



我慢（紙ストロー）の限界？

トランプ氏の大統領令によりプラスチック製のストローが復活しました！

2025年2月14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

- ロシアとの和平交渉を策定しようとしているとの報道には期待が持てるものの、ウクライナと欧州の同盟国にとっては好ましくない和平協定となる危険性を孕んでいます。
- エマージング市場では、東欧がロシア・ウクライナ関連の前向きな見方による恩恵を受けやすいと考えています。
- トランプ陣営は変化のスピードとその範囲に喜びを感じているかもしれません。このような米国の状況は、英国などの国との比較で見ると、極めて対照的です。
- ドイツ総選挙が目前に迫っているものの、ドイツの政治情勢は、米国で起きていることの雲に隠れてしまっているように感じます。
- 日本国債の利回りは、先週1週間を通して高値を更新し続けました。しかし、投資家のリスク回避姿勢が後退したことで、円は先週の上昇分の一部を失う格好となりました。

先週は、米国のインフレ率が予想を上回ったことで、週の半ばに利回りが上昇しました。しかし、ここ最近の経済指標は、米新政権からの耳障りなノイズや、新たな政策発表の影に隠れてしまっているような感覚があります。

トランプ大統領がプーチン氏と面談し、ロシアとの和平交渉を策定しようとしているとの報道には、期待と懸念の両方が混在する結果となりました。明らかに、紛争を終わらせることは最も望ましい展開です。しかし、プーチン氏の要求の多くに同意することで、ウクライナと欧州の同盟国にとっては好ましくない和平協定となる危険性を孕んでいます。

さらに、同盟国を議論の場に含めないまま、ウクライナの将来の安全保障と復興のための負担をEUに強いることは、すでに破綻しつつある米国とEU加盟国との関係をさらに分断させるリスクがあります。

国際社会や米国内の著名人の多くからの抗議にも拘わらず、トランプ大統領が「プロジェクト2025」の達成を目指す中で、米有権者から強い支持を得ていることは驚くべきことです。金融市場も落ち着いた状態を維持していることから、米政権は、この先数年間に亘って、関税を引き上げ、政府効率化省（DOGE）における取り組みを倍増させることで連邦政府内の官僚主義を改革し、政府の機構を再編することに強い自信を感じている可能性があります。

多くの点で、トランプ陣営は変化のスピードとその範囲に喜びを感じているかもしれません。実際に、このような米国の状況は、新たな労働党政権が権力を握ってから9か月間、多くを語りながら、ほとんど成果を上げていないように見える英国との比較で見ると、極めて対照的です。この点に関しては、トランプ大統領に対する最も厳しい批評家でさえ、同氏が物事を成し遂げている大統領であることを認めざるを得ないでしょう。

とは言いながらも、これまでの措置が不法移民の流入を食い止め、汚職や偏向を排除し、雇用や投資を米国に戻すことに役立っているという短期的なポピュリスト的満足感を持っている人々にとって、これらの取り組みの真のコストは未だ感じられていないように思えます。貿易関税については、何が課税の対象となり、どのような報復措置が採られるかという点を巡る最終的な結果における不確実性を考慮すると、この先1年の米国の成長やインフレに対する影響を正確に予測することは困難です。

しかし、これらの政策が掲げられていなかった場合と比較して、今年の米国のGDP成長率は少なくとも0.5%押し下げられ、インフレ率は0.5%押し上げられるとの見方を持つことは賢明であると考えています。実際には、これらの数字むしろ、保守的な予想値に終わるかもしれません。

大げさに言えば、そのような成長やインフレへの影響は、リスク資産市場の妨げとなり、社債スプレッドや株価への重石となる可能性があるでしょう。しかし現段階では、そのような兆候は見られていません。これは、データが公開されたときに初めて、市場がそれに反応することが出来るという事実の一部に依拠しているのかもしれませんが。

貿易政策に関する不確実性の水準を踏まえれば、実施前にその政策決定を取り込んだ分析はどのようなものであれ、難しいと言えるでしょう。とはいえ、このような状況は、現状の市場の価格形成には、ある一定の慢心が存在するのではないかとの見方の背景となっています。

欧州では、わずかに1週間余り先に迫ったドイツ総選挙へのカウントダウンが始まっています。しかし、ドイツの政治情勢は、大西洋の反対側の米国で起きていることの雲に隠れてしまっているように感じます。トランプ大統領が「偉大で美しい和平合意（Big, Beautiful, Peace Deal）」を宣言出来るまでには、まだ長い道のりがあることは事実でしょう。トランプ氏は、もしそれが達成されれば、最初の任期で成し遂げられなかったノーベル平和賞の受賞は間違いないと考えていることでしょう。

しかし、ハマスが事前に合意した期限内にイスラエルの人質を解放できなければ、「地獄を解き放つ」と約束した同氏の発言を踏まえ、米国外の多くの人々はトランプ氏の和平実現における信頼性を極めて懐疑的に見続けています。実際、POTUS（アメリカ合衆国大統領：President of the United States of Americaの略称）が数十億米ドルに値するウクライナのレアアースの巨額取引に注目していることを示唆する発言もあり、US Inc.（米国株式会社）の自称CEOとしてのトランプ氏は、紛争に巻き込まれた民衆の幸福という名の下に、自身の利益と同じくらい経済的な成果にも注目しているのではないかとの見方が広がっています。

