

市場アップデート – 2016年9月19日

– FRBの利上げの可能性はまだ残る –



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

市場は中央銀行からの次のゲームを待っています。

米連邦準備制度理事会 (FRB) 及び日銀会合を前にして、グローバルにイールドカーブはスティープ化しました。ここ最近繰り返してきたように、金融政策の検証を行い、フォーワード・ルッキング・ベースで金融政策の道筋を示そうと模索していることから、日銀がボラティリティの根源となっています。先週の日本でのミーティングを経て、量的緩和は限界に近づいており、日銀は資産買入れ額の増額にあまり前向きでないと見えています。また、量的緩和のプラス面だけではなくマイナス面についても議論をして、長期金利の低下によるイールドカーブのフラット化が、銀行の収益悪化や保険会社及び年金の債務履行能力への負担となり、利益よりも多くのコストを生み出している点について話し合いました。こうした議論から、イールドカーブのスティープ化を日銀は望んでおり、長期債の購入額を減らしながら、場合によっては短期金利を引下げることによってこれを実現する可能性があると考えています。実際に長期金利は上昇し、短期金利は横ばいとなっています。このテーマはその他の市場においても広がりを見せており、中央銀行のシニア・メンバーが先日バーゼルで会合を持っていることから、量的緩和のプラス面だけでなくマイナス面に目を向ける動きは強まっていると見えています。さらに、その他の中央銀行の関係者とのミーティングから、財政政策が今後より大きな役割を果たしていくという感覚を得ましたが、財政政策は中央銀行ではなく政治家が決めるべきことです。

中央銀行が、追加の金融緩和策を進めることにやや冷めてきているかもしれないという見方によって国債の金利は上昇し、クレジット債のスプレッドは拡大しました。ここ数年に亘って、中央銀行が債券及び株式市場を強く下支えてきた存在であったことから、株式市場も反落しました。この動きによって、株式のロング・ポジションのヘッジとして金利のロング・ポジションを取っていたCTAやリスク・パリティ型のファンドが苦戦することとなりました。ボラティリティの高まりによって、債券市場と株式市場の正相関は高まり、大手のCTAが5%以上下落するなど、こうしたファンドの多くは大幅な損失を計上しました。連鎖的な影響を受けたファンドはロス・カットを強いられており、こうした強制的な売りはさらに続く可能性があることを懸念しながらも、この動きを先読みするのは非常に難しいと考えています。

こうした不透明な環境下では、リスクを減らし、更に市場が下落した際に投資を行うための準備をしておくことが賢明であると考えています。金利に関しては、リスク資産がさらに下落した際には、主要国債金利のベア・スティープニングは落ち着くと見えています。ファンダメンタルズにはほぼ変わりはなく、リスク資産の下落は予想インフレ率の上昇よりは下落に寄与することから、イールドカーブのベア・スティープ化は長期に亘るものではなく、短期的なものになる可能性が高いと考えています。つまり、予想インフレ率が上昇し、中央銀行があまりに緩和的で後手に回っているときにはベア・スティープニングはもっともな反応と考えていますが、今はこうした環境にはないと考えています。

今後の見通しについては、FRBと日銀の姿勢が明確になることで、市場が落ち着きを取り戻すことを投資家は期待しています。FRBは利上げは実施しないものの、年内利上げについて示唆すると予想しています。日銀については、利下げと逆ツイスト・オペを実施することをベース・ケースとして考えていますが、市場がこれに対してどのように反応するかは不透明です。単純に考えれば、FRBが利上げを実施せず、その他の中央銀行が金融緩和策を続けたことで、2016年は年初から8カ月間、株式市場及び債券市場は上昇しました。もしFRBが利上げを実施し、その他の中央銀行が新たな金融緩和策を打ち出さなかった場合、市場がこれまで得てきた利益の一部を失うことになっても不思議ではありません。しかし、難しい点は、市場が過剰に反応することは分かっており、それ故に需給面で均衡する水準を見極めることが難しいことです。特にロボットの台頭、すなわち多くの資産がクオンツで運用されているという事実は、モデルは市場では一つの群れとして動き、トレンドをますます強めることから、ボラティリティが大きくなるという結果をもたらす可能性が高いと考えています。良い点は、市場がこうした動きを見せると非効率性は高まるため、アノマリーが生まれて魅力的な投資機会が生まれることです。

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20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。