



騒がしいトランプ氏、ただまだ成し遂げたことはないのが救い (今のところは)

変動の激しい環境に備えましょう。

2025年2月7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

- 関税賦課の延期は一時的に安心感をもたらしたものの、市場はトランプ大統領による予想不能な関税政策やそれにより経済的混乱が起きる可能性を警戒しています。
- 先週は、貿易政策に対する懸念が経済指標に影響を及ぼすとの見方が広がる中、米長期債利回りが低下しました。一方、FRBは政策金利を据え置き、ECBは追加緩和に動く可能性があるかとみています。
- 英ポンドが低迷し、インフレ圧力が長引く中で、イングランド銀行は利下げを実施しました。より大幅な緩和を主張した委員もあり、BoEの見解がかなりハト派寄りになっているとの認識が広がりました。
- 日本では、堅調な賃金データを背景に国債利回りと円が底堅く推移しました。日銀の田村審議委員は追加利上げの可能性を示唆し、これは我々の考えとも一致しています。

先週は、貿易政策の動向が市場の注目の的となりました。トランプ米大統領は、各国政府の間に混乱を招いています。カナダとメキシコに25%の関税を課すとの脅しは、自動車やエネルギーなどの主要セクターにおけるこれらの経済の相互の結びつきによって、広範な経済的混乱の可能性を高めました。

このような関税が実施されれば、供給側でネガティブなショックがもたらされ、インフレを押し上げるとともに、成長に悪影響になり兼ねないと言えます。国境警備と合成麻薬フェンタニルの密輸に関連した譲歩によって、関税の賦課は1ヶ月延期されることとなりましたが、その脅威が完全に回避されたと結論づけるには時期尚早であるように思われます。

トランプ大統領からはこれまでに何度も、関税は歳入を増やし、米国に投資と生産を振り向けるための手段であるとの考えを述べており、これは「米国を再び偉大にする」という彼の使命に通ずるものです。したがって、メキシコとカナダの両国にある程度の関税は賦課されるとみているものの、両国の「良い行い」を踏まえて25%よりも引き下げられた水準になるとみています。

しかし、POTUS（アメリカ合衆国大統領：President of the United States of Americaの略称）の気まぐれな性格によって、貿易政策の進展を分析することが困難になっています。ただし、財務長官であるスコット・ベッセント氏でさえ、前週末に大統領執務室が発表したトランプ氏の関税計画を事前に見ていなかったように見えることは、その発言の前後から明らかです。

ごく少数の人物（おそらくピーター・ナバロ氏は含まれます）だけが、大統領の計画に従事しているようです。さらに、米財務省がいつ、何が起きているのかについて蚊帳の外にあるならば、市場参加者がほとんど何も知ることができないのも止むを得ないでしょう。

より明確に見えるのは、トランプ大統領の関税攻勢における次なる標的はEUになるであろうということで、いつ25%の関税が発表されても不思議ではないように感じられます。EUが同等の報復をせず、さらに防衛支出の増額や米国からのエネルギー及び農産物の購入増額を約束すれば、関税は同様に10%に引き下げられるとみられています。

しかし、これまでのトランプ大統領の二国間交渉の幾つかに見られたように、EUが米国の要求にどの程度応じる用意があるのかどうかは明確ではありません。トランプ大統領は先週、ガザ地区を乗っ取り、その過程でパレスチナ人を追放するという極めて突飛な主張をしており、欧州の首脳陣の間では、トランプ大統領が不安定かつ信頼出来ない相手であるとともに、誰かが対峙すべきいじめっ子であるという認識が広がっているようです。

しかし、EUがそのような姿勢で立ち向かうためには、一体感と強みを堅持した立ち位置が必要ですが、現実には、欧州経済は依然として弱く、政治的なトレンドとして各加盟国がよりナショナリズム的な方向に向かっているのが実情です。

先週は、マクロ的な不確実性のもとでアクティブ・リスクを削減しようとする投資家の動きもあって、米長期債利回りが低下しました。マクロ系ヘッジファンドの多くは、長期債利回りの上昇とボラティリティの上昇に賭けたポジションを取る傾向にあったため、1月の軟調なパフォーマンスを受けてポジションの解消も見られました。

引き続き、米国金利については概ねフラットのスタンスを維持していますが、経済状況が異なっていることを踏まえると、相対価値の観点からは、引き続き米国よりもドイツ国債を選好します。関税が米国のインフレにアップサイド・リスクである以上、米連邦準備制度理事会（FRB）が政策金利を引き下げる可能性は当面極めて低いとみています。一方で、貿易戦争が経済のダウンサイド・リスクを増大させる場合、欧州中央銀行（ECB）は金融緩和を加速させる方向に動く可能性があります。

その他欧州では、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）が先週、政策金利を25bps引き下げ、4.5%としました。この動きは概ね予想通りでしたが、2人の委員がより大幅な50bpsの緩和を主張し、BoEの見解がかなりハト派寄りになっているとの認識が広がりました。これを受け、為替市場では英ポンドが下落し、英短期金利は低下しました。

しかし、インフレが逆方向に動いている中、より長期の英国債利回りが同日にむしろ上昇したことは特筆すべきでしょう。インフレに関して言えば、今年の欧州は例年よりやや寒い冬となっており、ガスの貯蔵水準が低下し、ガスの先渡価格を押し上げています。

