

トピック: マーケット

# 21世紀の貿易戦争:「最前線」からの視点 アップデート

トランプ米大統領が中国やメキシコからの輸入品に対して追加関税を課すことを表明して以降、世界の貿易戦争がさらに深刻化し、長期化するとの懸念が強まっている。米国とその他の国々が全面的な貿易戦争に突入するリスクは軽視するべきではないものの、状況は依然として流動的であり、予断を許さないため、結論を急ぐべきではないと考えている。本稿では、最新の動向をトップダウンの観点から評価し、現状を詳細に分析した上で、当社グローバル・セクター・チームによる各セクターのボトムアップの見解を提供する。



ロバート・アバド  
プロダクト・スペシャリスト

## 主なポイント

- 状況は急速に変化しており、リスクを見極めるには、全方位的視点を持つことが重要と考える。
- 世界経済はプラス成長を維持するとの楽観的な見方を維持しているが、貿易摩擦がエスカレートすれば、世界経済や金融市場に深刻な影響が及ぶ恐れがある。
- 米国と中国が全面的な貿易戦争に突入すれば、米国が景気後退入りするリスクが高まる。全面的な貿易戦争が起こる可能性は極めて低いものの、その可能性を完全に排除することはできない。
- 対外貿易は重要であるが、米国経済の命運を左右するような要因ではない。貿易の流れがほぼ完全に途絶えない限り、米国経済が景気後退入りすることはないと考える。
- 追加関税の発動により、消費者物価が上昇する可能性がある。ただし、そうした物価への影響が持続する可能性は低く、米連邦準備制度理事会(FRB)の金融政策、または長期的なインフレ率に影響が及ぶことはほとんどないと考えられる。
- 当社の前回レポート発行以降、貿易戦争に対する脆弱性が「高い」と評価されたセクターが増えており、今回のレポートでは資本財と消費財もこの分類に含まれている。
- こうした不安定な環境において、各セクターを担当する当社のグローバル・チームは、業界の動向、売上高と利益率のトレンド、経営陣のセンチメント、及びバリュエーションなどを詳細に監視し、それに応じて投資ポジションを判断している。

# 21世紀の貿易戦争:「最前線」からの視点 アップデート

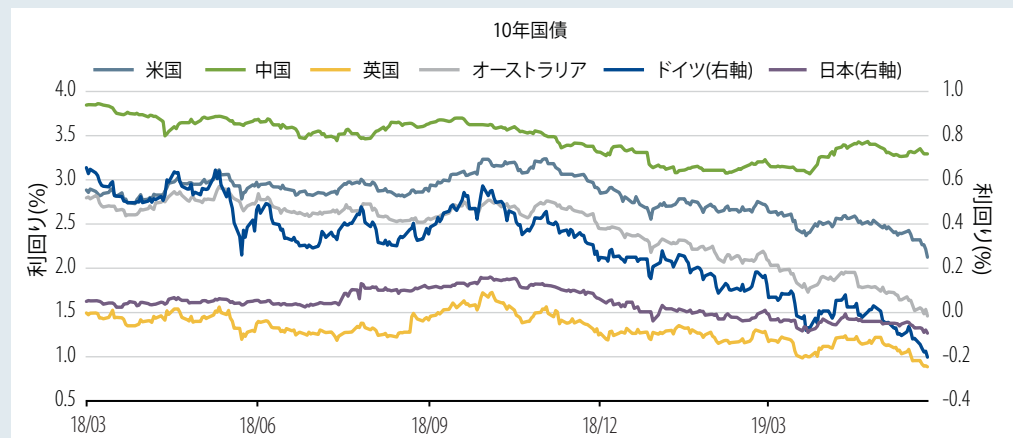
ロバート・アバド

## 俯瞰的な視点

『グローバル市場見通し2019年第2四半期』でも言及したように、2018年を通じて中国経済の減速や貿易摩擦が続いたことなどから、世界の貿易活動が大幅に鈍化し、世界の製造業が大きな影響を受け、特にユーロ圏における影響が目立っている。それ以降、世界経済の成長懸念は次第に強まっている。当初は、知的財産権の侵害や産業政策をめぐる米中間の貿易論争だけであったが、現在ではより広範な貿易紛争に発展しており、この問題は新たな分野に拡大するリスクもある(例: 欧州の農業政策や防衛支出、メキシコの移民問題など)。これを受け、米ドル高の進行、株式市場でのボラティリティ上昇、クレジット・スプレッドの拡大、世界の債券利回りの低下などが起きている(図表1)。世界経済はプラス成長を維持するとの楽観的な見方を維持しているが、貿易摩擦(例: 中国による報復措置など)がエスカレートすれば、世界経済や金融市場に深刻な影響が及ぶ恐れがある。その場合、各国の政策当局は景気刺激に向けて金融緩和を強化すると考えられる。

