

RBC BlueBay
Asset Management

中間選挙後のエスカレーション？

嵐の前の静けさ

2026年10月30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

- **FRBは据え置いたものの、この先は利上げが予想される：**FRBが政策金利のレンジを3.75-4.00%に据え置くと決定しました。米国のインフレ率が目標を上回って6年近くが経過していることを踏まえ、市場はFRBが来年1-3月期に利上げを実施することを予想しています。
- **地政学的リスク：**米国とイランの和平交渉はほぼ行き詰まっており、間もなく中間選挙が終われば、紛争のさらなるエスカレーションの1つの抑制要因が取り除かれてしまう中で、中東での緊張激化リスクが高まっています。
- **ユーロ圏インフレ懸念：**TTFガス先物は過去1週間で100ユーロを超える水準に達するなか、ユーロ圏のCPIは3.8%に達しています。これは、CPIが4.5%を試す展開となる可能性を示唆しており、ECBは12月および来年1-3月期に利上げを実施する必要性が高いと言えるでしょう。
- **ブラジルショック：**ルラ氏勝利というサプライズな選挙結果を受けてブラジル資産は激しい価格調整に見舞われ、通貨は10%下落、現地金利は250bpsを超える上昇を記録しました。とは言いながらも、ブラジル資産の価格下落はオーバーシュートであったと考えています。
- **先行きは不透明：**エネルギー価格高止まりによるインフレ圧力、地政学的交渉の行き詰まり、主要中銀より引き締め的な金融政策によってリスク資産によって厳しい見通しとなる中、グローバルのマクロ環境は悪化しています。

先週は、米連邦準備制度理事会（FRB）が政策金利のレンジを3.75-4.00%に据え置くと決定しましたが、米国債利回りの変動はほとんど見られませんでした。据え置きは市場の大方の予想通りでしたが、ウォーシュ議長は、FRBが12月、そして来年1-3月期に利上げを実施しないとの見方を払拭するような言動をほとんど見せませんでした。

現時点で、今サイクル計3回の利上げを実施したこととなり、パウエル前FRB議長が2025年に実施した金融緩和が完全に解消されました。このことは、FRBの政策が中立水準に回帰した節目となるかもしれません。しかし、米国のインフレ率が目標を上回って6年近くが経過していることを踏まえると、インフレが低下軌道に入り、物価上昇ペースが2%の目標により大きく近づくまで、FRBが緩和的なスタンスをとることは難しいように思います。

中東では、戦争の足音がますます大きくなっているように感じられます。米国とイランの和平交渉はほぼ行き詰まっており、双方とも自らの強硬な立場を譲る姿勢を見せていません。

ワシントンDCでは、中間選挙を前にして、トランプ米大統領がエネルギー価格のさらなる急騰を招くような行動をとるはずがないとの見方が大勢を占めてきました。しかし、間もなく中間選挙が終われば、紛争のさらなるエスカレーションの1つの抑制要因が取り除かれてしまうことになります。

米政権内では、今回の紛争でイランを勝利させるわけにはいかないという考えがあります。強硬派はイランが核開発計画を加速させようとしていると指摘しており、早急な行動が必要であるとの認識が広がっています。

とは言いながらも、地上軍の投入に対する強い反対意見は依然として米国内に根強く残っています。このことを分かっていて、イスラム革命防衛隊（IRGC）は、仮に爆撃作戦が実施されたとしても、その効果は限定的なものにとどまる可能性が高いとの考えを維持しているようです。論理的に考えれば、イランは持ちこたえ、降伏しないはずです。さらに、イランはこのようなシナリオにおいて周辺諸国に実質的な打撃を与える能力を保っており、それが米国の行動に対する抑止力になると期待しています。

しかし、感情が論理を凌駕する中、そのような状況にもかかわらずエスカレーションは避けられないとの認識が強まっています。この点で言えば、双方が大規模にエスカレートすれば、エネルギー価格はさらに上昇し、すでに世界経済全体を揺るがしているインフレショックを一段と深刻化させることになります。こうした状況を踏まえ、先進国の金利市場における金利のロング・ポジションを解消する好機が訪れていると考えています。

欧州では、直近の欧州中央銀行（ECB）会合は比較的ハト派的な内容となりました。ラガルド総裁は、かねてから予告されていた議長職からの辞任を発表し、後継者を巡る争いが始まりつつあります。一方、TTFガス先物は過去1週間で100ユーロを超える水準に達しており、需給が逼迫した市場での供給懸念がその一因となっています。

