



RBC BlueBay
Asset Management

グローバル株式: 関税政策の段階



ジェレミー・リチャードソン
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
グローバル株式チーム

2025年5月

政策の不透明さを考慮すると、グローバル株式が年初来で上昇しているのは驚くべきことです。ジェレミー・リチャードソンが、関税に関する3つの潜在的なステップを解説し、現在の一般的な見方と、株式ポートフォリオにおける対応方法についてコメントします。

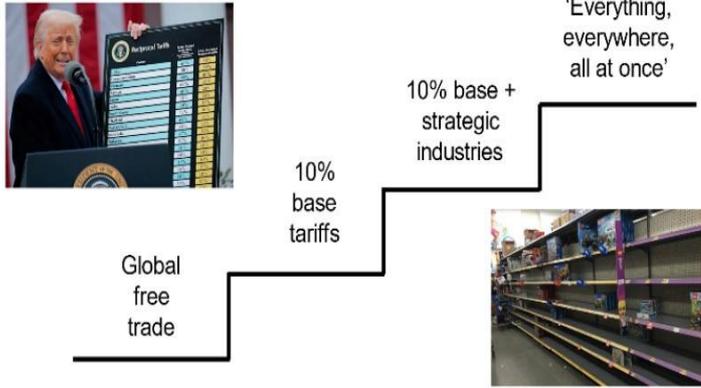
ポイント

- 進行中の貿易政策と関税をめぐる議論は、株式市場に不確実性を生み出しています。また、米国から欧州への市場ローテーションは弱まりました。
- 第1四半期の企業利益は懸念されていたより好調でした。しかし、政策の成果は依然として不透明で、株式市場の回復に誰もが納得しているわけではありません。
- 最近のボラティリティの上昇は、ポートフォリオにおけるマクロ・バイアスの危険性を思い出させるものです。これを注意深く監視し、管理することで、保有する個々の銘柄、特に強力な経営陣によって運営されている優良企業によるリターンを享受することができます。

今年初め、関税に関する不確実性が選挙後の楽観的な見方と衝突しました。規制緩和による供給サイドの政策は、企業利益にとってプラスとなる価格抑制効果を有しています。一方、関税には追加的な支払いが伴い、それは価格を押し上げ、サプライチェーンを混乱させます。景気後退の懸念が高まり、資本が米国を離れる「プッシュ要因」を生み出しました。これは欧州の動きとは対照的です。欧州では、安全保障上の懸念が各国政府に再軍備支出を優先させ、同時に金利の引き下げが行なわれました。

投資家や企業は、明確な関税政策を熱望していますが、それは依然として存在していません。異なる意見が異なる結果をもたらし、それが不明瞭な政策行動を生み出しています。

関税の3つのステップ



最初のステップである全ての輸入品に対する10%の関税は、企業、投資家、消費者にとって不満を呼び起こします。しかし、企業にサプライチェーンの急速な変更を迫ることはなく、政府に多額の収入をもたらすでしょう。

それでは不十分だと主張する人もいます。2つ目のステップは、レアアース、半導体、医薬品などの戦略的産業に関税を上乗せすることによって、国内へのリショアリングを奨励し、米国の経済的安全保障を支援することです。これは、介入主義的なアプローチですが、特定のビジネスに限定するならば、市場は効果的に価格を設定できるはずで

最終ステップは、貿易赤字、特に中国との貿易赤字額に基づいて相互関税を設定し、再産業化を目標とするものです。これが発表された後、景気後退のリスクが高まり、それはすぐに株式市場に織り込まれました。

ウォルマートの空の棚

新関税の90日間の猶予は、株式市場にとって大きな安心材料となりました。その暗黙のシグナルは、関税の「すべてが、どこでも、一度に」というリスクが大幅に低下したということです。また、これは良いタイミングとなりました。ハロウィンとクリスマスに向けた注文は、今の時期に行なう必要があり、ウォルマートの棚が空になるリスクは後ずれたこととなります。トランプ大統領はクリスマスをキャンセルした大統領になりたくないでしょう。

