

## テール・リスク上昇への市場の反応

ここ最近発表された米政策は、ポジティブなグローバル経済見通し及び企業業績見通しにおけるテール・リスクを高める可能性があり、その政策意図を市場が十分に理解していくなか、市場変動性の高まりは続くと考えています。既に完全雇用状態にある米経済に対する財政刺激策は米連邦準備制度理事会（FRB）の政策ミスリスクを高めるとともに、生産性の向上を伴わなければ足元の米景気拡大期の早期終焉をもたらす可能性があると考えます。先日発表された鉄鋼及びアルミ製品への新たな関税も、グローバルの貿易戦争につながりかねないリスクをはらんでいます。ボラティリティがさらに高まる局面において、アクティブなリスク管理及び銘柄選択の重要性が増していくと考えています。

### インサイト

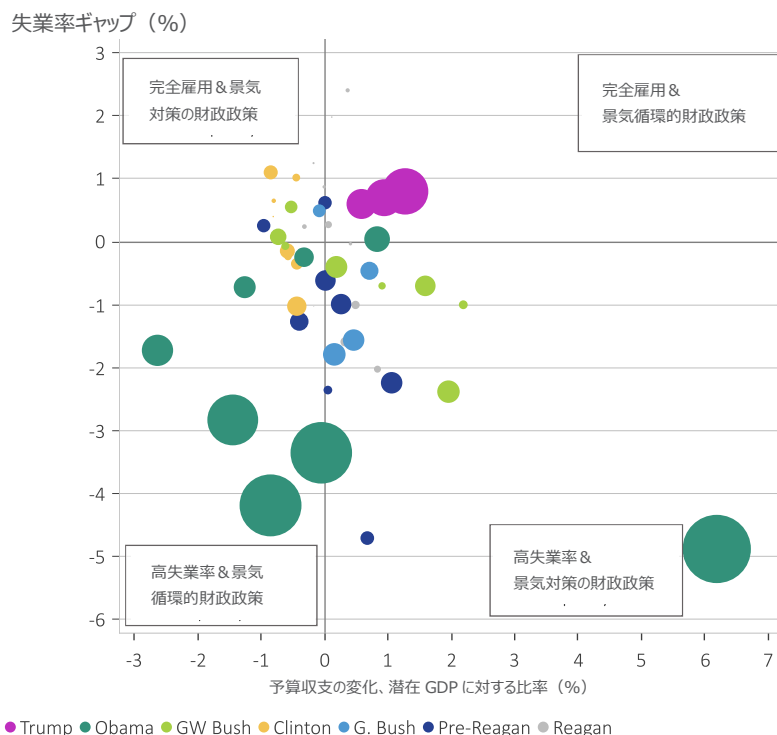


**デビット・ライリー**  
パートナー兼  
クレジット戦略ヘッド

### 異例の刺激策

昨年末に成立した米減税法案の減税規模は、10年間で総額約1.5兆米ドルにのぼり、今後数年間で米経済は5,800億ドル程度の恩恵を受けると言われています。またトランプ政権と議会与野党は今年1月、ハリケーン被害への救済金などを踏まえ、今後2年間の歳出上限を3,900億米ドル引き上げることで合意しました（実際の歳出は2,250億ドル近くになると見られます<sup>(1)</sup>）。これら全てを考慮すると、財政刺激策は米GDPの4%近い規模となり、完全雇用状態にある米経済に現段階でこれほどまでの刺激策を講じることは極めて異例であると言えます。