こうした不安定な環境において、各セクターを担当する当社のグローバル・チームは、業界の動向、売上高と利益率のトレンド、経営陣のセンチメント、及びバリュエーションなどを詳細に監視し、それに応じて投資ポジションを判断している。

図表1: 市場は成長刺激に向けた緩和政策の継続を織り込んでいる



出所: ブルームバーグ 2019年5月31日現在

米国と中国が全面的な貿易戦争に突入した場合、米国が景気後退入りするリスクが高まるかどうかを心配する声がお客様から多く聞かれる。当社のシニア・エコノミストのマイク・バズダリッチによると、米中間で全面的な貿易戦争が起きた場合、景気後退入りするリスクは高まるが、全面的な貿易戦争が勃発する可能性は極めて低いと考えられる。米中両国がこれまで行ってきたことのほとんどは「見せかけ」の行動であり、それほど重要ではない貿易分野を対象としていた一方で、より戦略的な互惠関係は維持されている。どちらか一方、または両国が大幅に関税を引き上げる可能性があるが、その場合には両国とも被害を受けると考えられる。

メキシコとの貿易戦争によって米国が景気後退入りする可能性も低いと考えられる。とは言うものの、トランプ政権はメキシコに対する関税発動を警告することで、移民流入問題の解決を目指しており、このことは2つの点で問題を引き起こす可能性がある。第一に、この警告が発せられたのは、米国が北米自由貿易協定(NAFTA)再交渉でカナダ及びメキシコと合意した直後であ

むしろ、関税引き上げを発端とした金融情勢の変化や世界経済の成長見直し変化といった間接的な影響を注視する必要がある。

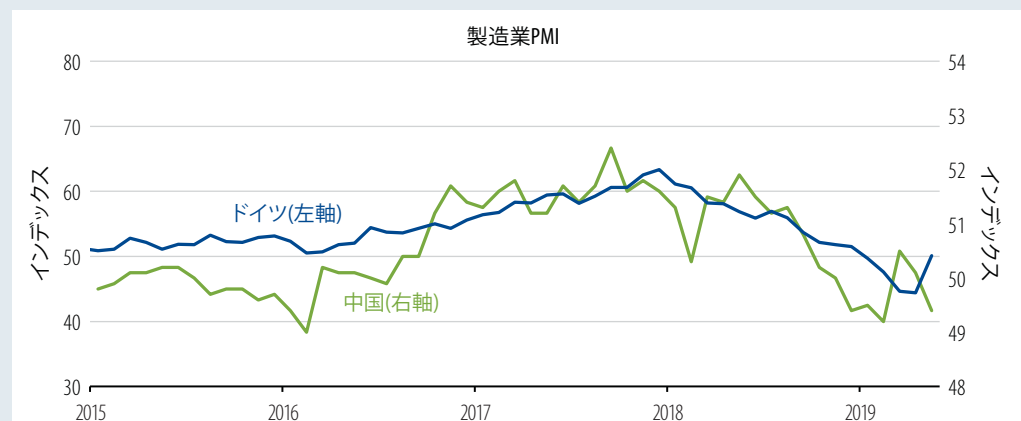
った。貿易交渉で合意に達した後に、メキシコに対する制裁を警告しているため、トランプ政権は、中国政府がよくやる手口と全く同じことを行っていると批判されかねない。実際に、中国政府は合意が完了した後に、合意に基づいて事業を行うのではなく、それを利用してさらに交渉を進める場合がある。第二に、トランプ政権は貿易政策と移民政策を混同しているため、貿易交渉のプロセスが複雑になる可能性があり、議会立法における「ポークバレル法案」のように、利益誘導型の貿易協定が成立する可能性がある。交渉中に他の要請があった場合、双方が望むような意義のある貿易改革を達成することが困難となる恐れがある。

最終的には対外貿易は重要であるが、現在の米国経済の命運を左右するような要因ではない。貿易の流れがほぼ完全に途絶えない限り、米国経済が景気後退入りすることはないと考えられる。当社の基本シナリオでは、景気後退入りの可能性が現実化する前に、全ての国は交渉において譲歩すると予想される。ただし、米国と中国、及び米国とメキシコの貿易問題がここ最近で深刻化していることを踏まえると、景気後退の可能性を完全に排除することはできないと言える。

