



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2016年12月9日

1999年を彷彿とさせるパーティー相場



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

市場は欧州でのイベントはあまり気にしませんでした、2016年はもうひとつイベントが残っています

木曜日(8日)に開かれた欧州中央銀行(ECB)理事会を受けて、ドイツ国債金利のイールドカーブは大幅にスティープ化しました。買入れ要件とする最低利回りを引き下げたことで短期債金利は低下する一方で、来年3月以降の月間の買入れ額を現在の800億ユーロから600億ユーロに減額するという発表で、長期債金利は上昇しました。ドラギ総裁および理事会メンバーはこれを量的緩和(QE)の縮小(テーパリング)と表現したくなかったものの、市場はテーパリングとして捉えたようです。市場が落ち着きを取り戻すに連れて、2017年中はQEが続けられるということに目が向けられると考えており、総額7,800億ユーロの債券が買い入れられるということで、買い入れる国債が不足していることを考えると、ドイツ国債金利は歴史的に見て非常に低い水準で推移し続けるものと予想しています。現状ではユーロ金利に対してニュートラルなスタンスを取っていますが、さらにイールドカーブがスティープ化して長期金利が上昇すれば、オーバーウェイト・ポジションを取る投資機会として活用する可能性があります。さらに、イールドカーブのスティープ化は金融機関に恩恵をもたらすと考えられ、6月以降の金融政策は明らかに金融機関に対して友好的な政策になっていると考えています。実際に6月末時点と比較すると、2年債金利と10年債金利は約60bpsスティープ化が進んでいます。その結果、ユーロストック銀行株インデックスは7月初旬につけた底値から約50%上昇しており、銀行の信用力に対するブルーベイのポジティブな見方を実証しています。引き続き、非金融機関銘柄に対して金融機関銘柄を選好しています。

ECB以外では、イタリアが市場の注目を集めました。”No”という結果となったことは投資家にとって意外な展開ではなかったようですが、市場の反応からは、これはレンツィ氏がもたらした大きな混乱ではなく、エスプレッソ・カップの中の嵐として捉えられたと考えています。イタリア国債はショート・ポジションの解消により反発がみられましたが、欧州周辺国債のスプレッドはECBの発表を受けて拡大しました。GDPに対する負債比率の高い国にとって、ECBがQEからの退出をスタートするということは、これまでの後ろ盾を失うという観測が広まったことが背景にありました。イタリアの国民投票の結果が”No”となったことは政治的なリーダーシップがさらに弱体化し、潜在的な経済成長を引き上げるために必要となる経済改革までも行き詰ったことを示していると考えています。イタリアのポジションは国民投票を前にわずかなロング・ポジションを取り、投票後の反発を利用して利益を実現しました。今後はスプレッドが縮小した際に、ショート・ポジションを取る方針です。

ドラギ総裁が少なくともあと一年間は流動性供与を行うことを発表する中で、イエレン議長が空気の読めない行動を取らないかどうか注目しています

一方で、米国金利についてはかなり強い確信を持っています。来週の米連邦公開市場委員会(FOMC)では、堅調な経済とインフレ見通しの改善について触れる必要があると考えられることから、2017年の利上げ予想を固めるきっかけとなるかもしれません。現段階では来年は1回もしくは2回の利上げしか織り込まれていませんが、ブルーベイでは4回の利上げが実施されると予想しています。しかし、政策の正常化は漸進的に実施されていくと考えています。財政拡大が経済成長に直接の影響を与えることになるのは2017年の後半になってからだろうという認識はもっていますが、成長期待は企業を活気付かせ、成長への信頼感が増すにつれて、消費及び事業投資は今後数ヶ月のうちに活性化するとみています。

エマージング市場は米大統領選挙直後の下落以降は比較的安定していました。投資家は強い経済成長と財政拡大をもたらすグッド・トランプを期待しているようで、保護貿易主義及び関税を高めるバッド・トランプについてはあまり心配していないようです。拙速な判断は禁物ですが、トランプ氏が選出している人物はビジネス・フレンドリーなひとが多く、この楽観論はあながち間違っていないかもしれません。一方で、中国では資本流出の加速がみられます。毎週発表される外貨準備高は、先月700億米ドル減少しました。中国のインフレ率も突出しており、生産者物価指数(PPI)は前年比3.3%上昇し、この3ヶ月間では年率10%超の上昇となっています。米ドルに対して人民元のショート・ポジションを取っていますが、これは米国金利のショート・ポジションと一見見合ったポジションであるように見えるかもしれませんが、中国で何かが起こったときには人民元は下落する一方で米国債金利は低下することが考えられることから、このポジションは互いにヘッジとして機能すると考えています。サウジアラビア・リヤルについてもショート・ポジションを維持する方針です。政府は10月中旬に初起債を行って得られた資金をすでに使い果たしたとみられ、ペルシャ湾岸地域での経済状況は逼迫してきていると考えています。米国が金融引き締めに向かう中で、米ドルにペッグしたリヤルは非常に脆弱であるとみています。

欧州債券市場では追い風も向かい風も吹くなかで、現時点では非常に短期的な取引が行われていると考えています。QEと国債不足によって金利は低い水準で維持され、イールドカーブがスティープ化した状態は、ECBが当面の間は利上げを実施しないとみられる中では当面続くと考えています。しかし欧州経済は比較的堅調で、インフレ率は上昇基調にあり、米国債金利の上昇による影響を欧州の債券も受けています。さらに2017年には政治リスクは高まると考えており、欧州周辺国債のスプレッドについては慎重に見ています。こうした要素を複合的に考えて、ドイツ国債がどのように推移していくかを予想することは非常に難しくなっています。しかし、ドイツ10年国債金利は0.2%から0.5%のレンジを推移すると考えており、この上限を上回った場合にはロング・ポジションを、下限を下回った場合にはショート・ポジションを取ることが賢明でないかと考えています。

概して、グローバルの政策当局は、多くのイベントに対して金融市場が比較的穏当な反応を見せたことに安心感を持ったでしょう。来週は米連邦公開市場委員会(FOMC)が控えており、それが終わればクリスマス休暇にようやく入ります。ドラギ総裁が少なくともあと一年間は流動性供与を行うことを発表する中で、イエレン議長が空気の読めない行動を取らないかどうかに注目しています。中央銀行の役割は熱狂を沈静化させることでもありますので、米国株式市場が過去最高値を日々更新するなかで、1999年に戻ってしまったのではないかと心配になります。

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12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相談の上、お客様ご自身のご判断でなされるようお願いいたします。

以上