図 1：財政政策と景気サイクル



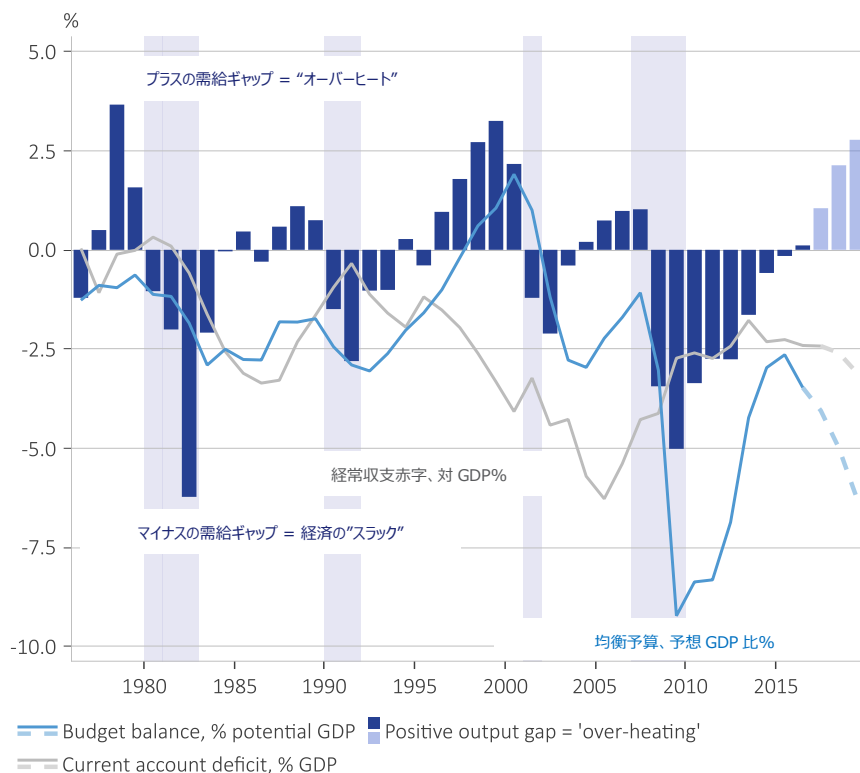
今回の財政政策が米経済成長やインフレ、さらに貿易赤字に及ぼす影響は、かなりの誤差を踏まえても大幅であると言えるでしょう。2018年及び2019年の米成長率見通しは、昨年11月の時点から0.4ポイント上昇し、足元で2.7%及び2.4%となっています(ブルーベイでは2018年の成長率は3%程度になると予想しています)。また同様に、市場が織り込むインフレ見通しについても上昇しています。

これらを踏まえれば、直近の議会証言でパウエルFRB議長が、財政政策が「少なくとも今後数年間に亘って需要面での大幅な拡大をもたらす」可能性を指摘し、短期的な米経済見通しは昨年12月以降強まったと発言したことも、驚くべきことではありません。パウエル議長は「緩やかな」ペースでの利上げ見通しを強調したものの、緩やかなペースが今年3回ではなく4回の利上げを意味し、利上げペースは2019年に加速する可能性があることを市場参加者が意識し始めるなか、議会証言後に株式及び債券市場は下落しました。今月末に予定されている次回会合において、米連邦公開市場委員会(FOMC)は今後数年間の利上げ道筋に関して、参加者の金利見通しを示すドット・チャートを引き上げる可能性が高いと見えています。

米経済のソフト・ランディングを達成するため、経済の過熱を回避しながらインフレ率を2%の目標水準で安定させると同時に成長をスムーズな軌道に乗せるため、FRBは金融政策を適度に調整していく必要があります<sup>(2)</sup>。FRB及び各国の中央銀行にとっての課題は、金融政策を調整するなかで、経済成長及び利上げ見通し、さらに経済の「スラック」や長期的に持続可能な経済成長率を、リアルタイムで適切に評価していくことです(2018年2月21日発行のレポート「市場がFRBに追い付く」をご参照ください)。

失業率が「自然失業率」を下回ってさらに低下を続け、国内需要が供給を上回るペースで拡大し、貿易赤字が拡大するなか、最大の不確実要素はインフレ率の上昇によって経済の過熱(オーバーヒート)がどの程度見て取れるのかを見極めることであると言えるでしょう。グローバル経済の成長にも関わらず米国の貿易赤字は拡大しており、足元で5,700億米ドル(GDPの3%近く)となっています。財政及び貿易の双子の赤字は、保護貿易主義のリスクを高め、FRBの利上げペースの加速につながる可能性があると見えています。

