



ジェローム・シャルバン
ポートフォリオ・マネジャー

トランプ上昇相場はトランプ下落相場に様変わり？

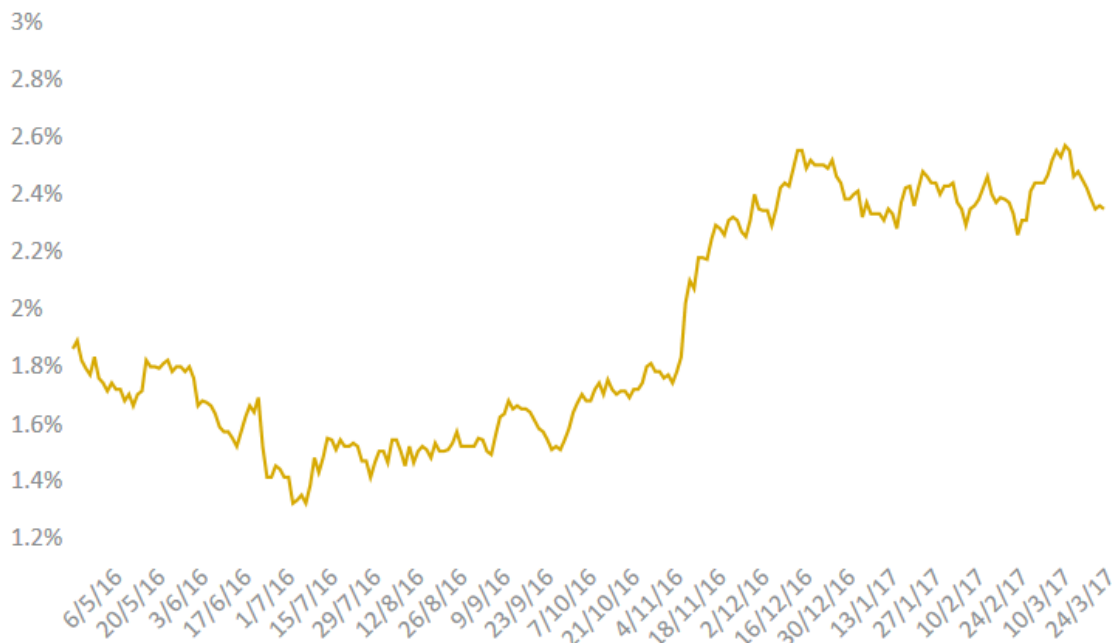
2017年3月27日

リスク資産にとっての脅威は米国金利の上昇でした。しかし、米国の税制及び財政計画を巡る緊張や、原油価格の下落によって、少し様子が変わってきました。

トランプ上昇相場はトランプ下落相場に様変わりしてしまったのでしょうか。米国10年債金利は3月15日に米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを実施したにもかかわらず20bps低下しています（図1参照）。米国株式市場は比較的落ちついた動きをしていますが、当初1%の下落がみられ、メッセージの中身を精査するなかで、居心地の悪い状況ながらも最終的には最高値水準から2%程度下落した水準にあります。

こうした動きの背景として、三つのリスクが投資家の目を捕らえました。一つ目は、トランプ氏への失望です。つまり、新政権が議会と協働できず、目ぼしい政策は何も実現できないのではないかと懸念です。二つ目は原油価格の下落です。石油輸出機構（OPEC）での合意は、すでに崩れかけは始めているようですし、シェールの生産とリグ数が増加してきています。三つ目はオランダとフランスでの選挙といった、欧州での政治面への懸念です。

図 1 : 米国 10 年債金利



出所：Macrobond、2017年3月24日

中期的な確信

政治面が障害となって、米国の経済成長のモメンタムが鈍化し、原油価格が再び大幅に下落した場合、リスク資産は売られ金利は低下するとみられます。金利リスクをショートし、クレジット・リスクをロングするというポジションは、一ヶ月前よりも確実にリスクが高まっています。しかしながら、現在の環境においては、規律正しい短期的なリスク管理が重要となりますが、中期的にはこのポジションを維持していく方針です。ボラティリティの高まりとFRBの利上げを受けた後の金利のやや理解しにくい動きは、大きな懸念ではありません。市場でのポジション

量を考えると、このポジションのボラティリティの高まりは想定範囲内です。米国とグローバル経済におけるファンダメンタルズは磐石で、FRBの正常化に向けた動きの下支えとなっています。市場は、2018年末までに4回の利上げしか織り込んでおらず、FRBのドット・チャートで示される利上げ回数を下回っています。米国の消費者物価指数が2%を上回り、GDPも2%も上回るなかで、市場は悲観的な見方をしすぎていると考えています。

短期的なリスク

短期的には、共和党がオバマケアの代替法案を成功裏に可決に持っていくことが出来なかったことは、米国の株式市場、米ドル、米国金利に織り込まれているトランプ氏のプレミアムが取り除かれることになりました。なぜならトランプ政権は、選挙戦中の公約を将来的に実施できるか、という疑問が持たれたためです。原油価格は、グローバルなパズルの中でもっとも不確実なピースとなっています。ロシアがOPECと同調していないことと、シェールの生産再燃（ハリバートンは事業のアップデートの中で、2010年及び11年時の水準まで生産が増加していることを示しました）で、一バレル45から50米ドルのレンジで安定することがもっとも良いケースで、リスクは下方に傾いていると考えています。フランスの政治リスクは、マリーヌ・ルペン氏が第一回目のテレビ討論で精彩を欠き、エマニュエル・マクロン氏がこのディベートにおいては勝者とみられたことから、後退しました。しかし、右派の有権者からの支持は得られておらず、支持基盤が弱いことが目立ち、みんなの支持を得ようとする姿勢によって、結果誰の指示も得られないかもしれません。選挙戦は続いており、第二回目の投票率が75%以下となった場合、ルペン氏が勝利する確率が大きく高まります。そのため、鍵となるのは、ルペン氏の対抗馬が誰になろうとも、2002年に彼女の父親が経験したように、どれだけ多くの有権者が反ルペンの姿勢を示すかとなります。現段階ではまだ答えを見つけることは出来ていません。

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、一般社団法人 投資信託協会 会員

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3月30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。