

RBC BlueBay
Asset Management

屈辱を味わった大統領―中間選挙の憂鬱

ブルー・ウェーブを受けて

2026年11月6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

- **米国中間選挙:** 民主党が議会両院の支配権を握るという選挙結果は、トランプ政権にとって完膚なきまでの屈辱を意味するものとなりました。
- **イラン紛争:** 中間選挙の結果を受けて、イランとの紛争が大規模にエスカレートするシナリオは、足元のマクロ環境において、主要テーマというよりはテールリスクとして位置付けられるようになってきたようです。
- **米国のインフレと金利:** 中東情勢が現状維持という形で推移するシナリオにおいても、米国のインフレは今後数ヶ月でピークを付けることが予想されます。またFRBは12月に利上げを実施し、来年1-3月期にもう一度の追加利上げをするとの予想を維持していますが、その後は政策金利が据え置かれる公算が大きいとみています。
- **ユーロ圏のソブリン:** ユーロ圏が近い将来に崩壊するとは考えにくいとの前提に立てば、ソブリン債のスプレッドは、投資可能な時間軸において想定されるデフォルト率の分析によって正当化される水準よりも拡大していると考えています。
- **英国金利:** 英国債に対する見方も、やや前向きに転じています。来春には総合インフレ率が5%を超える可能性があるものの、物価上昇が広範な品目に波及しない限り、BoEは1～2回の追加利上げのみに留まるとみています。

先週の米国中間選挙の結果は、過去数ヶ月に亘って、民主党が議会両院の支配権を握ると一貫して予想してきた当社にとってさえも、サプライズとなりました。「ブルー・ウェーブ」が全米を席巻するというこの選挙結果は、トランプ政権にとって完膚なきまでの屈辱を意味するものとなりました。

この点に関して、トランプ米大統領自身が、中東における失策が党の敗北に大きく寄与したと認めていることは注目に値します。

ヴァンス副大統領やドナルド・トランプ・ジュニア氏など側近たちは、2028年以降の自らの立場を見据えて、さらに距離を置いて、紛争の終結を促そうとしているように見受けられます。

ピート・ヘスケス氏のような強硬派を政権から排除する動きも囁かれており、この観点からすると、イランとの紛争が大規模にエスカレートするシナリオは、足元のマクロ環境において、主要テーマというよりはテールリスクとして位置付けられるようになってきたようです。

イランとの和平合意の達成は依然として難しいかも知れませんが、中東情勢が現状維持という形で推移するシナリオにおいても、米国のインフレは今後数ヶ月でピークを付け、来年半ばまでには3%を下回る水準に戻ることが期待されます。

このような見通しに基づけば、ウォーシュ米連邦準備制度理事会（FRB）議長が12月に利上げを実施し、来年第1四半期にもう一度の追加利上げをするとの予想を維持していますが、その後は政策金利が据え置かれる公算が大きいとみています。そのような軌道は市場が織り込んでいるものと大きく乖離していないため、この先成長が大幅に鈍化しない限り、利回りの大幅な低下を見込むことは難しい状況です。

民主党の躍進は、ここ数日の取引時間において人工知能（AI）関連株の大幅な反落を引き起こしました。しかし、マクロの観点からすれば、今後AIインフラの整備に対する規制強化は予想されるものの、引き続き設備投資支出が今後数ヶ月にわたって景気を力強く下支えするとみています。したがって基調的な米GDP見通しは引き続き堅調です。

この点において、米連邦準備制度理事会（FRB）がその想定する政策パスを修正することが見込まれるほど、金融環境が引き締まるためには、株価が極めて大幅に下落する必要があると考えています。

また、ここ数日間の相場の動きが、ヘッジファンドのポジション削減や株式運用コミュニティにおけるポッドのさらなる閉鎖に関連していることも念頭に置くべきであると考えています。

実際、規制によるAI関連プロジェクトの減速は、成長ペースをより持続可能なものにする上ではむしろ支援材料かも知れません。

ここ数ヶ月間、支出計画が相次いで上方修正される中で債券及び株式が大量に発行され、需要が供給に追い付かずに市場の重石となってきました。これがある程度緩和されれば、ハイパースケーラーのスプレッドが安定化すると考えています。

その結果、当社では過去1年間に亘ってAI関連の債券見通しに関して非常に懐疑的でしたが、足元では同セクターへのエクスポージャーを積み増すことも検討しています。

米国の堅調なGDP成長は、消費者物価指数（CPI）がFRBの目標に回帰するペースを鈍化させる可能性があります。ただし、インフレ率が3%以下で、低下傾向にある限り、ウォーシュ議長をはじめとする米連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーを満足させるのに十分であると思われ、来年1-3月期以降の追加利上げは必要とされないとみています。

