



BlueBay  
Asset Management

## 市場アップデート – 2016年11月18日

### 強気市場の終焉か



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

#### 米国経済の回復とトランプ氏の現実路線により、国債の金利の動きは大きく反転しました

米国大統領選挙の結果が引き続き市場の話題となっており、金融市場では全体がトランプ色に染まりました。こうしたことから、ワシントンで政策関連者と会合を持つことは有益であると考えて現地に出向しましたが、トランプ氏選出について欧州の多くの国がいささか当惑した様子であるのに対して、ワシントンでは対照的に楽観的な様子であることに驚きを感じました。次期大統領は大統領選のキャンペーン中に首を傾げたくなる発言が相次ぎましたが、米国の老朽化したインフラを再整備するとの考えに反対を表明する米国人は多くありません。「問題を解決する」という公約は前向きに受け止められ、法人税減税を実現するために、企業が海外から米国内に雇用を移すとの明確な計画を出していることもまた驚きました。

経済的な点を見ると、米国経済は完全雇用にすでに近く、今週発表された新規失業保険申請件数は過去40年で最小でしたので、現時点で追加刺激策は不要なことは明白です。そうしたことから、財政の緩和は金融緩和を縮小することで相殺される必要があるでしょう。金利が上昇して、その結果次回の景気悪化時にFOMCが金利引き下げ余地を大きく持てることは望ましいだろう、という前FOMCメンバーのコメントには注目して良いかもしれません。さらに、米連銀の金融政策は経済状況によって決定されるものであり、国内外を問わず今後の市場の動きによってではない、ということを市場は十分に認識する必要があるだろうという印象を持ちました。市場はこの点について無頓着で、金利上昇のリスクを過小評価し続けていると考えています。12月に米連銀が利上げを行うことは既定路線であり、今後の1年でさらに4回の利上げが実施されると現在予想しています(先物市場では1回の利上げしか織り込んでいません)。我々は歴史的かつ劇的な動きを見ているのであり、米国債金利はかなり上昇しましたが、2016年初めの水準に金利が戻っただけのことで、この動きは全く行きすぎではないと考えています。

我々がトランプ氏について知っていることを検証してみるに際して、トランプ氏やそのファミリーのツイッターやフェイスブックのアカウントを辿っていくのが賢明であると前から考えていました。そうすると、子供や孫を気にかける家族思いの人物像が明確になりますが、さらには、西欧メディアの多くが烙印を押したがつているような極端な親ファシスト的な人物像からはほど遠いという印象を持ちます。皮肉にも移民を防ぐ壁を現在築いているのはヨーロッパであり、トランプ氏の政策の多く(インフラ整備、政治腐敗の削減、ブルーカラー労働者への雇用と機会の創出、シリアからの撤退、ロシアとの友好など)は英労働党党首であるジェレミー・コービンと同党の政策と共通する部分が多くあります。

#### 歴史的かつ劇的な動きを見えています

トランプ氏について物事を成就する民主主義者という1つの印象が浮かび上がってきますが、これまでの政権移行チームを見る限り、多くの主流派、自由主義のメンバーが入っており、問題児となるような過激な人物(例えば、スティーブン・バノン氏)は比較的少数です。また、トランプ氏の年齢から1期のみの大統領になるのではないかと考えています。この事からトランプ氏が再選を意識してオフィスで過ごすことはないと考えられます。それよりもむしろ、急いで物事を成し遂げようとする可能性があります。その結果、トランプ氏は現実的な大統領になる可能性があります。こうした点から、トランプ氏の行動はその発言よりも常に重要であると考えています。

債券市場に話題を移すと、10年米国債は年末までに2.5%まで上昇し、来年の前半のうちに3.0%に達する可能性があると考えています。米国社債のスプレッドは、経済成長率の上昇、収益の伸びとリセッション懸念の後退といったことに助けられる可能性があります。不透明感の高まりと米連銀の金融引き締めはマイナス材料となります。海外では、日本の当局は金利が上昇することを狙っている可能性が高く、日本銀行が長期国債の買い入れを減額し続けると見えています。ユーロ圏ではフランスとイタリアで政治懸念が高まり続けて、ブレグジットとトランプ氏勝利のショックに次いで、2度あることは3度あるという考えは単純かもしれませんが、それでも政治懸念が直ぐに解消するという可能性は低いと思います。この結果、ソブリン債のスプレッドはユーロ全体で2年振りに拡大した水準となり、米国債に対するドイツ国債のアウト・パフォーマンスをもたらしています。

通貨では米ドルは堅調な動きを続けていますが、さらにその傾向が続くと考えています。米ドルにある程度連動する通貨は最も懸念を持たれ、人民元はさらに下落が続くと考えています。他通貨を見ると、エマージング通貨には困難な状況が続いています。米国金利の上昇、貿易条約のリスク、米国回帰と米ドル高による雇用の現象、といったことはエマージング市場には全て逆風となり、米国の成長高による恩恵が一部及ぶ程度です。その他地域では、英国のように巨額の経常収支赤字を海外からの資金で埋め合わせている海外依存度の高い国の通貨は、引き続き下落リスクがあると見ています。

今後についてですが、市場の動きの速度は非常にボラティリティの大きかった10日間を過ぎて、やや落ち着いてくるものと考えています。しかし、ここ数週間でグローバル債券市場の大幅上昇は終焉を迎えてしまったかもしれない、という考えが強まってきています。Rスター（サンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁の自然利子率）の下落への懸念と長期的なスタグネーションへの心配はどこかに追いやられてしまい、インフレ率が上昇し始めており、今後数ヶ月はさらにこの傾向を想定することが適切と考えられます。現在はかつて通常であった金利サイクルへの変わり目にあり、アノマリーとしてこの数年間の債券価格の動きを振り返ることになるかもしれません。そうは言っても、トランプ氏はトランプ・ホテルで何か単に面白いことを考えているだけの可能性もあります。結局のところ、今週米上院の建物にあるヘア・サロンを偶然見付けた時に、大統領風のヘアスタイルにしてくれとお願いすべきだったかもしれません（そもそも整える髪も私にはありませんが）。ここでトランプ氏は将来散髪をするのだろうかと考えましたが、きっと違うでしょうね。

---

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11月21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るようお願いいたします。

以上