL	10,933,980	260	28.43
5405	SUMITOMO METAL IND.	8,124,246	180	14.62
5406	KOBE STEEL	6,386,811	182	11.62
5407	NISSHIN STEEL	2,691,095	153	4.12
5411	JFE HOLDINGS	1,010,817	2,204	22.28
5423	TOKYO STEEL MFG.	370,118	846	3.13
5444	YAMATO KOGYO	150,782	2,494	3.76
5463	MARUICHI STEEL TUBE	192,429	1,990	3.83
5471	DAIDO STEEL	884,314	536	4.74
5486	HITACHI METALS	306,026	1,133	3.47

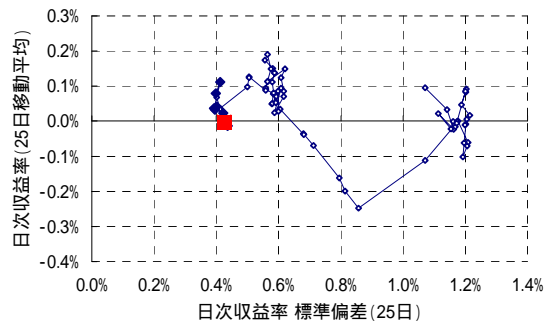
All Barra risk figures are owned by MSCI Barra.

	Initial Portfolio		Managed Portfolio				Change in Contribution (% Active Risk)
	Risk (% Std Dev)	Variance	Contribution (% Active Risk)	Risk (% Std Dev)	Variance	Contribution (% Active Risk)	
Market Timing	0	0	0	0	0	0	0
Risk Indices	6.41	41.03	5.44	0.63	0.4	27.56	22.12
Industries	23	529.01	70.14	0.08	0.01	0.43	-69.71
Covariance * 2	N/A	131.78	17.47	N/A	0	0.28	-17.2
Asset Selection	7.24	52.37	6.94	1.02	1.04	71.74	64.79
Active	27.46	754.18		1.2	1.44		
Benchmark	27.46	754.18		27.46	754.18		
Total	0	0		27.49	755.62		

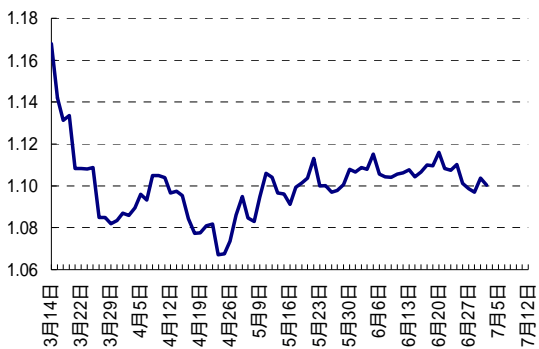
TOPIX ÷ 非鉄金属
(3月14日 - 6月30日まで)



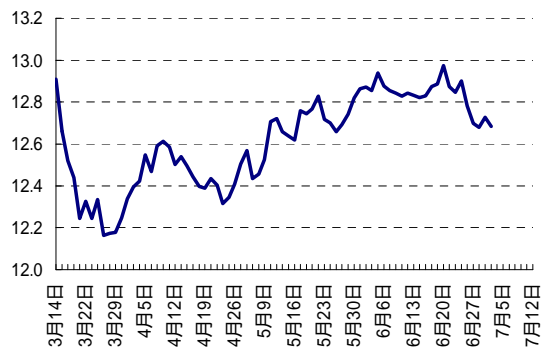
日経225 ÷ 非鉄金属
(3月14日 - 6月30日まで)



