



市場アップデートー2017年10月2日

サプライズの可能性—米税制改革案が明らかに—

トランプ大統領による税制改革によって、金融政策の引き締めペースが速まる可能性があります。ドイツの総選挙はやや驚くべき展開となりましたが、ドイツの状況を大きく変更するものではないと見ています。



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

先週の金融市場では、今後数カ月間に亘ってインフレが目標をやや下回る状況が続いたとしても、堅調な米経済状況を踏まえれば、米連邦準備理事会 (FRB) が徐々に金融政策を正常化させる道筋を変更すべきでないとの認識をイエレンFRB議長が再び示したことに続き、米国の税制改革案の進展が米国金利及び米ドルの上昇の加速を後押しする展開となりました。その意味で、市場はブルーベイがここ数ヶ月間に亘って維持してきた、市場はFRBの利上げに対して過小評価をしすぎているという見方と同様の動きをしたと言えます。ただし過去の動向を踏まえればここまでの動きは依然として相対的に控えめなものに留まっており、米国金利は年初来での平均水準に回帰したのみとなっています。

今後数ヶ月間の見通しとして、米国経済は堅調さを維持すると見ており、ハリケーン・ハービー及びイルマの影響による経済指標の一時的な弱含みがあったとしても上向き傾向は続くと考えています。燃料価格の上昇は米インフレ率が底打ちしたことを示唆し、年末に掛けてインフレが小幅に上昇する可能性があると考えています。結果として、予測不可能な市場イベントが無い限り、FRBは12月の会合で再び利上げを行なう可能性が高いとの見方を維持しています。さらにその後は、グローバル経済が2018年に掛けて底堅い成長を続けるなか、来年は3回の利上げが行なわれることを引き続き基本シナリオとしています。これらを踏まえ、今後も米国金利は緩やかなペースでの上昇傾向を維持すると見ています。ただし、金利上昇がより急激となることはリスク要因であると考えており、減税や次期FRB議長の指名にあたっての不透明感が金利上昇圧力となる可能性があると考えています。

ブルーベイでは今年初めから、米トランプ政権が予算案において法人及び個人向けの減税を達成することが出来、米経済が既に完全雇用に近い状態にあるなかで財政刺激策となり得るという考えを維持してきました。より広範な税制改革は常に問題を抱えると見てきました。しかしながら、トランプ大統領が今月初めに債務上限問題の解決にあたって用いた超党派的なアプローチに続いて、先週明らかとなった改革案の多くの要素は、共和党のみならず多くの民主党議員にとっても魅力的であるということも興味深い点です。個人が所得税を支払う際の課税最低額を引き上げるとともに最高税率を引き下げるとは、連邦税の控除縮小によって部分的に賄われるかもしれませんが、富裕層に有利とも取れ、広範な政治家からの支持を集める可能性もあります。ただし改革案は依然として初期段階にあり、詳細を欠いていることも十分に認識しています。とは言いながらも、市場参加者の多くはトランプ政権が重要政策を何一つ達成することが出来ないとの見方を形成しており、(アーサー・ラッファーによれば) 政権が成長予想を理由に連邦議会予算事務局 (CBO) を調整することが出来たとすれば、刺激策は市場にとってサプライズとなる可能性があると考えています。このような刺激策はマクロ経済上は必要とされていないなかで、ブルーベイでは2018年の米実質GDP成長に1%増のプラス効果をもたらす可能性があると考えています。その意味で、財政政策の緩和はより厳格な金融政策を伴うものである必要があり、FRBは今後数年間の金融政策の引き締めにあたっての緩やかなペースをやや速めなければならないかもしれません。

「選挙結果がドイツでの大きな変化につながるとは考えておらず、より広範に見れば、ユーロ圏の経済状況が改善し、ここ数年間の緊縮策の遺物が去るなかで、ユーロ及びEUに対する反対圧力は引き続き低下していくと見ています。」

