

市場アップデート – 2016年8月26日

– 唯一の選択肢 –



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

現在の政策が行き詰っているとしたら、中央銀行はより想像力に富んだ政策を展開する責任があります。

先週は静かな1週間となり、米国の金融政策の方向性についてのヒントを得るために、投資家はイエレン議長のジャクソン・ホールでのスピーチを待つ状況となりました。ハト派コメントの予想派は、長期自然利子率(R^*)の水準は低下しているという見方を米連邦制度準備理事会(FRB)は強め、金融引き締めに対して更に漸進的な姿勢を示すことを期待しています。一方、タカ派コメントの予想派は、ここ数カ月間の経済状況の良好さに触れ、市場が想定しているよりも早期の利上げが実施される可能性を示唆することを予想しています。いずれにしても、市場では、しばらく注目する材料がほとんどないこともあって、このイベントを控えて方向性を持った取引はあまり行われておらず、さらに過去に政策の大幅な変更を伝える場としてジャクソン・ホールでのスピーチが使われてきたことを投資家は意識しています。

米国以外では、欧州及び日本で実施されている量的緩和(QE)政策の限界についての議論が見られました。日銀は、政策枠組みの検証を実施している一方で、欧州では欧州中央銀行(ECB)が2017年末まで国債の買入れを続ける必要がある場合、買入れ要件を満たすドイツ国債は2017年6月末までになくなることが予想されています。またそれ以前でも、利回りの低下が進めば、預金金利を下回る債券はもっと増えると考えられます。買入れ債券はマイナス0.40%以上の利回りという制約が撤廃され、一銘柄あたりの買入れ上限枠が33%から50%に拡大されても、ドイツ連邦銀行(ブンデスバンク)が購入可能なドイツ国債、政府機関債、国際機関債は2017年末までに消滅することが予想されます。2016年よりも今後1年間で200億ユーロの新規発行減が財務省では計画されていることを考慮する必要があります。この点から、ジャクソン・ホールでのスピーチと来るG20会合を、こうした政策の消耗に対して政策当局がどのような対応を考えているのかを理解するために役立てていきたいと考えています。もし利下げと量的緩和を継続するならば、中央銀行はさらに創意ある政策を打ち出すことを求められることになるでしょう。

エマージング市場ではやや調整が見られ、トルコと南アフリカでのニュースが投資家心理にマイナスの影響を与えました。その他には、アイスランドが予想外に50bpsの利下げを実施し、利回りは大きな低下が見られましたが、政策金利が5%を大きく上回ることを考えると、更なる利回りの低下が見られる可能性があると考えています。通貨市場では、予想を上回る経済指標により英ポンドの反発が見られましたが、ブレグジットによる経済への影響がこの段階ですで見られていると考えるのは認識が甘いと見ており、今後経済指標は大幅な悪化が見られると予想しています。

2016年はこれまでのところ、価格面とファンダメンタルズ面を需給面が凌駕してきたように思えます。政策当局が需給面を主導し、金融市場の需給バランスに直接的な影響を与えたことを考えると、政策を理解することで市場の動向を理解し、利益を享受することが出来ると考えています。足元、多くの市場で、価格の適正水準という概念は否定されてきており、短期的には、政策当局がすでに割高な価格をさらにつりあげるかもしれません。例えば、レポ市場でのECBが買入れ可能なドイツ国債の割高さについては今後注視していきます。ブンデスバンクが買入れ可能な最も年限の短いドイツ国債のレポ金利はマイナス1.3%となっており、買入れ可能な債券の希少性が伺えます。ブンデスバンクが買うと分かっている債券を売りたい投資家などおらず、利回りがマイナス0.40%以下のドイツ国債よりもレポ金利が70bpsも割高になっていることを考えると、現物債の利回りは非常に割安だと捉えられてしまいます。異常な市場環境の中にいるといえますが、この状況がすぐ変わる可能性も低いと見ています。

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8月31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。