

Market Bulletin

2016年3月22日

G3金融政策会合後の投資戦略： 円ヘッジやインカム投資（バットは短め）

要旨

- ドル安や原油市況の回復が資産価格に引き続き上昇圧力をもたらす可能性がある一方、世界経済には下振れのリスクが残る
- 「ちぐはぐ」な状況の中で日本の個人投資家にとってみると、まずは、長期の視点に立って分散投資を行うことが挙げられるだろう。あるいは、
- やや短期的な視野に立つならば、①円ヘッジを行いつつ、海外資産に投資をする、②大きなキャピタルゲインを追わず、着実なインカム収入を狙う（プラス、多少のキャピタルゲインを得られればなお良い、程度に考える）

波乱の後、G20と全人代、日米欧中銀会合を経る

年初来2月中旬までの金融市場の混乱を経て、2月下旬には20カ国・地域（G20）財務相・中央銀行総裁会議、3月上旬から中旬にかけては中国の全人代（国会に相当）、さらには欧州中央銀行（ECB）金融政策理事会、日銀金融政策決定会合、米連邦公開市場委員会（FOMC）と、一連の日程を終えました。

主要3中銀はいずれも、低金利がしばらく続くとのメッセージを金融市場に発信し、中国政府は結局のところ、まだ改革よりも（財政出動などで）経済成長を下支えする姿勢を明らかにしました。

年初来からの金融市場の動きを振り返ると、ドル安、原油市況の回復、銀行株の軟調と国債利回りの低下、米国株の上昇、ボラティリティの低下、そして円高などが挙げられます。

1つ重要な点は、円高やマイナス金利政策が逆風の日本株全体や（日本を含む）世界の銀行株は確かに低調ですが、それでもこれらの株価は2月中旬以降、反発基調にあります。総じて金融市場は「リスクオン」と呼ばれるような状況でしょう。ただし、世界経済は力強さに欠き、下振れのリスクが残ります。本稿ではこうした状況下、投資家はどうか対応できるかについて、いつもの長期分散投資に加え、やや短期的な視点でも考えます。

Yoshinori Shigemi
Global Market Strategist
Market Insights

Guide to the Markets Japan
のダウンロードはこちらから
www.jpmorganasset.co.jp/guide

ドル安と金融市場の回復

まず、米国株や新興国の通貨・株式が反発に転じています。ドル安により、米国の景気や米国企業の海外業績、さらには新興国の景気が回復するとの期待から、これらの資産が買い戻されている可能性があります。

そのドル安の要因ですが、1つには、ドルが高くなり過ぎたために、その「戻り(調整)」が生じていると考えられるでしょう。

2014年7月以降、米国経済の堅調さや米連邦準備制度理事会(FRB)による利上げ観測、日欧の緩和実施により、ドルは大幅に上昇しました。これに伴って米国経済や、ドルとの連動性の高い通貨・人民元を持つ中国経済は引き締め圧力を受けました。やがて米国や中国の景気が減速してくると、今度は米国の利上げ観測が収まりつつ、ドルには下落圧力が生じます。

実際、FRBは3月16日に公表した四半期の定例経済見通しの中で、2016年年内の利上げ回数に関する予測を、昨年12月見通し時点の年4回から、同2回に減らしました。

さらには、日欧の金融政策についても、市場参加者の多くは「限界に近い」と考えているようです。特に、日銀のマイナス金利政策に対する金融市場の「拒絶反応」は(日銀の想像以上に)大きく、日銀はしばらくの間、マイナス金利政策の周知に努めつつ、効果浸透を見極める可能性もあるでしょう。

欧州中央銀行(ECB)については、ドラギ総裁が政策決定後の記者会見で、政策金利を今後は引き下げず、しばらく据え置く旨を表明しています。

都合、金融政策の方向性を考えれば、FRBは利上げを減らし、日欧は様子見で、ドルは売られやすく、円やユーロは買い戻されやすい状況です。

参考図表1: 日米の為替レート(貿易加重、名目、2010年=100、1994年1月から2016年2月まで)



出所: 国際決済銀行(BIS)、Bloomberg、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

ドル安と金融市場の回復(つづき)

もう1つ重要なこととして、ドル安は、ドル円相場で言えば円高であるように、一方が助かれれば他方は苦しくなるため、世界経済を1つとして見れば、影響が相殺し合う結果、中立的と考えられます。