また今後数ヶ月間では、次期FRB議長の指名も更なる金利上昇要因となる可能性があります。FRBのメンバーのうち4人が交代する可能性があり、イエレン議長の任期切れが来年2月となっているなかで、トランプ大統領がイエレン議長の再任を計画していないとすれば、議会承認のプロセスを踏まえ、今後数週間で次期FRB議長が発表される可能性があると考えています。次期議長が誰になるのかについては明確ではありませんが、イエレン氏よりもハト派である候補者が指名される可能性は低いと見ています。実際、有力候補と見られているジョン・テイラー氏やケヴィン・ウォルシュ氏が指名されれば、イエレン氏と比較して大幅にタカ派なFRBとなる可能性があります。したがってブルーベイでは、FRBのメンバーが交代することから直近のドット・チャートによる2018年の政策金利見通しは有用な情報を示しておらず、メンバー交代による体制変化によって、インフレが再び2%を上回る水準に達した場合のみ政策金利を引き上げるという方針に変更するだろうという市場の見方には驚いています。これはブルーベイのFRBに関する見立てと大きく異なっており、FRBメンバーの交代が金融政策に及ぼす影響について思いを巡らすのは時期尚早であるものの、現段階では金利低下圧力と比較して金利上昇圧力の方が高いと見られることを強調しておきたいと考えています。

欧州では、引き続き堅固な経済成長が見込めると見ています。景気回復は順調ですが、政策担当者は回復の勢いを損なう可能性がある早期の緩和縮小を避けたい意向であるとみられます。結果として欧州中央銀行(ECB)は資産購入額を減らし、刺激策を縮小していく上で相対的に慎重な道を選ぶと見ています。ここ数ヶ月間で述べている通り、来年1月に債券購入額は月額600億ユーロから400億ユーロに削減されると見ていますが、現段階では量的緩和(QE)の明確な終了日が発表されるとは予想していません。さらに、直近行なわれたドイツの総選挙では右派政党が予想よりも票を伸ばしたものの、全般的に欧州では政治情勢が前向きな方向へと動いていると見ています。選挙結果がドイツでの大きな変化につながるとは考えておらず、より広範に見れば、ユーロ圏の経済状況が改善し、ここ数年間の緊縮策の遺物が去るなかで、ユーロ及びEUに対する反対圧力は引き続き低下していくと見ています。グローバル経済の見通しも引き続き堅調であるとみています。エマージング市場は引き続き中国の堅固な経済成長によって支えられるとみています。この秋予定されている中国共産党大会は2018年の政策を見極める上で重要なイベントとなると見て注目しています。全般的に前向きな環境下で英国のみが例外で、メイ首相率いるブレグジット交渉団が、希望通りの移行案で合意に至ると同時に、他の保守党メンバーの合意にこぎつけることは困難であるとの懐疑的な見方を維持しています。

今後の見通しとして、社債及び国債のスプレッドに対する全般的に前向きな見方を維持しています。堅固なマクロ経済見通しや緩和的な政策、落ち着いた政治リスクは支援材料であり、想定外のイベントを除けば、スプレッド資産にとっての最も大きなリスク要因は金利上昇であると見ています。その意味で、クレジット・リスクをオーバーウェイトし、金利リスクをアンダーウェイトするというスタンスは適切であるとの見方を維持しています。ただし、この見方に過度に楽観的になるべきではなく、米予算案でのポジティブ・サプライズが株式市場の更なる上昇要因となる可能性はあるものの、その他多くのリスク資産にとっては米ドル高及び米国債金利の上昇が逆風要因になりかねないことに注視が必要であると見ています。

今後数ヶ月間で興味深い出来事は多くあり、今のところは慎重ながらも前向きな投資アプローチを続けていきます。北朝鮮がトランプ大統領の行動を「明白な宣戦布告」とみなすと発言し、これに反論した米政権に対してトランプ政権が長続きしないと応酬するような一週間においては一見意外な見通しかもしれません。ただし「ロケットマン(トランプ氏が金正恩氏を指して呼ぶ際に使用している)」は、ライアン航空の乗客がキャンセルとなったフライト

の全額及びその他費用の払い戻しを受ける事態となったことに比べれば、それほど愚かなことはしないかもしれません。少なくとも金正恩氏はクリスマスをキャンセルすることで責められたりはしないでしょう。

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

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下となります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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（2017年10月2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。

以上