RBC BlueBay
Asset Management

米国債券投資の観点から見たトランプ氏の大統領復帰

アンドレス・スキーバ
マネージング・ディレクター
米国債券ヘッド

2024年11月

トランプ氏の圧勝を受けて、共和党のスウィープ（大統領・上下院選全てでの勝利）と、それが経済や市場にとって何を意味するかについて見ていきます。

ポイント:

- ▶ 共和党圧勝ぶりは市場サプライズとなりました。
- ▶ 政策が明確になるまで、短期債を選好します。
- ▶ 規制の緩和は、エネルギーなど特定の産業に影響を与えます。
- ▶ 欧州市場は今回の結果に慎重に反応しています。
- ▶ 不透明性は、アクティブ投資家にとって魅力的なエントリーポイントを提供する可能性があります。

今週のトランプ氏の歴史的な政権復帰について、どう思いますか。

トランプ氏が勝利する可能性が高いと感じていましたが、予想されていた大統領職と上院だけでなく、わずかな差で下院も共和党が獲得した圧勝ぶりが市場を驚かせました。実質的に議会と行政のすべての側面が共和党の支配下にあるという事実は、ベースケースとしてほとんど予測されていなかったでしょう。下院と上院のねじれが想定されていたなかで、実際の結果は予想よりもはるかに圧倒的であったことを意味します。

選挙結果に影響を与えた2つの重要な投票ブロックは、1）性別を問わないラテン系の投票でした。ラテン系の男性による支持を共和党がより多く集めるという大きな変化が見られました。2）もうひとつは若年層の投票者でした。そして中東の紛争やその他の理由に関連しているかどうかにかかわらず、30歳未満の有権者による民主党への支持はここ最近で最も低い投票数になった、ということでした。これらがハリス氏が予想を大きく下回って敗北した主な理由です。

米国経済は、財政政策、金利、成長の観点から、どのような影響を受ける可能性があるでしょうか?

一般的に、この結果により、政府は政策上、かなり自由な裁量を持つことになり、実施という点で議会からの反対はほとんどないと予想されます。とはいえ、米国はすでに1桁台後半の財政赤字を抱えています。米国景気が減速する場合、トランプ氏がこの赤字を増やす十分な余地があるとは思いません。しかし、明らかに高い水準が維持されるでしょう。よって、来年の赤字水準に対する懸念から、米国債で最も金利上昇が懸念されるのは、長期債であると見ています。

割安/割高の資産クラスは、新政権の政策によって影響を受けることになるでしょうか。

債券の観点からは、政策が明確になるまで、短期デュレーションのエクスポージャーを選好します。市場は、インフレ率の上昇と、経済が減速する中で利下げが難しくなる連邦準備制度理事会（FRB）と、闘わなければならないことに私たちは注目します。

もっとも、短期的な観点からみると、株式市場ではポジティブなセンチメントが続いており、スプレッドもそれに倣って反応しています。減税、規制緩和、そしてM&Aの増加は、全て株式のバリュエーションを支える要因となります。このセンチメントは債券市場にも波及しており、選挙後、国債利回りの上昇によって、トータル・リターンが大きな打撃を受けているものの、スプレッドがタイト化しています。

投資家が徐々により注目するようになると思われる一つの資産は、変動金利資産です。金利が「より高くより長く」の環境では、特に貿易戦争にさらされることになる発行体を回避さえすれば、レバレッジド・ローン分野は、高い利回りをとらえながらも、国債利回りの上昇がトータル・リターンに与える潜在的なマイナスには直面しないという点で、投資家にとっては魅力的に見えるはずです。

規制変更の可能性に関して、エネルギーなどの主要産業への影響はどのようなものでしょうか。

私たちは新政権が規制に介入することが少なくなると予想しています。市場の中で最も影響を受ける分野の1つはM&Aでしょう。バイデン政権は多くの取引を阻止してきましたが、これはトランプ政権の規則のもとでは減少することが予想されています。

同時に、例えばエネルギーなどの特定の分野における規制の緩和も予想されます。米国での掘削活動を促進しようとするトランプ政権の強い意欲はありますが、米国のE&P（開発、生産）企業がそれらの提案を引き受けるかどうかは、まだわかりません。彼らは増産には非常に注意を払っており、エネルギー分野全体での収益拡大よりもキャッシュフロー創出に焦点を当てています。しかし、少なくとも認可の観点からは、以前と比べて、条件の緩和が予想されます。

