



RBC BlueBay
Asset Management

トランプと投げ売り

関税政策により市場は動揺し、激しい動きとなりました。

2025年4月11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

- 先週、金融市場はジェットコースターのような変動に見舞われたものの、その後90日間の関税一時停止が発表され、市場はいくらか落ち着きを取り戻しました。
- 長期債利回りの上昇は、市場をさらに不安定にするリスクがあり、このことがトランプ大統領の関税先送りの背景にあったのでしょうか。
- 米国の成長例外主義の終焉が訪れると考えていることから、米ドルに対して弱気に転じており、日本円は上昇する良い立場にあるだろうと考えています。
- 欧州では、金融政策について欧州中央銀行（ECB）は慎重である一方、英国中銀（BOE）についてはハト派であると考えています。
- 投資家が米国とマグニフィセント・セブン以外の投資機会を求めている中、他のグローバル市場については、もっと前向きに考えています。
- 市場は困難な状況にあるものの、退却することも恐怖に陥る事もなく、投資機会を求めるべき時です。

先週の金融資産は、4月2日の関税政策の発表以降市場の動揺が続き、激しい動きとなりました。市場が大きく下落したことを受けて、相互関税の上乗せ分について、90日間停止することをその後決定したことで、投資家はいくらか落ち着きを取り戻しました。

しかし、他国が10%の関税となる中にあっても、中国には懲罰的な関税が維持されています。このために、経済で世界最大の2か国の間では貿易がかなり停滞すると見られ、潜在敵国と見ている国からサプライチェーンやビジネスを引き離すという米政権の一部の戦略的な願望を鑑みれば、中国に対する姿勢を大きく後退させる気持ちはあまりないだろうと考えています。

米国の貿易政策は、スタグフレーション的な、供給サイドにマイナスな影響をもたらす、と市場で理解されてくるにつれ、インフレ率が逆方向に大きく動くと思われる場合、中央銀行が成長をサポートするためにできることはほとんどないことも明確になってきた中において、債券利回りを大きく低下させた当初の質への逃避が反転したことはこたえてきていました。

長期債利回りの上昇は、英国の「トラス・ショック」のような状態にある市場をさらに不安定にするリスクがありました。このことがトランプ大統領の関税先送りの背景にあったのでしょうか。2020年3月のコロナ禍以来となる流動性の悪化が見られる中、グローバル市場で損失が積み上がったために、ボラティリティの急上昇によってファンドでのポジションを投げる動きも幅広く見られました。

ここからの見通しについては、状況変化の速さを考えれば、断定的なものは難しい状態です。しかしながら、これまで当社がずっと言ってきたことは、関税は発動されてそのまま残り、今年後半に議会で法律が成立し、最終的には一律10%の輸入関税になるだろうということです。

それまでは波乱の時期となると考えていましたが、確かにその通りになっています。しかし、10%関税が最終地点であることがより明確に視野に入ってくれば、現時点の混乱の最悪期は過ぎ去るであろうと考えています。

こうしたことから、スプレッドの拡大を受けて当社ではヘッジ・ポジションを解消し、リスクを増やしていますが、今のボラティリティの状況から慎重に行動しています。その一方で、金利に対しては慎重な姿勢を維持しており、利下げの予想について否定的です。同時に、近い将来に米国の成長例外主義の終焉が訪れると考えています。

その結果、米ドルに対して弱気に転じており、日本円は上昇する良い立場にあるだろうと引き続き考えています。貿易面のショックを軽減するために財政緩和を実行できる国の通貨も、日本円と同じような見通しを持っています。

米連邦準備制度理事会（FRB）は今後数ヶ月間は政策変更をしないと当社では予想しています。原油価格の下落は近い将来のインフレ率に抑制効果があるでしょうが、それ以外の商品価格の上昇を相殺するには至らないでしょう。輸入業者が価格引き上げを行うことに加え、サプライチェーンが崩れる可能性によって商品不足が起きて、どこかで価格上昇が起きる可能性があります。

こうしたことは、インフレ期待に影響を与えて、労働市場の軟化という状況であっても、賃金上昇をもたらす可能性があります。このような場合、インフレ連動債が魅力的であろうと思いますが、グローバルに市場が激動する中で、ブレイクイーブン・インフレ率が先々週は実際には低下したことは異常だと思います。

欧州では、金融政策について欧州中央銀行（ECB）も慎重であると考えています。ドイツが財政政策を大胆に緩和すること乗り出しており、インフレ・リスクが上向きにある時に、ECBのタカ派理事の多くは今後数ヶ月、追加利下げの実施を押し返すであろうと考えています。政策理事会が中立金利とする水準に比較的近いところまで政策金利は既に引き下げられています。

対照的に、英国中銀（BOE）については他の中央銀行よりもハト派であると考えています。ほとんどのアナリストがインフレ率が上昇すると予想している時でさえ、インフレ率は低下する方向にあるという結果になると見られるモデルの分析にBOEは固執しています。BOEが5月の会合で利下げを行う可能性はありますが、当社では政策エラーとなる可能性があると考えています。インフレ率が高すぎる時に利下げをすれば、長期債利回りに上昇圧力を強め、イールドカーブのスティープ化を引き起こすだけであろうとも思います。

