

## 市場アップデート – 2016年2月15日

市場では依然としてグローバル経済に対する懸念と市場変動性の高まりが見られます。

### 【サマリー】

- 先週も中国経済や原油市場、グローバル経済成長などに対する懸念から投資家のリスク回避姿勢が強まり、金融市場の下落基調が続きました。
- 主要国金利は低下し、クレジット債のスプレッドは拡大しました。市場では今年中の米利上げに対して懐疑的な見方が広がっており、円及びユーロが米ドルに対して上昇しました。また先週は金融セクターの株式及び社債の急落が市場の注目を集めました。
- より大規模な政策介入が必要とされる段階に近づいてきていると見ており、政策当局の次の一手に市場の注目が集まっています。短期的には価格変動が不安定かつ非合理的となる可能性があると思いますが、嵐の後には静けさが訪れると見ています。



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】

金融市場では先週(2月8日～12日)もブラックホールに吸い込まれていくような下落トレンドが続きました。中国経済や原油市場、グローバル経済成長、流動性の低下、ファンドからの資金流出などが引き続き投資家の質への逃避を強める要因となりました。株式市場は下落し、主要国債金利は2015年の最低水準まで低下しました。また為替市場では円とユーロが米ドルに対して大きく上昇しました。市場では米連邦準備制度理事会(FRB)が今年再度利上げを行うことが出来るかについて懐疑的な見方が広がっています。ただしこれらの状況にも関わらず、先週最も市場の注目を集めたのは金融セクターでした。銀行株や金融セクターの債券は重圧にさらされました。

金融セクターの信用力は引き続き堅固ですが、マイナス金利に伴う収益減や、原油を中心とした資源関連セクター及びエマージング市場の下落に伴う損失引当金の拡大などに対する懸念が投資家心理を冷やしました。各銀行がバランスシート上の負債を削減し自己資本を厚くしているなか、これらの逆風要因が主に株主にとってネガティブなニュースであることは理解できます。ただし銀行株のリターン(指数ベース)が年初来で既に30%の下落となっており、社債市場にも影響が及ぶ結果となりました。これは社債を構成する要素が、①ベースとなる国債と②発行体の株価のプット・オプションのショートであるという見方に基づいています(株価がゼロに近づくにつれて債務不履行(デフォルト)イベントが近づく)。したがって、株価が下落しボラティリティが高まったことがスプレッドの拡大を招き、さらに多くの投資家が同セクターをオーバーウェイトしていたため、リスク削減のための売り注文が集中したことが銀行セクターの社債の下落につながりました。中でも金融劣後債の下落が顕著で、BAMLのCoCo債インデックスの1月末からのリターンは8.6%の下落となりました。とりわけ最も弁済順位の低い適格Tier1(AT1)債は、その多くがコール償還日にコールされないとの見方が強まった(結果としてこれらは永久債として扱う必要が出てきた)ため、下落幅が大きくなりました。

### 【今後の見通し】

今後の見通しとして、より大規模な政策介入が必要とされる段階に近づいてきていると見ています。政策手段としてのマイナス金利は十分に機能していないと見られ、これは欧州中央銀行(ECB)及び日銀が数週間前にそれぞれハト派な姿勢・政策を示して市場を驚かせて以降の両金融市場の動向に表れています。政策決定者の選択肢が尽きてしまったとは考えていませんが、今後発表される政策は資産購入の顕著な増額やその範囲拡大を伴うものでなければならぬと見ています。成長が鈍化し、デフレ圧力が強まるとともに市場の信頼感が失われている状況下で、各国の中央銀行がこれを黙認するとは考えづらく、あらゆる選択肢を比較検討すると見ています。2012年のユーロ危機以降、市場の信頼性回復を遂げたと見られる ECB

は、周辺国債市場が再び「クレジット」市場として取引されることを嫌気すると見えています。ただしポルトガル国債のスプレッドは年初来で 220bps 拡大しており、資本市場へのアクセスが既に難しくなっていると見られます。ECB が断固たる態度で行動しなければ、新たな救済策が必要となってしまう可能性があります。したがって、政策当局の次の一手に市場の注目が集まっています。ただし今週は春節休暇明けで中国市場が再開されるため、市場が安定を見せるのであれば今後数日間は口先介入を最低限に留めた方が無難かもしれません。

基本的に足元の市場環境は投資家にとって多くの魅力的な投資機会を提供していると見えています。ロング及びショート・ポジションの対象となる資産クラスを選択する上で、規律に基づきファンダメンタルズ分析を重視することが力強いリターンへの創出につながると考えています。ただし短期的には、市場のボラティリティや非流動性の高まり、投資信託の資金流出などが相まって、個別銘柄の価格変動は不安定かつ非合理的となる可能性があります。このような市場環境が今年 1 年に亘って続く訳ではなく、嵐の後には静けさが訪れると見えますが、現段階では慎重に取引を行い状況が改善するのを待ってリスクを積み増すことが適切であると考えます。バレンタインデーは過ぎましたが、残念なことにそれほど愛情が感じられない市場展開となっています。

---

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2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。