

市場アップデート – 2018年9月13日 –

景気を盛り上げる

貿易、中間選挙、エマージング市場が米国への最近の出張での主な話題でした。米国の経済面は、どこを切り取っても好景気にあるようです。



マーク・ダウディング

パートナー兼投資適格債チームヘッド

先週の金融市場では、エマージング（EM）市場における特段目立った悪材料がなく、リスク資産に対する投資家心理が全般的に改善しました。涙が出るようなトルコ中銀の 625bps の利上げは、当局が伝統的な政策へと舵を切る姿勢を示唆しました。ただし、今回の利上げはトルコ経済にとっては打撃となるため、利上げ自体が持続可能な解決策となる可能性は低いと考えています。一方、同日に行なわれた欧州中央銀行（ECB）会合では、トルコとは対照的に目新しい材料はほとんどありませんでした。ブルーベイでは、引き続き米欧の金融政策が概ね自動運転モードにあると考えています。ただし、先週米国で行なった調査では、米経済の基調的な底堅さを改めて確認するとともに、中長期的な金利見通しは依然として市場に十分に織り込まれていないことを実感しました。

財政刺激策が弾みに

経済的な視点から見ると、米国経済はやや軟調な 1-3 月期の成長にも関わらず 2018 年通年で 3%以上の成長を達成するとみており、とりわけ財政刺激策による恩恵がピークに達する 2019 年 1-6 月期に掛けてその勢いは加速するとみています。これを受けてコアインフレ率及び平均時給はじわじわと上昇するものの、これは概ね米連邦準備制度理事会（FRB）の想定内に留まり、FRB が慌てる可能性は低いと考えます。しかしながら財政状況が引き続き緩和的であることから、状況が大きく変化しなければ、当面は FRB が毎四半期 25bps の利上げを続けると予想しています。米中間選挙においては、民主党が下院において僅差ながら過半数を獲得するとみられており、上院でもテキサス州及びテネシー州が激戦となり、民主党が過半数を奪還する可能性すらあるとも言われています。ただし、仮に選挙結果がトランプ大統領の弾劾プロセスの初めの一步になったとしても、上院 3 分の 2 の賛成が必要という条件があるなか、弾劾裁判によってトランプ氏を大統領の座から引き摺り下ろすことが出来る確率は非常に低いとみています。さらに、トランプ大統領の任期後半は政策面でやや停滞する可能性があるものの、多くの観点からしてそれは必ずしも悪いことではなく、金融資産に及ぼす影響もそれほど大きくはないとみています。

トランプ大統領のビジョン

現段階でより多くの注目を集め、議論の対象となっているのは通商政策に関連した話題と言えるでしょう。共和党議員と面談した際、歴史的に大企業や自由貿易を後押しする政党であった共和党が、ここ最近ではトランプ氏の見方を反映し、より労働者寄りの、貿易に積極的ではない政党へと塗り替えられてしまっているとの印象を受けたことはやや衝撃的でした。二国間の通商交渉の行方に関わらず、最終的には中国からの全輸入品に 25%の高関税が課される方向に向かっているとみられ、これを食い止めるために出来ることはもうほとんどないであろうということに中国政府は気づき始めているようです。自動車への高関税措置も実行される可能性が高いでしょう（そうでなければメキシコとの間で「予備的合意」に至った意味がほとんどなくなってしまうためです）。最終的に保護主義的な政策が株価下落の要因とされない限り、

もしくはそれまでは、貿易赤字の拡大はトランプ氏の勢いは続き、現段階では米議会からもほとんど抵抗はないとみられます。貿易関税は米国のインフレ率にほんの僅かの上昇圧力としかならず、米経済成長に大きな影響をもたらすこともないでしょう。したがって、その影響をより色濃く感じ取るのは米国以外の国であるかもしれません。

米国金利上昇による影響は限定的

その他ワシントン D.C.では、政策担当者と主に苦境に立たされる EM 市場に関する議論を交わしました。その結果、アルゼンチンはこの夏国際通貨基金 (IMF) との間で合意した 500 億米ドルの融資枠の増額を巡って、より厳しい審査にさらされるとみられます。またトルコが助けを必要としていることは明確ですが、シリアのイドリブ県での人道危機において、将来的に欧州連合 (EU) 及び米国がトルコ側への支援を表明しない限りは、トルコが国際社会からの支援を受けられる可能性は低いと見られます。また足元ではブラジルの政治情勢も懸念材料となりつつあります。大統領選に向けた直近の世論調査で、改革派のアルキミン氏の支持率が 10%と伸び悩んでいるためです。フロンティア市場では、パキスタンへの注目が高まっています。IMF が融資を中国政府への返済に充てられることに対して難色を示しているためで、より全般的に見れば、中国による覇権拡大が、今後有力な貸し手としての IMF の立ち位置を脅かすのではないかとの不安が広がっているとみられます。米国金利の上昇が当面の間は EM 資産にとって下押し圧力になるとみられるものの、来年にも鈍化すると見られている中国の経済成長が深刻な悪化につながらない限りは、先進国経済及び先進国市場への影響は限定的であるとみられます。

欧州政治

欧州では、イタリアの予算に関連した議論がやや落ち着きを見せるなか、周辺国のスプレッドが大幅に縮小し、9月の月初来で8月の下落分を概ね取り戻す展開となっています。ブルーベイでは、イタリアに関して十分な理由がないまま過度に悲観的になっているとの見方を維持しており、イタリア 10 年国債のスプレッドは 200bps 以下まで縮小する可能性があると考えています。英国では、EU 離脱 (ブレグジット) 関連の発言がテニスのようなラリーを続けましたが、依然として確たる進展は見られていません。現段階ではこれらの多くの発言を材料視しないことが適切であるとみており、むしろ月末に予定されている労働党及び保守党の党大会において情勢が変わるかどうか注目しています。

アイスランド・クローナは反発を期待

その他の市場では先週、アイスランド・クローナが大幅に下落しました。同国が 7%の経済成長を達成しており、インフレ率は 2%、さらに財政及び貿易収支が共に黒字であることを考慮すると、下落はやや行き過ぎであるとみられます。ここ最近の価格動向は、年金基金が資産を海外に振り分けていることによる影響もあり、より直近では (アイスランドの航空会社である) WOW Air の破綻危機が噂されていることにより、同国の観光業が影響を受けるのではないかとの懸念が高まっていることも下落を促している可能性があります。ただし、既に中央銀行が介入しているほか、ここ最近の下落は金融当局に、現状投資を検討する海外投資家に適用されている資本規制を廃止する選択肢を与える可能性もあるとみています。したがって、同通貨は今後数週間で反発するとの見方を強めており、堅調な経済ファンダメンタルズが通貨上昇を促す要因になるとみています。

小さな刺激と大きな刺激

今後数日間は、ハリケーン「フローレンス」に関連した報道が相次ぐかもしれません。

最悪の事態が回避されることを祈るのみですが、仮に被害が甚大となれば復興支出が増加するとみられ、継続的に市場に影響を与える要因にはならないとみています。米国への訪問を振り返ると、ほぼどこを取っても好景気が感じられるとの印象を受けました。今のムードを表現するのであれば Let's get it! をもじった「Eskeetit (盛り上がりませ!)」がふさわしいかもしれません。『Eskeetit』を歌っている米ラッパーの Lil Pump はその名の通りちょっとした流行を生み出しているようですが、トランプ米大統領の財政刺激は消費者需要に大きな Jump をもたらしめていると言えそうです。

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。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜） / エマーシング債絶対リターン戦略：年率 0.85%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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（2018年9月13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。

以上