関税の引き上げにより、米国のインフレ率が上昇する恐れがあるかどうかに関して、ポートフォリオ・マネージャーのジョン・ベロウズは『[関税及びインフレ:特に懸念すべき要因ではない](#)』と題した最近のブログで次のように述べている。「追加関税の発動により消費者物価が一時的に上昇する可能性はあるものの、物価への影響が持続する可能性は低く、FRBの金融政策、または長期的なインフレ率に影響が及ぶことはほとんどないと考えられる。」ベロウズは、2018年に洗濯機に対して関税が課せられた際に、「主な電化製品」の価格と販売台数がどのように変化したかを分析した。この分析によると、関税による物価への影響は一時的なものにとどまり、インフレ率は関税が発動される前の水準にすぐに戻った。実際、2019年3月には物価が関税発動前の水準に戻り、一瞬物価上昇があったものの、結局6年連続での物価低下トレンドへと回帰した。物価への影響が持続しなかったことは、それほど意外なことではない。関税の引き上げは1回限りに留まり(今のところ)、関税発動によって需要は後退した。以上を踏まえると、関税の引き上げによるインフレ率上昇といった債券市場への直接的な影響が及ぶ可能性は低いように思われる。むしろ、関税引き上げを発端とした金融情勢の変化や世界経済の成長見直し変化といった間接的な影響を注視する必要がある。

こうした中、世界各国の中央銀行は最近ハト派姿勢に転換しているため、関税による影響が緩和されている。当社では、金融政策当局が必要に応じて追加景気刺激策を講じると予想している。これまでのところ、中国は経済成長の安定に向けて様々な措置を講じている(例:預金準備率および増値税率(付加価値税率)引き下げ、民間セクターのクレジット・プログラムなど)。FRB、

図表2:グローバルの製造業サイクル



出所: マーケット、ヘーバー、ウエスタン・アセット 2019年5月31日現在

中国当局は景気減速に対処する上で政策手段を有しているが、こうした政策は長期にわたり実施することが困難であり、景気拡大ペースが長期的に鈍化する可能性があるため、政策のメリットとデメリットを慎重に検討する必要がある。

イングランド銀行、カナダ銀行は全て、政策金利を据え置く方針を示唆しており、欧州中央銀行(ECB)と日銀は金融緩和策を長期にわたり維持するとの認識を示している。直近では、オーストラリア準備銀行が政策金利を過去最低水準まで引き下げている。エマージング市場においてもハト派姿勢に転換する中央銀行が増えており、インド準備銀行は3回連続で利下げを行っている。こうした緩和的な政策環境の中で、企業景況感は徐々に改善すると予想される。2018年初以降、世界の製造業セクターは減速していたが、ドイツや中国を中心に状況が改善に向かうと考えられる(図表2)。