つまり、世界経済全体に対して、なにか良いことが起こっているというわけではありません。

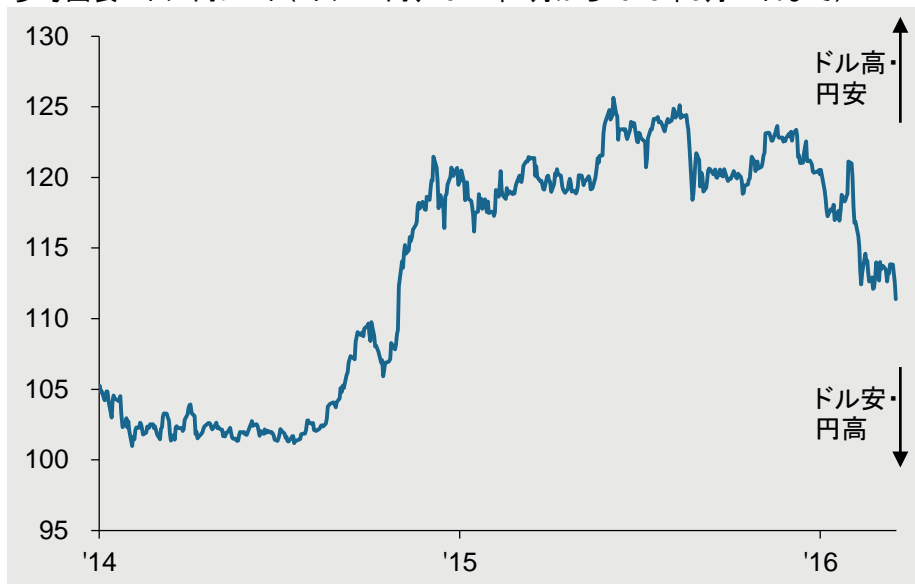
さらに言い換えれば、あらゆる金融資産価格に対応するファンダメンタルズが良くなっているというわけではなく、ある金融資産にとってはプラスに、別の金融資産にとってはマイナスに働く力が生じている可能性があります。例えば、円高・ドル安が米国株や新興国にとってはプラスであると同時に、日本株にとっては重石となる、などです。

結果として、日本の個人投資家にとってみれば、投資をするにあたっては幅広い目配りとバランスを取った投資が必要になるかもしれません。

例えば、円ヘッジをしながら、米国株の戻りを取ったり(あるいは、その中でもセクターを考えたり)、その他の割安な海外資産を拾ったりするといった投資が挙げられるでしょう。

さらに円ヘッジは、ドル安局面だけでなく、例えば、日銀の金融緩和が限界と市場に解釈されるリスクや、後で述べる世界経済の下振れリスクにも対応できる可能性があります。

参考図表2:ドル円レート(1ドル=円、2014年1月から2015年3月17日まで)



出所: Bloomberg, J.P.モルガン・アセット・マネジメント

原油の戻りと買い安心感

ドル安と共に、もう1つ金融市場の下支えになっているのは、原油価格の「戻り」です。原油市況の回復は、資源セクターの業績や資源国・新興国の見通し改善を通じて、やはり米国株や、資源国・新興国の通貨・株式の回復基調につながっている可能性があります。さらに、原油市況の回復は幅広い資産の買い安心感につながる可能性もあるでしょう。

原油価格上昇の要因は、大きく分けて2つあると考えられます。

1つは、原油市場の需給改善です。国際エネルギー機関(IEA)は、3月11日に公表した月報の中で、市場・価格メカニズムによって、高コストの生産者が生産を減らしており、最悪期は脱したとは必ずしも言えないものの、原油価格が底打ちした兆しがいくつか見られているとしています。

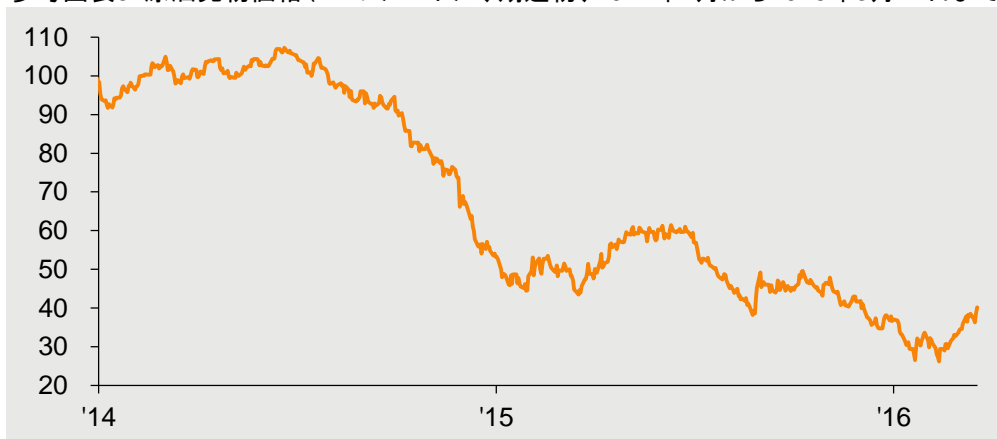
具体的には、イラクやナイジェリア、アラブ首長国連邦(UAE)では操業の一部停止が見られるほか、イランによる原油の輸出再開もイランの当局が当初、述べていたほどの影響は出ておらず(→当面、影響は限定的としている)、さらには、米国、ブラジル、コロンビアなどでも原油価格の下落が長引いていることで、生産の減少が見られているとしています。