TOPIX ÷ 非鉄金属



日経225 ÷ 非鉄金属



Benchmark: TS33_22

Market: Cash

Model Date: 2011-07-01

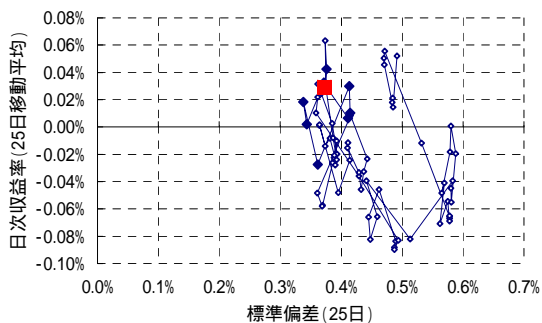
Price Date: 2011-06-30

Asset ID	Name	Shares	Price	Weight (%)
5701	NIPPON LIGHT METAL	2,196,099	165	3.62
5706	MITSUI MINING & SMELTI	2,159,092	270	5.83
5711	MITSUBISHI MATERIALS	4,396,133	252	11.08
5713	SUMITOMO METAL MINING	1,841,110	1,315	24.21
5714	DOWA HOLDINGS	930,669	496	4.62
5726	OSAKA TITANIUM TECHNO	89,163	5,860	5.22
5727	TOHO TITANIUM	158,097	2,349	3.71
5801	FURUKAWA ELECTRIC	2,247,521	334	7.51
5802	SUMITOMO ELECTRIC IND.	2,500,800	1,167	29.18
5803	FUJIKURA	1,369,462	366	5.01

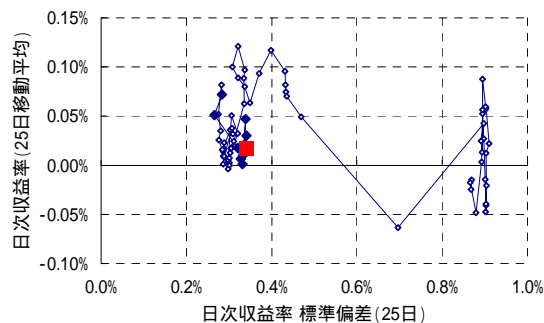
All Barra risk figures are owned by MSCI Barra.

	Initial Portfolio		Managed Portfolio				Change in Contribution (% Active Risk)
	Risk (% Std Dev)	Variance	Contribution (% Active Risk)	Risk (% Std Dev)	Variance	Contribution (% Active Risk)	
Market Timing	0	0	0	0	0	0	0
Risk Indices	7.71	59.5	8.72	0.65	0.43	24.71	15.98
Industries	21.44	459.87	67.43	0.21	0.04	2.55	-64.88
Covariance * 2	N/A	114.07	16.73	N/A	0.04	2.39	-14.33
Asset Selection	6.97	48.55	7.12	1.1	1.22	70.35	63.23
Active	26.11	681.99		1.31	1.73		
Benchmark	26.11	681.99		26.11	681.99		
Total	0	0		26.15	683.72		

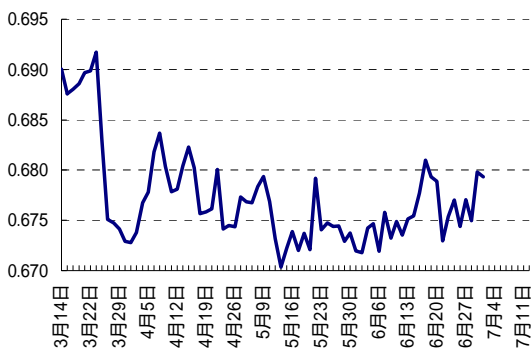
TOPIX ÷ 電気機器
(3月14日～6月30日まで)



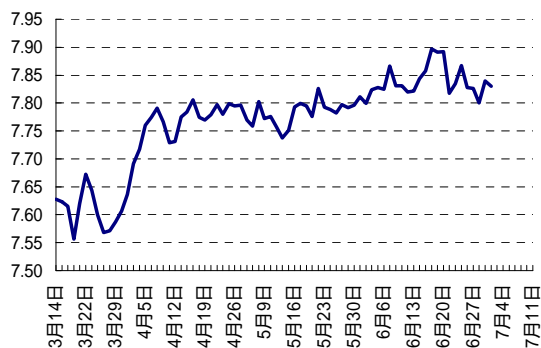
日経平均 ÷ 電気機器
(3月14日～6月30日まで)



