

市場アップデート – 2016年3月15日

市場は中央銀行の意思決定に反応する準備を整えています。

【サマリー】

- 先週の欧州中央銀行(ECB)会合におけるドラギ ECB 総裁の発言を受け、資産価格は発表直後の上昇分を打ち消す形で当日の取引を終えました。金利及び為替市場の反応は、12月の ECB 会合における政策決定後の動きを彷彿とさせるものでした。
- しかしながら、ECB の決定に対するクレジット債市場の反応はより強気で、欧州社債(iTraxx Main)のスプレッドは 15bps 縮小しました。
- クレジット債のスプレッドがこれ以上縮小するとは考えにくいと見ており、超過収益を獲得するためにはクレジット債に対するショート・バイアスを維持することが有効であると考えています。



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

【市場環境及びクレジット債市場の動向】

先週の ECB 会合におけるドラギ ECB 総裁の発言を受け、欧州金融市場は当初落胆したかに見えました。資産価格は発表直後の上昇分を打ち消す形で当日の取引を終えました。預金金利のマイナス 0.40%への引き下げや、資産購入額の(月額 800 億ユーロへの)増額、量的緩和(QE)の買入対象を金融機関以外の社債へと拡大、さらに 4 回の条件付き長期リファイナンスオペ(LTRO)の追加(貸出額に応じて銀行の借入れコストはマイナス 0.4%まで引き下げられる)など、市場の予想を上回る複数の政策を打ち出したドラギ総裁の「バズーカ弾」とも取れるものでした。ただし金利及び為替市場の反応は、実際はそうでなかったものの、市場参加者が不十分であると判断した昨年 12 月の ECB 会合における政策決定後の動きを彷彿とさせるものでした。その意味で、投資家は金融政策が限界に近づいており、さらにマイナス金利と QE の組み合わせは政策ミックスの失敗であるとの結論に達したかに見えました。

経済的な観点で見ると、現在の欧州において QE は資産を買い入れるごとに銀行の(現金という扱いでの)負債を創造していることにつながっていると言えます。中銀における準備金に対して付与されるマイナス金利が税金のような負担となっていることで銀行が抱える損失は大きくなっており、ジョン・クライオン氏(ドイツ銀行共同 CEO)の言葉を借りれば、融資手数料を引き上げることで収益を確保する必要があるということを意味します。また日銀が先月学んだ通り、マイナス金利策は足元の環境下では解決の糸口であると同時に問題の火種となりかねず、日本円が日銀の緩和後に上昇したように、ユーロも今回の発表後に上昇に転じたことは印象的な出来事でした。

しかしながら、ECB の決定に対するクレジット債市場の反応はより強気で、欧州社債(iTraxx Main)のスプレッドは 15bps 縮小しました。投資家の一部は、今回の一連の政策が実質的にドラギ ECB 総裁による欧州社債の「プット・オプション」(下落リスクが限定される)であると判断したようです。とは言いながらも、詳細については今後明らかにされる必要があります。社債が QE の買入対象となったからと言って、どれだけの債券がどの中央銀行によって買い取られるのかについては依然として不透明です。また今回の決定が全会一致ではなかったことが明らかになっているため、今後いずれかの国が異議を唱える可能性も否定できません。また市場が今後数日間でのどのような反応を示すかどうかにも注目が集まります。今回の発表を、クレジット資産にとって形勢を一転させる動きであると捉える市場参加者もいれば、多くの場合は実際の政策内容よりも発表に関連した報道が資産価格に大きな影響を及ぼしたと慎重な姿勢を維持する市場参加者もいると見られます。

欧州以外に目を向けると、米国債市場は先週グローバル市場に追随した動きとなりましたが、市場の関心は今週の米連邦公開市場委員会(FOMC)に移っており、今後数週間は米国内の要因が市場の変動要因になると見られます。エマージング市場は原油価格の上昇や鉄鉱石などその他広範な商品価格が回復の兆しを見せたことが好感され、引き続き堅調さを維持しました。鉄鉱石は先週 1 トン当たり 45 ドルから 58 ドルへと約 30%上昇し、51 ドルで週を終えました。ショート・ポジションをカバ

一する取引が引き続き価格変動の主因であり、さらにマクロ経済面での要因がレバレッジをかけた債券投資家に痛手となっているなか、これらの投資家は今後さらにリスクを削減していく可能性があります。ただし足元では商品市場における投機的なポジションの多くは削減されていると見られます。

【今後の見通し】

年初来の市場を振り返ると、2つの大きな流れがあったと考えています。1つ目は年初からのリスク・オフ基調の高まり、そして2つ目として2月中旬からのリスク・オン基調の高まりです。そしてブルーベイではこの先、再度リスク・オフのテーマが戻ると予想しています。米国では金融市場が米連邦準備制度理事会(FRB)の利上げ見通しに対して楽観的すぎると見ており、今週の会合でイエレンFRB議長が4~6月期の利上げを示唆することでややタカ派な姿勢を示し、市場を驚かせる可能性があるかと予想しています。一方欧州及び日本では、政策対応における失望感が広がっていることは市場及び政治面で重大な意味を持つと見ています。このことは、黒田日銀総裁が国会議員に対する政策説明に過去何日間も費やしてこなければならなかったことに端的に表れています。実際のところ、各国の中央銀行が今年中に金融緩和を目的とした利上げを行う必要があるかどうかは足元の屈折した市場環境においては定かではありません。

直近の商品相場の上昇は、ショート・ポジションのカバー取引を主因とした弱気相場における一時的な市場反発であると捉えています。米ハイ・イールド債インデックスが過去3週間で5%近く上昇していることを踏まえて、クレジット債のスプレッドがこれ以上縮小するとは考えにくいと見ており、FOMCが終われば四半期末が到来することも投資家心理の重石となる可能性があるかと見ています。これらを踏まえると、超過収益を獲得するためにはクレジット債に対するショート・バイアスを維持することが有効であると考えています。マクロ経済面でのショックや投資信託の解約、流動性の低下は、投資家が一斉にリスク・オフに動けば大きな混乱につながる可能性があることを意味しており、リスク・リターンが非対称であることを考慮すれば、足元ではロング・ポジションに対してショート・ポジションにより多くの投資機会があると考えています。これらの予想が実現した場合には明らかに政策担当者にとって頭を悩ませる問題になると見られ、女子テニスのシャラポワ選手のように、ドラギECB総裁も市場に同情を求めることになるでしょう。

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3月15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ご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。