

トランプ2.0下の 地政学的ショック に備えるポジション の構築方法

Matthew Bartolini, CFA, CAIA
Global Head of Research Strategists

Elliot Hentov, Ph.D.
Head of Macro Policy Research

Altat Kassam, CFA
Europe Head of Investment Strategy & Research

Geoff Preston
Senior Portfolio Manager

目次

- 3 サマリー
- 4 はじめに
- 5 **金とディフェンシブ株には引き続き妙味**
 - 5 金をロング
 - 5 ディフェンシブ株セクター
 - 6 コモディティとエネルギーのロングの妙味は後退
- 8 **3つのデリバティブ戦略に注目**
 - 8 幅広く株式を保有するのではなく貸し出す
 - 8 ペイヤースワップションの活用
 - 9 ソブリンおよび企業のCDSの購入
 - 9 為替ヘッジおよびボラティリティ戦略はもはや有効ではない
- 10 投資のポイント

サマリー

第二次トランプ政権（トランプ2.0）に入ってから以降、地政学リスクは高止まりの状態が続いており、こうしたリスクを乗り切るための投資戦略が必要となっています。当社は、世界情勢の不安定化と中央銀行からの需要を背景に約50%上昇した金のロングの継続、ならびにディフェンシブ株の保有を引き続き推奨しています。デリバティブでは、ロング・コール構造を通じた株式の貸し出し、ソブリンおよび企業のクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の購入、米国債イールドカーブ（利回り曲線）のベア・スティープ化予想に基づくペイヤースワップションの活用を 선호します。これらの戦略は、市場の動向に関する当社の最新の見通しを反映しており、下振れリスクや、政策の影響によるボラティリティ上昇に対するヘッジに的を絞った手段を提供します。

はじめに

当社は2024年3月、投資家は地政学的ショックに備えてどのようなポジションを構築すべきか (how investors should position for geopolitical shocks) という点について、コアなアイデアをいくつか紹介するレポートを発行しました。当社が当時懸念していた主たるものは、中東紛争に関連するエネルギー価格ショック、あるいは世界的な分断化に基づく、より広範囲におよぶリスクの見直しでした。本稿では、当該レポートの発行から2025年7月末までの当社推奨戦略のパフォーマンスを検証するとともに、今後台頭するとみられる異なる地政学リスクを反映するよう推奨戦略を修正します。

要約すると、当社は複雑さの異なるポートフォリオ・ソリューションを提供しました。最もシンプルな戦略として提案したソリューションは、エネルギー／コモディティ・ボラティリティのロング、金およびディフェンシブ株のロングなどです。一方、複雑な戦略として提案したソリューションには、株式の貸し出し、ソブリンおよび企業のクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）、為替ヘッジ、インプライド・ボラティリティに関連したオプションのヘッジ手法がありました。

金とディフェンシブ株のロングは、トランプ2.0期においても健全なポートフォリオの組み入れ資産として十分に妙味のある選択肢であると考えています。デリバティブ戦略のなかでは、引き続きソブリンと企業のCDS、ならびに幅広く株式を保有するより貸し出すことを選好しています。これらに加えて、現在当社は為替ヘッジおよびボラティリティ戦略に代わってペイヤースワップションも選好しています。

金とディフェンシブ株には 引き続き妙味

金をロング

世界が分断化する中、リスク認識の全面的な見直しに対するヘッジとして、金をロングするという当社の選択は上手く機能しました。具体的には、世界秩序の弱体化が続くなか、金は過去最高水準のパフォーマンスを見せ、当社の評価期間中に約50%上昇しました。

