



BlueBay
Asset Management

市場アップデート – 2018年3月8日

トランプ大統領が通商のカードを切る



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

自由貿易を重視するゲーリー・コーン氏がトランプ政権を去ったことで、ホワイトハウスは保護主義色を強めると見られ、市場には不透明感が漂います。

先週の金融市場でもボラティリティが低下基調を維持し、米10年国債利回りはここ30日間で概ね15bps内のレンジで推移しています。前週末にイタリアで行なわれた総選挙でポピュリスト政党が大きく支持を伸ばしたほか、トランプ政権が通商政策に関して強硬な姿勢を表明するなど、各地の地政学的進展が再び混乱の火種となりかねない状況の中でもこうした落ち着いた状況となりました。イタリアの総選挙に関してブルーベイではかねてより、いずれの結果となっても単独過半数を獲得する政党はなく、基盤の弱い連立政権は避けられないとの見方を維持してきましたが、結果としてこれが現実となりました。中道左派對中道右派というかつての構造とは異なり、4大政党が議席を争うという今回の総選挙の構図においては、明確な勝者が出現する可能性は低いと見ていました。今後は数週間に亘って連立協議が行なわれると見られ、個別の政党が妥協する姿勢を簡単には見せないのであればやり直し選挙が行なわれる可能性もあると見ています。ただし、過半数を保持しない不安定な政権はイタリアにおいては特段目新しいことではないほか、主要政党の中で欧州連合（EU）加盟の是非を問う国民投票の実施を主張している政党はないため、イタリアのEU離脱（イタレクジット）やEU崩壊への明確な道筋は見られないと考えています。したがってブルーベイでは、イタリア国債に対する全般的に前向きな見方を維持しており、イタリア10年国債のドイツ10年国債に対するスプレッドが拡大し、150bps近辺に近づいた場合にはポジションを積み増すことを検討する方針です。中長期的にみれば、改革路線からの脱線や財政悪化はイタリアの信用指標を痛める可能性はありますが、次の景気後退リスクが表面化しない限りはそのような信用評価が問題視される可能性は低いと見ています。

米国では、国家経済会議（NEC）のゲーリー・コーン議長がトランプ政権を去ったことにより、政権内で自由貿易を重視する主要幹部がいなくなりました。ただし、トランプ大統領が表明した鉄鋼及びアルミ製品に対する輸入関税に関して、ブルーベイの見方はどちらかといえば市場と比較してやや楽観的です。先週日本において政府高官に面談した際、特定の製品（米国では製造できず、日本から米国へ輸出している製品など）については輸入関税等の例外になるとの期待感が見て取れました。また米国への鉄鋼の輸出においては中国が占める比率が比較的小さいことから、今回の指針が米中の貿易摩擦の直接的なきっかけになる可能性は低いと考えています。ただし、S&P500種指数で見た株価が、足元でトランプ大統領の関税表明以前の水準まで回復していることを踏まえると、株価についてそれほど心配することなく貿易戦争を仕掛けることは可能であるとトランプ氏が捉える可能性はあります。米国が主要貿易赤字相手国との間で交易条件を改善することが出来るならば、特にその可能性は高まると考えています。

また先週は欧州中央銀行（ECB）からのやや強気な発言がユーロ金利の小幅な上昇につながりました。ただしECBの金融政策が今年9月まで「自動運転モード」に設定されていることや、来年中頃まではECBが利上げを検討する可能性は低いとの見方から、ドイツ国債は引き続きレンジ内の動きとなり、欧州周辺国市場は全般的にポジティブなムードでした。

“多くの観点から、引き続き実質実効為替ベースで見れば円安感があり、事実として東京では、ニューヨークと比較して2倍美味しい物を2分の1の値段で楽しめました。”

先週行なった日本での政策担当者とのミーティングを踏まえ、日本国債に対する弱気見通しは今年よりも来年本格的に検討すべきであると考えています。またミーティングの場で、複数の政策担当者から直近の円高の背景に関する意見を求められたことも印象的でした。これに関して言えば、直前に訪問していた米国との比較が興味深いものとなりました。多くの観点から、引き続き実質実効為替ベースで見れば円安感があり、事実として東京では、ニューヨークと比較して2倍美味しい物を2分の1の値段で楽しめました。

今後の見通しとして、投資家にとっての今月の最大のリスク要因は通商政策であると考えています。20カ国・地域（G20）の通商担当者との会合では、米政権の方針が、今後知的財産の不正流用をはじめとする中国の行動に向けられた政策パッケージへと発展することへの明確な期待が見て取れました。したがって、現時点では米政権が次にどのようなカードを切ってくるかに注目すべき段階にあると考えます。楽観的な市場参加者は、トランプ氏の実際の行動は過激な言動には及ばないとみている一方で、悲観的な参加者はグローバルの貿易や経済成長に多大な影響を及ぼしかねない他国の報復措置のリスクに警鐘を鳴らしています。最終的にどのような結果をもたらすかは依然として不透明ですが、トランプ大統領は自身の横暴な振る舞いにますます自信を持ち始めているようです。例えばここ最近米政権は、これまで強硬な姿勢を貫いてきたことにより北朝鮮を交渉のテーブルに引き寄せたのは自らの手柄であるとした意向が伺えます。端的に言えば、トランプ大統領は地政学的問題に取り組む自らの姿勢が正しいと信じ込んでいると見られ、プライドを優先するあまり失脚しないことを祈るのみです。

このように幾つか懸念材料は存在しますが、グローバル経済は引き続き堅調であることを忘れるべきではないでしょう。金融及び財政政策は引き続き緩和的で、過去数四半期を振り返ってみれば最悪の状況を警戒することは必ずしも最善の投資戦略ではありませんでした。したがって、リスク資産のロング・ポジション、とりわけ欧州周辺国や欧州銀行銘柄のロング・ポジションを維持することが賢明であると考えています。イタリア総選挙の結果を踏まえても、引き続きユーロ圏の政治情勢は全体として概ね適切な方向へと進展していると考えています。翻って英国では、ブレグジット交渉を巡りメイ首相がEU側の批判にさらされたものの、ロシアの元スパイとされる人物が意識不明で見つかり、神経ガスが使用された疑いのある事件によって覆い隠されました。少なくとも、“Beast from the East（東からの野獣；直近英国を襲った寒波につけられた名称）”が制御不可能となった場合には、今年の世界サッカーW杯においてイングランド代表が再び苦痛と恥を晒されることから逃れられるかもしれません。しかし、これは、ボリス・ジョンソン英外相が元スパイ殺害未遂事件でロシア側の関与が明らかになった場合W杯をボイコットするとの主張が現実になるケースで、彼の他のどのような主張よりも実現性が低いと思われます。

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ござい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3月8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をご遠慮下さい。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。

以上