



RBC BlueBay
Asset Management

ドルからの分散



マイク・リード
グローバル金融法人営業ヘッド

2025年11月

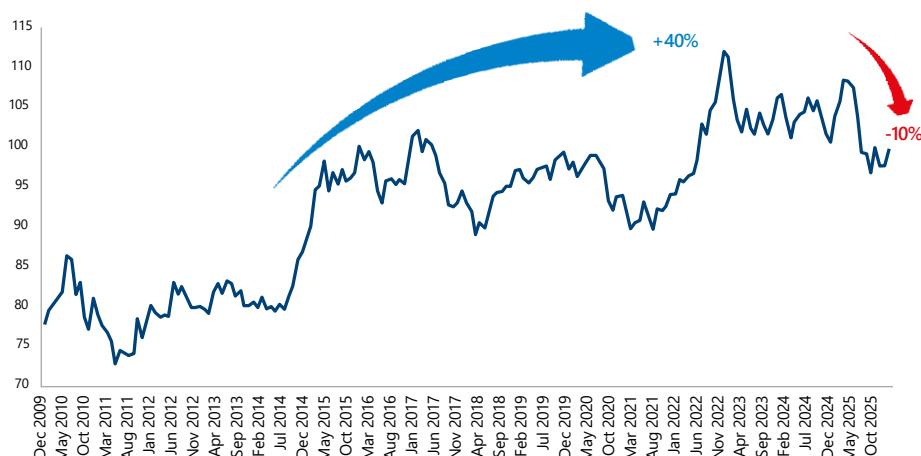
「この15年間で、米ドル指数は40%近く上昇し、海外投資家の米国エクスポートジャーニーにおいて、大きなリターンをもたらしていました」

2008年の金融危機以降、米ドルはユーロや新興国通貨を含む多くの主要通貨に対してアウトパフォームしてきました

2009年末から2024年末までの15年間で、米ドル指数は40%近く上昇し（図表1）、海外投資家の米国エクスポートジャーニー（株式・債券ともに）において、大きなリターンをもたらしていました。

トランプ氏の再選と彼の『MAGA (Make America Great Again)』政策により、多くの市場参加者は米ドルの一段高を予測していましたが、結果としてその逆の動きとなり、25年1月以降米ドルは約10%下落、為替オープンの欧州投資家にとっては、米国株のリターンが50%消滅し、米国債投資に至ってはマイナスとなりました。

図表1: 米ドル指数



出所: ブルームバーグ、2025年10月31日時点

こうした長期アウトパフォームの後であることに加え、まだ米ドル安の材料が控えていることから、投資家が米国から距離を置いたりバランスを望むのも不思議ではありません。

当社では、新興国株式・債券の両方に魅力的な機会が存在しており、かつ欧州債券のウェイトを高めることが、主要国債の投資家にとって魅力的な選択肢になりうると考えています。

米ドル安の要因

以下の要因から、米ドルは一段と弱含む可能性があると考えています。

まず米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げです。約1年間の据え置き期間を経て、FRBは9月と10月に25bps利下げを行い、さらなる利下げを示唆しています。インフレ率が目標の2%を大幅に上回っているにもかかわらず（9月分は前年比3.0%）です。

FRBは物価の安定と雇用の最大化という2つの責務を有しております。最近の雇用統計に弱さが見られたことがこの行動の引き金となったと見られますが、失業率は4.3%に留まるなど、長期平均の5.67%¹を大きく下回っています。

FRBの政策が高インフレを起こしかねないことは、米ドル資産にとっても不安定な状況が続く可能性があります。

また、FRBの独立性への懸念もあります。トランプ大統領がクックFRB理事の解任に踏み切ったことや、2026年2月の地区連銀総裁の再任プロセスにおいて中央銀行への影響力を高めようとしているとの見方が台頭しています。こうした懸念から、一部の市場参加者は、中期的な米ドル安を予想しています。

米ドル安の恩恵を受ける資産

ファンダメンタルズの改善と資金流入の双方から恩恵を受けるアセットクラスは3つあると考えています

- 新興国株式
- 新興国債券
- 欧州債券

エマージング・マーケット -株式・債券-

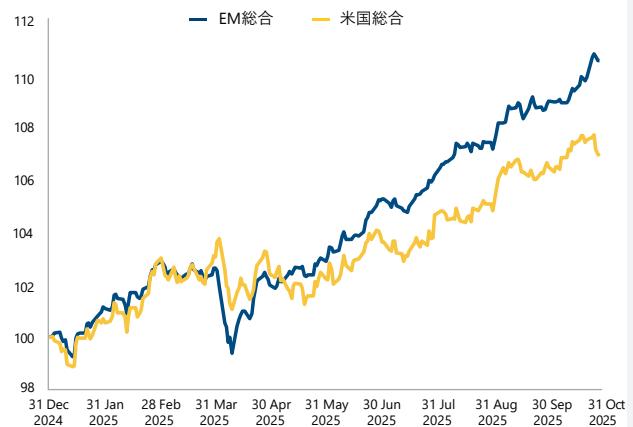
10年超にわたるアンダーパフォームの後、新興国株式は米国株式を年初来で約13%上回り、新興国債券も米国債券をアウトパフォームしています（図表2、3）。