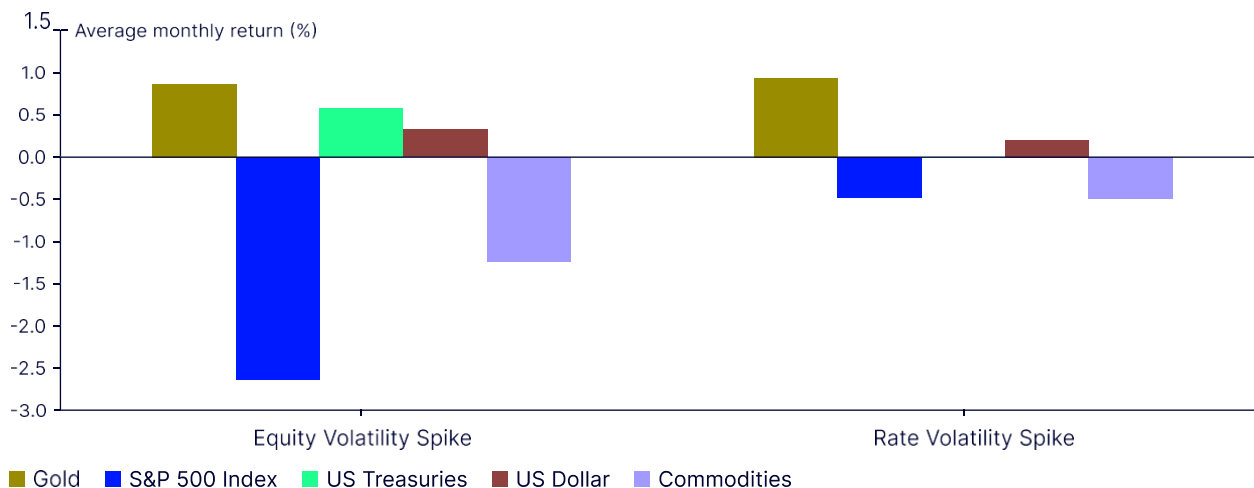
マクロ要因以外では、金は継続する中央銀行からの需要にも支えられました。図表1は、株式市場と債券市場の高ボラティリティ期における金のパフォーマンスを示しています。

ディフェンシブ株セクター

当社は、公益事業、ヘルスケア、生活必需品などのディフェンシブ株セクターも推奨しました。危機が長期化すると、これらのセクターは通常、インデックスの他のセクターをアウトパフォームします。危機や景気後退がなかった点を踏まえると、また実際にこの期間中に市場は幅広く値を上げており、これらのセクターは市場の他のセクターをアンダーパフォームしました。

関税問題を受けた2025年4月の市場の下落局面では、ヘルスケア・セクターは財政政策から悪影響を受けると予想されたため、生活必需品と公益事業のみがインデックスを上回るリターンを記録しました。

図表 1: 株式と金利のボラティリティ上昇局面における金の平均月次リターン



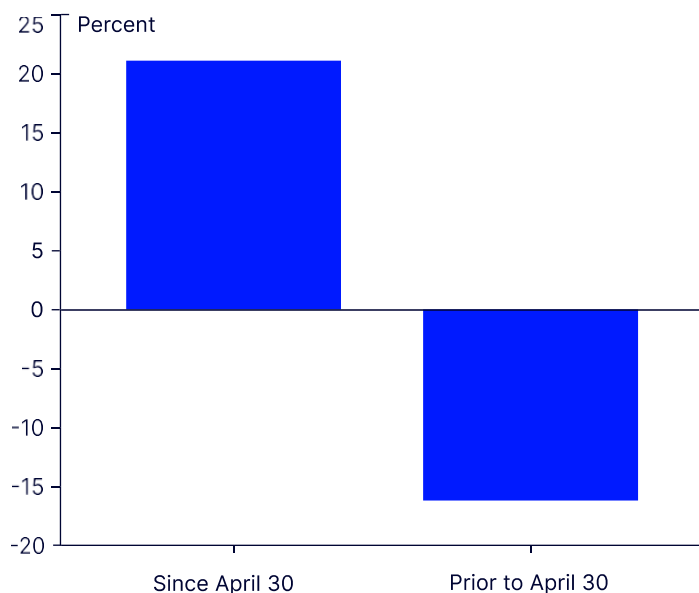
出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P.、ステート・ストリート・インベスメント・マネジメント、データは1990年1月1日～2025年7月31日。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスの信頼できる指標にはなり得ません。インデックスのリターンは運用によるものではなく、いかなる手数料または経費の控除も反映されていません。インデックスのリターンには、収入、利益および損失のすべての項目と、該当する配当金およびその他収入の再投資が反映されています。株式ボラティリティの急騰局面とは、CBOEボラティリティ指数（VIX指数）が週次ベースで1標準偏差上昇した場合を指します。金利ボラティリティの急騰局面とは、ICE BofA MOVE指数が月次ベースで1標準偏差上昇した場合を指します。金＝米ドルでの金スポット価格、米国債＝ブルームバーグ米国債TR指数、米ドル＝米ドルスポット指数、コモディティ＝S&P GSCI TR指数、S&P500＝S&P500TR指数