TOPIX ÷ 電気機器



日経平均 ÷ 電気機器



Market: Cash

Model Date: 2011-07-01

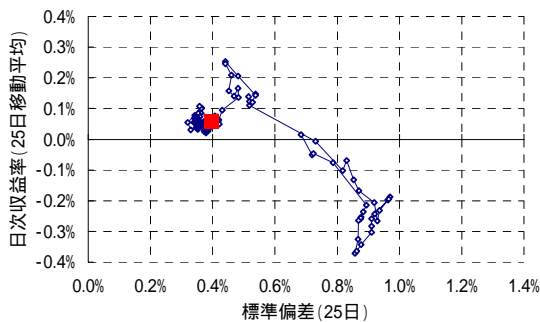
Price Date: 2011-06-30

Asset ID	Name	Shares	Price	Weight (%)
6501	HITACHI	2,064,047	473	9.76
6502	TOSHIBA	2,104,366	422	8.88
6503	mitsubishi electric	903,575	930	8.4
6752	PANASONIC	1,140,070	980	11.17
6758	SONY	503,784	2,117	10.67
6954	FANUC	79,783	13,380	10.67
6963	ROHM	201,906	4,595	9.28
6971	KYOCERA	96,239	8,150	7.84
7751	CANON	454,633	3,810	17.32
8035	TOKYO ELECTRON	137,256	4,370	6

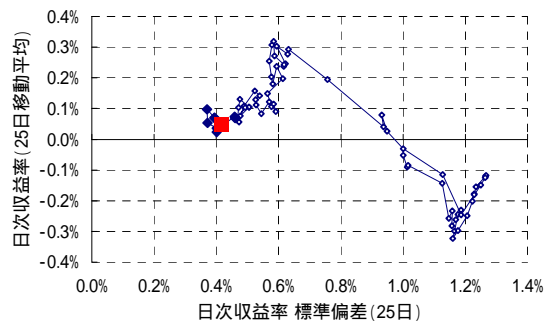
All Barra risk figures are owned by MSCI Barra.

	Initial Portfolio		Managed Portfolio				Change in Contribution (% Active Risk)
	Risk (% Std Dev)	Variance	Contribution (% Active Risk)	Risk (% Std Dev)	Variance	Contribution (% Active Risk)	
Market Timing	0	0	0	0	0	0	0
Risk Indices	5.63	31.74	6.03	1.83	3.35	31.29	25.26
Industries	20.67	427.17	81.19	0.73	0.54	4.99	-76.19
Covariance * 2	N/A	52.03	9.89	N/A	-0.05	-0.51	-10.4
Asset Selection	3.9	15.22	2.89	2.62	6.88	64.23	61.34
Active	22.94	526.16		3.27	10.72		
Benchmark	22.94	526.16		22.94	526.16		
Total	0	0		23.17	536.88		

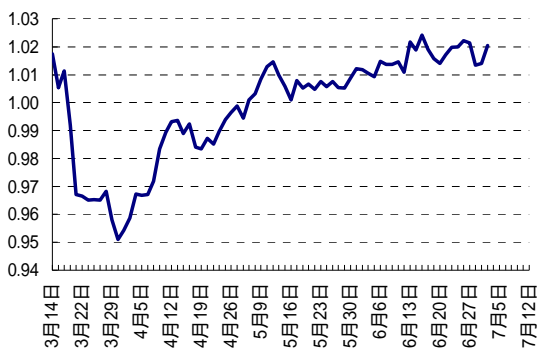
TOPIX ÷ 卸売業
(3月14日～6月30日まで)



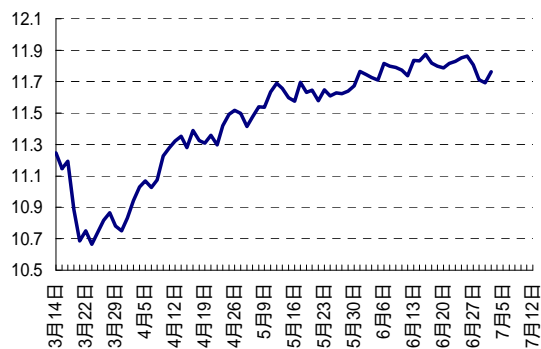
日経平均 ÷ 卸売業
(3月14日～6月30日まで)



