

市場アップデート – 2016 年 1 月 18 日

ブルーベイの投資適格債チームの共同ヘッドであるマーク・ダウディングが、直近の不合理な市場変動について考えます。

【サマリー】

- 先週の金融市場では中国市場及び商品価格に関連した投資家の不安が継続し、リスク資産はグローバルに弱含みました。
- 主要国金利は低下しましたが、堅調な米雇用統計を踏まえ、急激な低下とはなりません。ただしクレジット債のスプレッドは拡大し、エマージング市場への下押し圧力も続きました。
- 今後投資環境は概ね落ち着くと見られますが、足元で見られる市場の大幅なミスプライスが解消される兆しが見られるまでは、リスク選好の回復は見込みづらいついて考えています。ファンダメンタルズに着目し、勝者と敗者を見極める努力を続けることで、投資機会は見出すことが出来ると考えています。



マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チーム共同ヘッド

【市場環境】

金融市場では、先週(1月11日～15日)も困難な投資環境が続きました。中国市場及び商品価格に関連した投資家の不安が継続するなか、リスク回避姿勢の強まりから株式市場はグローバルに弱含みました。中国人民銀行(中央銀行、PBOC)による市場介入を背景に人民元は週間で上昇し、元の供給が減少するなかで投機的投資家はショート・スクイーズを余儀なくされたため、オフショア人民元レートが上昇しました。PBOC が、中国本土の金利上昇を食い止めながらこのような市場介入を達成できるということは、人民元の下落を予想している投資家の立場が(他の固定相場またはそれに準ずる通貨への投資家と比較して)相対的に弱いことを示唆しています。ただし、今からちょうど1年前にスイス国立銀行(中央銀行)がユーロに対するスイス・フランの下限撤廃を発表し市場を驚かせた例は、為替相場が長期に亘ってファンダメンタルズと乖離することは困難であることを物語っています。これを踏まえれば、中国当局が成長を後押しするため金融緩和を行う必要があるなかで、直近のオフショア人民元の上昇は一時的な反発に過ぎないと言えるでしょう。為替介入の甲斐もなく、中国株式市場は年初来ですでに18%下落しており、これは偶然にも原油価格の下落幅と一致しています。原油価格は先週、2004年以來初めて一時30ドルを割り込む水準まで下落しました。原油市場の動向は、今年7-9月頃までは需要が供給を上回るとは考えづらいついての見方を示唆しています。加えて、原油在庫量が継続的に増加するなか、イランとサウジアラビアの政治的分断が加速し、石油輸出国機構(OPEC)が市場下支えのための合意を形成することは困難となるなど、価格の下押し圧力が継続することが考えられます。

【クレジット債市場の動向】

これらの動向を背景に投資家の質への逃避が強まるなか、先週は主要国金利が低下しました。ただし、1月8日に発表された米雇用統計において、雇用の伸びが依然として底堅いことが示されたことから、金利の急激な低下は見られませんでした。クレジット債の価格への下押し圧力が強まり、投資適格債のスプレッドは昨年9月以來の高水準まで拡大しました。また先週も新規発行が相次ぎ、既存の債券価格の重石となりました。中でもベルギーの大手飲料メーカーが、昨年発表された競合他社買収に関連して460億ドルの巨額の新規発行を行なったことが話題となりました。金利が絶対的に見て低い水準にあることから、スプレッドの拡大は新規発行を思いとどまらせる要因とはなっていませんが、ハイ・イールド債市場ではデフォルト懸念が高まっているセクターを中心に新規発行が困難な状況にあり、発行額は大きく減少しています。国債の信用スプレッドも拡大し、とりわけエマージング市場の資源輸出国への圧力が続きました。ただし、今年半ばまでに欧州中央銀行(ECB)が債券購入プログラムを拡大するとの見方が強まるなか、欧州周辺国のスプレッドは比較的落ち着いた動きとなりました。その他の市場に目を向けると、為替市場は概ね落ち着いた動きとなりました。中でも、市場参加者が英国の欧州連合(EU)離脱(「Brexit」)

の国民投票が今年実施される観測を強めるなか、英ポンドが最も大きく下落しました。国民投票は6月または9月に行われると予想しており、世論調査の結果などから「Brexit」の確率は25%程度であると見えています。したがって、英ポンドは魅力的なショート・ポジションの構築対象であると考えています。ただし同通貨は米ドルに対して、過去1カ月間で既に6%程度下落しており、魅力的なエントリー・ポイントを見極めることが難しくなっています。

【今後の見通し】

今後の見通しとして、主要先進国の経済成長見通しにここ数カ月で大きな変化はなく、米国及び欧州の2016年のGDP成長はそれぞれ2.5%及び1.8%になると予想しています。雇用増や原油安を背景とした可処分所得の増加により、消費者の需要の伸びがこれを支えると見えています。一方、大幅に変更があったのはインフレ見通しで、消費者物価指数(CPI)が継続的に予想を下回るなか、中央銀行は今後数カ月に亘ってハト派的姿勢を維持すると見えています。ECBがインフレ見通しにおける原油価格の想定を55ドルとしていることから、今後インフレ見通しの下方修正が見込まれ、結果として更なる金融緩和を巡る市場の観測は高まると見えています。したがって、グローバル金融市場の投資環境は概ね落ち着くと見られますが、足元で見られる中国及び商品相場に関連した市場の大幅な下落が解消される兆しが見られるまでは、リスク選好の回復は見込みづらいついて考えています。現段階では市場を警戒感が覆っており、株式市場はS&P500が2015年の7-9月期に見られた底値を下回ってくれば、同じことが続く可能性があります。結果として市場の不確実性は高まりますが、ファンダメンタルズに着目し、勝者と敗者を見極める努力を続けることでプラス・リターンを獲得につながる投資機会は見出すことが出来ると考えています。ただし、警戒感とヒステリーが高まり始めるなかで、損失を抑え、元本毀損を防ぐ姿勢は非常に重要となってきます。最初の2週間が終わった段階で、今年の市場では既に不合理性が見え隠れし始めていますが、先日亡くなったデビッド・ボウイが言う通り、「スターマン」が空で待っていたとすれば、彼はこの状況にどのように向かい合ったのでしょうか。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
関東財務局長（金商）第1029号
加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2016年1月18日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分に読みいただき、必要に応じて専門家に相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。