公益事業セクターと生活必需品セクターはそれぞれ0.09%、0.28%上昇し、ヘルスケア・セクターは4%下落しました。

第2四半期全体では、関税措置の停止を受けて市場が上昇し、ディフェンシブ・セクターはすべてS&P500指数をアンダーパフォームしました。それでも、期初の下落率を見ると、公益事業や生活必需品などのセクターが持つ、成長予想の急速な下方修正に対する自然な反応機能を示していることがわかります。また、ヘルスケア・サービス・セクターは、「生活必需品」と同義の産業と同じく、国内事業比率が非常に高い業界内セグメントですが、— 4月および第2四半期にプラス・リターンを上げた（そして4月にはS&P500指数のリターンも上回った）点も付け加えておきます。

このようにパフォーマンスが乖離（かいり）する傾向は、低ベータ株と高ベータ株を比較分析した場合にも観察できます。4月以降の市場回復を主導したのは高ベータ株で、低ベータ株に後れをとっていた今年最初の4カ月間からトレンドは反転しました（図表2）。

図表2：リターンの差（高ベータ株－低ベータ株）



出所：ブルームバーグ・ファイナンスL.P., 2025年7月31日時点、S&P500指数の2025年の構成銘柄のリターンに基づき、当該銘柄の過去3年間のリターンのベータ値を5分位数で分類しました。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスの信頼できる指標にはなりません。

同じパターンはセクター全体に広がっており、セクター内のベータ値をコントロールしています。11セクターすべてで、4月末以降、高ベータ株が低ベータ株をアウトパフォームしました——低ベータ株が高ベータ株をアウトパフォームした今年最初の4カ月間の基調から反転しました。

株式ファクターに関しても、同様に二転三転する動きが見られ、2025年第1四半期と第2四半期の違いは極めて鮮明です。たとえば、MSCI最小分散指数（MSCI Minimum Volatility Indices）は2月中旬から4月初旬にかけて大幅にアウトパフォームしましたが、それ以降、それまでの上昇分のほとんどを吐き出しました。グロース・ファクターはそれとは逆に、第1四半期にアンダーパフォームした後、第2四半期には大幅な回復局面に入りました。