コモディティ専門のアナリストによると、原油価格の上昇がアジアの買い手によるガス需要を下支えしているようです。欧州では依然として在庫積み増しの必要があることから、来月にかけて価格のさらなる上昇もあり得るとの見方もあります。このような動向は、ユーロ圏の消費者物価指数（CPI）が4.5%を試す展開となる可能性を示唆しています。CPIがすでに3.8%に達していることを踏まえれば、ECBは物価安定の確保に向け、12月および来年1-3月期に利上げを実施する必要性が極めて高いと言えるでしょう。

一方、フランスを巡る緊張がある程度和らいだことは、ここ数日間、好ましい安堵感をもたらしています。先週も指摘したとおり、フランス国債の対独スプレッドは、アルバニアを上回る水準まで拡大し、売られ過ぎの状態となっていました。

10月23日に大手格付け機関Moody'sが、フランスの信用格付けをAa3に据え置いたことで、売り圧力は一旦和らいでいます。しかし、フランスが抱える構造的な問題は未解決のままであり、スプレッドの拡大局面で構築したフランスのポジションを、現在は縮小させる方向に傾いています。

英国の予算案は概ね無風に終わりました。ヒーリー財務大臣は金融市場を動揺させないよう細心の注意を払っていました。ある意味では、来年早々に選挙を実施したいと考えている首相の意向という観点から、今回の予算案を捉えることも可能かもしれません。

この数週間で労働党は支持率でリードを広げており、バーナム氏自身もEU寄りのキャンペーンが得票につながると考えていることもあり、党の選挙戦略担当者の間では期待感が高まり始めています。

英国改革党（リフォームUK）は2026年は低迷し、ケミ・ベーデノック氏率いる保守党への国民の信頼回復も緩やかなペースに留まっている中、バーナム氏は、インフレショックとその後の金利ショックの最悪の局面が本格化する前に、来年1-3月期に選挙に打って出ることを考えているかもしれません。

イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は今週、政策金利を引き上げると予想されています。BoEは他の中央銀行と比較してハト派的なスタンスを維持するとみていますが、今回の利上げが今後数ヶ月にわたって実施される一連の利上げの第一弾となることはほぼ間違いないでしょう。英国のエネルギー規制当局（Ofgem）による電力・ガス料金は来年4月までに38.6%引き上げられる見通しであり、英国のCPIが5%を超えることは避けられないと考えざるを得ません。

この点で言えば、先週のガス先物価格の底なしの上昇は、非常に懸念される事態です。英国経済は今年初め以降、我々を含む多くの市場参加者の予想を上回るパフォーマンスを示してきました。しかし、住宅市場における痛みは増すばかりであり、これから先に消化すべき悪材料が、これまでより多くなるとの感覚があります。さらに、インフレ率が来年夏の半ばよりも前に、これまでの上昇分を巻き戻すほどに低下する兆しはほとんど見られません。

日銀は先週金曜日の政策決定会合で政策金利を据え置きましたが、引き続き利上げバイアスを維持しており、市場では12月に1.5%への利上げを決定することが広く予想されています。植田総裁の下、これはおそらく実施されるとみていますが、その後の進捗は鈍くなる可能性があります。

日銀の政策が中立金利に近づくにつれ、より積極的ではなく、より慎重なスタンスに転じる可能性があります。来年6月には1.75%への利上げも実施されるとみていますが、その後は高市首相が任命する2名の委員の影響で、審議委員会の構成がよりハト派寄りになる可能性があります。

日本のインフレ率は、CPIに占めるウェイトが高いコメ価格の低下により、他国と比較して上昇幅が抑えられる可能性があります。コメ価格の低下がエネルギー価格の上昇分を一部相殺し、債券市場に安心感をもたらすかもしれません。

個人による日本国債購入に関するここ最近の力強いデータにも示されているように、国内債券に対する国内投資家からの需要が高まっていることを示す材料が積み重なっており、これも利回りを下支えする要因となるかもしれません。

しかしながら、日本市場は海外の動向に対して依然として極めて敏感であり、金利のロング・ポジションへの確信は薄れています。

エマージング市場（EM）のイベントとしては、前週末のブラジル大統領選挙が市場の注目を集めました。市場友好的な候補者とされていたフラビオ・ボルソナーロ氏を破って、ルラ氏が番狂わせの勝利を収めました。