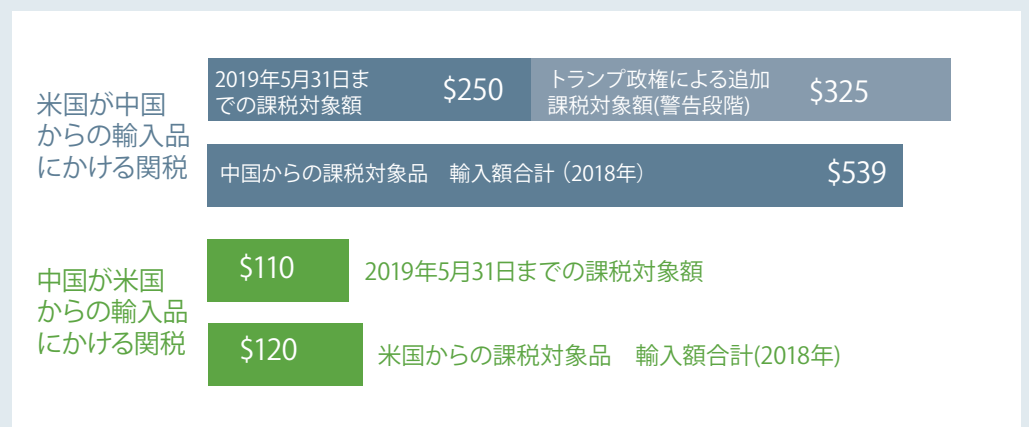
## 各地域に対する見方

以下では、米国との貿易戦争に関する議論において注目される重要な地域である、米国、中国、北米諸国(メキシコを中心に)、欧州の関係について、見解を取りまとめた。

### 米国対中国

トランプ政権は最近、中国からの輸入品に課される関税率を5月10日以降10%から25%に引き上げると発表した。これを受け、5月9日から行われた米中通商協議は合意に至らなかった。合意文書の修正案は、知的財産権の保護や技術移転の強要に関して米国が是正を求める内容となった。また、仮に中国が合意に違反した場合、米国が一方的に関税を再発動できる権利をトランプ政権は主張しており、このことが合意を妨げる障害となったように思われる。貿易交渉の合意は2019年下半期に持ち越される可能性があると考えられ、世界経済の成長見通しをめぐって不透明感が高まった形となった。中国当局は景気減速に対処する上で政策手段を有しているが、こうした政策は長期にわたり実施することが困難であり、景気拡大ペースが長期的に鈍化する可能性があるため、政策のメリットとデメリットを慎重に検討する必要がある。近隣のアジアやエマージング諸国に波及効果が及び、保護貿易主義が強まる恐れがある。

図表3: 貿易戦争の状況 (単位: 10億米ドル)



出所: 米国情勢調査局、BBCリサーチ2019年5月31日現在

### 欧州

米国は最近、欧州から輸入される自動車に対して25%の関税を課す方針を保留し、判断を6カ月後に先送りした。このことは、市場と世界経済の成長見通しにとって好材料となったが、世界の貿易戦争が新たな局面に入る可能性もある。これにより、世界の製造業セクターの鈍化が加速し、輸出に大きく依存しているユーロ圏経済が減速する恐れもある。当社が最近発行したレポート『[今はユーロ圏に弱気になる時期ではない](#)』でも言及したように、ユーロ圏は輸出の割合が高く、対GDP比率はドイツが47%と突出しており、同国に次ぐ経済規模のスペイン、イタリア、フランスも30%前後と、中国・米国と比べても大幅に高い。とは言うものの、ユーロ圏のサービス業購買担当者景気指数(PMI)は最近上昇に転じており、製造業が停滞している時期においても国内経

済が堅調に推移すると考えられる。また、ECBは政策面で景気回復を支援し、成長に対するダウンサイド・リスクが高まった場合には、必要な行動を行うとの認識を示している。また、2019年にはドイツとフランスを中心に大規模な財政刺激策が実施されると予想され、ここ10年間で最大規模のものとなる可能性があるため、ユーロ圏の成長を支える要因になると考えられる(図表4)。

図表4: 今年前半は減速したが全体的に経済成長見通しは改善している



## 北米

トランプ政権は、メキシコからの不法移民流入が止まらない限り、メキシコから米国への輸入品に6月10日から5%の関税を課し、税率を徐々に引き上げる方針を表明した。メキシコが不法移民に対して十分な対応を行わなければ、関税は7月1日に10%、8月1日に15%、9月1日に20%、10月1日に25%となる可能性がある。一方、トランプ政権は以前、カナダとメキシコから輸入される鉄鋼及びアルミニウムに対する関税を撤廃することで合意しており、新貿易協定「USMCA(アメリカ・メキシコ・カナダ協定)」の最終的な締結に向けて3カ国が足並みを揃えた形となった。これは、25年前に締結された北米自由貿易協定(NAFTA)に代わる新たな貿易協定である。

USMCAの完了自体は米中貿易合意ほど重要な意味合いはないものの、景況感の改善をもたらし、カナダとメキシコへの打撃を緩和する協定になると考えられていた。しかし、トランプ政権がメキシコに対して関税発動を警告したことから、USMCAの批准を巡り不透明感が高まった。この関税発動警告は、メキシコとカナダの政府が各国の議会でUSMCAの批准手続きを進めている最中に起きたものであり、米国でも協定の実施に向けてプロセスが進められていた。

ここ1年間でカナダの貿易に最も大きな影響を与えた要因は、カナダ西部で生産された原油パイプラインの輸送能力であった。米国が鉄鋼及びアルミニウムに対する関税を撤廃したことは好材料であったが、そのこと自体によるカナダ経済への刺激効果は限定的と考えられる。メキシコに関しては、すでに厳しい経済見通しとなっていたが、さらに困難な状況に直面しているようだ(2019年1~3月期には経済がマイナス成長となり、フィッチはメキシコの格付けを引き下げ、ムーディーズもメキシコの格付け見通しを引き下げている)。関税の発動は米国とメキシコの企業に悪影響を及ぼす(特に自動車セクターへの影響は大きく、このことは図表5にも示されている)。したがって、米国の経済界はこの問題に対して強硬な姿勢を示すと考えられ、実際にUSMCAの交渉中においてもそうした動きがみられた。米国内では、中国に対して超党派でタカ派的な姿勢がみられるが、米国とメキシコの貿易関係については超党派で協力する姿勢がみられる。