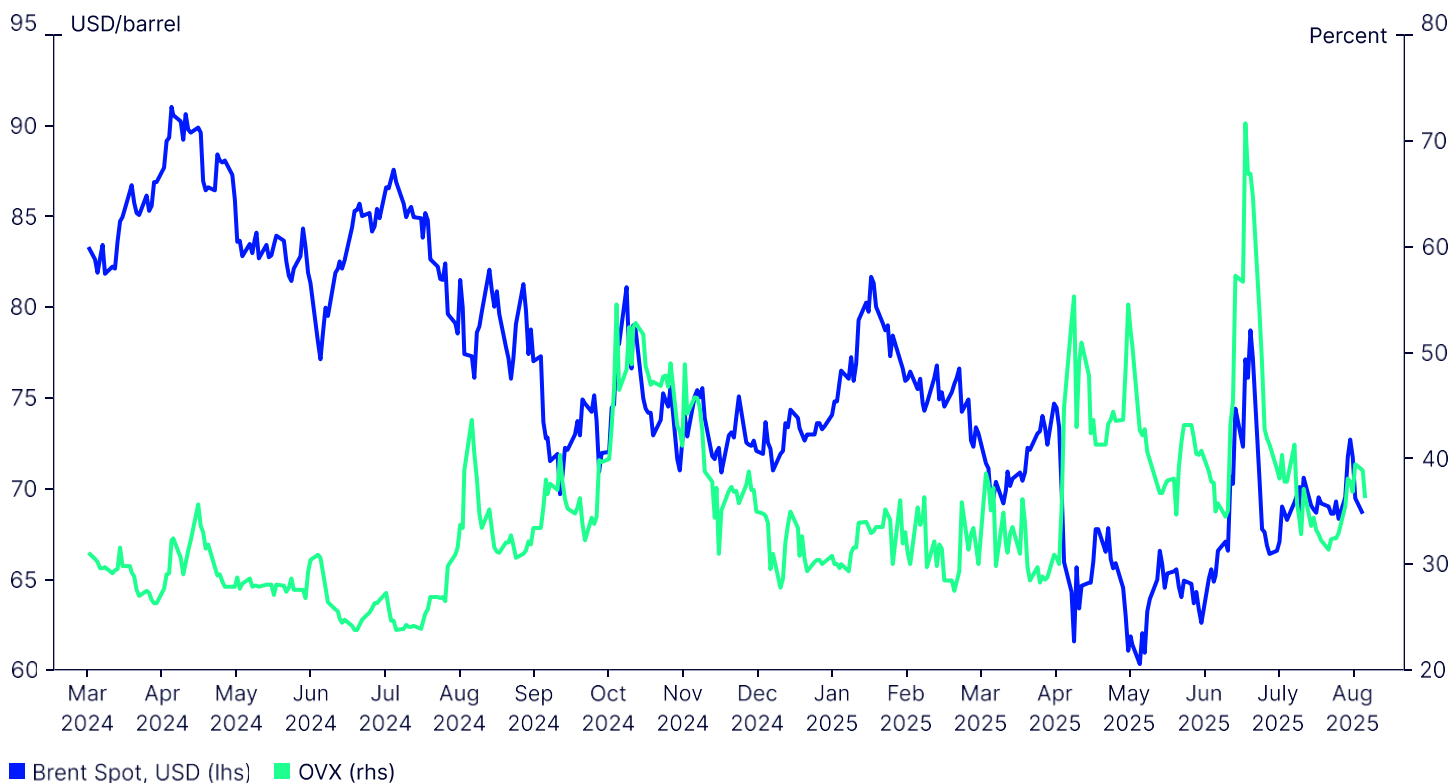
コモディティとエネルギーのロングの妙味は後退

2024年のレポート発行時に当社が特に懸念していたのは、中東紛争に関連するエネルギー価格の上昇と、世界的な分断化によるリスク評価の全般的な調整でした。エネルギー・ショックに関しては、当時としては、コモディティまたはエネルギーのロングは投資妙味のある選択肢でしたが、当社は危機が起きた場合の需要崩壊リスクを踏まえ、コモディティ・ボラティリティのロングを選好していました。しかし原油価格の下落がしばらく続き、上昇しても長続きはしませんでした（図表3）。

エネルギー株を代替指標とするのは適切な方法ではなかったでしょう。エネルギー株セクターの原油スポット価格に対するベータ値は約0.6ですが、石油・ガス機器およびサービス・サブセクターのベータ値は0.8以上あるからです。

一方、原油ボラティリティは、中東情勢を背景に、過去16カ月のほとんどの期間において上昇し、時折大幅な上昇を見せました。投資家は、短期または長期のディレクショナル・オプションを用いて機動的にバリューを引き出す必要がありました。そのためバリエーション・スワップを用いれば、より効果的だったかもしれません。