TOPIX ÷ 卸売業



日経平均 ÷ 卸売業



Market: Cash

Model Date: 2011-07-01

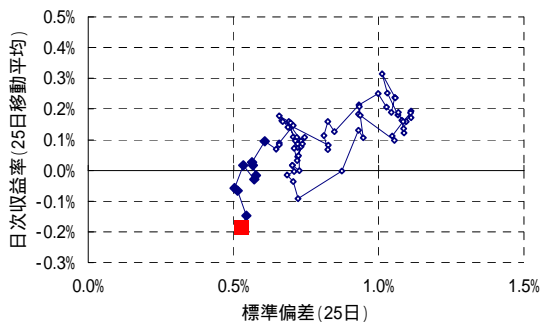
Price Date: 2011-06-30

Asset ID	Name	Shares	Price	Weight (%)
8001	ITOCHU	1,245,421	833	10.37
8002	MARUBENI	1,731,114	532	9.21
8012	NAGASE	498,592	987	4.92
8015	TOYOTA TSUSHO	395,682	1,373	5.43
8031	MITSUMI	1,431,583	1,384	19.81
8053	SUMITOMO	1,061,434	1,089	11.56
8058	MITSUBISHI	1,261,691	2,000	25.23
9832	AUTOBACS SEVEN	135,566	3,390	4.6
9962	MISUMI GROUP	191,246	2,077	3.97
9987	SUZUKEN	263,815	1,853	4.89

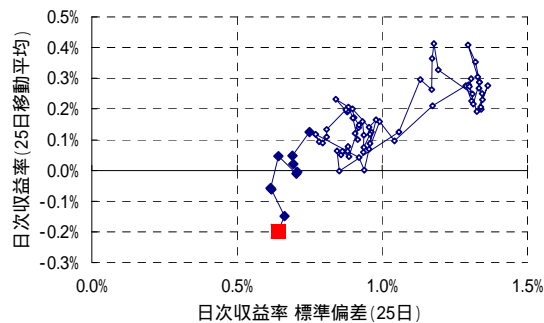
All Barra risk figures are owned by MSCI Barra.

	Initial Portfolio			Managed Portfolio			
	Risk (% Std Dev)	Variance	Contribution (% Active Risk)	Risk (% Std Dev)	Variance	Contribution (% Active Risk)	Change in Contribution (% Active Risk)
Market Timing	0	0	0	0	0	0	0
Risk Indices	6.15	37.88	6.96	1.11	1.24	30.92	23.96
Industries	21.57	465.15	85.5	0.42	0.18	4.36	-81.14
Covariance * 2	N/A	17.11	3.14	N/A	-0.15	-3.73	-6.88
Asset Selection	4.89	23.87	4.39	1.66	2.75	68.44	64.06
Active	23.32	544		2	4.02		
Benchmark	23.32	544		23.32	544		
Total	0	0		23.41	548.02		

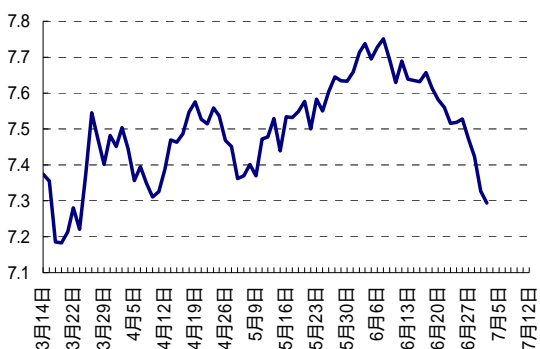
TOPIX ÷ 銀行業
(3月14日～6月30日まで)



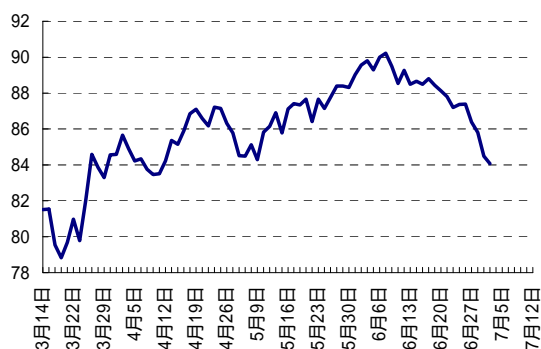
日経平均 ÷ 銀行業
(3月14日～6月30日まで)



