



RBC BlueBay
Asset Management

REFLECTION

トランプ優勢

何よりも冷静さが勝ることを願っています。

2024年7月19日

著者
マーク・ダウディング
ブルーベイ債券部門
最高投資責任者(CIO)



コメント要約

- トランプ氏が大統領に再度選出される可能性がこれまで以上に高まっています。
- 米国経済がリセッションを回避し、インフレ率が3%近辺に留まるとの継続的な見方に基づけば、足元で織り込まれている今後18か月間の利下げ幅はやや過剰であるとみています。
- トランプ氏が大統領に返り咲くという結果は、欧州に失望をもたらしています。米国の関税引き上げの脅威も欧州にとっては重くのしかかるとみられています。
- 日本では、市場参加者の注目を集めているのは財政よりもむしろ金融政策の変更予定です。
- さらなる政治的ショックが起きなければ、少なくともFRB及びECBにとっての重要な会合が控える9月までの間、短期的には市場のボラティリティが抑制された状態が続くとみています。

先週は、米国債利回りがやや低下しました。堅調な米小売売上高の発表などからアトランタ連銀のナウキャストにおける7-9月期の米GDP予想は、7月初めの1.5%から、足元で2.7%に上昇しているものの、パウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長が、FRBのマンデートの目標値に向けたここ最近の進展を認める発言をし、目先の利下げに関する楽観的な見方を後押ししました。

先物市場では、今では9月の利下げが完全に織り込まれており、一部コメンテーターの間では今月の米連邦公開市場委員会（FOMC）における利下げを予想する声もあります。今月の利下げ

開始の可能性は極めて低いとみているものの、9月の利下げについてはこれまで長きに亘って基本シナリオとして考えてきました。

とはいえながらも、ここ1年間ほど複数回に亘って、いかに多くの市場参加者がFRBの利下げ観測を先走って織り込みがちであるかを目の当たりにしてきたことを踏まえれば、今回もその繰返しを目にしている可能性もあります。米国経済がリセッションを回避し、インフレ率が3%近辺に留まるとの継続的な見方に基づけば、足元で織り込まれている今後18か月間の利下げ幅はやや過剰であるとみえています。

足元では、米国債の2年と30年のイールドカーブのスティープ化を予想したポジションについて、ここ最近では逆方向への動きが見られるものの、この先実現していく可能性が高いとの見方を維持しています。ただし、同ポジションが収益化する過程として、短期債利回りが低下するよりも、長期債利回りが現水準からさらに上昇することに起因する部分が大きいと想定しています。大まかに言えば、ここ最近の米国債利回りの低下基調が失速する方向に見方が傾いていることとなります。

前週末に発生したドナルド・トランプ氏の暗殺未遂事件によって、血を流しながらも決して屈しない、指導者としての強力なイメージが世界中のメディアを駆け巡り、同氏は力強さを増しました。片やバイデン氏が、鋭敏さや健康上の懸念について有権者に安心感を与えることに苦戦している中、かつてないほどに両候補者のコントラストが際立っています。

賭けサイトでは、11月にトランプ氏が大統領に再度選出される可能性が今や85%程度となっており、米共和党の完勝がかなりの確率で予想されています。結果として、バイデン氏に撤退を促す声は日増しに高まっており、投票日当日にバイデン氏が米民主党の候補者である確率は40%未満に低下しています。ただし現時点においてバイデン氏は選挙戦を続ける構えを見せており、共和党内には安心感が見て取れます。

実際に先週、トランプ陣営が副大統領候補者としてJ・D・バンス氏を選出したことにも、同陣営の自信が伺えました。バンス氏は多くの側面から真のトランプ信奉者であると見られており、2028年以降の後継者候補とされています。その意味で、トランプ氏が支持層拡大のため、より中道寄りでもポピュリスト色を薄めた候補者を副大統領候補に選出する必要性を感じなかったことは特筆すべきでしょう。また一連の動きは、第二次トランプ政権に関しても一定のヒントを与えます。

11月にトランプ氏が大統領に選出されたとしても、任期満了時に再び大統領選に出馬することはないことから、（任期中に）可能な限り確実に、自らのアジェンダを進展させることに躍起になることでしょう。つまり、これまでの減税の延長に加え、新たな政策も盛り込み、財政政策はより拡張的となるでしょう。また海外からの輸出品目に対する関税の引き上げや、米国のスタンスの孤立化が予想されます。

そのようなトランプ氏の政策ミックスは、2025年以降の米インフレ指標に幾らか圧力を与えるでしょう。結果として、仮に民主党の大統領が選出された場合と比較して、政策金利や債券利回りは高水準に留まることが予想されます。現状のFRBの予測は、現在の財政の基本シナリオ予想に基づいており、財政緩和ではなく、向こう1年間での一定の財政引き締めを織り込んでいます。

