

市場アップデート – 2016年9月9日

– 政策の方向性 –



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

市場は引き続きボラティリティが低いものの、政治情勢や政策転換によってどの程度この状況が持続するかが決まると考えられます。

欧州中央銀行 (ECB) 会合後の記者会見を見ると、ドラギ総裁はまだ夏休みぼけの状態だったのかもしれませんが。ECBは3月以降も資産の買入れを行う必要があると見られていますが、この方向での進展は見られず、ドラギ総裁の質疑応答はあまり熱意がないように見えました。この会合を受けて欧州の金利はいくらか上昇が見られましたが、買入れ要件を満たすドイツ国債が消え行く中で、この時点で市場の根幹が大きく変わる可能性はないと見ています。しかし、ここ最近行った米国及び東京での政策当局者とのミーティングからは、中央銀行は量的緩和の限界とこれまでとってきた政策がもたらした利益だけでなく、コストについても気にし始めているとの印象を受けました。特にイールドカーブのフラット化は銀行の収益を圧迫しており、生命保険会社や年金の債務履行能力を損なっているとの見方が強まっています。このことから、イールドカーブをスティープ化させるためにはどのような政策が効果的かといった話題を取り上げましたが、投資家が長期的なインフレに対して疑念を抱いている限り、かなりの財政緩和を行わなければ、中央銀行がこれを達成するのは難しいのではないかと考えています。

社債市場では多くの新規発行が見られましたが、これまでのところ強い需要で多くの銘柄はかなりの応募が見られました。欧州ではヘンケル (Henkel) とサノフィ (Sanofi) がマイナス利回りでの発行を行うことが出来ており、債券の発行によって利益を得られるのであれば、株主はもっと多くの起債を望むのではないかとこの疑問が沸きました。供給は増えているものの、資金流入が続き需要が強いことから、スプレッドは下支えされています。しかし、この利回り水準が長きに亘って維持できるかどうかは疑問です。欧州のカバードボンド市場を見ると、ECBのプログラムでこれらの債券が買入れられて利回りがゼロ以下になったことから、これらの債券への需要はなくなりました。

そのほか、エマージング市場には引き続き堅調な資金流入が見られました。投資家が利回りを追い求めていることや、今回の米連邦準備制度理事会 (FRB) 会合への懸念が強くないこと、さらに過去の水準と比較して価格水準も割安であることから価格の上昇が見られました。FRBについて言えば、ISM非製造業指数が軟調であったことから、9月利上げの可能性は低く、例え利上げを実施したとしても一度限りの利上げで年内は終わるとの見方が強まっています。過去、投資家が利上げについて懸念を抱いた際には、米ドルは反発しリスク資産は下落しましたが、前回利上げから9カ月が経過する中で、投資家はFRBがもし利上げを行ったとしても、また9カ月間利上げが実施されることはないだろうといった考えを持っていると見えます。

今後の見通しについては、ボラティリティが低く、リスク資産にとって友好的な環境がいつまで続くかを見極めるために、政策面と政治面の2つを注視していきます。

政策面については、FRBが主導する可能性は高くはないと考えており、注目しているのは日銀の政策決定会合です。日銀が量的緩和の限界に達しつつあるのは明白で、次になにが行われるのか、という不透明感があります。最終的にこれが極端な政策からの脱却のきっかけとなるかもしれませんが、当面はそうした状況にはならないでしょう。日銀は追加緩和を実施しない一方で、金融緩和プログラムの微調整を試みる可能性があります。こうした場合のリスクは円高であると見ています。ヘリコプター・マネーの考えは否定されるかもしれませんが、財政政策という回答が出される可能性はありません。但し、これは黒田総裁の範疇外です。

政治面については、トランプ氏が世論調査において差を縮めるかもしれません。この点については将来の予想を考えていくことに意義があると考えていますが、欧州では11月末のイタリアの憲法改正に関する国民投票まで特段のニュースはありません。国民投票の結果によってはレンツィ首相が退任に追い込まれるかもしれませんが、イタリアでは2018年まで選挙は予定されていません。その際、例え五つ星政党が勝利したとしても、国民投票の結果による憲法改正の失敗によって、五つ星政党が持つ権力はある程度損なわれていると考えています。そのため、悪いニュースが金融市場にとっては良いニュースに変わる可能性があり、中央銀行が投資家を締め出して債券価格を吊り上げている中で、現在の状況が一変するには、今の政策の枠組みが変化する必要があると考えています。金融市場が最も痛手を被ると考えられるのは、リスクに対する慢心がピークに達する時です。

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9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。