そして、原油価格上昇のもう1つ要因は、ドル安です。前ページまでで議論したドル安が生じれば、原油を含むコモディティ(商品)市況は回復する可能性があります。

まず、多くのコモディティはドル建てで取引されているため、ドルが上昇するとドル以外の通貨建てで見たコモディティ価格は上昇します。例えば、ドル高・円安によって円建てのガソリン価格や地金価格が上昇する状況です。

すると、価格の上昇によってコモディティへの需要が一定程度、減少すると見通しが生じます。例えば、円建てのガソリン価格や地金価格の上昇により、ガソリンや地金の購入意欲が減退すると見通しが生じます。結果として、こうした需要の減少見通しにより、ドル建てで見たコモディティ価格は低下します。

参考図表3: 原油先物価格(1バレル=ドル、期近物、2014年1月から2015年3月17日まで)



出所: ニューヨーク・マーカンタイル取引所、Bloomberg、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

原油の戻りと買い安心感(つづき)

さらには、ドル安につながっている米国の金融政策見通しの後退とドル金利の低下も、コモディティ価格の上昇につながります。コモディティには金利が付きません。したがって、ドル金利が上昇すれば、コモディティの魅力は相対的に低下し、反対にドル金利が低下すれば、コモディティの妙味が相対的に増すと考えられます。

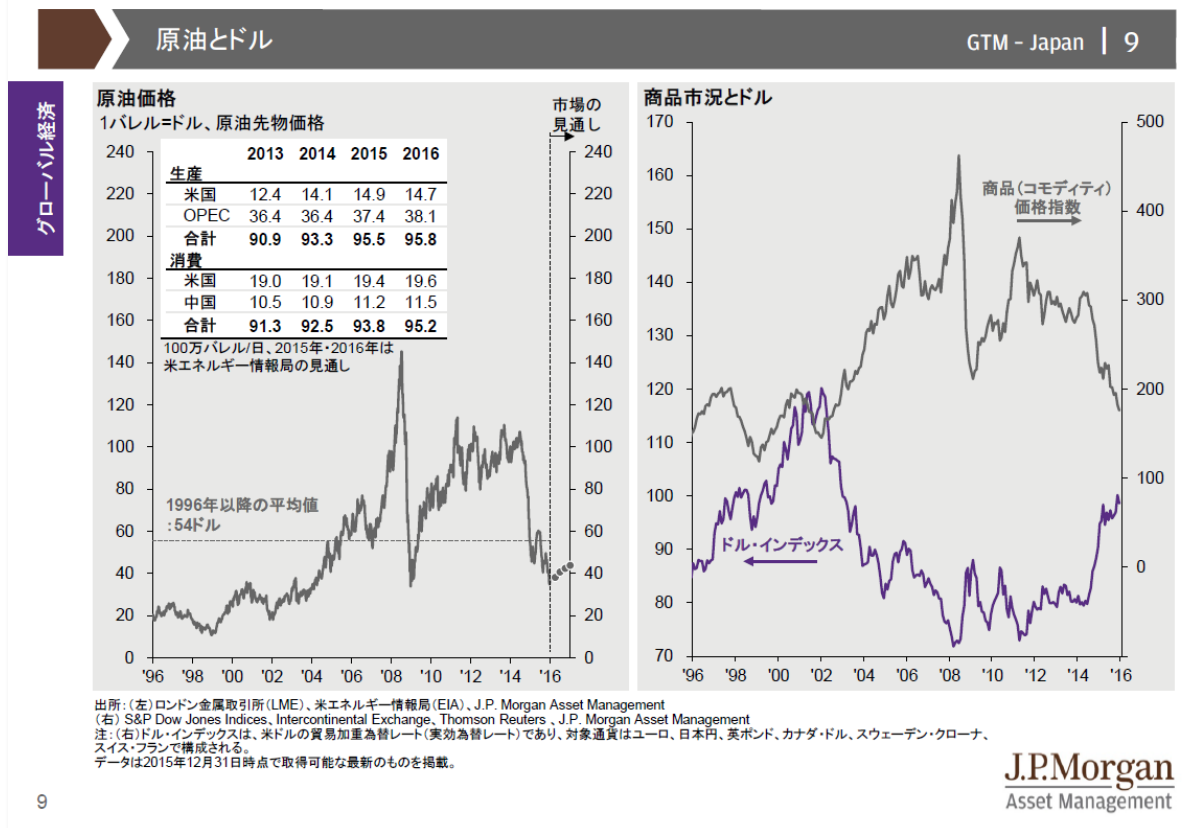
都合、ドル上昇(下落)と、コモディティ価格下落(上昇)の組み合わせが確認されがちです。