USMCAの完了自体は米中貿易合意ほど重要な意味合いはないものの、景況感の改善をもたらし、カナダとメキシコへの打撃を緩和する協定になると考えられていた。

抽象的なトップダウン・アプローチによって貿易戦争のリスクを評価するよりも、発行体レベルでの視点を集約し、それに基づいて産業レベルでの脆弱性を把握することが重要であり、その方が便利で有益なツールを投資家に提供できると考えられる。

図表5: 主な貿易相手国と影響を受ける産業

米国の貿易は基本的に自動車が全て  
各国からの総輸入額に占める割合による重要度

輸出国	輸入品:最重要	重要度2位	重要度3位	重要度4位
メキシコ	自動車部品	トラック・バス	自動車	コンピューター
ドイツ	✓ 自動車	✓ 医薬品	✓ 飛行機	自動車部品
日本	✓ 自動車	自動車部品	機械	✓ 飛行機
韓国	✓ 自動車	✓ 携帯電話	自動車部品	石油
カナダ	✓ 石油	自動車	✓ 再輸入	自動車部品
英国	医薬品	✓ 自動車	再輸入	✓ 飛行機
中国	携帯電話	✓ アパレル	コンピューター	PC周辺機器

出所: 米国内務調査局(2015年)、DBグローバル・マーケット・リサーチ

### 「最前線」からの視点

以前に発表したレポートである『21世紀の貿易戦争:「最前線」からの視点』でも議論したように、複雑なサプライチェーンに対する関税の影響を見極めることは困難であり、世界中で課されている貿易制限の影響や、各国で行われた金融・財政刺激策の効果をモデル化することはほぼ不可能である。また、最近の報道についても予想することは困難である。したがって、各産業レベルでの影響を正確に数値化することは無駄な努力と言える。抽象的なトップダウン・アプローチによって貿易戦争のリスクを評価するよりも、発行体レベルでの視点を集約し、それに基づいて産業レベルでの脆弱性を把握することが重要であり、その方が便利で有益なツールを投資家に提供できると考えられる。図表6では、全ての主要セクターに対する貿易戦争の影響について、当社の大まかな評価を記している。以前にレポートを発表して以降、貿易の脆弱性が「高い」と評価されたセクターが増えており、今回のレポートでは資本財と消費財もこの分類に含まれている。

図表6: 世界の各クレジット・セクターに対する貿易戦争の影響(サマリー)

セクター	貿易の脆弱性	主な見解
宇宙・防衛	中	米国では、個々の部品調達コストの増加により、業界の国際競争力に大きなマイナスの影響が生じる可能性。欧州では、英国と欧州の防衛産業の強い結び付きに鑑みると、英国のEU離脱(Brexit)の方が不確実性は大きい。エアバス等の企業は、米中の衝突を背景に中国において受注を増やし、競合するボーイングから市場シェアを奪うことで、恩恵を享受する可能性がある。
農業	高	大豆などの穀物は貿易制限の対象であり、関連製品の需要や価格に悪影響が及ぶ見通し。中国は米国産大豆の最大の輸入国で、2018年には31億ドル相当の大豆を輸入。中国に輸出されたその他の主要農産物は、綿(9億2,400万ドル)、皮革(6億700万ドル)、豚肉及び豚肉製品(5億7,100万ドル)、及び粗粒穀物(5億3,000万ドル)など。貿易摩擦によって影響を受ける穀物会社は、カーギルやアーチャー・ダニエルズなどが挙げられる。
自動車関連	高	米国は、欧州からの輸入車に関税を課す判断の180日間先送りを決定、自動車関連セクターにとって好材料。ただし、貿易戦争のリスクは、自動車/自動車部品メーカーの双方にとり依然大きな懸念材料で、メキシコへの関税発動の警告も不安要素の1つ。大規模な関税又は相応の影響を及ぼす関税が賦課されれば、消費者は大きな税負担を間接的に強いられることとなり、全般的な需要の低下、同セクターにおける失業率の上昇、最先端エンジン技術(ハイブリッド車/電気自動車)や自動運転技術に対する今後の投資の伸び悩みにつながり、現在の自動車販売のサイクルが破綻をきたす可能性がある。特に欧州ではこうした傾向が強く、例えばダイムラーなどは貿易戦争の影響をまともに受けると考えられる。メキシコに関しては、米国で2018年度に販売された小型乗用車の約14%はメキシコからの輸入、評価額は526億ドルに上る。加えて、米国は594億ドル相当の自動車部品をメキシコから輸入。相対的に、メキシコへのエクスポージャーが最も大きい米国の自動車メーカーはゼネラルモーターズである。自動車部品メーカーでは、貿易摩擦による影響が大きい会社として、アメリカン・アクスル、デルファイ、及びリアなどが挙げられる。