一方、欧州では、短期的にはインフレのピークが米国より高くなる可能性はあるものの、来年のインフレ低下はより顕著なものになり得ると予想しています。エネルギー価格の高止まりによって、ユーロ圏のCPIは1-3月期に4.5%でピークをつける可能性があります。

しかし、インフレを押し上げてきた前年比のベース効果が逆転するにつれ、来年の今頃にはインフレが2%を下回る水準に戻る公算が大きいと考えています。したがって、引き続き市場は、欧州中央銀行（ECB）が今年12月に追加利上げを実施した後に据え置きに転じ、2027年末以前に緩和に動く可能性について過小評価しているとみています。

このような見通しから、欧州の金利動向に対しては比較的前向きな見方を維持しています。またエネルギー価格が一方的に上昇してきた環境において、ユーロ圏のソブリン債スプレッドに対して拡大圧力が生じてきた点にも注目しています。これが反転した場合には、最も高い債務負担を抱えるフランスやイタリアが最大の恩恵を受ける可能性があるためです。

フランスに対しては構造的には弱気の姿勢を維持しているものの、現時点で投資家が概してフランス国債のショート・ポジションを保有していることは明らかであることから、今後数ヶ月でスプレッドが縮小すれば、それらのポジションにとっては痛みになるとみられ、ロング方向での戦術的な投資機会につながる可能性があるとみています。

ユーロ圏が近い将来に崩壊するとは考えにくいとの前提に立てば、ソブリン債のスプレッドは、投資可能な時間軸において想定されるデフォルト率の分析によって正当化される水準よりも拡大していると考えています。

こうした観点から、直近の市場軟化局面において、イタリア及びフランスへのエクスポージャーを積み増しました。また、ここ最近の政治的な歩み寄りによって、格下げを回避出来る可能性が高まっているルーマニアに対しても、再びエクスポージャーを構築しました。同国のユーロ建て国債には300bpsを超えるスプレッド水準で取引されているものもあり、依然として魅力的な投資価値を提供していると考えています。

英国債に対する見方も、やや前向きに転じています。来春には総合インフレ率が5%を超える可能性があるものの、物価上昇が広範な品目に波及しない限り、イングランド銀行（英中央銀行、BoE）は先週の金融政策委員会（MPC）会合での4%への利上げ決定後、1～2回の追加利上げのみに留まるとみています。BoEは他の中央銀行と比べてハト派的な姿勢を維持してきましたが、その背景には、今年初めの時点で金融政策がすでに引き締め的な領域に達していたとの認識があります。

英国の政治に関しては、早期の解散総選挙のリスクを引き続き注視しています。仮に総選挙が発表された場合、バーナム首相が過度な財政拡張へ急速に転じない限り、保守党勝利の可能性が出てくるのであれば、英国債の上昇要因になり得ると予想しています。

日本市場は先週、祝日を挟んで、比較的静かな動きとなりました。エマージング市場（EM）では、ベネズエラとアルゼンチンがアンダーパフォームしました。これはトランプ氏の失墜と、現職のルラ氏が勝利したブラジル大統領選の結果からの波及による影響を受けたものとみています。モンロー主義は中南米を米国の影響圏として位置付けることで、同地域のアウトパフォームを後押ししてきましたが、政治の潮流が変わるにつれてこの見方が問われるようになっています。

とは言いながらも、ブラジルの結果が、今後選挙を控えるアルゼンチンや他の諸国へ実質的に波及する可能性は非常に限定的であると考えています。また、ルラ氏はブラジルにおいて急激な変化ではなく継続性を体現するとの見方から、当社では引き続きブラジル資産の回復を期待しています。

為替市場は引き続きボラティリティが低い状況が続いており、他の投資家とのマクロ・ラウンドテーブルや業界イベントにおいても為替が話題に挙がることがいかに少ないかを驚きとともに受け止めています。

概して言えば、エネルギー価格が軟化すれば、ユーロが直近の下落を取り戻すための支援材料となるはずです。米中間選挙の結果を受け、米ドルのロング・ポジションを解消する一方、メキシコ・ペソへのエクスポージャーを積み増すとともに、引き続きボラティリティに照らしたキャリーの観点から魅力的なリスク調整後リターンを提供しうる複数のEM通貨に投資妙味があるとみています。