図表 3: ブレント原油スポット価格とCBOE原油ボラティリティ指数（OVX）（2024年3月～2025年8月）



注：CBOE原油ボラティリティ指数（OVX、正式名称はThe Cboe Crude Oil ETF Volatility Index）は、ユナイテッド・ステーツ・オイル・ファンド（USO、原油先物のスポット価格に連動することを目指すETF）によって値付けされた原油価格の30日予想ボラティリティ推定値です。出所：マクロボンド、2025年8月5日時点

3つのデリバティブ戦略に注目

以前の見直しをもとに、当社は引き続き、2つのデリバティブ戦略 — 幅広い株式の保有ではなく貸し出し、およびソブリンと企業のCDSの購入 — にバリューがあると考えています。そして今般、為替ヘッジとボラティリティ戦略に代えて、ペイヤースワップションを推奨戦略に加えます。

幅広く株式を保有するのではなく貸し出す

第一に、当社は株式をアウトライトで保有するのではなく、「貸し出す」ことを提案していました。これはロング・コール構造（すなわちプットよりコールが多い）を保有するということであり、実際のところ株式のベータ値の低下につながります。その結果、市場の上昇局面ではインデックスをアンダーパフォームするリスクはありますが、市場の下落局面ではプラス材料となります。このアプローチが実際にどのような効果を上げてきたかは、オプションを購入／または売却したタイミング、オプションのテナーやストライクによって大きく異なります。

オプションのプライシングには現在、非対称的リスクがあると思われる。株式のインプライド・ボラティリティはより高いフロアでリセットされていますが、マクロ面や地政学的な不確実性をもたらす要因が多いことから、インプライド・ボラティリティは複数の指標で依然として割安と判断されています。また株式は、クロスアセット・ベースだけでなく過去の水準と比べても割高に取引されています。これらの要因は、インプライド・ボラティリティが比較的容易に上昇し得る環境を生み出しています。

さらに、ここ数四半期に、予想利益を上回った企業は概して、S&P500指数をアウトパフォームしておらず、一方、利益が予想未達となった企業は幅広いインデックスを平均して2%～3%アンダーパフォームしています。この非対称性は、個別銘柄レベルで興味深い投資機会を生み出しています。

たとえば、説明のために例をあげると、エヌビディアの短期インプライド・ボラティリティは、同社の株価が過去最高値をつけるなか、約2年ぶりの低水準で取引されています。こうした動きはエヌビディア特有のものではなく、同様の特性をもつ個別銘柄は他にもあります。さらに、プライム・ブローカーのレバレッジ・データは、ヘッジファンドが好業績に備えたポジションを取っていることを示しています。そのため、業績が振るわなければ、売りのサイクルが強まる可能性があり、リスクの非対称性に関する弊社の見解を裏付けています。