図表2: MSCI EM vs S&P500



出所: ブルームバーグ、2025年10月31日時点

図表3: EM総合債券 vs 米国総合債券



出所: ブルームバーグ、2025年10月31日時点

米ドル安と米金利低下は、4つのメカニズムを通じて新興国資産を下支えします

- 米ドルの構造的な下落により、新興国においては輸入物価の落ち着きなど、インフレのアンカー効果が期待されます。インフレが下がれば利下げの余地も生まれるという意味で、中央銀行は通貨安に怯えることなく景気を優先させることができます。これは新興国株式・債券の双方にとってポジティブな材料でしょう。
- 新興国の外貨建て国債や社債の多くは米ドル建てであることから、米ドル下落によって債務の返済負担が低下し、バランスシートや信用力が改善します。これは当該国及び企業の双方にとってプラスとなります。
- 米ドル安は一般的にコモディティ価格の上昇に繋がりやすく、多くの新興国がコモディティ輸出に依存していることを踏まえれば、追い風となります。財務面や対外収支の改善に繋がり、かつ該当セクターの企業にとってはより大きな利益となるでしょう。
- 米国資産から新興国への資本の再配分は、現地金利や通貨に対する需要を高め、新興国のパフォーマンスを支えています。堅調なパフォーマンスがさらなる投資家を引きつけ、資産価格を押し上げる好循環を生み出す可能性があります。

¹ Civilian unemployment rate (米国労働統計局)

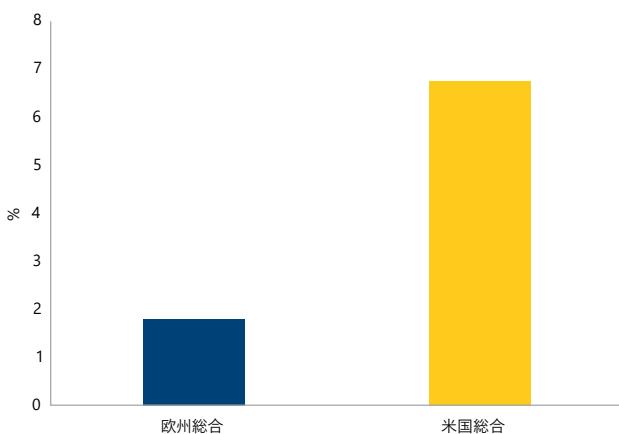
欧州債券

米ドル安への備えとして、ユーロ建て債券のエクスポージャーを増やすことも有望と考えています。通貨ユーロが誕生したのは、わずか四半世紀前ですが、現在では世界の外貨準備高の20%以上を占めています²。

米ドルは依然として世界の主要な外貨準備通貨ですが、2025年においては、米ドルの減価だけでこの配分が減少することになります。一方でユーロ資産は、米国債の代替として非常に流動性が高く、格付けの高い投資機会を提供し、米ドルの下落からのヘッジになると考えています。

確かに米国債の利回り水準の高さは投資家を魅了しており、米国10年債利回りの4.08%に対し、ドイツ10年国債利回りは2.63%です。

図表4: 債券指数のトータルリターン（それぞれの通貨ベース）



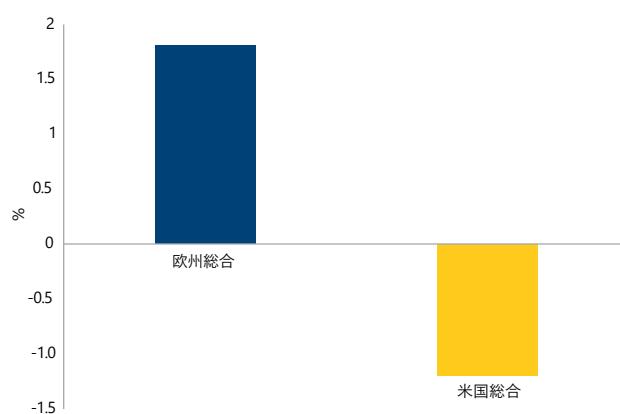
出所: ブルームバーグ、2025年10月31日時点

しかしながら、トータルリターンで見るときは、自分の基準通貨から見た為替リターンも考慮に入れるべきです。

図表4と図表5は、2025年の米国債と欧州債のリターンにつき、それぞれの通貨の名目リターンベースでは米国の方が高かったものの、米ドルのユーロに対する下落を踏まえれば、為替ヘッジなし米国債投資がユーロ圏の投資家にとって大きな損失に転じていることを示しています。

もちろん為替リスクのヘッジは可能ですが、これにはヘッジコストがかかり、代替手段としては不適切なこともあります。

図表5: 債券指数のトータルリターン（ユーロベース）



出所: ブルームバーグ、2025年10月31日時点

まとめ

10年超にわたる米ドルのアウトパフォームを経て、2025年の米ドル相場は目立った弱さを示しており、さらなる下押しに繋がる材料も存在しています。米ドルに対するエクスポージャーからの分散を考えるのであれば、新興国の株式と債券、および欧州債券への配分が有望であると考えています。

² 国際通貨基金 2024年12月31日時点

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	プロライバート戦略	
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