

# パウエル氏は保険を掛け、トランプ氏は火を付ける

2019年8月5日

米連邦準備制度理事会（FRB）による予防的利下げには幾らかのプロテクション効果が期待出来るものの、下方リスクを相殺するために金融政策が十分であるかどうかは投資家にとっての疑問として残るでしょう。



デビッド・ライリー  
クレジット・ストラテジスト・ヘッド

FRBは7月末、軟調なグローバル経済成長及び貿易政策の不透明感に起因する下方リスクへの予防的措置として、金融危機後初となる利下げを決定しました。ただし会合後の記者会見で、パウエルFRB議長が予防的な追加利下げの可能性を示唆しながらも、緩和サイクルの始まりではないと発言したことは、FRB会合の前に既に継続的な利下げを織り込んでいた市場の落胆を幾らか誘う結果となりました。

トランプ米大統領はより不満をあらわにし、「いつも通り、パウエル氏はわれわれを失望させた」とツイートしました。

数日後、その週の初めの通商協議が物別れに終わったことを踏まえ、トランプ米大統領は中国製品に対する追加関税を9月1日に発動すると発表し、6月末のG20会合で合意した米中貿易戦争の「一時休戦」に突如として終わりを告げました。

あらゆる保険業者が言うように、損失に対する保険（プロテクション）を提供することは、保険の契約上で認められた支払いにつながる行動自体を促す要因になりかねないでしょう。

## 量的引き締め（QT）の終焉

FRBの政策金利を決定する、米連邦公開市場委員会（FOMC）は、7月31日にFF金利の誘導目標を25bps引き下げ、2-2.25%としました。FRBは同時に、量的引き締めと呼ばれるバランスシートのランオフを、前倒しで終了させることも発表しました。これは、緩和バイアスへの移行と整合的であると言えるでしょう。

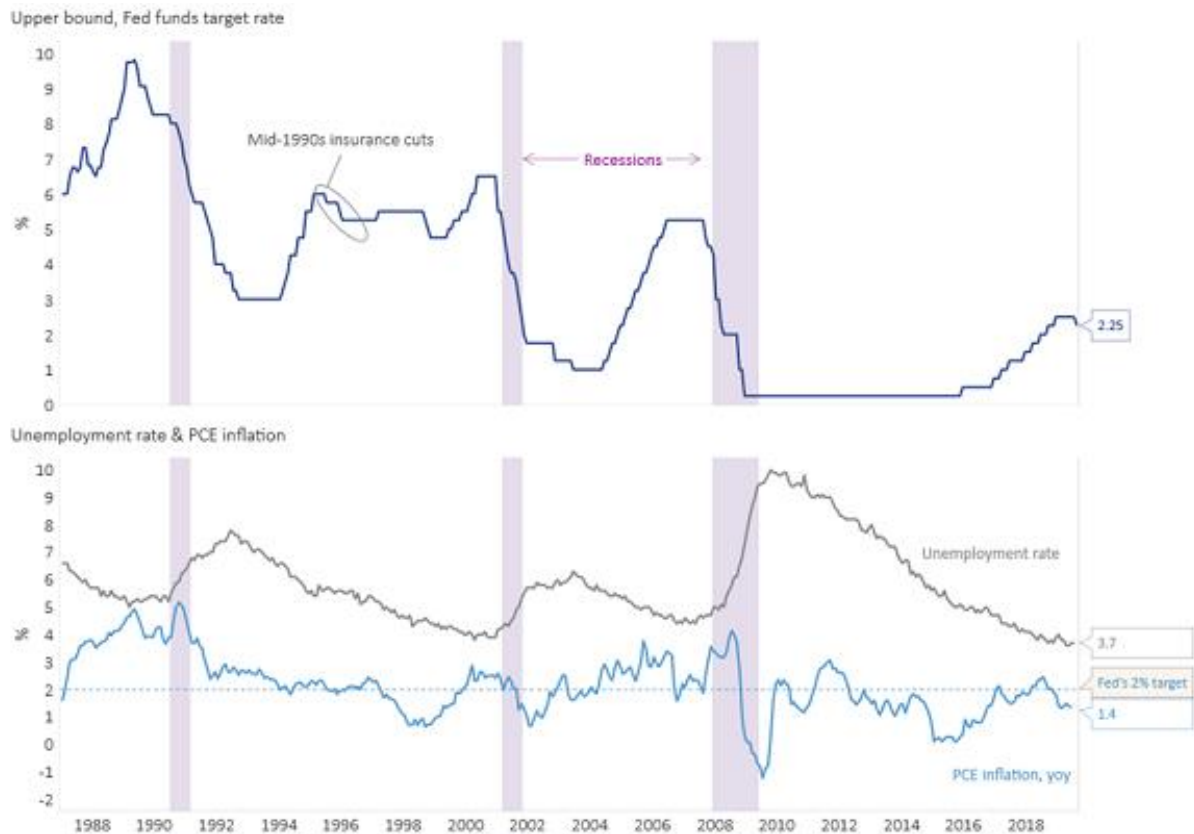
当初の市場の反応にはやや失望感が見られ、小幅ながら米国株式の下落及び米ドルの上昇という結果につながりました。