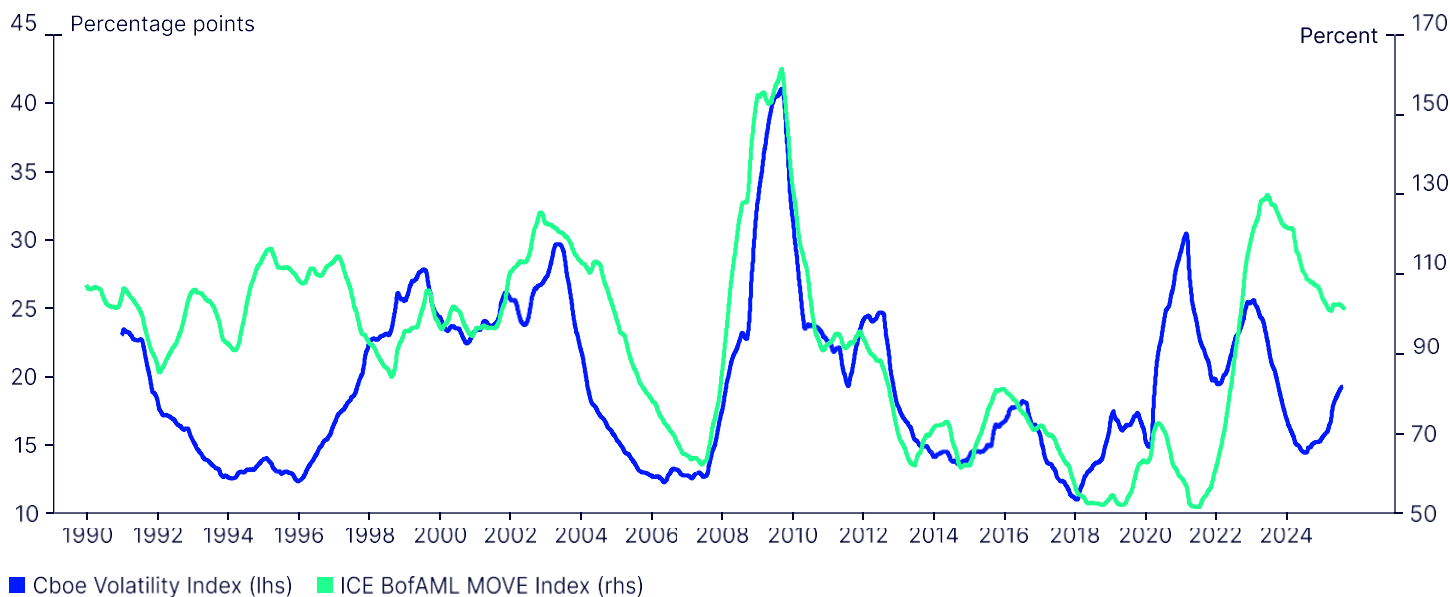
ペイヤースワップションの活用

昨年の春にボラティリティは極めて低水準にありました。そしてほとんどのボラティリティ指標は既に上昇し、高いレンジで安定しています。原油のボラティリティ・インデックスについては既に上述しましたが、CBOEボラティリティ指数（VIX）のように株式のボラティリティを測る指標は、同様に上方にシフトしており、2024年3月に15未満だった1年移動平均値はその後、20近くまで上昇しています。

現在、債券市場のボラティリティは同様の状況を見せており、メリリンチ・オプション・ボラティリティ・エスティメイト（MOVE指数、米国債のボラティリティを示す指標）の水準は混乱に影響されやすくなっています。歴史的に米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げサイクル中に上昇する債券のインプライド・ボラティリティは現在、米国の財務状況への懸念、将来のFRBの独立性に対する疑問、米国貿易政策がインフレに与える影響の不確実性がいずれも長期化しているにもかかわらず、長期平均に回帰しています。

当社は、米国の名目イールドカーブは、現行の水準からベア・スティープ化を続ける可能性があるとしており、長期のスワップションのインプライド・ボラティリティの妙味を踏まえると、この考えを実行に移す最善の方法はペイヤースワップションだと考えています。

図表 4: MOVE指数とVIX指数（1991～2025年）



注：1年移動平均。出所：マクロボンド、2025年8月5日時点。

ソブリンおよび企業のCDSの購入

ソブリンのCDS市場はやや厚みに欠けますが、テールリスクに対する認識の変化を反映する有効な手段でした。米国の強引な貿易政策の発動から最初の数カ月を対象に分析したところ、ソブリンCDSのスプレッドは、米国とその北米の貿易相手国、中国、日本、いくつかの新興国で拡大しました。一方、同時期に大規模な財政拡大策を発表したドイツのスプレッドは相対的に横ばいにとどまりました。

同様に大幅なスプレッド拡大は、企業のCDS市場でも、ハイイールド債のようにやや弱い分野で起きました。CDSスプレッドはここでも新たなリスク環境を反映していました。米財政の持続可能性をめぐる懸念や未解決の関税措置の動向が不透明なことを考えると、企業のCDSは弱気な相場に対するヘッジ手段に引き続き適しているとみています。