ただし、重要なのは、原油市況回復の背景は、原油生産(供給)の減少や、(ドル安による)ドル以外の通貨建てで見たコモディティ価格の調整であり、世界景気全体の回復・拡大期待＝原油需要の拡大見通しとその主たる要因ではありません。

確かに、前ページの冒頭に述べたように、原油市況の回復は今後しばらくの間、幅広い資産の買い安心感につながる可能性も考えられます。

しかしながら、世界経済は次に述べるような下振れリスクを抱えているため、日本の個人投資家は、そうしたリスクに備えつつ、リスクテイクも積極的に行っていくという、柔軟な投資スタイルが必要になる局面かもしれません。

参考図表4: 右側チャートによれば、コモディティ価格とドルは対称な動きをしている。



出所: Guide to the Markets 2016年第1四半期版9ページ、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

下振れリスクにも目配り

金融資産への投資を考える上で最も重要な要素の1つは、ファンダメンタルズ(=経済や景気、企業業績は実際のところ、どうなのか?)です。

世界経済のファンダメンタルズは決して力強いとは言えず、しかも、下振れのリスクを抱えていると考えています。

確かに、米国経済は完全雇用=フル稼働に近い¹ため、雇用の増加=経済全体で見た所得の増加がもたらす個人消費の拡大を中心に底堅く推移しています。しかし、拡大の後にはほとんど例外なく、拡大の終わりが来ます。企業の景況感を表すISM景気指数は、製造業・非製造業ともに低調です。

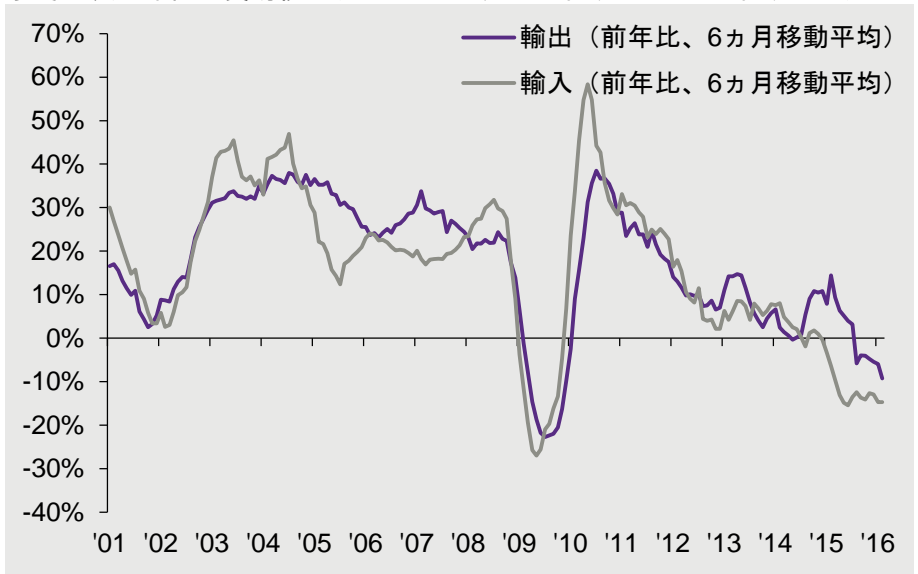
欧州経済は物価の見通しが下振れするなどしたため、欧州中央銀行(ECB)が3月に追加の緩和策を決定しました。