今回の選挙は、第1回投票で首位に立った候補者が最終的に大統領選で敗れた初めての事例となり、ルラ氏と党の選挙参謀がいかに支持基盤を効果的に結集させ、ソーシャルメディアを巧みに活用したかが証明されたと言えるかもしれません。

この選挙結果を受けてブラジル資産は激しい価格調整に見舞われ、通貨は10%下落（その後は反発）、現地金利は250bpsを超える上昇を記録しました。明らかに投資家はポジションを逆方向に傾けていたことから、ストップロスの痛みがこれらの動きに大きく影響していると言えるでしょう。

とは言いながらも、ブラジル資産の価格下落はオーバーシュートであったと考えています。特に、ルラ氏の勝利が広く予想されていた今年夏場の水準と現在の水準を比較すると、その感が強まります。

ルラ氏はブラジルにとって「変革」ではなく「継続」を意味しており、その観点からすれば、金融市場が今年初めの水準に回帰しない理由はほとんどないと思われます。

また、ルラ氏はアルクミン氏のような財政保守派を財務大臣に起用するとみており、これが確認されれば、調整局面からの反発余地はさらに広がる可能性があるでしょう。

為替市場では、米ドルが前週に続き緩やかな上昇を続けていますが、他の資産クラスの動きと比較して、通貨のボラティリティが依然として低水準にとどまっていることは注目に値します。社債市場では、AI関連銘柄の落ち着きによってスプレッドは縮小しており、ヘッジファンドのここ最近のレバレッジ解消が、ある種の市場を一新するイベントであったとの期待感がその背景にありそうです。

欧州クレジット債市場もフランスを取り巻く懸念の落ち着きによる恩恵を受けましたが、足元の反発局面では米国に大幅に出遅れています。より広範に見れば、AI関連のクレジット債に対する投資家のセンチメントは引き続き脆弱なままとなる可能性があると考えています。AI関連の債券・株式発行が減速する兆しは見られず、これは市場の需給面が依然として厳しい状況にあることを示しており、投資家は押し寄せる大量の供給を吸収するために保有資産を売却しなければならない可能性があります。

とは言いながらも、AI以外の分野では、スプレッドの調整によって、過去数ヶ月間と比較して投資適格社債の投資妙味が増しています。

今後の見通し

今週は米国の中間選挙とその後の展開に市場の注目が集まります。選挙当日は米共和党にとって厳しい夜になることが予想されており、民主党が上下両院で明確な過半数を確保するとみています。

専門家と話したところ、トランプ氏の弾劾に向けた動きが出ることは明らかであるようです。民主党は必要な議席数には大幅に届かないものの、一部の失意した共和党議員が、トランプ氏を見捨てることで自らの人気を保とうとする可能性があるという印象が強まっています。

このようなことはほんの数週間前には考えられないことでしたが、大統領の支持率がここまで低下しているからこそ、こうしたことが話題になるとの現状を如実に物語っています。

とは言いながらも、トランプ氏の支持率が大きく低下した今、同氏が大衆に迎合するのをやめようとする可能性もあります。トランプ氏は中東での戦争が有権者の間で概ね不人気であることを認識していますが、イラン政権こそ「大きな悪」であると信じるトランプ大統領が、それを打ち負かすことを自らの思想的な使命であると捉えるリスクがあります。

大統領に近い人物の中に、その判断を疑問視したり、行動計画を精査したりしようとする人がほとんどいないことから、政策ミスが起こりうる土壌が整いつつあります。軍事的なエスカレーションに明確な確率を与えることは難しいものの、来月にかけて行動に出る確率は30%程度のリスクとして存在すると感じており、投資家はそれをグローバル市場に対する見方やポジションに織り込むことを余儀なくされるかもしれません。

数ヶ月前と比較して、利回りやスプレッドには投資妙味が増しており、このような状況で過度に弱気な見方を示すことは適切ではないと考えています。しかし、2026年にはすでに多くの転換点がありました。

この点で言えば、よりリスクを取るべき時期と、より抑制すべき時期を適切に判断することが、市場にミスプライスが発生した際にポジションを積み増す上で重要であり、今後数週間にそのような機会が訪れた時のために、万全の備えをしておきたいと思います。

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 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