為替ヘッジおよびボラティリティ戦略はもはや有効ではない

為替ヘッジについては、地政学リスクに対するプロテクションにはもはや適していないと考えています。米ドルの安全な逃避先としての機能が構造的に変化した点を踏まえると、現在、悪いニュースを受けて上昇するのはスイスフランや円のような、伝統的で小規模な通貨のみだとみえています。

同様に、短期25デルタのスイスフランおよび円のプットのインプライド・ボラティリティは、5年平均値を上回っており、これによりオプション関連のヘッジは相対的に割高となっています。

投資のポイント

当社の2024年の推奨戦略の大半は、満足のいくパフォーマンスをあげました。特筆すべき例外は、政策ショックに関連したセンチメントを背景とする米ドルの反転でした。市場も新たな現実に合わせて調整し、不確実性プレミアムの上昇を織り込みましたが、米国債券市場の脆弱性が完全に試されるのはまだこれからだと当社はみています。したがって、現在の環境下では、未知の地政学リスクを乗り切るために、当面は以下の戦略に重点を置く考えです。

- 1 ゴールドのロングを維持
- 2 ディフェンシブ株の保有
- 3 幅広く株式は保有せず貸し出す
- 4 米国イーールドカーブのベア・スティープ化予想に基づくポジションを、ペイヤースワップションを通じて構築
- 5 ソブリンと企業のCDSの購入

statestreet.com/investment-management

機関投資家/プロ投資家限定

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズはブランド名をステート・ストリート・インベストメント・マネジメントに変更いたしました。ステート・ストリート・インベストメント・マネジメントは、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が行う資産運用関連業務のブランド名です。

ご留意事項

本稿に示されている見解は2025年8月5日時点のElliot Hentov, Altaf Kassam, Matthew Bartolini, Geoffrey Prestonの見解であり、市場やその他の状況によって変わる場合があります。本資料には、将来の見通しと見なされる可能性のある記述が一部含まれています。その様な記述は、将来のパフォーマンスを保証するものではなく、実際の結果や展開はこれら予想とは大きく異なる場合がある点にご注意ください。

本資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法およびその他日本の法律に基づく開示資料ではありません。

本資料は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社を含むそのグループ会社が提供する外国籍ETF等に関する情報を含む投資情報の提供を目的として、グループ会社により作成された資料を元に作成しており、投資の勧誘等を目的とするものではありません。本資料には、日本国内での募集の取扱い等に係る金融庁への届出等がされていない外国籍ETFに関する情報も含まれています。国内の金融商品取引所に上場していないETFについて、金融商品取引法に基づいた発行者開示は行われていません。

本資料は各種の信頼できると考えられる情報・データに基づき作成しておりますが、当社はその正確性・完全性を保証するものではありません。こうした情報は不完全であるか、要約されている場合があります。また、本資料に記載している各種情報・データは、特に記載のない限り作成時点のものでありこれらは市場動向やその他の状況等によって随時変動し、あるいは変更されることがあります。

本資料に記載している各種シミュレーション・データは、過去のデータに基づき当社モデルを利用したバックテスト結果であり、将来の運用収益を保証するものではありません。実際の運用収益はバックテスト結果から大きく異なる可能性があります。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。本資料内の意見は全て当社あるいはグループ会社の判断で構成されており、事前に通知することなく変更される可能性があります。なお、本資料中のステート・ストリートに関する記述には、ステート・ストリート・コーポレーションおよびその関係会社が含まれる場合があります。ステート・ストリートの関係会社は、本資料のETFに関するサービスを提供すると同時に、信託報酬ないしその他の報酬を受け取ります。

