



Global Asset Management
BlueBay Asset Management

トランプ氏の傲慢さが現実に直面

トランプ大統領にとって事態は順調とは言えないようです！

2026年6月19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

- **米連邦準備理事会（FRB）の政策見通し**：FRBは経済指標次第の方針にシフトしており、ウォーシュ氏の議長就任後初の政策会合でタカ派的なトーンが示されたことを受けて、市場では9月会合での25bpsの利上げが織り込まれています。
- **欧州におけるインフレ状況の乖離**：欧州経済は引き続き軟化がみられており、原油価格の下落によって、欧州中央銀行は今後数回の政策会合で政策金利を据え置くことが可能になると考えています。
- **英政治におけるシフト**：労働党の次期党首候補であるバーナム氏が歴史的な補欠選挙で勝利しましたが、英国資産に対して慎重な姿勢を維持しており、市場は英国の政治リスク・プレミアムを十分に織り込んでいないと感じています。
- **日本の金融政策の正常化**：日銀は再び利上げを実施したものの、政府によるハト派バイアスのスタンスは引き続き、当局の介入が予想される水準に近づいている円の重石となっています。
- **マクロ市場の概況**：FRBでウォーシュ議長が採用した新しいアプローチは、経済指標を政策判断において重要視し、不確実性の拡大と市場のボラティリティ上昇をもたらす可能性があります。米ドルの堅調さはエマージング市場の重石となる可能性がある一方で、ハイテクセクターに対する強気の見方は、クレジット・スプレッドへの圧力にも拘わらず、リスク選好の下支えとなりました。

先週は、ケビン・ウォーシュ氏の議長就任後初の米連邦公開市場委員会（FOMC）会合で比較的天カ派的なトーンが示されたことを受けて、米国債のイールドカーブのフラット化が進みました。

多くのFOMC参加者が今後数ヶ月で金融引き締めが必要との見方を示したことから、金利先物市場では9月会合での25bpsの利上げ、さらに来年初めの会合での追加利上げが織り込まれています。

過去数ヶ月間で市場の織り込みは大きく変化しており、現時点でのFOMCの予測は概ねフェア・バリュウであると考えています。

FRBが今後の政策指針に関するフォワード・ガイダンスを意図的に削減していることを踏まえ、現時点で確かに言えることとしては、今後の金融政策の方向性とタイミングを決定付けるのは経済指標であるということでしょう。この文脈において、インフレリスクはFOMCにとって現在最も重要な焦点となっており、来週発表されるコア個人消費支出（PCE）価格指数は前年比+3.4%と、高い伸びを示すことが予想されています。

同指標が発表されるのは7月FOMC会合前であり、さらなる上昇は7月に利上げを実施する根拠となる可能性があります。しかし、イランとの暫定的な和平合意を背景に足元で原油価格が下落していることから、その可能性は低いと言えます。

同様に、インフレの一段の軟化を示す証拠が出れば、ウォーシュ議長は利上げを9月以降に延期できる可能性もあるでしょう。しかし、金融環境が緩和的なまま株式市場が堅調であれば、力強い経済モメンタムがインフレの低下スピードを抑制する要因となる可能性があります。このような点を踏まえ、9月の利上げというシナリオが、妥当なベースケースであると考えています。

とは言いながらも、明確なメッセージとしては、今後すべての会合が、潜在的に政策変更の可能性がある「ライブ会合」になるとということです。これを踏まえると、金融市場は今後、ホワイトハウスからのツイートに気を取られることなく、経済指標により注目する必要があるでしょう。

また、ウォーシュ議長がFRBのマンデート遂行に関する、いくつかの分野を見直すために、複数のタスクフォースを設置するとの決定は、同氏が選択肢を広く保つのに有利であることを示しています。例えば、ウォーシュ議長が行動を延期したい場合は、まずタスクフォースの調査結果を待ちたいと主張することが出来ます。

同様に、不人気な措置を取りたい場合にも、これらのタスクフォースのいずれかを理由にすることが出来ます。また、これらの見直しは、米政権が地区連銀での業務削減に取り組んでいる時期に行われることも注目に値します。これにより、ウォーシュ議長は自身が望む結果を導くためにFRB内部で影響力を行使出来る強力な立場にあると言えるでしょう。

