

市場アップデート – 2016年3月22日

市場の後追いは結果として損失を招く可能性があります。

【サマリー】

- 先週の米連邦公開市場委員会(FOMC)は、予想外にハト派寄りのサプライズとなり、経済成長見通し及びインフレ見通しが下方修正されるとともに、予想利上げ回数は年4回から年2回に引き下げられました。
- 結果として米国債金利は低下しました。また社債スプレッドが縮小し、株式市場が上昇するとともに、リスク・プレミアムの低下からエマージング資産も反発しました。
- 足元のリスク要因及び市場動向を踏まえ、慎重かつディフェンシブなポートフォリオを維持することが賢明であると考えています。市場を後追いすること、またコンセンサスに従うことは、結果としてパフォーマンスを損なう可能性を高めてしまうと考えています。



マーク・ダウリング

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】

先週の米連邦公開市場委員会(FOMC)は、予想外にハト派寄りのサプライズとなりました。イエレン米連邦準備制度理事会(FRB)議長は1月に行われた会合と比較して全般的にやや悲観的な評価を示し、経済成長見通し及びインフレ見通しを下方修正しました。FOMC参加メンバーによる政策金利予想中央値(ドット・チャート)では、4回であった年内の予想利上げ回数が2回に引き下げられました。また緩慢なグローバル経済成長に対する懸念を背景に、FRBが次回利上げに踏み切るのは早くとも今年後半であるとの見方が強まりました。結果として米国債金利は低下し、短期債の金利低下が顕著であったことからイールド・カーブはスティープ化しました。FRBのハト派姿勢を受けて社債スプレッドは縮小し、株式市場は上昇しました。またリスク・プレミアムの低下から、エマージング資産も反発しました。一方為替市場では米ドルの大幅な調整が起こり、米ドルは他のグローバルな通貨に対して下落しました。一方で日本及び欧州のマイナス金利がそれぞれの通貨下落につながっておらず、ユーロに関しては年初来で主要通貨の中で最も堅調なパフォーマンスになっているという点は特筆すべきであると考えます。

広範に見られた市場の反発がいつまで続くのかという質問は避けて通れないでしょう。マクロ経済リスクは短期的に落ち着いたとみられるものの、年初に市場下落を招いた要因の多くは依然として残っており、再び表面化する可能性は高いと見ています。中国の経済指標はやや落胆を誘う内容で、直近の人民元高傾向は中国の金融当局にとって政策再調整の機会となる可能性があります。欧州は引き続き政治的に困難な状況を抱えており、直近ドイツで行われた地方選挙ではメルケル首相の勢いが低下しました。メルケル首相が退任に追い込まれれば、ユーロ圏全般、特に欧州周辺国は試練の時を迎えることになるかと予想しています。英国ではEU離脱(「Brexit」)懸念が残り、商品市場の直近の反発はファンダメンタルズの改善ではなくショート・ポジションのカバー取引に起因するものであると捉えています。社債市場では流動性が非常に低い状態が続き、欧州中央銀行(ECB)による社債の買い入れプログラムがこれを補うことは困難であると考えています。これに関しては、市場に友好的な金融政策の発表は全般的に前向きであると言えますが、米国ハイ・イールド債市場が過去5週間で約8%も上昇していることなどを踏まえると、短期間で大幅に上昇したものはその後下落する可能性を秘めているということも認識しています。

【今後の見通し】

今後の見通しとして、これらの市場動向を踏まえ現段階でのブルーベイの見方を再度明確にし、今後のリターン創出に向けた投資テーマをまとめます。マクロ経済動向は短期的には改善したと見られるものの、暗雲は依然として立ち込めており、今後数カ月はより困難な市場動向を予想しています。債券指数は年初来で健全なプラスのリターンを確保していますが、近いうちに今年の高値に達したとしても不思議ではないと考えています。またマクロ面でのリスクが多く存在していることも不安を煽り

ます。これらの例として、(1) 中国及び中国の為替政策や金融の安定性、(2) 商品市場の供給過剰及びショート・カバーの取引が一服したと見られるなかで商品価格が下落に転じる可能性があること、(3) 「BrexIt」及びそれに伴う変動制の高まり、(4) 移民問題を背景とした欧州の政治的緊張の高まり、シェンゲン協定やユーロ圏のリーダーとしてのメルケル首相の存在の喪失、(5) 主要エマージング国における政治情勢の更なる悪化、(6) ギリシャの EU 離脱(「Grexit」)懸念の再燃、(7) 米インフレ率が上振れた場合に FRB がより積極的に利上げをしなければならない状況、(8) 主に中東地域における地政学的リスクの高まり、(9) 金融政策、特にマイナス金利と量的緩和(QE)の組み合わせが奏功しないリスク、などが挙げられます。

総合すると、今年後半にこれらのうちの1つ以上のリスク要因が実体化する可能性は高いと見ており、それぞれが市場のリスク・オフを招く可能性があります。さらに、市場には「未知なる不確定要素」が存在し、他の何よりも市場を混乱させる可能性があります。

ただしリスク及び市場変動性が高い市場環境は、リターン創出のための豊富な投資機会を提供しているということも忘れてはいけません。例えば債券の期間構造(イールド・カーブ)や通貨、及びクレジット国債においてアクティブなポジションを取ることでその機会を捉えることが出来ると考えています。

社債市場では流動性の低下や投資家の解約リスク、デフォルト率の上昇懸念などとの闘いが継続しています。米国と欧州の社債市場の相関は依然として高く、いずれかの市場におけるファンダメンタルズの悪化は他方の市場にも影響を与える可能性があります。絶対的な利回り水準が低い環境は発行体の新規発行に対するインセンティブを高める一方、投資家の投資意欲は削がれてしまいます。また ECB が今年後半にも社債の買い入れを始めると見られるものの、その規模はそれほど大きなものにはならないと予想しています。発行体レベルでは、悪いニュースが過度にリターンを押し下げるためにリターンの非対称性が見られます。結果として社債市場の 90%近くは今年 1~2%のリターンになると予想していますが、残りの 10%は、マイナス 10%もしくはそれを下回るリターンになる可能性があると考えています。実際、流動性が低いことがこのような動きに拍車を掛けており、投資機会を際立たせています。このようなリターン特性により、相対価値に基づく投資アプローチの魅力が増しており、ボトムアップのファンダメンタルズ見通しがよりリターンに反映される環境になると予想しています。より広範に見ると、信用力が悪化し、格上げに対する格下げの比率が高まっているなか特に格下げのリスクがある場合には、ECB の政策がスプレッド拡大を食い止めることは出来ないと考えています。

このような見通しに基づき、また直近の市場動向を踏まえ、マクロ・リスクを取りながら慎重かつディフェンシブなポートフォリオを維持することが賢明であると考えています。ハイ・イールド債市場で見られたような直近の反発は、物事がいかに急激に変化するかを物語っています。結果として投資機会が訪れた場合に、逆張りの発想でそのような投資機会を捉えるための準備を整えている投資家のみがリターンを享受できるという見方を強めています。市場を後追いつること、またコンセンサスに従うことは、結果としてパフォーマンスを損なう可能性を高めてしまうと考えています。

直近発表された政策は全てのボートを浮かせるのに十分な潮流を提供したと言えますが、その潮が引いたときに誰がズボンなして泳いでいたのかさらされ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22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お読みいただき、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。