

市場アップデート – 2016年4月11日

社債市場に対するブルーベイの弱気な見方は市場のコンセンサスとは異なりますが、市場は安心感のある材料に乏しいと見えています。

【サマリー】

- 先週の金融市場では、日本市場が主導する形でリスク資産はやや軟調に推移しました。
- ドイツ及び米金利は低下し、米国では社債スプレッドが拡大に転じました。ブルーベイでは引き続き社債のファンダメンタルズは悪化しているとの見方を持っており、今後数週間に亘ってスプレッドは拡大する可能性が高いと見えています。
- 直近のスプレッド縮小の動きはやや疑わしく、租税回避の疑いがかかる多くの著名人同様に、いずれは無防備にさらされることになると見えています。



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】

先週の金融市場では、日本市場が主導する形でリスク資産はやや軟調に推移しました。2月初めに日銀がマイナス金利を導入して以降は上昇し、日本国債利回りの低下及び日本株の下落を招いています。日本でリスク回避傾向が強まっていることで、マイナス金利が政策上のミスであったと推測することが出来、これは日銀の理事会メンバーと直接面会した際に感じたことでした。また日銀独自の分析からも、マイナス金利と量的緩和を組み合わせた政策は失敗する可能性が高いとの結論に至りました。

欧州中央銀行(ECB)による政策金利の更なる引き下げと、それ以降の市場の動きもこれに照らして振り返ることができます。3月のECB会合でドラギ総裁が市場予想を上回る包括的な金融緩和策のパッケージを発表して以降、欧州株式(Eurostoxx)は5%程度下落しています。マイナス金利は金融機関にとって実質的に税金のような負担となっており、欧州の銀行が直面するその他の逆風要因も踏まえると、ECBの政策は想定通り機能していないと見られます。ブルーベイが最近他の中央銀行高官と行ったミーティングでもこの認識は概ね共有されました。しかしながら中央銀行がこのような過ちを認めることはないと思われ、(利下げよりも)利上げの方が政策として信頼性の高いものであるとの結果に至ったとしても、中央銀行は打ち出した政策の正当化に努めるため、政策転換は非常に困難であると見られます。

欧州では、ドイツ国債金利が引き続き低下し、10年国債金利は昨年4月に記録した過去最低水準近辺で推移しています。周辺国債のスプレッドは特段のニュースがない中でやや軟調でしたが、先週はオランダで欧州連合(EU)拡大に関する国民投票(EUとウクライナが結んだ自由貿易協定(FTA)を柱とした連合協定の是非を巡るもの)が行われ、「反対」が多数となりました。このことはグローバルの政治情勢におけるポピュリズムの台頭を示唆するとともに、欧州においては各国の国内情勢に関してEUの発言力のこれ以上の強化を望まないという意思の表れであるとも受け止められることから、6月に予定されるEU離脱の是非を問う英国の国民投票の行方に対する懸念が高まりました。

先週は米国債金利も低下し、社債のスプレッドは拡大に転じました。新発債に対して旺盛な需要がありましたが、これらの債券の発行後のパフォーマンスは奮いませんでした。このことは、多くの投資家が既に社債をオーバーウェイトしており、新発債への需要が表面的なものであったということを物語っています。これとは対照的に、ブルーベイでは引き続き社債のファンダメンタルズは悪化しているとの見方を持っており、供給が増加し、逆風要因と成り得るマクロ面でのリスクが存在するなか、今後数週間に亘ってスプレッドは拡大する可能性が高いと見ており、ポートフォリオでは社債に対するショート・ポジションを構築しています。

【今後の見通し】

今後数週間は、経済指標や政策会合などのイベントは相対的に少ないと見られます。グローバル市場の価格動向を見ると、足元で資産クラス間の相関は高まっており、とりわけ商品相場の進展が主な変動要因となっています。ブルーベイでは最近、商品トレーダーと面談する機会を設けましたが、その内容はここ最近の商品価格の上昇が主にこれまで構築されていたショート・ポジションを閉じたことによるものであるというブルーベイの見方を後押しするものでした。トレンド・フォロー型の CTA (商品投資顧問) の原油などのポジションが足元でネット・ロングとなっており、投機筋のポジションは記録的なネット・ショートからここ数週間で急速にネット・ロングに転換してきていることがわかります。したがって、WTI (ウエスト・テキサス・インターミディエート) 先物価格は 45 ドルを上回る前に再度 30 ドルを下回る水準まで下落する可能性が高く、スプレッドの拡大につながるとの見方を維持しています。

より全般的に見ると、クレジット債に対するブルーベイの弱気なスタンスは市場コンセンサスと異なる見方として目立っていますが、同時にそのことには安心感も覚えます。一般的に、市場コンセンサスに従ったポジションは投資行動に変化があった場合に脆弱です。また多くの投資家が社債をオーバーウェイトしており、足元の米連邦準備制度理事会 (FRB) 及び ECB の動向を踏まえて社債ポジションを積み増しているという事実は、リスク調整後リターンの観点からショート・ポジションに分があることを意味していると考えています。ECB の買入にも関わらずスペイン 10 年国債のスプレッドが過去 1 年で 50% 以上拡大していることから、ECB による社債買入が社債市場の転換期になるとの投資家の期待は裏切られる可能性があると考えています。したがって、直近のスプレッド縮小の動きはやや疑わしく、租税回避の疑いがかかる多くの著名人同様に、いずれは無防備にさらされることになると見ています。

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4月11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をご遠慮下さい。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。