さらに、短期的な刺激策はリセッション・リスクを2026年以降に先延ばししていると見られる可能性があり、引き続きリスク資産を支える要因となるでしょう。ただし、トランプ氏がFRBに利下げを実施するよう圧力を掛けたいであろうとの報道も見られ始めており、次期大統領とパウエルFRB議長との関係に、選挙後の極めて早い段階でプレッシャーが掛かったとしても不思議ではないでしょう。

トランプ氏が大統領に返り咲くという結果は、長きに亘って欧州の主要都市でも警戒されてきました。欧州の首脳陣は、11月の選挙を前にして、米国が早晩ウクライナ支援から手を引き、これがロシアとの和平協定に動ききっかけとなるとの考えに失望しています。

EU内で防衛費を巡る大胆な変革が必要であることは明確でしょう。しかし、ドイツのショルツ首相はほぼ傍観者となっており、マクロン仏大統領も国内の混乱で手一杯となっている中、EUはリーダーシップの質という点で苦戦していると言えます。

結果として、EUがアジェンダを進展させようとしても、多くの野心的な目標が実際に実施されるかどうかにはかなりの疑問符が付きます。また米国の関税引き上げの脅威も欧州にとっては重くのしかかるとみられ、グローバルの気候変動に関連したイニシアチブも散々な状況となるように思います。

全体としては、EUも正味で財政拡張に向かっているとみており、欧州各地でポピュリストが台頭していることを踏まえれば、この先当面に亘ってその傾向が続くと考えています。これにより、EUの成長は下支えされ、インフレ率も幾らか押し上げられるでしょう。

またその結果、欧州中央銀行（ECB）の追加利下げの幅は抑制されることになるかもしれません。先週のECB会合はほぼ無風に終わりましたが、ECBは9月に、FRBとタイミングを同じくして追加利下げを実施するとみています。しかしその後、ECBがさらに利下げを実施していくことには、より困難が伴う可能性があるでしょう。

そのような点を踏まえれば、現状のドイツ国債利回りにそれほどの投資妙味は感じられません。欧州の債券資産に関しては、現時点でそれほど方向感のある機会を見出しておらず、その他の市場により明確な投資機会を見出しています。

相対価値の観点から言えば、フランスやイタリアの予算案を巡る政治的混乱が表面化し得る秋口に掛けては、欧州ソブリン債に対してより慎重な姿勢を取る機会を探るかもしれません。

フランスでは、ブロン＝ピヴェ氏が国民議会の議長に選出されたことは中道連合の予想外の勝利となり、マクロン大統領率いる中道連合から首相が選出される可能性がみえてきたものの、連立政権は本質的に不安定であるとみています。しかし短期的には、市場のボラティリティはやや落ち着くとみており、夏の終わりまではキャリアを重視した投資姿勢を維持することが概ね賢明であると判断しています。

先週発表された英国の消費者物価指数（CPI）は市場予想をやや上回る結果となりました。サービスインフレは前年比5.7%に留まり、コアCPIも3.5%となっています。総合CPIが2.0%となっていることは、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）に8月の利下げを実施する選択肢を残すでしょう。

ただし、これまでも述べた通り、ベース効果による追い風がなくなる今後数ヶ月間で、英インフレ率は再び上昇基調となる可能性があります。そのような点を踏まえれば、現時点においてBoEの利下げは一度だけで終わってしまう可能性が高いでしょう。

一方で、英国のGDP見通しはやや改善しているように見受けられ、現時点でBoEにとって利下げの必要性がそれほど強いかどうかは明確ではありません。英国でもこの先数ヶ月間で幾らか財政拡張が予想されてはいるものの、今のところ、労働党政権は自らの財政責任に関して市場を安心させるため、慎重な舵取りをするものとみています。

一方、日本では、市場参加者の注目を集めているのは財政よりもむしろ金融政策の変更予定であり、比較的静かな夏の時期でもある7月31日の日銀会合に注目が集まっています。国債買入れ額については、月間6兆円程度から4兆円、もしくはそれ以下に減額されるとみています。

また、過小評価されているものの、今回の会合で植田総裁が政策金利の0.25%への小幅な引き上げを発表し、インフレ率が目標の2%を継続的に上回る中で、日本の金融政策正常化への意思を示唆する可能性もあるとみています。

