



## コンクラーベを再び偉大に

トランプ米大統領はハリウッドで光輝く運命にあるのでしょうか。

2025年5月9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

- 先週は、米連邦準備制度理事会（FRB）が金融政策を据え置き、パウエルFRB議長が将来の金利調整のタイミングについてほとんど示唆を与えない中、米国債利回りは概ねレンジ内で推移しました。
- 米英の貿易交渉合意については、詳細は明らかになっていないものの、楽観的な見方が広がりました。じきに、インドやイスラエル、オーストラリア、日本、韓国などを含む数力国との間でも合意に達する可能性があるものの、EUとの間では、夏まで進展は見られないであろうと予想しています。
- ドイツでは、フリードリヒ・メルツ氏がやや厳しい船出となったものの、財政拡大は多くの期待を上回る可能性があると考えています。
- 英国では、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は、景気見通しの弱さを背景に政策金利を引き下げました。しかし、英地方選挙において、ナイジェル・ファラージ党首が率いる野党「リフォームUK」が大成功を収めたことで、労働党での不安は増えています。
- 金融市場は、4月に見られたトランプ氏の転換に関して楽観的すぎるように思っており、その先はさらなる問題が予想されるため、足元ではリスク資産に対するヘッジ・ポジションを積み増し、リスク・エクスポージャーの一部を解消しています。

先週の金融市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）が金融政策を据え置き、パウエルFRB議長が将来の金利調整のタイミングについてほとんど示唆を与えない中、米国債利回りは概ねレンジ内で推移しました。

米連邦公開市場委員会（FOMC）は、トランプ米大統領の貿易政策を踏まえ、インフレ上昇リスクや景気下振れリスクを明確に感じていると見られますが、依然として不確実性は高止まりしており、多くの観点から、次回6月の会合までの間に、そのような状況がよりクリアになるとは想定しづらいように思えます。同会合では、経済見通しに加え、3月の会合の時点で年内50bpsの緩和を織り込んでいた「ドット・プロット」を更新する機会となります。

しかし、時点予測における問題点は、いくつかの大きく異なるシナリオを確率によってウェイト付けしようとしていることです。そのような点を踏まえれば、引き続き米10年債利回りのフェア・バリューは4.5%近辺にあると考えており、現時点では金利に中立的な見通しを維持しています。時が経つにつれて、2年/30年のイールドカーブはさらにスティープ化するとみていますが、これは極めてコンセンサスの取引となっていることから、この先スプレッドが90bps未満に再び縮小した際に、アクティブ・ポジションを積み増す好機として捉えたいと考えています。

また先週後半に発表された米英の貿易交渉合意については、楽観的な見方が広がりました。今後数週間のうちに、インドやイスラエル、オーストラリア、日本、韓国などを含む数カ国との間でも合意に達する可能性があるでしょう。しかし、EUとの間では、7月初めまではいかなる貿易交渉においても明確な進展は見られないであろうと予想しています。中国に関しては、関税のエスカレーションをやや緩和する形での合意が望まれるかも知れませんが、極めて希望的な観測においても、関税率が60%未満に引き下げられるとの予想は非現実的であるように思われます。米政権は、中国からの輸入への依存を断ち切りたいと考えているためです。

また、米国以外で制作された映画に対して関税を適用するというトランプ氏の直近の提案は、世界経済を再び米国中心に向かわせたいという確固たる欲求を改めて浮き彫りする、最新の事例に過ぎないと言えるでしょう。貿易紛争の対象がモノのみならず、サービスにも広がりを見せる可能性があることを示す点も踏まえ、このような動きには一定の注意を払う必要があるでしょう。

貿易の継続的な混乱と取引関係の激変を踏まえ、足元では米国の成長予想を年率換算で0.5%程度まで引き下げています。今のところ、景気後退は回避されとの見方を維持していますが、失業率が想定以上に速いペースで上昇すれば、景気後退の可能性も現実を帯びるため、労働市場の動きを注視することが重要であると考えています。インフレ率は4%に達する可能性があるものの、米国から中国への食料輸出が停滞しているため、米国内の食品価格が軟化する可能性があることを考慮すれば、インフレ率については、この先食品とエネルギー価格がどのように動くかに依るでしょう。

ドイツでは、フリードリヒ・メルツ氏が、2度の投票を経てドイツの首相に選出され、やや厳しい船出となりました。とは言いながらも、CDU（キリスト教民主同盟）を率いる同氏は即座に仕事に取り掛かると見られ、財政拡大は多くの期待を上回る可能性があると考えています。今後、ドイツからはポジティブな報道があると期待しており、現状EU全体に置いて、米政策転換に団結して立ち向かおうとする意志があるように見受けられます。