中国の経済指標は低迷が続きます。春節をはさむ1月と2月の輸出は米ドル・ベースでそれぞれ、前年比マイナス11.2%、マイナス25.4%、輸入もそれぞれ同マイナス18.8%、マイナス13.8%の大幅な落ち込みになりました。景況感指数も悪化を続けています。

輸出の減少は生産=所得の減少を通じ、消費の減少につながる恐れがあります。輸入の減少は輸出と内需の低迷を直接反映しています。人民元は中国経済の実力に対して割高である可能性が高く、その一方で、当局は人民元を高め²に誘導しています。都合、中国の景気はこれからも悪化を続けるか、あるいは人民元の切り下げのいずれかが視野に入ります。

そして日本経済は、海外景気の低迷、円高や日銀のマイナス金利政策に対する不安により、賃金の上昇にも弾み³がつかない状況です。

参考図表5: 中国の貿易統計(ドル・ベース、2001年1月から2015年2月まで)



出所: 中国国家统计局、J.P.モルガン・アセット・マネジメント

資産価格の戻りと下振れリスク、マイナス金利の間で

これまで見てきたように、一方では、短期的に、ドル安や原油市況の回復が資産価格に上昇圧力をもたらす可能性があり、他方では、やはり短期的に、世界経済に下振れのリスクがあります。

このような「ちぐはぐ」な状況の中で日本の個人投資家にとってみると、まずは、長期の視点に立って分散投資を行うことが引き続き、1つの答えと言えるでしょう。

あるいは、やや短期的な視野に立つならば、

- 円ヘッジを行いつつ、海外資産に投資をする、あるいは、
 - 大きなキャピタルゲインを追わず、着実なインカム収入を狙う
(プラス、多少のキャピタルゲインを得られればなお良い、程度に考える)
- といった投資が考えられるでしょう。野球に例えれば、「バットを短く持って、手堅くヒットを狙う」といった状況です。

もう1つ重要なこととして、中長期的には、日本の個人投資家にとっては(本邦金融機関を含む機関投資家にとっても)、日銀のマイナス金利政策によって運用環境が激変したと言ってよいでしょう。

さらなる運用難(や金融緩和による支援の限界)は、投資をあきらめると言うよりも、将来において少しでも資産を増やすため、今まで以上に投資の重要性を考える局面と言えるでしょう。

本資料は、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が作成したものです。2016年3月22日時点におけるJ.P.モルガン・アセット・マネジメントの見直しを含んでおり、将来予告なく変更されることがあります。「J.P.モルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。本資料に記載のすべての予測は例示目的であり、投資の助言や推奨を目的とするものではありません。意見または推計、予測、金融市場のトレンドに係る記載は、作成時点の市場環境下での我々の判断に基づいており、将来予告なく変更される場合があります。記載された情報の正確性および完全性を保証するものではありません。本資料はいかなる金融商品の売買も推奨するものではありません。見直しや投資戦略はすべての投資家に適合するものではありません。特定の証券、資産クラス、金融市場の関する記載は例示を目的とするものであり、これらの推奨または投資、商品、会計、法務、税務に係る助言を目的とするものではありません。JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループはこれらに関して責任を負うものではありません。記載された見直しはJPモルガン・アセット・マネジメントによるものであり、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループの他のグループ会社または他の部門の意見を必ずしも反映していません。

「J.P.モルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです。

香港: 証券先物委員会の監督下にあるJFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ(アジア)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(アジア)リミテッド、インド: 証券取引委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント・インド・プライベート・リミテッド、シンガポール: 金融管理局の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(シンガポール)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(シンガポール)プライベート・リミテッド、台湾: 金融監督管理委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(台湾)リミテッド、JPモルガン・ファンズ(台湾)リミテッド、日本: 金融庁の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第330号 加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会)、韓国: 金融委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(コリア)カンパニー・リミテッド(韓国預金保険公社による保護はありません)、オーストラリア: 証券投資委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(オーストラリア)リミテッド(ABN55143832080) (AFSL376919) (Corporation Act 2001(Cth) 第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます)

本資料は、配布される国・地域の法令や規則によって、受取人が他者に転送したり、他者に見せたりすることはできない場合があります。

投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は上下するため、投資家の投資元本が確保されるものではありません。投資判断する際は、ご自身で調査、評価するか、もしくは投資助言を受けるようにしてください。本資料が配布され、投資判断を行う国・地域で適用される法令諸規則に従う責任は受取人ご自身にあります。

© 2016 JPMorgan Chase & Co.