

### リスク回避でも「先行下落資産」底堅さ

金融・小売や新興国・欧州関連など、先行で割安物色

2019/8/9

リスク回避相場が激化するなか、国内外で「先行下落資産」には底堅さが見られている。金融・小売業の株価や一部の新興国・欧州での株価や通貨などであり、各国での債券価格の堅調さもあって、狼狽的な総キャッシュ化は尚早となっている。先行下落資産の底堅さはポジション圧縮などによるショート（空売り）手仕舞いの影響が大きいものの、世界的な金融緩和の強化や来秋の米大統領選から逆算した米政権による先行きの景気配慮シフトを見据えた、世界各種市場での「割安物色胎動」の先行シグナルとして無視できない。

#### 総キャッシュ化は抑制、割安物色の広がりならむ

「英国の合意なき EU 離脱に関しては、一旦の織り込みや経済影響のシミュレーションが進捗してきた。EU や IMF、G7 内などでは、『今さら対 EU 強硬派のジョンソン新首相に何を言っても話を聞かないだろうし、英国の国民が決めることなので静観するしかない』という様子見ムードが広がりつつある。現在の英国の経済規模からして、『世界や欧州の経済に与える影響は限定的』という冷静な分析も見られている」――。

財務省の元財務官は英 EU 離脱問題に関して、このような指摘を行う。先行き 10 月末の期限にかけて再波乱の余地は残るものの、8 月以降の世界的なリスク回避相場にあって、英国不安は一旦の「材料消化」という市場反応が見られている。

8 月 1 日以降の為替相場では対円などでドル安が加速されてきたが、中国人民元の急落や米国以外での金融緩和強化、安全逃避などにより、ドル実効相場ではドルの底堅さが維持されたままだ。その中で 1-7 日における対ドルのスポット（直物）リターンでは、ポンドが+0.2%の上昇となっている。世界主要 16 通貨のうち、対ドルでは 10 通貨が下落となっているが（ドル高）、対ドルで上昇となっているのは、ポンドのほか、円やユーロなど 6 通貨に限られている（ドル安）。

ポンドだけでなく、8 月以降の世界リスク回避相場では、「割安感の出してきた先行下落資産」で底堅さが散見されている。あくまでも市場混乱に対するリスク管理として、ポジション圧縮やデレバレッジ、損失・利益の確定などによる既存ショート（空売り）ポジションが巻き戻されたという要因が大きい。

それでも昨年後半のような「世界の総資産壊滅」と「総キャッシュ化」の嵐は抑制されている。世界的な金融緩和の強化や景気対策の動き、来秋の米大統領選から逆算した米トランプ政権による先行きの

景気配慮シフトを見据えた、打診的な割安物色（バーゲン・ハンティング）の拡大前兆シグナルとして注目されよう。

7 日時点における日本株 TOPIX の業種別株価指数でも、直近 1 年間で下落率の大きいワースト業種上位のうち、直近 5 日間では「証券・商品先物取引」が+0.97%と逆行高になっている（過去 1 年は-27.2%）。あくまで大手証券による決算発表でのリスク努力評価などを受けた「過剰悲観の揺り戻し」が大きいものの、世界的な金利低下や市場変動率の拡大は証券業に下支え要因となっていく。

同じような 1 年間のワースト業種のうち、直近 5 日間で下落率が限られている下げ渋りセクターには、銀行業、その他金融、小売業、食料品、医薬品、空運業などが見られている。いずれもショート整理が主導している一方、貿易戦争への耐久性や世界的な緩和強化と内外での景気対策期待、商品・資源相場の下落といった個別の好材料が着目されている側面もある。先行しての悪材料織り込みと割安感の増大、現状からの下落余地の狭まりが期待されるセクターでもある。

欧州株でも悪材料の群発が続くなか、売られ過ぎ修正的な底堅さを示しているセクターが少なくない。ストックス欧州株 600 指数によると、6 日までの 5 日間で下落率の限られている業種の上位には、公益、不動産といった金利低下追い風業種のほか、過去 1 年に低迷してきた通信サービス、金融サービス、小売などが観測されている。

#### トルコ・リラ、リスク回避激化でも下げ渋り

こうした業種はこれまでの株価下落による割安感のほか、現在はユーロ反発を受けて、海外勢による「割安な欧州株とユーロの二重底値圏物色」も銘柄厳選で散見されつつある。

為替相場では 8 月 1 日以降のリスク回避による円全面高にあって、1-7 日における対円のスポット

（直物）リターンでは、トルコ・リラが+0.9%の逆行上昇となっている（円安）。リラは昨年以降だけでなく、2014 年から政治混乱や景気悪化、大統領による中銀介入、地政学リスクなどにより、長期崩落が続いてきた。しかし、足元ではリスク回避激化でも、対円では下落幅の縮小へと移行。先行する形での悪材料の織り込みや、先行きの政権交代期待、好悪をはらんだ高金利などにより、打たれ強さが目立ち始めている。