図2：米国の財政及び対外貿易赤字（双子の赤字）

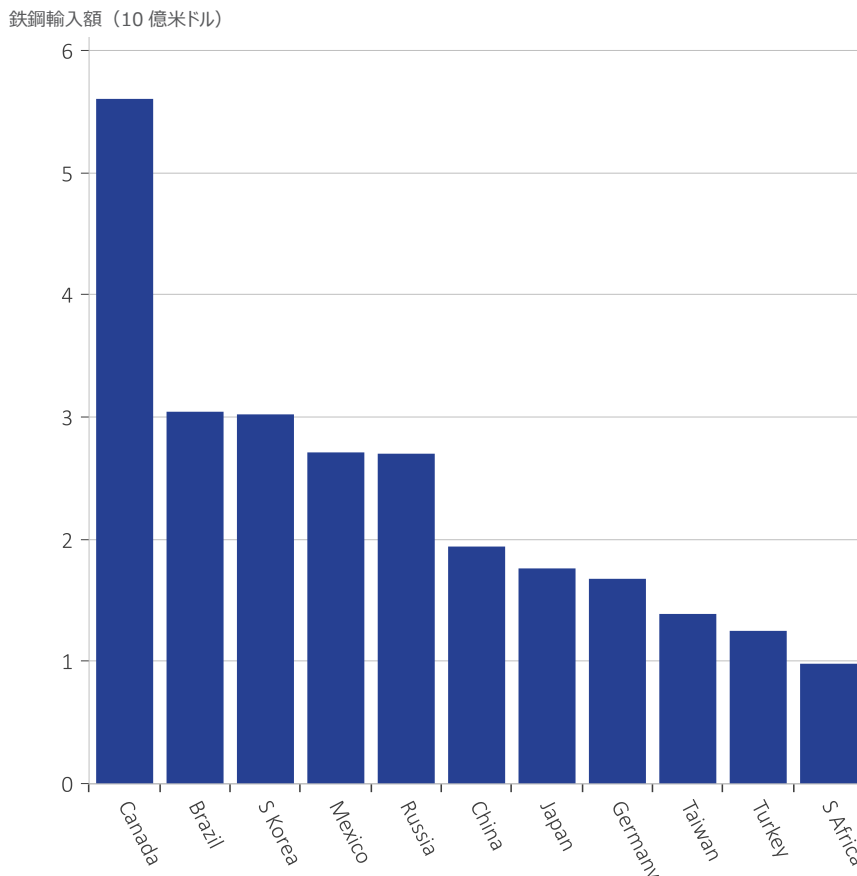


(注記) 予想 GDP は、安定的なインフレ率のもとでの経済の産出量。GDP は一時的に経済の潜在産出量を上回る可能性があるものの、インフレ率上昇という代償を伴う。アウトプット・ギャップは GDP と CBO が推定する潜在 GDP との差を、潜在 GDP に対する比率 (%) で示したものの。グレーの網掛け部分は全米経済研究所 (NBER) が公表する米景気後退期。

(出所) 米議会予算局(CBO), Macrobond; ブルーベイの計算に基づく 2019 年までの予想値

トランプ米大統領は国際貿易を「ゼロサム・ゲーム」であるとして捉えており、貿易赤字は米国が不平等な競争に負けている証であると考えています。保護貿易主義はトランプ氏の大統領選キャンペーンにおいて重要なテーマであったとともに、直近表明した鉄鋼及びアルミ製品輸入品に対してそれぞれ 25%及び 10%の関税を課すとの決定にもその考えが色濃く表れています。鉄鋼及びアルミ製品の輸入は米 GDP の 0.2%未満である 300 億ドル程度に過ぎないため、これらの関税が米経済及びインフレ率に直接的に与える影響は限定的であると見られますが、他の主要貿易相手国による報復措置がより広範な「貿易戦争」につながる可能性があり、その場合グローバル経済には大きな痛手になると見られます。

図 3 : 米国の鉄鋼輸入元上位 10 か国



(注記) 2017 年の米鉄鋼製品の輸入総額は 2,910 億米ドル  
(出所) 米国勢調査局; 2017 年のデータ

短期的には、減税及び財政支出拡大による経済成長及び企業収益の改善は株式及び社債市場に追い風になると見られます。ただし来年以降は、これらの政策により米経済の「ハード・ランディング」のリスクが高まり、FRB が過度及び早期に利上げを実施することで今景気拡大期が中途半端に終わってしまう可能性があると考えています。法人減税及び税制改革が結果として設備投資を促し、生産性を高めることで、安定的なインフレ率のもとでより高い成長を達成するための経済の潜在性を高めることが出来れば、その警戒感はやや和らぐと見られます。とはいえながらも、米金利及び利回りは足元の 1 年及び 2 年フォワード率が示す水準よりも高い水準で年末を迎える可能性が高く、イールド・カーブは年末までにさらにフラット化すると見えています。

貿易赤字が拡大するなかでも、米経済成長率の上昇や金利上昇が米ドル上昇の支援材料になる可能性があります。ただし輸入関税が米ドル相場に及ぼす影響は依然として不透明です。理論的には米国内における価格がその他の国と比較して高くなることで米ドル高を促す可能性がある一方で、他国の報復措置及びグローバルのリスク・オフ心理は米ドル安の要因となるでしょう。

米財政刺激策や金融引き締め、さらに保護主義貿易が投資に与える影響は複雑かつ不透明です。貿易戦争やFRBの政策ミスに関するテール・リスクは高まっており、堅調な米経済やグローバル経済及び企業収益の拡大がリスク資産にもたらすポジティブな影響をやや削いでしまっています。米国における政策的なリスクや不透明感の結果として市場のボラティリティが高まることは避けられない状況で、投資元本の保全のためにリスク管理及び資産選択をアクティブに行い、より複雑かつ不透明な投資環境下において勝者と敗者を見極めていくことの重要性がさらに増していくと考えています。

文中注記:

(1) UBS Economics による試算

(2) 事前に用意されたパウエル議長の議会証言の原稿には、「今後数年間の金融政策の適切な道筋を見極める上で、FOMCは、引き続き経済の過熱を回避することと個人消費支出(PCE)インフレ率を持続的に2%に近づけることの両立を目指していく」とある。

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のようになります。

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(2018年3月6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。