現在、市場のコンセンサスは階段を下っており、現在はステップ1とステップ2の間のどこかにいるようです。

これは、4月初旬に懸念されていたよりも良い状況であり、株式市場の回復をもたらしました。景気後退のインプライド・リスクは、50%以上から30%台に低下しました。

唯一確実なものは不確実性です

まだわかっていないことがいくつかあります。第1に、米中間で長続きするような貿易協定は生まれるのでしょうか。財務長官のスcott・ベッセント氏は、どちらの国も相手との「切り離し」を望んでいないと述べており、真実ならば、和解が可能であることを示しているかもしれません。しかし、これは、ある程度のデカップリングが不可避となる米国の再工業化という目的と矛盾しています。だれが正しいのでしょうか。

第2に、取引の大枠が今後60日間で合意に至ったとしても、それは、企業に対して投資再開への自信を与えるほど強力なものになるのでしょうか。または、合意が遅れることで企業活動の空白期間が生まれ、米国を景気後退に追い込むことになるのでしょうか。

最後には、スタグフレーション（低成長と、2%を上回るインフレ期間が長い期間続く）、または、「ゴルドロック」経済（成長率3%およびインフレ率2~3%となる）が訪れるのでしょうか。市場は手がかりを求めており、「ソフト」（現在の調査データ）と「ハード」（過去の数値データ）の経済指標に注目が集まっています。これまでの結果は曖昧なものとなっています。

これまでのところ、企業が発表した第1四半期決算は、懸念されていたよりは好調でした。しかし、第2四半期の初めまで関税が完全には発表されなかったことを踏まえると、第1四半期は、問題無いとされるのは当然かもしれません。政策の不確実性が続いているにもかかわらず、現在の業績予想は驚くほど維持されていますが、利益予想は年後半にかけて勢いを失うことが多くあります。バリュエーションが回復した今、多くの投資家は、ステップ1とステップ2の間で「どうすればいいのか?」と迷っています。

「グレート・ローテーション」は夏休みをとっているのでしょうか。

米国市場から欧州市場へのローテーションは、失速したように感じられます。テスラのようなハイテク銘柄やリアル投資家が好む銘柄は最近堅調に推移しています。米国を軽視しすぎることは危険でしょう。イノベーションに向けたエコシステム、増加する人口、高い労働生産性といった同国の優位性を踏まえると、資金配分しようとする人なら誰でも、米国経済を考慮しなければなりません。また、米国におけるパッシブ運用の人気によって、グローバル資本は今後も米国市場に惹きつけられるでしょう。米国には非常に裕福で企業価値を気にしないパッシブ資産家が多く存在することから、企業はその市場に上場しようとするからです。

これとは対照的に、欧州には潜在的な可能性があるものの、マリオ・ドラギ氏が2024年の報告書で述べたような経済改革と自由化へのコミットメントはまだ見られません。防衛支出の優先によって新たな資金が利用可能となることに加え、金利低下によって企業の収益性向上への期待は高まっています。しかし、これは一過性の効果に過ぎず、持続的な経済成長にはおそらく供給側の改革が必要であり、それに対する意欲は依然として不透明です。投資家が監視すべきテストケースは、ユニクレディト（イタリア）によるコメルツ銀行（ドイツ）への買収アプローチのような、国境を越えた銀行の統合です。

保有銘柄が収益を上げるのです

私たちのアプローチは、企業のファンダメンタルズ、特に強力な経営陣によって運営されている優良企業に焦点を当てることです。そうした企業は、強靱であり、劣位にある競合企業よりも変化を上手に利用できる可能性が高いからです。リスクを忘れないことも重要です。最近の市場のボラティリティの上昇は、市場（ベータ）あるいは国（米国対欧州）に対する一方的な見方をとることの危険性を浮き彫りにしました。マクロ・リスクを分散しつつ、ポジション・サイズを適切に維持することで、上昇する銘柄を見極め、保有銘柄に収益を上げてもらうことが賢明です。

出所: ブルームバーグまたは公表データ、2025年5月時点

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

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (Royal Bank of Canada (RBC)) の資産運用部門であり、RBC Global Asset Management (U.S.) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc.(RBC GAM Inc.)、RBC Global Asset Management (UK) Limited (RBC GAM – UK)、RBC Global Asset Management (Asia) Limited (RBC GAM – Asia)、および RBC Indigo Asset Management Inc.を含みます。これらは、別会社ですがRBCの関連法人です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、英国金融行動監視機構 (FCA) によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



RBC BlueBay
Asset Management

■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