TOPIX ÷ 銀行業



日経平均 ÷ 銀行業



Market: Cash

Model Date: 2011-07-01

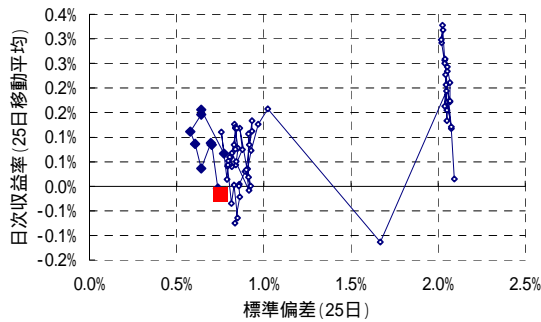
Price Date: 2011-06-30

Asset ID	Name	Shares	Price	Weight (%)
8306	MITSUBISHI UFJ FINANCI	7,132,872	390	27.82
8308	RESONA HOLDINGS	906,761	378	3.43
8309	SUMITOMO MITSUI TRUST	2,244,253	279	6.26
8316	SUMITOMO MITSUI FINANC	735,653	2,468	18.16
8332	THE BANK OF YOKOHAMA	1,743,152	401	6.99
8333	THE JOYO BANK	1,576,397	337	5.31
8369	THE BANK OF KYOTO	719,040	739	5.31
8377	HOKUHOKU FINANCIAL GR	2,935,590	159	4.67
8379	THE HIROSHIMA BANK	1,705,346	350	5.97
8411	MIZUHO FINANCIAL GROUP	12,185,113	132	16.08

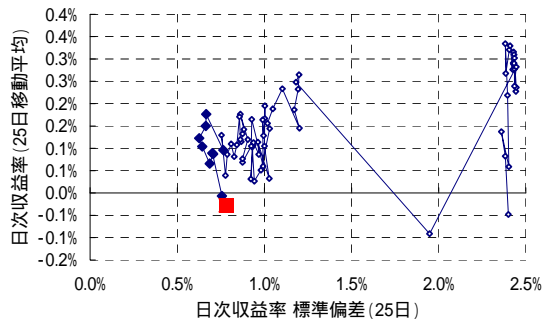
All Barra risk figures are owned by MSCI Barra.

	Initial Portfolio		Managed Portfolio				
	Risk (% Std Dev)	Variance	Contribution (% Active Risk)	Risk (% Std Dev)	Variance	Contribution (% Active Risk)	Change in Contribution (% Active Risk)
Market Timing	0	0	0	0	0	0	0
Risk Indices	6.52	42.5	6.15	0.7	0.49	18.47	12.32
Industries	22.93	525.72	76.1	0.24	0.06	2.21	-73.89
Covariance * 2	N/A	98.28	14.23	N/A	-0.03	-1.27	-15.5
Asset Selection	4.93	24.33	3.52	1.45	2.12	80.6	77.07
Active	26.28	690.84		1.62	2.63		
Benchmark	26.28	690.84		26.28	690.84		
Total	0	0		26.33	693.47		

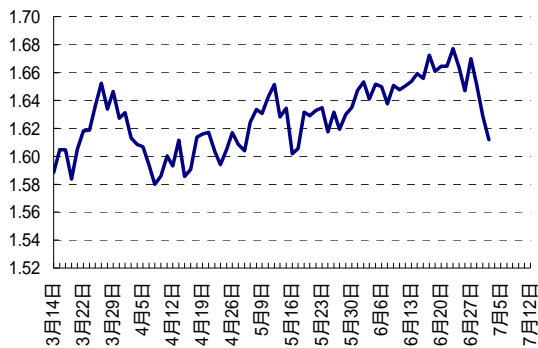
TOPIX ÷ 証券
(3月14日～6月30日まで)



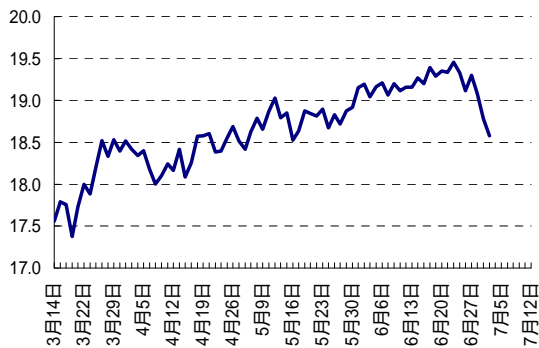
日経平均 ÷ 証券
(3月14日～6月30日まで)