また、EUの経済指標についても、将来の関税引き上げを前にした前倒しでの受注に当面は支えられると予想しています。その意味で、短期的なEU経済の悲観論はやや行き過ぎであると考えており、実際には、2025年にEU経済が米国経済を上回るペースで成長する可能性もあるとみています。

EUの他の地域に目を向けると、ルーマニアで行われた大統領選挙で、極右野党ルーマニア人統一同盟（AUR）のジョージ・シモン氏が予想外に支持を集める波乱がありました。これにより、5月18日に予定されている決選投票を前に、連立政権が崩壊しました。この報道を受けてルーマニア資産は大きく下落しました。シモン氏の勝利によって、同国の政治的及び財政的な安定性が脅かされ、同国と他のEUの国々との関係が悪化する可能性があるとの懸念によるものです。

しかし、これらの懸念の一部は過剰であるとみています。ルーマニアは依然としてEU基金の巨大な受益者であり、同国内のEUへの支持は依然として非常に厚いものとなっています。シモン氏は右派ポピュリストですが、イタリアのジョルジャ・メローニ氏（実際シモン氏と同盟関係にあります）の

例は、有益な示唆を与えるかも知れません。

ルーマニア国債のスプレッドはB格の信用格付けのクレジットと同水準にあり、あまりにも多くの悪いニュースが既に価格に織り込まれているとみています。ルーマニアが双子の赤字を抱え、経済的に修正期間が必要であることを考慮したとしても、世界的に見れば全体的な債務水準は比較的低位に留まっていると考えています。

そんな中、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は先週、英国の景気見通しの弱さを背景に、金融政策委員会（MPC）で政策金利を引き下げました。しかし、今後数ヶ月間でインフレ率は急上昇するとみており、追加利下げが実施される可能性は低いとみています。また先週実施された英地方選挙では、ナイジェル・ファラージ党首が率いる野党「リフォームUK」が大成功を収めました。次の総選挙までには長い時間がありますが、与党労働党内での不安は増えています。

労働党系のアクティビストの自然な要求は、支出を拡大する（もしくは支出削減を回避する）ことであり、このことは、自身に課した財政ルールを破るリスクがあるために、リーブス財務相が増税を今秋に打ち出すことになるかも知れません。同氏がこの基本理念を揺るがせないことが理想ですが、これを投げ出そうとすれば、いかなるものであれ、2022年のトラス・タントラム以降、債務の持続可能性に対する懸念に神経質となっている金融市場からの一層の懸念に晒されることになるでしょう。

日本では、米国との貿易交渉合意に向けた進展が注目を集めています。そんな中、日本の長期国債に対しては、海外投資家のポジション解消による売り圧力が続いています。日本の30年国債利回りは今やドイツ30年国債利回りを上回っており、10年債に対する上乗せ利回りは160bpsに達し、相対的な投資妙味が際立っていると分析しています。

日本の投資家は、ゴールデンウィーク休暇から戻って来たばかりであり、今後数週間掛けて、今年度初めに新たな資金を市場に投入する動きが見られることが一般的です。特に生命保険会社は、資産配分において国内資産を増やす計画を明らかにしており、今の利回り水準に魅力を感じると予想しています。

短期的には、価格変動の高まりによって買い手は様子見姿勢を保つかもしれませんが、価格変動が低下を始めれば、すぐにより多くの買い手が現れると確信しています。したがって、過去数週間に亘り、利回りが3%に近づくにつれ、30年債のエクスポージャーを段階的に積み増しています。

## 今後の見通し

この先を見据えると、金融市場は、4月に見られたトランプ氏の転換が、米政権がより現実的な交渉合意を目指す方向へと舵を切ったことを意味し、結果としてそれが経済成長や金融資産の価格を支えるであろうとの見方に偏重しすぎているように思えます。比較的落ち着いた期間を経て、その先はさらなる問題が予想されるため、足元ではリスク資産に対するヘッジ・ポジションを積み増し、4月初旬に追加したエクスポージャーの一部を解消しています。

世界規模で政治的な動揺が起きている中、先週は新たなローマ教皇を選出するための秘密選挙「コンクラーベ」が、珍しく米国以外の話題として注目を集めました。とはいえながらも、そこでもトランプ氏は話題の中心になりたいと躍起になっていたようで、ローマ教皇に扮した自身の人工知能（AI）による生成画像が流出しました。

トランプ氏が最初の米国人教皇としての自身を想像していたのではないかとってしまうほどです。もし「コンクラーベ」がハリウッドで撮影されていたら、その映画の監督はホワイトハウスから電話を受けていたかもしれないとも想像してしまいます！そのような事態が現実とはならず、ひとまず安堵しています！

## 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	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