

## 市場アップデート – 2019年8月2日 –

### パウエル (Powell) 議長がタオル (Towel) を投げ込む



マーク・ダウディング

パートナー兼最高投資責任者 (CIO)

FRB は政治的圧力に屈し、貿易戦争を進めるトランプ米大統領にとっては支援材料となりました。

米連邦準備制度理事会 (FRB) は先週、大方の市場予想通り 25bps の利下げを実施しました。興味深いことに、米連邦公開市場委員会 (FOMC) は声明で、国内の経済見通しを概ね据え置き、その後の質疑応答でパウエルFRB議長は、2019年後半の成長率が依然としてトレンド並みもしくはトレンドを上回る水準に留まるとの見方を示しました。

実際に、過去1ヶ月間の経済指標が概ね市場予想を上回る内容となっており、貿易関連の懸念も後退し始めているなか、このような方向へ動くことを6月に予めコミットしてしまったことによるプレッシャーを感じることもさえないならば、果たしてパウエル氏は先週政策転換を発表したのかどうか、不思議に思ってしまうほどです。

#### 景気拡大維持のための政治的圧力

6月の時点では、貿易面での懸念は最高潮に達しており、経済指標も軟化していたため、FRBはホワイトハウスから次々と浴びせかけられる批判による圧力の高まりを感じていたとみられます。

したがって、先週のパウエル氏の発言、及び今回の利下げを市場には、長い緩和サイクルの始まりとしてではなく、景気サイクルの中盤における政策調整として捉えて欲しいという姿勢には、あまり乗り気ではなかったかのような側面も見受けられました。

FRBの決定を読み解くと、今回の言動はインフレ圧力が依然として抑えられているなか、米国以外のグローバル経済に起因するリスクに根ざしたものであるとの印象を受けました。コア個人消費支出 (PCE) インフレは1.6%と依然としてFRBの目標を下回っていますが、今年初めに低下して以降、足元では上昇基調にあり、過去3ヶ月の平均は年率2.5%程度となっています。

結果として、パウエルFRB議長には更なる緩和策を予めコミットしないよう慎重な姿勢も見受けられました。ただし同時に、中央銀行として利下げを「一度きり」のものとするのは非常に稀であるということも言い添えました。

FRBのタカ派的な利下げに対する当初の反応はやや鈍かったものの、その直後の貿易関連のトランプ米大統領のツイートが文字通り影響力で「勝る (Trumped)」格好となりました。トランプ氏は、おそらく北京 (中国政府) との交渉が行き詰まったことにより中国への追加関税を発表し、再び米中貿易摩擦の先鋭化を招きました。ほとんどの市場コメンテーター、そしてまさしく政策担当者との会合を踏まえたブルーベイ自身の見解としても、仮に通商協

議の妥結に向けた進展が行き詰まっても、膠着状態がしばらく続くであろうとの見方が大半であったため、このようなトランプ氏の動きは市場にとってサプライズでした。

トランプ氏の意図を理解する上で、直近の世論調査に目を向けることが有益かもしれません。世論調査では、彼のやり方に対して多くが好意的な見方をしていることが浮き彫りとなっており、とりわけ Swing State と呼ばれる大統領選で勝利が必要な激戦州での評価が高いことが明らかになっています。また、民主党の候補者が中国へのタカ派姿勢を見せていることも興味深く、結果として現政権は、米経済や米国株式市場の勢いの妨げにならない限り、中国に対して強硬な姿勢を見せることはスマートな行動であると結論づけていくのでしょうか。

米連邦議会で債務上限引き上げが可決されたことを受け、来年の米財政政策は更に緩和されることとなっており、実際にパウエル氏が、利下げを開始するというトランプ氏の要求に黙従したことも踏まえると、今となっては財政及び金融政策の両方が、貿易戦争を推し進めるためのトランプ氏の支援材料になるとも言えそうです。このような状況は明らかに不確実性を高め、短期的には、投資家の質への逃避が米国債利回りの低下及びリスク資産への下押し圧力につながりました。

ただし同時にブルーベイでは、特に製造業を除けば、米国経済の成長モメンタムは引き続き力強いとの見方を維持しています。したがって現段階ではマクロ見通しに大幅な変更を加えることは検討しておらず、7月に利益実現のために一部のリスクを削減したことを踏まえ、市場の価格動向が行き過ぎであると判断した場合には、積極的に投資機会を探っていく方針です。

## 大西洋の反対側では

ユーロ圏の経済指標が引き続き米国に出遅れるなか、ユーロ金利は低下を続け、ドイツ10年国債利回りは-0.49%と最低水準を更新しました。

投資家は、9月の次回会合で ECB が FRB を上回るハト派姿勢を見せる必要があると考えているようですが、ブルーベイではこのような強気な見方がやや先回りし過ぎていることを幾らか懸念しています。

イタリアでは、投資家の利益実現の動きが加速するなか、ドイツ国債に対するスプレッドが再び 210bps を上回り、FOMC の結果を受けて株価が下落するなか、社債の CDS 指数のスプレッドも小幅に拡大しました。

その他の市場では、スペインの政局に注目が集まりました。サンチェス首相率いる社会労働党による連立交渉が物別れに終わり、秋にも再び選挙が行われる可能性が高まりました。ただしブルーベイでは、このような状況が短期的にスペイン国債に与える影響は限定的であるとみています。

また先週は、今年後半に英国の「合意なき離脱」が起きた場合、アイルランドが最大の敗者になる可能性が懸念されるなか、アイルランドの債券スプレッドにも注目が集まりました。

## 離脱派によって秋には「合意なき離脱」が焦点に

その英国では議会が夏場の休会期間に突入しており、今後数週間は報道が比較的落ち着くとみられています。ただし、世論調査で保守党の支持率が急回復していることから、9月にも解散総選挙が発表され、10月末にも実施される可能性が高まっているとみています。