このような市場の反応は、多くの投資家の間で、米国経済が「サイクル後期」に位置し、FRBによる完全なる利下げサイクルのみが、今後12～18ヶ月以内の米リセッションを防ぐことが出来るとの懸念が存在したことを反映したものであったと考えます。

足元の米景気拡大期は、生産量で見ると地味ではあるものの、期間として見ると過去最長を記録しています。ただし、景気拡大はその年齢によって終わりを迎えるのではなく、民間セクターの不均衡やFRBによる過度な金融引き締め、もしくは外的な経済ショックなどに起因する心臓発作によって終焉を迎えるものであると考えます。パウエルFRB議長が発言したとおり、民間セクターにはリセッションを示唆する不均衡の兆しはほとんど見られていません。また、市場参加者の中にはFRBの緩和が不十分であるとの見方もあるなか、FRBによる過度な引き締めの兆候もほとんどないと言えるでしょう。

仮にあと1度だけでも25bpsの利下げがあれば、1年前のFRB及び市場予想と比較すると100bps近く緩和されることを意味します。FRBは1990年代半ばと同様、足元の米景気拡大を2020年(ちょうど大統領選の年です)以降まで延長するためには、外的な弱含みへの対応としての小幅な政策緩和で十分であると考えているとみられます。

図1：FF金利誘導目標及び失業率&個人消費支出（PCE）インフレ率（%）



出所：Macrobond、FRB、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；直近のデータは2019年8月2日

## 大統領の圧力と成長という難題

ただしFRBはある種の板挟み状態にあると言えるでしょう。グローバル経済の成長及び貿易関連の不透明感の早期に解消に向かうとは思えない一方で、米国経済は比較的堅調な状態が続いているからです。

製造業及び事業センチメントには弱含みが見られるものの、米国経済は多くの雇用を生み出し、高い消費者信頼感から個人消費は活発で、直近の米連邦政府の債務上限引き上げに関する超党派での合意は、今後緩やかながら更なる財政緩和がもたらされることを示唆しています。また、インフレ率はFRBが目標とする2%を依然として下回っているものの、年初に見られた弱含みの一部は一時的なものであるとみられ、年末までには2%程度に近づくとみられています。

このような環境を踏まえれば、FOMCの二人のメンバーが利下げに反対票を投じたこと、さらにその後の記者会見においてパウエル議長が積極的な利下げサイクルという市場予想(及びトランプ大統領の要求)を押し返したこともそれほど不思議ではなかったと言えるでしょう。