出所: ウェスタン・アセット 2019年5月31日現在

図表6:世界の各クレジット・セクターに対する貿易戦争の影響(サマリー)

セクター	貿易の脆弱性	主な見解
銀行	低	関税と潜在的な米中間の貿易戦争の直接的な影響は、マイナスとなるだろうが、短期的には限定的で対応可能とみられる。間接的には、経済成長の鈍化や低金利の長期化などによる二次的影響により、利益の小幅な減少、純利ざやの圧迫、及び貸倒損失の小幅な増加などにつながる恐れ。欧州では、経済全体に占める貿易の割合が米国よりも高いため、欧州の銀行は米国の銀行よりも大きな打撃を受ける恐れがある。
資本財	高	航空機、特定の種類のSUV車、乗用車、路上外走行車が中国側の関税対象。農業分野の関税と中国の建設/鉱業関連の需要への感応度が、キャタピラーやディーラー等の企業にとり今後も下押し要因の見通し。中国からしか輸入できないとされる製品に関して、1,200社以上が関税の免除を申請。2019年5月上旬現在、約13%が承認されている。
化学	低	化学セクター(主にポリエチレン)は、中国側の報復関税の明示的な対象。関税の影響はサプライチェーンに転嫁され、主に貿易パターンの変化という形で顕在化すると予想。長期的に、貿易のパターン、価格、在庫調整という間接的な二次的影響が生じるとみる。
消費財&アパレル	高	関税第一弾では、課税対象となる履き物やアパレルは比較的少なかった。しかし、中国からの全輸入品に25%を課税する方向に向かっているようだ。消費財への関税の影響は分野ごとに異なる予想。多くの企業は、中国の供給会社との値引き交渉、商品設計の見直し、中国からの生産拠点移転など、影響を最小限に抑える取り組みを開始している。
エネルギー	低	需要が失われる可能性がある一方、供給側でも問題発生への恐れがある。同セクターには負の二次的影響が及ぶとみられる。近年、価格競争力を背景に、米国から中国への原油輸出は増加傾向にあった。
食品・飲料&タバコ	高	投入コストの増加に消費者物価の柔軟性の欠落が重なる結果、利ざやに縮小圧力がかかるため、セクター全体において信用力は悪化し続ける見通しである。
ゲーム	中	カジノリゾート会社の多くは米国内の事業展開のため、貿易戦争の影響は限定的だが、貿易戦争により失業率が上昇した場合、間接的な影響が及ぶ恐れがある。マカオでカジノを運営するグローバル企業(ラスベガス・サンズ、ウィン・リゾーツなど)には、影響が大きいだろう。中国が保護貿易政策を推進する可能性は低いと思われるが、仮にその場合には深刻な影響が想定されるため、テール・リスクとして注意する必要がある。
金属・鉱業	低	銅の動向に依然として注目。より慎重なセンチメントであるが、供給サイドの特性(及び需給バランス逼迫)により、センチメントの悪化が抑制されている。長期的には負の二次的影響が及ぶとみられる。貿易戦争に関する不確実性が高まる結果、需要の減少が価格低下を招くなど、その他のコモディティ・セクターには悪影響が波及。当社は引き続き、ファンダメンタルズには(当面は)影響は生じないとみる。
医薬品	低	医薬品会社に関連するほとんどの製品は医薬品有効成分(API)であり、一部の後発医薬品会社に影響が及ぶ可能性がある。ただし、その他地域(例:インド、東欧など)のAPIメーカーからの輸入が可能であり、全体的な影響は限定的とみられる。米国にとり、中国は医薬品の完成品の主な供給源ではない。ただし、中国に製造拠点がある一部医療機器会社は、関税により大きな打撃を受ける恐れがある。
小売	中	中国からの輸入品への課税は、米国の小売り企業にはマイナス要因。コスト上昇分を消費者に転嫁すると考えられるが、全てが転嫁されるわけではない。欧州の小売り企業は米国へのエクスポージャーがないため、影響は限定的とみられる。
テクノロジー	高	論争の中心分野。米IT企業は、サプライチェーンが長く複雑で、中国向けのエクスポージャーも大きい。欧州では、ソフトウェア企業への影響が比較的小さい一方で、ハードウェア/半導体関連企業は二次的影響を受けやすいだろう(インフィニオン、欧州の自動車のサプライチェーンにおけるSTMの役割など)。
通信・メディア	中	コンテンツ事業主の対中国依存度は低く、収入源や費用構造が切り離されているため、米国への影響は限定的。米国のメディア・スタジオ(米国が貿易黒字を維持する数少ない業種の1つ)は、関税と中国国内における配信制限に直面する可能性が高い。欧州では、域内の競争、規制環境、M&Aにリスクが集中、影響は最小限にとどまるとみられる。
輸送	高	追加関税の導入により、供給源の再評価が行われ、結果として輸送費が低下する可能性がある。運送業界は景気循環の影響を強く受けるセクターであり、営業レバレッジは高いが、過剰輸送能力や燃料費の高騰などにより、現在では利益率が低下している。
公益	低	国内に軸足を置いたため、関税や貿易戦争の影響からは概ね遮断。産業用機械への関税賦課によってコストが増加する可能性はあるものの、大きな影響はないとみられる。