社債市場では、10月に既にクレジット系のヘッジファンドで広範なリスク削減とポジション整理が見られ、これによりテクニカル面での環境が改善されつつあります。しかし、スプレッドは今後数日間の株式市場の動向に密接に連動する可能性があり、質への逃避が長引いた場合にはスプレッドに更なる拡大圧力となるリスクがあります。

とは言いながらも、スプレッドがここ数週間で大幅に拡大してきたことを踏まえ、当社ではリスクを削減するよりもリスクを積み増す方向に傾いています。相対的な観点からは、ユーロ圏のソブリン・スプレッド拡大の影響を受け、ユーロ建て社債は米国と比べて出遅れていました。

しかし、ソブリン債がその動きを反転させるにつれ、ユーロ建て社債が上昇に追随する余地が生まれています。当社では、過去数週間に亘りクレジットに関して方向性を持ったポジションを積み増しており、引き続きそのようなスタンスを維持しています。季節的な追い風も予想される中、年末に向けてエクスポージャーを適度にロング方向で運営する方針を維持しています。

今後の見通し

先週は、トランプ米大統領が建設中の宴会場の天井の高さについて延々と語る姿が、老いて時代遅れになっていく、打ちのめされた人間の姿であるかのようにも見え、ある意味で印象的でした。

ミシシッピ州とアラスカ州の開票結果次第では、民主党が想像もしなかった56議席を上院で獲得する可能性があります。これは大統領弾劾に必要な票数にまだ11票不足するものの、トランプ氏が任期を全う出来ない確率が高まったことは間違いありません。共和党内では広範な非難の嵐が巻き起こっており、フロリダ州のデサンティス知事はこの結果を「絶滅に近いレベルの出来事」と表現しました。

年初には、中間選挙での敗北がトランプ氏にとって実際にどれほど重大な意味を持つのかと考えたこともありましたが、選挙直後の分析によれば、同氏は、裏切られたと感じた有権者によって惨敗の規模がこれほど大きくなったことに、深く打ちのめされた様子であるようです。

この点において、トランプ氏は現在攻勢ではなく守勢に立たされているように見受けられ、巻き返しを図ろうとする意向があるかもしれませんが、我々は大統領任期における大きな転換点を目の当たりにしたのかも知れません。

またこれは、現在のテック・AI市場の乱高下が落ち着いた後には、より穏やかな投資環境の到来を示唆しているとも言えるかも知れません。その場合、投資家が現在の価格評価を割安と捉え、利回りやスプレッドは上昇・拡大よりも低下・縮小する公算が大きいでしょう。

課題が残っていないわけではありませんが、債券投資家にとって厳しい1年を経た今、少なくとも悪材料の大部分はすでに価格に織り込まれているという感覚が生まれつつあります。

今後の見通し

先週は、トランプ米大統領が建設中の宴会場の天井の高さについて延々と語る姿が、老いて時代遅れになっていく、打ちのめされた人間の姿であるかのようにも見え、ある意味で印象的でした。

ミシシッピ州とアラスカ州の開票結果次第では、民主党が想像もしなかった56議席を上院で獲得する可能性があります。これは大統領弾劾に必要な票数にまだ11票不足するものの、トランプ氏が任期を全う出来ない確率が高まったことは間違いありません。共和党内では広範な非難の嵐が巻き起こっており、フロリダ州のデサンティス知事はこの結果を「絶滅に近いレベルの出来事」と表現しました。

年初には、中間選挙での敗北がトランプ氏にとって実際にどれほど重大な意味を持つのかと考えたこともありましたが、選挙直後の分析によれば、同氏は、裏切られたと感じた有権者によって惨敗の規模がこれほど大きくなったことに、深く打ちのめされた様子であるようです。

この点において、トランプ氏は現在攻勢ではなく守勢に立たされているように見受けられ、巻き返しを図ろうとする意向があるかもしれませんが、我々は大統領任期における大きな転換点を目の当たりにしたのかも知れません。

またこれは、現在のテック・AI市場の乱高下が落ち着いた後には、より穏やかな投資環境の到来を示唆しているとも言えるかも知れません。その場合、投資家が現在の価格評価を割安と捉え、利回りやスプレッドは上昇・拡大よりも低下・縮小する公算が大きいでしょう。

課題が残っていないわけではありませんが、債券投資家にとって厳しい1年を経た今、少なくとも悪材料の大部分はすでに価格に織り込まれているという感覚が生まれつつあります。

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