英国での総選挙では、最終的に労働党・自由民主党・スコットランド国民党（SNP）の連立政権が誕生することになると予想しており、ジョンソン首相は就任直後の「ハネムーン期間」のうちに、また労働党が党首をジェレミー・コービン氏から交代させる前に、むしろ選挙キャンペーンを積極的に張る可能性があるかとみています。

与党・保守党が実質的に過半数を保有しないまま政権運営を行っているなか、総選挙はそれほど先の話ではないと見られ、その結果、これまでの話とは異なるものの10月31日のブレグジットはほぼ確実に延期される必要があるかとみています。

さらに、ここ最近行った欧州及び北米の政策担当者とのミーティングでも言及がありましたが、英国は「合意なき離脱」のための準備が出来ていると言うには程遠い状況であると考えています。

実際に、例えば漁業などの業種を見てみると、英国は、（同機構がロンドンに本部を構えているにも関わらず）北西大西洋漁業機構（NAFO）のメンバーになるための申請すら行っていない状況で、現場には困惑が広がっているとみられます。

漁業の専門家は、英国に割り当てがないことから（またEUが自らの割り当ての一部を英国に譲渡する可能性は低いとみられることから）、英国の漁船による国際水域における漁業が禁じられることを指摘しています。また「合意なき離脱」となれば、法的な承認が実際に有効となるまでには数ヶ月の時間を要し、英国の漁船がEUに魚を輸出することが出来ない状態が続くとみられます。

貿易関連のシニアな政策担当者にとって、このように英国側の準備がほとんど整っていないことは実に衝撃的であり、合意なくしてEUを離脱することによる影響がいかに深刻であるかということ予想することが出来ない英国の政策担当者に対する不信感が募っているとみられます。

## 総選挙を巡る憶測

ブルーベイでは、総選挙によって政権が交代し、改めてEU離脱の是非を問う国民投票が行われることになれば、英国債利回りは大幅に上昇し、英ポンドの急反発につながる可能性があるかとみています。

これとは対照的に、保守党が過半数を超えて議席数を伸ばせば、「合意なき離脱」につながるとみられますが、事務的な理由からその時期は2020年に後ずれするとみられます。

「合意なき離脱」となれば、英ポンドは下落し、インフレ率は上昇するとみられ、経済安定化のために巨額の財政出動が行われる可能性があるかとみています。

したがって、イングランド銀行（中央銀行）が利下げを実施し、更なるQEをもたらす可能性については懐疑的な見方をしています。これに関し、ブルーベイが面会したほぼ全てのシニアなグローバル政策担当者が、金融政策から財政政策への移行が必要になるとの主張をしていることも興味深いと言えるでしょう。

既にかなり低い、もしくはマイナス圏にある政策金利を引き下げることによって達成できることはほとんどないとの認識が広がっているとみられます。この段階での更なる QE は、所得不平等を加速させ兼ねない、資産価格のインフレを引き起こすのみでしょう。

したがって、とりわけ EU の場合、ドイツの強硬姿勢により財政政策の拡大までの道のりにはやや時間が掛かるとみられるものの、欧州においては利回りが到達できる最も低い水準に近づいていると考えています。

考えてみれば皮肉なことで、自らの債券利回りがマイナス圏にあるなか、債券発行を増やすことは対 GDP 比債務比率を低下させることにつながるということにベルリン（ドイツ政府）が気が付きさえすれば、いつの日か彼らもそのような考えに傾くかもしれません。

## 今後の見通し

今後政策が経済指標次第となってくることは明確であると言え、予測不可能な貿易交渉の行方を踏まえると、8 月にはボラティリティや不確実性の高まりも予想されます。

ブルーベイでは経済指標は底打ちし、改善の兆しが見られ始めたとの認識でいましたが、直近の FRB 会合で明らかになった通り、現段階では金融政策の決定よりもツイートが与える影響力の方が大きくなりがちなようです。

## 一歩引いたところから現状を眺める

FRB が現状の米経済状況を 1990 年代の景気拡大期に類似させようとしていることは興味深いと考えています。当時 FRB は、サイクル中期の成長鈍化への対応として、1995 年及び 1998 年に複数回に亘って利下げを行いました。

そのような動向は、利下げが一度きりに留まる可能性は低いとの認識を下支えすると言えるでしょう。ただし、当時と比較して足元の絶対的な政策金利の水準が大幅に低く、FF 金利が 2.1%程度にあることを踏まえると、利下げの余地は明らかに当時よりも限定的であると言えるでしょう。

いずれのケースでも、利下げ後に成長は大幅に回復しましたが、1995 年や 1998 年とは異なり、2019 年の成長率はトレンドを下回るよりもむしろ、上回っているという事実も興味深いと捉えています。

さらにいずれの利下げ局面においても、利下げ後に再び利上げが行われるまでにそれほど時間は掛からず、それぞれ利下げの 21 ヶ月後及び 9 ヶ月後に最初の利上げを行っているのです。

FRB は利下げを実施する必要がなかったとも言えるかもしれませんが、そのことはもはやそれほど重要ではありません。実際に彼らは利下げを行ったのであり、今後時間が経って利下げをする必要がなかったことが示されたとしても、この判断により生じたコストは最低限となるでしょう。

とは言いながらも、先物市場が織り込んでいるように利下げが続く可能性には懐疑的な見方をしています。今回に関して言えば、トランプ氏の圧力に屈したパウエル氏がタオルを投げ



入れる形になったと言えるでしょう。ただし今後 FRB は、難しいコーナーで隙のないボクシングをするであろうとみています。

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。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（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、契約資産を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（2019 年 7 月 26 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