仮にそのような発表があれば、日本国債利回りは大きく上昇する可能性があり、10年国債利回りが1.25%を突破した場合には、日本金利のショート・ポジションを削減し始める好機になるかもしれません。また、市場が日銀に対する確信を深め、米国との政策差が縮小していくとの見方を強めれば、日本円にとっての転換点となる可能性があるでしょう。

為替介入のみでは為替相場のトレンドを転換することは出来ないかもしれませんが、政策金利差が縮小するより明確な根拠が見られれば、円の持続的な反発に必要としていたきっかけになり得るでしょう。

エマージング市場（EM）にとって、トランプ氏再選による米関税強化の見通しは全般的にネガティブとなります。しかし、6月末の討論会后、トランプ氏再選の確率が高まっていく局面においても、EM資産は全般的に持ち堪えていました。

多くのEM市場において実質金利は魅力的な水準に留まっており、これまで最も価格が上昇し、2024年に入っても引き続き堅調なパフォーマンスとなっている資産でありながらも、価格評価（バリュエーション）をより長きに亘って無視できないと考えています。したがって、南アフリカやメキシコ、ブラジルなどの債券については、今後買い手が増える可能性があるとみています。

社債市場では、ボラティリティが比較的低い状態が続きました。新規発行は例年、9月初めのレイバー・デイの祝日後に増加しますが、それまでは低位に留まるでしょう。従って、投資適格社債については、需要が供給を上回る状態が続く中で需給面がしばらく価格の下支えになるとみています。

社債のバリュエーションは、国債に対してはやや割高に見えますが、スワップに対しては魅力的に映ります。このことは、国債の発行が増加する中で、他の債券資産に対して国債が構造的に割安傾向にあることを物語っています。

今後の見通し

この先は、本格的な夏休みシーズンが到来します。FRB及びECBにとっての重要な会合が9月に控えていることから、短期的には市場のボラティリティが抑制された状態が続くとみえています。

目先、利回りの低下基調が続くようであれば、金利デフレーションのショートを積み増すことも検討しますが、現時点では、いかなる取引においても、より魅力的なエントリー・ポイントが訪れることを辛抱強く待ちたいと思います。

過去1年を振り返ると、いかに政治的ショックが市場の価格変動の要因となるかを目の当たりにしてきました。世界的な政治及び地政学の方角としては、2025年やその先を見据えてもさらなる変動を示唆しているように思えます。

トランプ氏がホワイトハウスに戻れば、私たちは再び、彼の好戦的なコミュニケーション手法や仰々しいアプローチを目の当たりにしていくでしょう。

その点において、アルゼンチンのサッカー選手であるディエゴ・マラドーナを思い出してみると、体のバランスを動かして次々に身をかわしているながらも、実はボール自体は比較的直線を描いて進んでいたという光景が目には浮かびます。

政治的な視点に置き換えると、トランプ氏は語りを支配し、相手を混乱させることに卓越していると言えそうです。その意味で、トランプ氏については、実際に何をするかよりも、何を言うのが、政治的には警戒すべきであるとみえています。

したがって、トランプ氏が大統領の座に返り咲いた場合、確かに勝者と敗者が生まれるでしょう。純粹に米国の視点から見れば、彼が推し進めようとする政策は、当面は米国の経済成長を永らえるものであると言えるでしょう。たとえ、米軍最高司令官が不満を抱えた債券市場に戦いを挑み、最終的に自らの権力に限界があることをただ学ぶだけの日があるだろうと思っけていても、です。

加えて、文字通り死の瀬戸際となるような事件が、トランプ氏を精神的な意味で変化させるのかどうかは興味深い点です。あのような事件が、人として自らを脆いものと感じさせるか、もしくは無敵と感じさせるか、私たちも思わず自らに問いかけてしまいます。

寛大な言い方をすれば、トランプ氏が命を救われたことでいかに自分が幸運であったかを実感し、神に感謝することで、より融和的なトーンに向かうことを願ってやみません。

しかし一方で、心配なことに、今回の事件は、同氏がより強い力と無慈悲な決意とともに反対派に立ち向かうきっかけにもなり得ます。トランプ氏が銃撃後すぐさま立ち上がり、支持者に向かって「ファイト（戦え）」と鼓舞していたことを踏まえれば、尚更です。そのような行動につながる可能性の方が高いと見られる中、個人としてのドナルド・トランプ氏の分析において、行動パターンにおける自己弁護の要素が強まっているようにも見受けられます。

これら全てを踏まえれば、仮に事態が誤った方向に向かえば、そのときには極めて急速に事態が悪化しかねないことも予想されます。しかし短期的には、何よりも冷静さが勝ることを願っています。

ディスクレーム

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主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	フライング・ターゲット戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、別途記載のない限り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、当社の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



RBC BlueBay
Asset Management