TOPIX ÷ 証券



日経平均 ÷ 証券



Market: Cash

Model Date: 2011-07-01

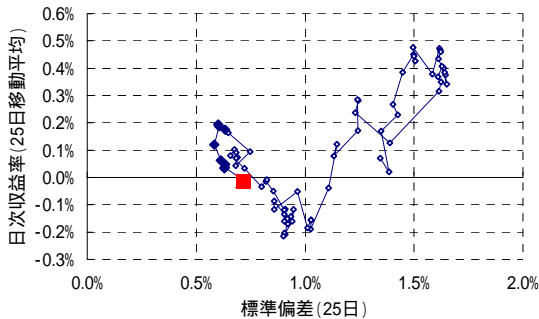
Price Date: 2011-06-30

Asset ID	Name	Shares	Price	Weight (%)
8473	SBI HOLDINGS	83,429	7,430	6.2
8595	JAFCO	102,854	2,008	2.07
8601	DAIWA SECURITIES GROUP	6,726,649	353	23.75
8604	NOMURA HOLDINGS	14,104,153	396	55.85
8606	MIZUHO SECURITIES	1,661,394	193	3.21
8607	MIZUHO INVESTORS SECU	2,050,678	73	1.5
8609	OKASAN SECURITIES GROU	788,404	300	2.37
8616	TOKAI TOKYO FINANCIAL	1,036,454	243	2.52
8628	MATSUI SECURITIES	660,910	386	2.55

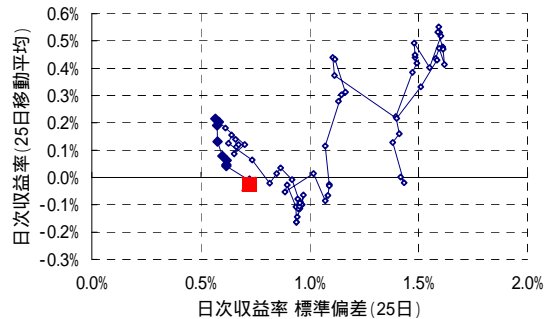
All Barra risk figures are owned by MSCI Barra.

	Initial Portfolio		Managed Portfolio				
	Risk (% Std Dev)	Variance	Contribution (% Active Risk)	Risk (% Std Dev)	Variance	Contribution (% Active Risk)	Change in Contribution (% Active Risk)
Market Timing	0	0	0	0	0	0	0
Risk Indices	10.91	119.11	7.99	0.32	0.11	26.03	18.04
Industries	31.03	962.77	64.56	0.04	0	0.38	-64.18
Covariance * 2	N/A	325.92	21.86	N/A	0	-0.03	-21.88
Asset Selection	9.13	83.39	5.59	0.55	0.3	73.62	68.02
Active	38.62	1491.19		0.64	0.41		
Benchmark	38.62	1491.19		38.62	1491.19		
Total	0	0		38.62	1491.6		

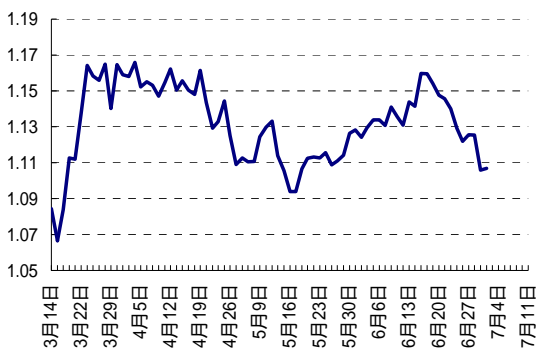
TOPIX ÷ 不動産
(3月14日～6月30日まで)



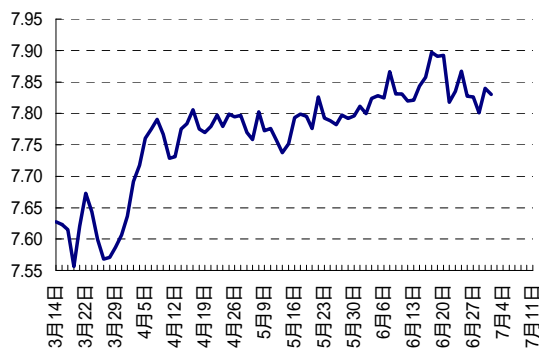
日経平均 ÷ 不動産
(3月14日～6月30日まで)