日本に関しては、金融政策正常化の道をもう一步踏み出すことを検討するのは、7月であろうと考えていましたが、日本銀行（BOJ）は近いうちに追加利上げのシグナルを出すことに慎重となるでしょう。このように、植田総裁にはしばらく様子を見る時間があります。

しかしながら、日本の政策当局は日本の債券市場と長期債に流動性がないことに動揺することになる可能性があります。強制的なポジション売却で利回りは上下に激しく動き、日本国内のリスク選好にはマイナスとなるでしょう。市場のストレス時に円滑で秩序ある市場を確保して流動性を支援するために、BOJの政策関係者はおそらくもっと手を打てると思います。

長きにわたって日本の国債利回りは低い状態が続き、また日銀自身が国債の価格をほぼコントロールしていたこともあり、市場の流動性が損なわれてきました。やむを得ない正常化の後退であるので、流動性が改善することを確実にすることは政策委員会が促すべき重要な事だと思っています。

先週は、輪番オペが縮小する中で、BOJが10年国債の買い入れを減額するにつれて、10年と30年のイールドカーブはフラット化すると予想していましたが、日本の超長期国債は他市場の長期国債に影響を与えた動きによって、マイナスの影響を受けました。

他市場では、イールドカーブはフラット化し過ぎており、スティープ化圧力があるとみていますが、日本では（オーストラリアも同様ですが）イールドカーブは既にスティープ化し過ぎており、今後フラット化が進むだろうと考えています。

「解放の日」に先だっの関税の発表で、トランプ政権の強硬姿勢は比較的予見可能でしたが、一部の資産で予想以上にずっと大きな動きとボラティリティをもたらした他の投資家の動きは意外であり、反省すべき点でしょう。

また、後講釈ながら、クレジット債に対するヘッジを早く外し過ぎた点も反省です。4月2日を控えて市場は油断した状態から、それ以降ヒステリー状態に変わったとの見方から、クレジット・リスクを増やしたことには満足しています。

今後の見通し

今後の見通しについては、金融市場のボラティリティは一時的に落ち着くと考えています。今後90日のうちに、交渉によって追加関税の多くは最終的に回避されると予想しています。

米国の成長率は、潜在成長率以下の1～1.5%に減速すると予想していますが、移民の取り締まりによって失業率は緩やかな上昇に留まると考えています。PCE価格指数は4%に上昇する可能性があり、FRBは政策変更を見送り、名目GDPはここ最近と大きく変わらない状況が続くこととなりますが、成長は減速してインフレは高まるという、これまでと反対の組み合わせになります。

その結果、当社の予想通りリセッションが回避できても、ここで米国株に強気に転じるには、まだ株価は高いように思います。年初から価格の調整が大きくなっていることから、クレジット債のパフォーマンスは今後数週間で良くなると考えています。

他の市場については、もっと前向きに考えています。投資家は米国とマグニフィセント・セブン以外の投資機会を求めているからです。欧州資産のバリュエーションは長く低迷していましたが、それ故に買い手を引きつけると思います。

確かに、欧州の防衛関連株が、ここ最近では相対的にどれだけ爆発的な状況に対して安全であるのかは顕著です。ボラティリティが高まる時は辛いものですが、ポジションをかなり低い水準で手放さざるを得ない時は、特にそうです。

しかし、ボラティリティが低下する時、バリュエーションは適切であり、こうした市場の状況に反して、パフォーマンスを高める機会があります。確かに、トランプ大統領は私たちの知る世界を変えていっています。しかし同時に、諺にあるように「赤ん坊を湯水と一緒に流す（角を矯めて牛を殺す？）」必要などないのです。

トランプ大統領自身については、グローバル規模のカオスを作り出すよりもゴルフに興じている方が良く、静かに振り返っているかもしれません。世界が米国を見る、米国を信用する、米国と取引する、今後の世代のそうしたやり方を損なうことになったのは確かでしょう。

MAGAの支持者は、終わり良ければ全て良しと言うかもしれません。しかし、トランプ大統領の政策のいくつかの背後にあるロジックにも拘わらず、その実行方法はひどく、未熟で、時には完全に無意味なものだと思います。

英国のトラス元首相とは違い、レタスが食べられなくなるよりも長くトランプ大統領はホワイトハウスにいます。クレイジーな状況のピークが過ぎ去り、今後はもっと考えて、公表される政策ステップでは協議がなされることをただ願っています。

確かに、空が落ちてくるように感じた一週間が終わり、もっと前向きな文章で終えるのは良いことです。市場は困難な状況ですが、退却することも恐怖に陥る事もなく、投資機会を求めて、大胆なままでいるべき、まさにその時です。

しかしながら、先週水曜日の朝、関税の見送りを発表するほんの数時間前に、トランプ大統領が発した「絶好の買い時」とのメッセージを信じた人にとって、先週は最高の一週間だったと思います。実際これは最初から、「トランプと投げ売り」の真逆を行くような、あらゆる市場操作の大元となる、トランプ大統領の計画であつたのではないかと思わずにはいられません。

ディスクレマー

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になります。

(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	フライヘート戦略	
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、契約資産が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