

## 市場アップデート – 2016年7月12日

### – 量的緩和の雲に覆われる –

#### しかし投資機会は見られます。

グローバル債券市場では金利の低下が続き、欧州、英国、米国、日本で過去最低となる金利水準になりました。欧州及び日本の中央銀行は英国のEU離脱（ブレグジット）という国民投票の結果を受けて更なる緩和策を打ち出す準備が出来ていると思われ、米連邦準備制度理事会（FRB）は当面の間利上げをする可能性が低いと見られるといった点から、この動きは説明がつくと考えています。しかし、それだけではない需給面の強さがこの動きを助長しており、米国株が最高値水準に近い状況が続いていることや、エマージング市場の取引が比較的落ち着いていることから、リスク回避的な動きが主導しているものではないと見ています。



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

こうした需給面に関して言えば、欧州中央銀行（ECB）による国債購入は、例えばドイツ国債を見てみると預金金利であるマイナス0.40%よりも高い利回りで取引されている債券がなくなってきていることから、より年限の長い債券を購入せざるを得なくなっています。この点からすると、利回りが低下することで、ECBが購入する債券の金利感応度は高まり、量的緩和はターボ・チャージャーのように機能することとなり、市場では長期債の価格の上昇がかなり目立っています。その結果、ドイツ国債のイールドカーブはブル・フラットニングが見られ、今年初めに日本国債市場で見られた動きと同様に、長期債中心にすべての年限で金利が低下しています。また、CTAの投資家がドイツ国債の購入を進めていることもこの動きを助長することにつながっています。CTAのモデルは、価格の動きに基づいたものになっており、国債の金利低下のトレンドが見られたことから、国債の投資を増やし、結果的にショート・ポジションを取ろうとする投資家がいなくなっていると思えます。こうしたことを評価すると、金利の見通しについてより慎重になり、ユーロ金利についてしばらくの間デュレーションのロング・ポジションを維持してきましたが、ロング・ポジションを減らしていくことが適正であると考えています。

中央銀行については、政策当局との対話を通じて、マイナス金利と資産購入はかなり限界に近づいてきているという見方を強めており、代替となる政策が模索されているように思われます。マイナス金利と量的緩和は銀行にとって有害であると考えており、イールドカーブがフラット化し、規制によって銀行がレバレッジの解消と資本強化を余儀なくされる中で、銀行の収益見通しは逼迫してきています。しかし、強い経済成長には、磐石な銀行が必要であるという意識が高まっていると思われることから、政策の転換期に近づいていると見ており、政策の方向性は反銀行派から親銀行派になってくると考えています。

#### 英国の不動産価格は急落していますが、カーニー総裁は30年国債を購入するよりも賢い手段を取ることを期待しています。

この点については、先週はイタリアの銀行セクターに対する議論が特に話題に上りました。中小銀行における不良債権が、イタリアの銀行セクターを悩ませてきており、問題は深刻でなかったとしても慢性化していると受け止められてきました。しかし、株価が下落してストレステストの結果発表が今月後半に控えている中で、これらの問題が顕在化してきました。資本注入を行う場合は、EUルールでは銀行再建・破綻処理指令（Bank Recovery and Resolution Directive）の下で、劣後債の債権者に対するベイルインがルールとなっていますが、これを回避するためにイタリアは、ブレグジットを口実として例外的な環境であるとして、（何らかの形で）資本注入をする必要があるという主張をしています。イタリアでは劣後債券の保有者のほとんどは個人投資家となっています。ドイツ及び欧州委員会からこれを押し返す動きは見られましたが、ある形での妥協案が見られる可能性が高いと考えており、ここ数年は銀行に対しては厳しい姿勢が取られてきましたが、今後はより寛容な姿勢を期待できると考えています。

今後については、英国を除いて更なる利下げが行われることに対しては懐疑的で、市場がこの可能性を織り込まないのは適切ではないと考えています。米国では、2.0から2.5%の経済成長が見られると考えており、ブレグジットによる影響はほとんどないと見えています。雇用統計がここから数カ月に亘って一定の水準を維持すれば、年内にFRBが利上げを行う可能性は完全に排除できないと考えており、短期金利をショートし、長期金利をロングする投資戦略は適正であると考えています。

また、英ポンドの50年のスワップ金利が1%を下回っていることから、英国の長期債についてもショート・ポジションを取りました。長期金利の金利低下の背景としてもうひとつあげられるのが年金の規制で、利回り低下により債務重視の運用(LDI)への需要がかなり強まりました。しかし、こうしたとんでもなく低い水準で、負債の金利による割引を長きに亘って行わせるのは、会計士、アクチュアリー、及び規制当局が馬鹿げていると考えています。こうした金利がイングランド銀行がターゲットとするインフレ率を100bps下回っていることを考えると、金利低下は過度であり、こうしたことが起きた場合には長期金利は上昇すると見えています。このようなエリアでは、債券価格はバブル水準に入ってきていると考えており、英国50年債に関しては、より長期的な視点で財政政策の拡大と英ポンド下落によるインフレ率上昇により、利回りがさらに低下する余地は限定的であると考えています。英国の不動産価格がすでに急落しているなかで更なる緩和策は打ち出されるでしょうが、カーニー総裁は、30年国債を購入して銀行や年金にストレスを与え、实体经济には何の助けとならない政策よりも賢明なる方法を探ると考えています。カーニー総裁はずっと柔軟で建設的な政策を探るはずだと期待しており、それは最終的に経済成長に対する期待からのインフレの上昇、利回りの上昇、イールドカーブのスティープ化をもたらすものであるはずで、英国は最終的にそういったリーダーシップを取り戻すかもしれず、他国にとっての先導者になるかもしれません。ブレグジットは欧州及びグローバル経済にとって最終的には良い出来事として終わる可能性もあります。

---

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7月12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。