米インフレに関しては、先週ブレイクイーブン・インフレ率が低下し、インフレ・スワップを通じたポジションが過去のプラス寄与の一部を失いました。しかし、現在のインフレ率が物価連動債に織り込まれている水準を大きく上回っている中、名目インフレ率が4.2%であることから、織り込まれたインフレ率との差である約200bpsのキャリーが得られることによって、ブレイクイーブン・インフレ率自体の低下によるマイナスを相殺してくれています。

また、インフレ率が過去5年連続でFRBの目標をオーバーシュートしている中、FRBがタイムリーにインフレを目標に戻すという点でどの程度成功を収められるかについても疑問を抱いています。この点で言えば、ウォーシュ議長が物価安定へのコミットメントを固める強硬な発言をしている一方で、ウォーシュ氏の見解からは、インフレ数値に関して小数点の左側の大きな数字のみを気にすることを好む点も特筆すべきでしょう。

結果として、「2%台後半」の結果であっても新FRB議長にとっては許容範囲とみなされる可能性があることが推測されます。したがって、インフレは長期間にわたり2.0%を大きく上回ったままとなる可能性があるでしょう。

さらに、FRB議長の見解において今日のインフレが本当に高すぎ、政策が過度に緩和的であるならば、なぜ今回のFOMC会合で利上げに関するより確たる議論がなかったのかという疑問が生じます。今の政策金利が低すぎるのであれば、次のFOMC会合までの期間に、価格上振れリスクが拡大し続ける可能性があるかと主張できます。

この点で、おそらくウォーシュ議長は、当面の間、多方面から不評となる政策変更を実行するよりも、強硬な発言をする方が容易であるということに気付くでしょう。したがって、最終的にウォーシュ議長がどう評価されるかを決定付けるのは同氏の行動であり、同氏の言葉（もしくはその欠如）ではないと言えるでしょう。

欧州に目を向けると、経済成長の軟化を背景に、大西洋を挟んだ米国よりも早期にインフレが減速する可能性があるとの見方を維持しています。この文脈において、原油価格の下落によって、欧州中央銀行（ECB）は今後数回の政策会合で政策金利を据え置くことが可能になると考えています。

2022年との比較で見れば、欧州のインフレ上昇ははるかに穏やかであり、これは利上げサイクルが正当化される可能性が低いことを意味します。そのような点を踏まえ、引き続き米国債よりもユーロ圏の短期利回りに価値を見出し、米欧における経済状況の乖離が今後数ヶ月間の金利差拡大につながる可能性があるかとみています。

英国では、メーカーフィールド補欠選挙でのアンディ・バーナム氏の勝利によって、今後数日間で労働党党首選への動きが促され、前マンチェスター市長である同氏が英国首相としてキア・スターマー氏の後を継ぐことになりそうです。

こうした状況下、バーナム氏が自身の国政ビジョンを実現しようとする中、今後数ヶ月間で労働党は、支出拡大とインフレの上昇をもたらす政策を積極的に取り入れるという左派色が鮮明になるとみています。

バーナム氏は財政規律を守ると公言しているものの、財政引き締め時期を後ろ倒しにして、今後数年でより多くの資金をその前に使えるように、分析期間を引き延ばすことでルールに調整を加えようとする可能性があります。

また、一部の支出（インフラ・プロジェクトや追加防衛支出など）をオフバランスシート化し、追加資金を調達しようという動きもあると予想しています。しかし、懐疑的な市場はそのような動きを、こっそりと追加的な財政緩和を行っていると思透かす可能性があることを懸念しています。

その場合、バーナム氏の信頼性が市場によって試される可能性があるでしょう。そのような点を踏まえ、当面は英国資産に対して慎重な姿勢を維持します。金融市場は、依然として英国の政治リスク・プレミアムをほとんど織り込んでいないと感じています。

そんな中、日本では先週、日銀の利上げが概ね金融市場に歓迎され、植田総裁は段階的に金融政策の正常化を継続する姿勢を示しているよう見受けられます。日本の経済指標は比較的堅調で、経済ファンダメンタルズは、より速いペースでの利上げと整合的であるとも言えるかも知れません。しかし、高市首相が名目GDP成長の最大化にコミットし続けていることにより、引き続きややハト派寄りのバイアスが示されています。