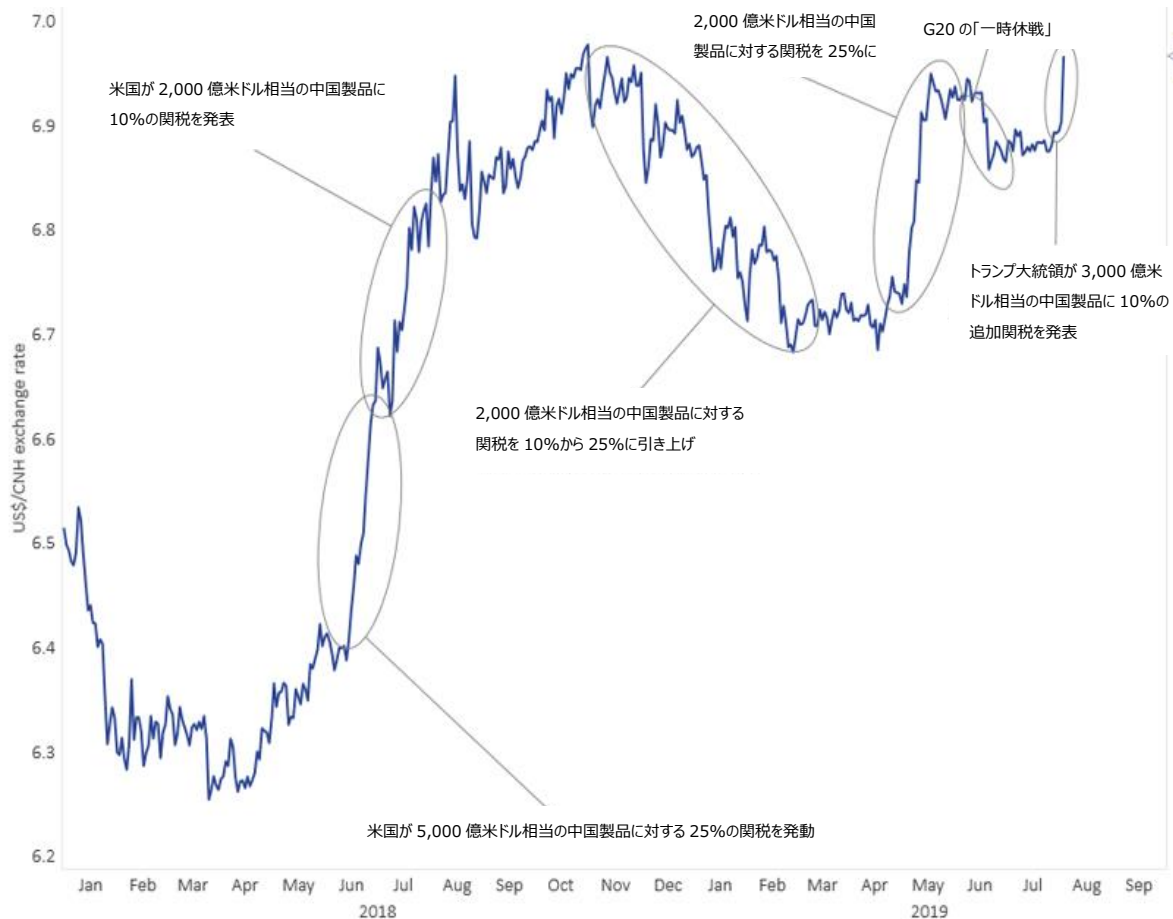
## 一時休戦の撤回

トランプ米大統領はツイッターで、9月1日以降、中国からの輸入品3,000億米ドル相当に10%の追加関税を課すと発表しました。現状25%の関税が課されている約2,500億米ドル相当の中国製品に加えると、単一での米国最大の貿易相手国からの輸入品に米国が課す関税税率は、2017年の3.1%から21.5%まで上昇しました(出所:PIIE(ピーターソン国際経済研究所)、2019年8月1日)。

北京(中国政府)は、上海での通商協議が進展なく終わったことを受け、米国への報復措置を示唆しています。米国製品(米国からの輸入品は1500億米ドル程度で、これは中国から米国への輸出品の三分の一相当に過ぎません)に対する報復関税を、北京側がどの程度までエスカレートさせるかどうかを図る上で投資家にとっての指標となるのは、米ドルに対する人民元(CNH)の価値であると言えるでしょう。

人民元の大幅な下落は中国の金融安定性にとって大きなリスクとなるため、人民元を大幅に切り下げる可能性低いとみられます。ただし、人民元が1米ドル=7.0元という心理的節目を下回って下落したことを踏まえると、人民元レートが市場のボラティリティを高める要因になるとともに、米ドル高を加速させる要因になる可能性はあると言えるでしょう。

図2：米ドル/人民元レートの推移及び米国による関税の発表



出所：Macrobond、PIIE貿易&投資政策ウォッチ; 直近のデータは2019年8月2日

## 政策が打ち勝つことは出来るか

中央銀行による政策緩和は、グローバル経済の成長鈍化や貿易摩擦の先鋭化に関わらず、年初来でリスク資産の上昇を促す要因となってきました。投資家の疑問は、貿易政策に関する不透明感がグローバル経済や企業収益にもたらす下方リスクを埋め合わせるのに金融政策が十分で、製造業の停滞が欧州やアジア、それに米国において引き続き堅調さを維持している消費及びサービスセクターの足を引っ張ることを防ぐために引き続きその盤石さを保っているかどうか、であるとみられます。

企業業績の落ち込みに対する社債市場の感応度は株式市場と比較すると低いとみられ、平凡ではあるもののポジティブな経済成長が続くなか、デフォルト率が低位に留まるとの見方に基づき、質の高い発行体の資本構造上劣後する銘柄に着目するとともに、これまでの上昇局面でやや出遅れているCLOなどの資産クラスに目を向けることでキャリアを重視することを選好しています。

また、貿易絡みの不透明感やグローバル成長関連の懸念などによりボラティリティが高まる局面も予想されるものの、エマージング市場における外貨建て債や相対的に高い実質金利を提供する現地通貨建て債、さらに割安感のある通貨にも投資妙味があるとみています。

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） / 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ト戦略：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。

以上