英国では、英予算責任局（OBR）の経済成長率の見通しが下方修正されたことが、英国の予算動向に負の影響を与えています。2024年後半にはGDPが停滞し、2025年も同様に低迷すると見られていることから、リーブス財務相が活用したいと考えていた財政余地はなくなり、今後数カ月間で、政府はさらなる増税や歳出削減に踏み切ることを余儀なくされる可能性があります。

一方、インフレ関連の指標は、成長率が低迷しているにもかかわらず、それほど改善していないように見受けられます。スタグフレーション・リスクが高まり始めていることは懸念で、政府は成長を追い求めようとしているにも拘わらず、アイデアに苦戦している政策当局者によって発せられるのは、陳腐な決まり文句や空虚な言葉のみになっているように思います。

政治的に言えば、最近の英国の世論調査で英国改革党（リフォームUK）が先頭に立っている点も興味深く見守っています。5月の地方自治体選挙では、足元のポピュリスト的なトレンドが（改革党を率いる）ファラージ氏らの支持に色濃く現れそうです。

日本国債の利回りは、先週1週間を通して高値を更新し続けました。しかし、投資家のリスク回避姿勢が後退したことで、円は先週の上昇分の一部を失う格好となりました。

より広範な為替市場に目を向けると、ユーロはウクライナでの和平合意期待による恩恵を受けて上昇しましたが、この先米国からEUに対する25%の関税率の発表があれば、ユーロが即座に反落する可能性があるため、足元の上昇基調に対しては慎重な見方をしています。

ただし、エマージング市場（EM）では、東欧がロシア・ウクライナ関連の前向きな見方による恩恵を受けやすいと考えています。また、この地域は、米政権の世界銀行や国際通貨基金（IMF）からの脱却に向けた動きがあれば、EM市場内における自国防衛的な流れによる恩恵も受ける可能性があると考えてきました。

これは我々が明示的に予測しているものではありませんが、現時点での米政権の現実を踏まえれば、超国家的組織に対する米国の支援は、もはや当たり前のものではないと言えるでしょう。

社債市場は先週も概ね静かな動きを続け、年初に見られた巨額の新規発行にも落ち着きが見られました。新規発行に見られたトレンドとして、引き受けを担う金融機関が新規発行に際して人為的に安い発行条件を最初に提示し、その結果、過度に膨張した、購入希望が超過した状態になることで、最終的に大幅にタイトな水準に価格が見直しをされて発行が行われるということがあります。

発注が仮に取り下げられたとしても、これらの不要な注文も正式な購入希望額では報告され、非常に強い需要があったことを印象づける材料となります。このような慣習には疑問符が付くものの、現実的な教訓として、このような需要データに関してはやや懐疑的に見る必要があり、また、新規発行そのものが、過去にそうであったような形で投資家にタダ飯（フリーランチ）を提供することはほとんどないということを認識しておくことが重要でしょう。

今後の見通し

この先を見据えたとき、トランプ氏主導の不確実性の雲がいつ晴れるのかどうかを見極めることがやや困難になっています。しかし、辛抱強く待つことは出来ると考えています。足元の投資環境下における最大のリスクは、取引動向に巻き込まれ、ヘッドラインを追うことであり、それこそがリターンを失ってしまう確実なレシピであるように思えます。

むしろ私たちは、魅力的な機会が出現した場合に、ポジションを売りたい価格水準を見極めたいと考えています。この点に関して言えば、米2年国債利回りがそれぞれ4.50%と4.00%の水準に達すれば、ロング及びショート・ポジションの構築を検討する好機になると考えています。同様に、ユーロ金利に関して、ドイツ10年国債利回りが2.60%に上昇した場合には、魅力的な投資機会になり得ると考えています。

それ以外では、引き続きトランプ米大統領や米国の政策方針の影響を受けづらい取引に注力していく方針です。とは言いながらも、米国の政策変更が米国のみならず世界経済にとって極めて重要な意味を持つ現時点でのマクロ経済を踏まえれば、これは「言うは易く行うは難し」です。

過去の行動規範が改めて試されており、この先数週間で物事がどのように進展するかは非常に興味深いと言えるでしょう。例えば、イーロン・マスク氏と彼のチームは官僚主義に深く切り込み、結果として赤字を減らすことが出来るのか、もしくは官僚組織や裁判所はこれに反旗を翻すのか、などは注目に値します。

コメンテーターたちはこれまで、DOGEがもたらし得る変革の度合いについて懐疑的な見方をしてきましたが、我々はこれまでに見たことのないものを目の当たりにしているという感覚が日増しに強まっています。少なくとも、マクドナルドに関して言えば、プラスチック製ストローの復活が与える損失ははるかに小さいように思われます。

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	プライベート戦略	
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