このため、英国のエネルギー価格上限は4月に5.5%前後上昇すると予想されます。それと同時に、地方税の増加や他の規制価格の引き上げも予定されています。結果として、4-6月期の英国CPIは4%程度となる見込みで、このような状況においては、BoEがさらに利下げを実施することは難しくなると考えています。

一方日本では、2025年に入ってから堅調な賃金データを背景に、国債利回りが先週も上昇を続け、円も底堅く推移しました。日銀の田村審議委員は、今後12ヶ月間での50bpsの追加利上げの可能性を示唆し、これは我々の考えとも一致しています。

また緩やかなペースではあるものの、日本の国内投資家の間でも、必要とされる日本の中立金利水準に対する見方を上方修正しているように見受けられます。引き続き、日本の10年国債利回りについては今後数ヶ月間で1.5%に向かって上昇すると予想しています。しかし、日本においては足元で、金利市場における金利のショート・ポジションよりも、為替市場における円のロングにより魅力的な投資機会があるとみています。

今後の見通し

この先、米雇用統計に続いて数日後には米CPIの発表があります。しかし、ここ最近では、経済指標の発表がややホワイトハウスからの発表の影に隠れてしまっているようにも見えます。これまでの政策当局者との対話内容を踏まえ、米国政府は関税をある種、米消費者に対する消費税の一つの形態（ただし、国内生産者が支払いを免除されるもの）として位置づけているような印象を我々は持っています。

結局のところ、欧州は米国製品に付加価値税（VAT）を課税して、販売しています。このVATは、各国政府にとっての税収を生み出すことから、米国も同様だと考えており、なぜ米国が同じように税金を転嫁すべきではないのか、という主張につながります。この点で言えば、現在、米国では連邦政府の売上税はありません。

さらに、現在の米国の税制構造は、生産のオフショア化にメリットがあるように設計されています。したがって、その生産を再びオンショア化させることは、人と収入を米国にもたらすことになり、国益につながるかとされているのです。

しかし、この米国の政策上の算段におけるリスクは、他国が効果的に報復できない、もしくはしないことを前提としていることです。この考え方は誤っているかもしれません。実際、カナダの場合、既に提示する準備ができていた報復関税のリストを用意しているようであり、これは米国側の更なるエスカレーションを促し、両国にとってより大きな経済的苦痛を引き起こす可能性があるでしょう。

一方で、先週は中国に対して既に関税が賦課されました。また、小規模な貨物に関する抜け穴が封じられていることも興味深い点で、つまり、これらの関税を回避することがはるかに難しくなっていることを意味しています。一部の人は、警戒していたよりも小幅な10%の関税に留まったとして安心感を抱いたかもしれませんが、中国政府が静かにこれを受け入れるようには見えません。

米国政府は、米国のサプライチェーンにおける中国への依存を排除することを望んでいますが、これは一朝一夕に起こり得るものではありません。特に、クリティカル・ミネラル（重要な鉱物）の場合、中国はこれらの精製において圧倒的なシェアを有しているため、中国が米政権に対して行動を起こしたいと考えれば、中国が米国の鉱工業生産を大きく混乱させることはそれほど困難ではないと言えるでしょう。

このような点を踏まえれば、貿易政策の不安定性は、トランプ大統領の在任期間中を通して続く可能性のあると考えられます。この事実は、そのみであれば、企業の信頼感に影響を与るとともに投資を遅らせ、より軟調な経済動向につながるかもしれません。

また、移民問題やその他の政策問題においてトランプ氏が短期的に勝ち取るものは、今後長年に亘る、米国の外交上でのイメージや立場を著しく損なうことを犠牲にしている可能性があることにも注意すべきでしょう。

さらに、米国国際開発庁（USAID）から撤退するというトランプ大統領の決断により、世界中に500億米ドルのプロジェクトが残され、一部は他の誰かによって引き取られたとしても、その他は宙に浮いた状態になる可能性があります。ガザ地区に関しては、トランプ大統領自身、地区全体を事実上ゼロから再建する必要があり、その間に建築現場に住むのは安全ではないし、適切でもないということを踏まえて、合理的に考えようとしていたと、好意的に捉えてみる人もいられるかもしれません。しかし、そのような発言は鼻屑目に見ても度が外れており、歴史や現場の現実政治をほとんど顧みていないと言えるでしょう。

それにも拘わらず、トランプ大統領は今非常に楽しんでるように見受けられます。同氏の支持率は好調で、国内で非難を浴びせる側もなりを潜めています。米国経済は活況を呈しており、金融市場は高値で推移しています。彼は自分の体を振り回し、物事を成し遂げています。ある意味、トランプ氏にとっては今が最高の時であるかもしれません。

しかし、残念なことに、これはほとんど全てが彼の思い通りに進んでいるときに、同氏が物事を進めるやり方であり、ひとたび状況が悪化し始めれば、事態は不快な方向へと向かい兼ねないということも思い起こされます。したがって、引き続きリスクを低位に抑え、この先も慎重さを維持しながら進むことが賢明であるとみています。2025年が順調な航海になるとは到底想像出来ません.....

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