＜登録商標等について＞

“Standard & Poor’s®”、“S&P ®”、“SPDR ®”は、Standard & Poor’s Financial Services LLC（以下「S&P」）の登録商標です。“Dow Jones”は、Dow Jones Trademark Holdings LLC（以下「ダウ・ジョーンズ」）の登録商標です。これらの登録商標は、S&P Dow Jones Indices LLC（以下「SPDJI」）が使用許諾を得ており、ステート・ストリート・コーポレーションは特定の目的の使用について再許諾を受けています。SPDJI、ダウ・ジョーンズ、S&P、それぞれの関連会社及び第三者の使用許諾者は、ステート・ストリートが提供する金融商品のスポンサーではなく、これらの商品の推奨・販売・宣伝もしていません。また、SPDJI、ダウ・ジョーンズ、S&P、それぞれの関連会社及び第三者の使用許諾者は、これらの商品への投資の適否に関し何かなる意見表明もせず、関連する指数に係るいかなる過誤、遺漏ないし中断等に対しても責任は一切負いません。

その他のインデックス、登録商標ないしサービスマークに関しては、各会社及びその関係会社に帰属し、ステート・ストリートが特定の目的で使用許諾を得ています。本資料のETFの合法性や適合性について、インデックスあるいは登録商標等の帰属する各会社及びその関係会社は、何ら判断を下していません。また、発行・後援・裏書・販売・宣伝もしていません。インデックスあるいは登録商標等の帰属する各会社及びその関係会社は、ETFに関し何かなる保証も責任も負いません。また、ETFの資産運用や販売に関し何かなる責任も負わず、管理運営に携わることもありません。

＜投資にかかるリスクについて＞

ETFは、主に株式や債券などの有価証券、また金などのコモディティ、あるいはその他の資産に投資を行います。投資対象としているこれらの資産の値動きにより、ETFの基準価額が下落することがあります。これらの資産への投資には、市場リスク、金利リスク、カントリーリスク、信用リスク、為替リスク、流動性リスク等、様々なリスクがあり、ETFも同様のリスクが伴います。これらのリスク要因により、ETFの市場価格が下落する場合があります。その為、投資元本を割り込む恐れがあります。ETFは流通市場において株式と同様に取引されますが、取引価格は変動し、基準価額を下回ることがあります。また、常に取引可能であるとは限らず、市場環境が悪化している場合は、取引価格が大幅なディスカウントとなる可能性があります。ETFには上場廃止リスクがあり、純資産規模が縮小するなど、運用が困難になった場合や、上場取引所の上場基準に合致しなくなった場合、上場廃止となることがあります。これらは主なリスクであり、ETFへの投資に係るリスクはこれらに限定されるものではありません。

なお、コモディティETFやコモディティ指数連動証券は、市場全体動向の変化、金利の変化、および対象資産となるコモディティへの投機や裁定に係る取引活動に加え、天候や病気、通商条件あるいは政治や規制の展開の様な他の要因によって影響を受ける可能性があります。

＜ETFの投資にかかる一般的な留意事項＞

① 元本保証はされていません。② ETFの一口あたりの純資産額の動きと連動を目指す特定の指数等の動きが乖離する可能性があります。③ 市場価格とETFの一口あたりの純資産額が乖離する可能性があります。

＜手数料・費用について＞

ETFを売買する際は、取扱いの金融商品取引業者の定める売買手数料がかかります。その他ETFを保有する際には、それぞれ個別に定められた費用がかかります。これらの費用には、運用会社・管理会社に支払う報酬、組入れ資産の売買の際に発生する手数料、ライセンス・フィー、監査費用等があります。これらは、運用の状況等によって変動するため、事前に上限額を示すことができません。本資料の掲載情報は作成時点のものであり、市場の環境その他の状況等により将来予告なく変更されることがあります。※取得のお申し込みに当たっては、必ず上場有価証券等書面またはその他の開示書類の内容をご確認の上、ご自身でご判断下さい。※購入のお申し込みや売買手数料等につきましては、当該ETFを取扱いの金融商品取引業者（証券会社等）までお問い合わせ下さい。

本資料は、ステート・ストリート・インベストメント・マネジメントが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承下さい。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第 345 号 加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会