トルコ・リラ/円のクロスレートは、月足テクニカルの 12 カ月（1 年）移動平均線について、上抜けと

方向性の上向き転換を巡る重要攻防に直面してきた。これから上下動を経ながらも上向き化が明確化されると、実に2015年2月以来の基調好転となる。引き続き上値の重さや突発的な急落リスクは警戒されるものの、「下げるところまで下げ切った」形での底固めと緩やかな底上げの軌道入りが注目されやすい。

ちなみにトルコ・リラ/円の12カ月平均は前回の長期下向き化のあと、2012年9月から上向き転換となった。その前では2005年3月から上向き転換となっている。いずれも全般的な円高局面の終盤と符号している。トルコ・リラは高リスク通貨の代表格だが、過去の対円での底入れは、タイムラグを経てドル/円やユーロ/円での外貨底入れと反発(円は反落)と明確な相関性を有してきた。

もっとも現在のトルコでは、中銀政策金利である1週間レポレートが19.75%、2年債や10年債の金利が15%という、極めて高いリスクにある状態には変わりない。流動性も乏しく、金利差狙いにしても、常に為替差損リスクや信用リスクを厳格警戒した短期売買の機動的姿勢が求められる。

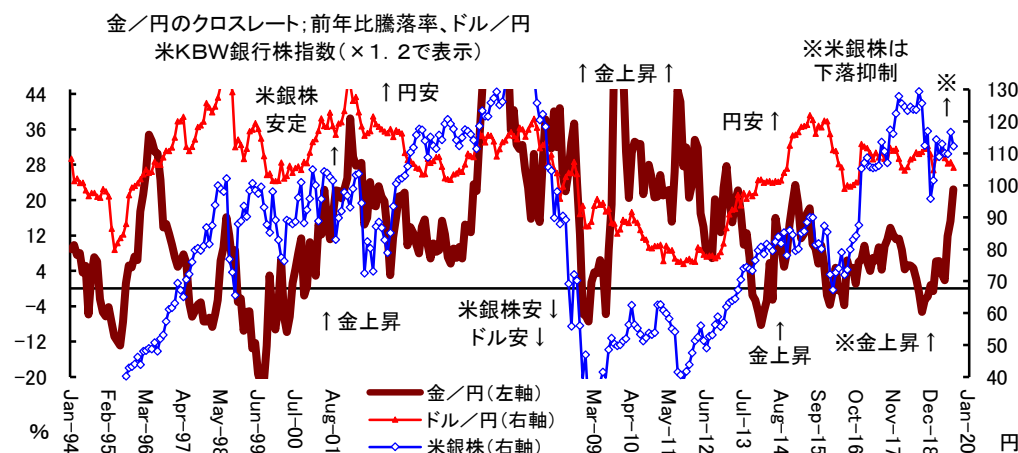
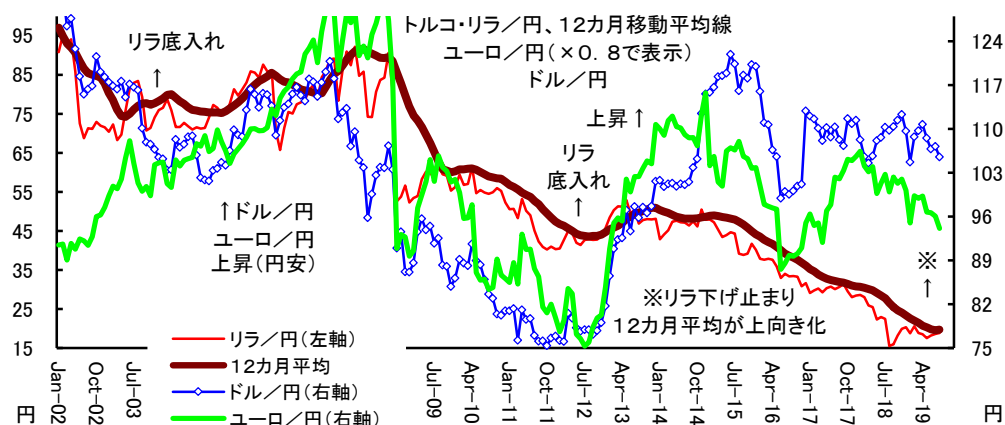
その他、為替相場では8月1日以降のリスク回避による円全面高にあって、1-7日における対円のスポット(直物)リターンでは、トルコ・リラのほか、安全逃避通貨であるスイス・フラン、対ドルで反発