TOPIX ÷ 不動産



日経平均 ÷ 不動産



Market: Cash

Model Date: 2011-07-01

Price Date: 2011-06-30

Asset ID	Name	Shares	Price	Weight (%)
3231	NOMURA REAL ESTATE HO	233,695	1,335	3.12
4666	PARK24	263,332	836	2.2
8801	MITSUI FUDOSAN	1,800,678	1,378	24.81
8802	MITSUBISHI ESTATE	2,631,398	1,406	37
8804	TOKYO TATEMONO	1,058,692	292	3.09
8815	TOKYU LAND	1,104,752	340	3.76
8830	SUMITOMO REALTY & DEV	923,856	1,789	16.53
8905	AEON MALL	214,418	1,942	4.16
8933	NTT URBAN DEVELOPMEN	4,894	68,800	3.37
9706	JAPAN AIRPORT TERMINAL	209,776	935	1.96

All Barra risk figures are owned by MSCI Barra.

	Initial Portfolio		Managed Portfolio				Change in Contribution (% Active Risk)
	Risk (% Std Dev)	Variance	Contribution (% Active Risk)	Risk (% Std Dev)	Variance	Contribution (% Active Risk)	
Market Timing	0	0	0	0	0	0	0
Risk Indices	8.22	67.49	9.08	0.59	0.35	32.33	23.25
Industries	22.29	497.03	66.85	0.13	0.02	1.49	-65.36
Covariance * 2	N/A	114.07	15.34	N/A	0.02	2.05	-13.3
Asset Selection	8.06	64.89	8.73	0.84	0.7	64.13	55.4
Active	27.27	743.47		1.05	1.09		
Benchmark	27.27	743.47		27.27	743.47		
Total	0	0		27.29	744.57		

留意事項

本資料はみずほ証券リサーチ&コンサルティングが、みずほ証券および、またはその関係会社の顧客への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券やその関連金融商品の売買を推奨する、勧誘する、あるいは申し込む目的で提供されるものではありません。

ここに記載されているデータ、意見等はみずほ証券リサーチ&コンサルティングがすべて公に入手可能な情報に基づき作成したものではありませんが、みずほ証券リサーチ&コンサルティングはその正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなから補償するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

本資料は税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものではありません。本資料は個々のお客さまの財務状況や投資目的とは無関係に作成されています。本資料で論じられている統計値、有価証券やその関連金融商品はすべての投資家に適合するとは限りません。特定の投資や投資戦略に関してはお客さまご自身で独自に検討する必要があります。本資料において言及された証券に関連する投資や取引を実行する前にファイナンシャルアドバイザーの助言を受けることをお勧めします。

みずほ証券リサーチ&コンサルティングはいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等(本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われる場合、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これに限定されるものではありません。)について、賠償責任を負うものではなく、投資家のみずほ証券リサーチ&コンサルティングに対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆ないしは約束するものではありません。特に断わりのない限り将来のパフォーマンス予想はみずほ証券リサーチ&コンサルティングが有意と考える要因に基づく推定を表すものです。実際のパフォーマンスは予想と異なることがあります。従って将来のパフォーマンスに関して、いかなる明示的あるいは暗示的な保証もなされることはありません。

みずほ証券リサーチ&コンサルティングは、みずほ証券の子会社であります。ここに記載されたデータ、意見にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関するものが含まれる場合があります。それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはおりません。

みずほ証券リサーチ&コンサルティングの親会社であるみずほ証券およびその他のみずほフィナンシャルグループの関係会社は、本資料で言及されている企業が発行する、有価証券・有価証券の派生商品等を自己または委託にて取引することがあります。これらの発行会社に対しては各種金融サービスを提供することがあります。

本資料の日本での配布は、みずほ証券リサーチ&コンサルティング、みずほ証券がこれを行います。香港および日本以外のアジア諸国への配布は Mizuho Securities Asia Limited, 12th Floor, Chater House, 8 Connaught Road, Central, Hong Kong, S.A.R., The People's Republic of China がこれを行います。

また本資料の著作権はみずほ証券リサーチ&コンサルティングに属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング 投資分析部

〒103 0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL (03)5203 6975 FAX (03)5203 6499

E-mail : quants-r@rc.mhsc-g.com

[URL] <http://www.mizuho-msrc.com/>