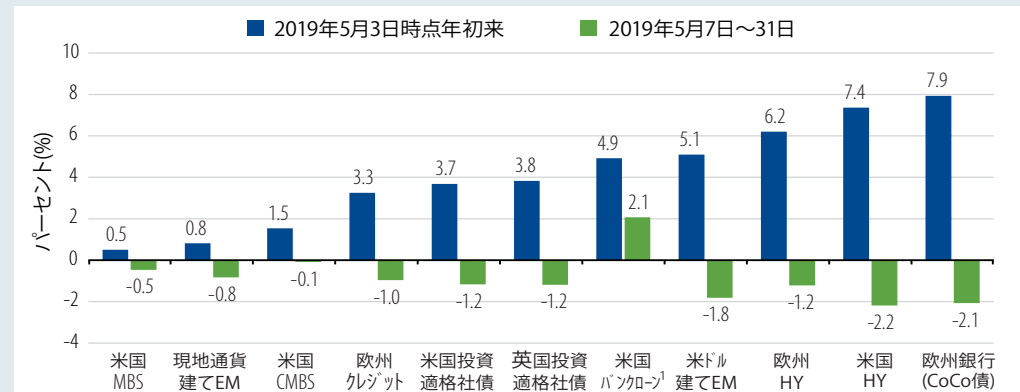
出所:ウエスタン・アセット 2019年5月31日現在

米国のテクノロジー企業にとっては、サプライチェーンが長く複雑で、中国向けのエクスポージャーも大きい。そのため、深刻な悪影響を受けると考えられる。

## 慎重ながらも楽観的な見方を維持

当社の最高投資責任者(CIO)ケネス・リーチが『グローバル市場見通し2019年第2四半期』の中で述べているように、これまでのスプレッド・セクターが引き続きアウトパフォーマンスするという見通しは大きく変化している。理由として、英国の「合意なきEU離脱」懸念の再燃、FRBが政策スタンスの変更に消極的、貿易戦争懸念の高まりにより世界経済への悪影響が警戒されること、などが挙げられる。実際に、トランプ政権が2019年5月5日に中国に対して追加関税を発動すると警告する以前には、世界のクレジット市場は大幅に上昇していた(図表7)。

図表7 同等年限の米国債に対するスプレッド・セクターの超過リターン



出所: プルーフバーグ・パークレイズ、JPモルガン、S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンス、ウエスタン・アセット  
対3ヶ月LIBORのS&P/LSTA パフォーマンス・ローン・インデックス 2019年5月31日現在

また、メキシコに対する追加関税措置が検討されている中で、全面的な貿易戦争による市場への影響が強く懸念されている。貿易交渉において進展があった場合、または緊張緩和に向けた動きがあった場合には、スプレッド・セクターの下支え要因になると考えられる。ただし、米国が中国からの残りの輸入品に対して追加関税を発動し、世界の貿易戦争が新たな局面を迎えた場合、市場では経済成長の鈍化、インフレ率の低下、主要先進国の中央銀行による金融緩和などを織り込む動きが進むと予想される。その場合には、短期的な米ドル高の進行(エマージング市場の混乱)、クレジット市場のスプレッドの大幅な拡大、及び先進国市場の債券利回りの低下などにつながる可能性がある。