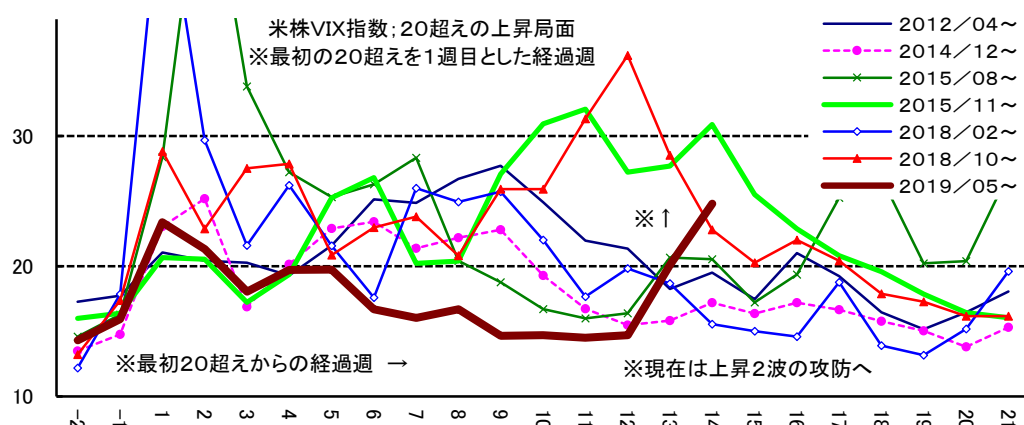
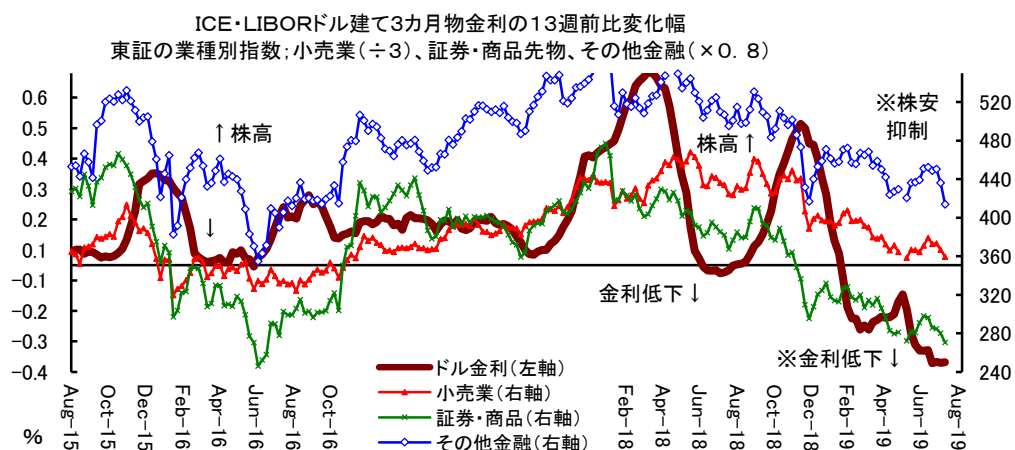
に転じてきたデンマーク・クローネ、ユーロなどが相対的な底堅さを示している(円高抑制)。

同時に円相場のクロスレートでは、金先物の対円相場が2013年4月以来の過去最高値攻防に直面してきた(円安)。あくまでドル不安や先進国での金利消失懸念、貿易戦争不安などを受けた「安全逃避の金高騰」であり、引き続き日本では株安と円高・ドル安の裏表材料として警戒される。

一方で2015-2016年や2018年1-3月などのリスク回避局面では、ドル安・円高を含めた円全面高と連動して金下落と円高も同時加速されてきた。しかし、現在は対円で金が上昇しており、過度な円独歩高の圧力は抑制されている。過去に「金上昇・円安」と「ドル安・円高」の反対乖離が長期拡大定着したのは、2008年のリーマン・ショック以降といった米国での金融不安時だけに限られている。

その点、現状では米国の銀行株を始めとした金融株は、まだ底堅さを維持させたままだ。金高・ドル安・円高という組み合わせが、長期定着していく環境にはない。過去には金上昇・円安のあとには、「金に対しての円の弱さ」という力関係が、タイムラグを経てドル/円やクロス円での円安へと追従伝播してきた実績も有している。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複製もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。