このような状況を踏まえると、米国と日本の金利差が近い将来縮小する可能性は低く、日銀の政策スタンスは引き続き円の評価に重石となるように見受けられます。

日本円は価格評価ベースで見れば極めて割安な状態ではあるものの、短期的には当局の介入（もしくは介入の脅威）のみが円のさらなる下落を防ぐことができるとの見方から、160円をわずかに上回る水準で日本円のロング・ポジションを手仕舞うこととしました。今後数週間で日本円がレンジを円安方向に突破するリスクは高まっており、円のロング・ポジションを維持することはリスク・リターン観点からもはや特段魅力的ではないように思えます。

中東和平合意の実現は、原油価格の下落によって、リスク資産に対する先週の投資家センチメントの支援材料となりました。サプライチェーンへの継続的なリスクや、中東地域での敵対行為再開の可能性については引き続き注視する必要があるかとみていますが、市場ではノイズを無視しようとする意思があるようです。

その点で言えば、投資家のリスク選好は、直近の新規株式公開（IPO）直後にスペースXの株価が50%上昇したことに代表される、ハイテクセクターに対する強気な姿勢が継続していることによって支えられています。社債市場では、巨額の新規発行や、よりタカ派的な金利見通しを背景に、スプレッド

が週半ばに拡大に転じました。とはいえながらも、スプレッドのボラティリティは狭いレンジ内で非常に抑制されたままでした。

為替市場では、FOMC会合を受けて、米国と他の主要経済圏との今後の予測ベースでの金利差が拡大したことにより、米ドルが上昇を続けました。ユーロは米ドルに対して年初来安値の1.14近くまで押し下げられました。

一方、円は介入が予想される水準に達しましたが、今のところ財務省は比較的沈黙を保っています。米ドルの堅調さはエマージング市場（EM）のセンチメントにも重石となる可能性があり、実際、米ドルの上昇に伴い、EM現地金利や通貨には若干の軟化が見られました。

今後の見通し

今後を展望すると、FRBでウォーシュ議長が採用した新しいアプローチは、不確実性の拡大と市場のボラティリティ上昇の余地を浮き彫りにする可能性があると考えています。前述の通り、すべての政策会合が今やライブ・イベントです。コミュニケーションを削減することで市場に推測させ、ウォーシュ議長は選択肢を広く保つことが出来ます。

さらに、ウォーシュ議長が金利水準だけでなくバランスシートの規模もFRBの裁量で使えるツールとみなしていることを踏まえれば、より引き締めのスタンスを達成するために、政策金利よりも、アクティブなバランスシート管理の方が効果的なツールであるという考えを同氏が推進しようとする可能性も考えられます。

とりわけ、過度に緩和的な金融環境がインフレ圧力を増大させる投機的行動を助長している場合、FF金利の引き上げそのものよりも、流動性環境をより制約的にする取り組みを通じて、これを抑制することの方が有利な方法となる可能性があります。

さらなる結論は現時点では控えるべきですが、ワシントンDCの他の場所に目を向ければ、窮地に立たされた米大統領にとって人生はますます困難になっているようです。国内のコメンテーターや共和党内の多くの人々が、トランプ大統領のイランとの覚書に対して極めて批判的な評価を行い、通称「壮絶な怒り（エピック・フューリー）作戦」全体の愚かさにより、中東地域におけるイラン政権の立場が強化され、単に世界がより危険な場所になったと指摘しています。これはまた、米国の軍事力の限界を露呈し、今後数四半期から数年間に亘っての国外での野心的な行動を抑制する可能性があるでしょう。

一方、国内では、トランプ大統領肝いりで進めていたリンカーン記念館のリフレクティング・プールの清掃プロジェクトも順調とは程遠い状況です。期待されていた「アメリカ国旗の青」とは程遠く、先週は（藻が発生して）全てがかなり派手な緑色に変わってしまっていました。最初はイラン、今度は藻の繁殖がトランプ大統領を翻弄しているようです。そしてこれまでも述べた通り、「グリーン政策」は本来、トランプ氏の強みではないはずでしたが……。

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 資産運用業協会会員、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