こうした不安定な環境において、各セクターを担当する当社のグローバル・チームは、業界の動向、売上高/利益率トレンド、経営陣のセンチメント、バリュエーションなどを詳細に監視し、それに応じて投資ポジションを判断している。貿易戦争関連リスクに直面する中、エクスポージャー増減の判断を行う際には、個別の発行体に対する見方を特に重視している。地域、セグメント、サプライチェーンの観点から十分に分散されている企業ほど、貿易戦争リスクへの対応力が高いと考える。

総合型ポートフォリオ、及び投資適格債/ハイ・イールド債の特化型ポートフォリオでは、貿易戦争のリスクに対するトップダウンの見方とボトムアップの評価に基づいて、銀行セクター(安定または改善しているファンダメンタルズ、良好な需給環境、及び魅力的なバリュエーションなどを踏まえ、収益力の最も強い米国と欧州の銀行を特に重視)、エネルギー・セクター(原油関連の探査・生産(E&P)会社、パイプライン、中流部門に特化した発行体を特に重視)、金属・鉱業セクター(ファンダメンタルな環境に基づき、銅関連銘柄を重視)へのオーバーウエイトを維持。これらのセクターは関税による影響を比較的受けにくいと考えられる。また、不透明感が高まる局面では、米国のデレレーションは最も分散効果の高いヘッジ・ポジションになると考えられるため、米国のデレレーションのロング・ポジションも保有している。

こうした不安定な環境において、各セクターを担当する当社のグローバル・チームは、業界の動向、売上高と利益率のトレンド、経営陣のセンチメント、及びバリュエーションなどを詳細に監視し、それに応じて投資ポジションを判断している。



© Western Asset Management Company Ltd 2019. 当資料の著作権は、ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社およびその関連会社(以下「ウエスタン・アセット」という)に帰属するものであり、ウエスタン・アセットの顧客、その投資コンサルタント及びその他の当社が意図した受取人のみを対象として作成されたものです。第三者への提供はお断りいたします。当資料の内容は、秘密情報及び専有情報としてお取り扱い下さい。無断で当資料のコピーを作成することや転載することを禁じます。

過去の実績は将来の投資成果を保証するものではありません。当資料は情報の提供のみを目的としており、作成日におけるウエスタン・アセットの意見を反映したものです。ウエスタン・アセットは、ここに提供した情報が正確なものであるものと信じておりますが、それを保証するものではありません。当資料に記載の意見は、特定の有価証券の売買のオファーや勧誘を目的としたものではなく、事前の予告なく変更されることがあります。当資料に書かれた内容は、投資助言ではありません。ウエスタン・アセットの役職員及び顧客は、当資料記載の有価証券を保有している可能性があります。当資料は、お客様の投資目的、経済状況或いは要望を考慮することなく作成されたものです。お客様は、当資料に基づいて投資判断をされる前に、お客様の投資目的、経済状況或いは要望に照らして、それが適切であるかどうかご検討されることをお勧めいたします。お客様の居住国において適用される法律や規制を理解し、それらを考慮する責任はお客様にあります。

ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニーDTVM(Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários)リミターダ(ブラジル、サンパウロ拠点)はブラジル証券取引委員会(CVM)とブラジル中央銀行(Bacen)により認可、規制を受けます。ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニー・ピーティーワイ・リミテッド(ABN 41 117 767 923)(オーストラリア、メルボルン拠点)はオーストラリアの金融サービスライセンス303160を保有。ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニー・ピーティーイー・リミテッド(シンガポール拠点)は、キャピタル・マーケット・サービス(CMS)ライセンス(Co. Reg. No. 200007692R)を保有し、シンガポール通貨監督庁に監督されています。ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社(日本拠点)は金融商品取引業者として登録、日本のFSAの規制を受けます。ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニー・リミテッド(英国、ロンドン拠点)は英金融行動監視機構(FCA)により認可、規制を受けます。当資料は英国および欧州経済領域(EEA)加盟国においては、FCAまたはMiFID IIに定義された「プロフェッショナルな顧客」のみを対象とした宣伝目的に使用されるものです。

ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社について

業務の種類： 金融商品取引業者(投資運用業、投資助言・代理業、第二種金融商品取引業)  
登録番号： 関東財務局長(金商)第427号  
加入協会： 一般社団法人日本投資顧問業協会(会員番号 011-01319)  
一般社団法人投資信託協会