また、ESG関連の規制の範囲が縮小したり撤廃されたりすることや、計画や設備投資の面で柔軟性が増すことも予想されます。それは、成長の観点から、刺激になると考えられます。

これらの変化の一部は、民主党によって広く異議を唱えられると予想していますが、議会を通じてそれを阻止する力は非常に限られるでしょう。

米国と欧州との関係をどのように見ていますか。

欧州は難しいところにあります。ドイツ国債利回りは米国債につられて上昇するのではなく、当初低下した理由があります。貿易戦争は欧州にマイナスの影響を及ぼし、多くの欧州諸国が対米貿易黒字を抱えていることを考えると、欧州はトランプ氏の政策実施を止めるために多くのことはできないでしょう。経済成長の観点からは、これは欧州にとって足かせになる可能性があります。

同様に、財政的見地からも課題が挙げられます。現在、米国はいくつかのイニシアチブの支援を再検討すると予想しています。例えばロシアとの戦争におけるウクライナにおいて、欧州のパートナー国に防衛費の増額を要請するなどNATO支援についてより取引的なアプローチをとることなどです。

例えば、ドイツのような国では、それが防衛費であろうと、その他であろうと、より多くの支出を認めるような政策の転換があるでしょうか。マリオ・ドラギ氏の最近の論文は、欧州がいかに遅れをとっているのかを強調したので、それによって、異なるトーンとより自己中心的な米国の視点が、財政支出を増やし、欧州内の競争力を高めるためのいくつかのイニシアチブを促進するでしょうか。

これまでは断片的な反応を見てきましたが、その点で、トランプ大統領の到来が欧州を目覚めさせるきっかけになるかどうかは興味深い点です。欧州のリスク資産が共和党のスウィープに慎重に反応していることは適切だと考えており、欧州中央銀行は、米国の政策変更による経済成長へのマイナス影響を一部見込んで、今後の会合で50bpsの利下げを検討する可能性が高いとみています。

投資判断への影響という観点から、主要な政策展開の何を注視していますか。

次期政権の予算に着目し、それがいかに景気刺激的になるかを注視しています。また、財政赤字の拡大は米国債市場への圧力となる可能性があるため、国債発行計画がどの程度多くなるかについても注視していきます。このことは、最近のスワップスプレッドの動きでも見られるように、市場がより多くの発行を吸収しなければならず、しかしそうする意欲は薄いかもしれないため、特に米国債の長期債利回りが一段と押し上げられる可能性があります。

また、FRBの視点からは、2025年にかけて、財政・貿易政策の変化、および米国のインフレ・リスクと潜在的な景気減速の見通しとの双方における変化を、どのように考慮しているかを見ていきます。

上記は、特に複数年でスプレッドが最もタイトな水準に近づいているクレジット市場において、いつまで慎重な姿勢を続け、米国債もしくは社債を通じて、再びリスクをいつ積み増すのかというタイミングへの判断材料となります。

今後の米ドルについてどう見ているでしょうか。

選挙結果は米ドルを下支えするはずであり、結果が出るにつれて上昇が見られました。さらなる上昇の程度は、ポリシーミックス、そしてトランプ氏が公約を実行するかどうかにかかっています。この動きの一部は選挙後24時間に起こったもので、市場は、米ドルがさらにどれだけ上昇する必要があるのかを見極めるには、政策の実行に対するより明確な見通しを必要とするでしょう。

最後に、トランプ氏の勝利後、米中関係はどのように展開していくでしょうか。

関税が最初に課されることになるのは中国であると見ています。これが米中関係の不安定化を生むと考えています。しかし、トランプ氏は最近、台湾を支持することにそれほど熱心ではなく、民主党よりもはるかに意欲的ではありません。私たちは関税がどのように交渉ツールとして使用されるのかを見ていきます。同様に、台湾への米国の支援がより取引的にもなると考えています。

トランプ氏の経済界や政界のサークルで、対中政策に対してハト派はほとんどいません。その代わり、タカ派は多くいますが、トランプ氏は取引型の外交を追求することが多いと考えています。そのため、今後は、米国がどのようにして手にする様々なレバーを利用するかを見ていきます。

ディスクレーマー

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のようになります。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
	ﾍﾞﾝﾁﾏｰｸ戦略	ﾄｰﾀﾙ・ﾘﾀｰﾝ戦略	絶対ﾘﾀｰﾝ戦略	ﾌﾟﾗｲﾍﾞｰﾄ戦略	
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ございませんのでご注意下さい。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