

## トランプ時代を見直す ～貿易摩擦激化の中で資産価格はどう動いたか

米国経済は、2008年のリーマン・ショック以降、雇用・所得環境の改善が続いたものの、2016年前半にはシェール革命に伴う原油安の悪影響や景気減速への懸念から米ドル安と株安に見舞われました。このような状況下、2016年11月の大統領選挙で、大胆な政策転換を訴えた共和党のトランプ氏が勝利を収め、米ドルと先進国株式が一気に回復し、トランプ・ラリーと呼ばれました。

低成長や格差の拡大、所得の伸び悩みなどに不満を持つ白人の中所得層を中心に支持層を取り込んだトランプ政権は、税制改革法（法人税減税）を成立させ、景気回復期待を強めました。一方で、米国第一主義を唱える政権は保護主義政策を強行し、TPP（環太平洋経済連携協定）からの離脱、そして最大の貿易相手国である中国に制裁関税を課すなどしており、現在も米国はもとより世界の経済成長への不確実性を高めています。

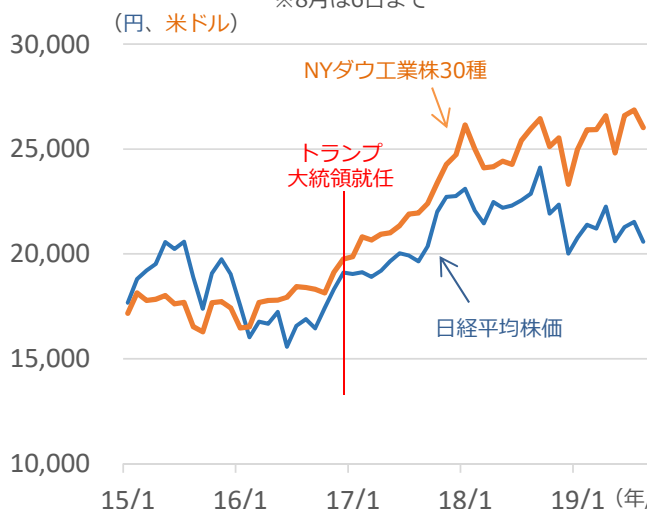
このような環境下、金融市場は米中貿易摩擦の動向に過敏に反応する傾向にあります。8月1日には、トランプ大統領が対中制裁関税第4弾を9月1日に発動すると表明、同5日には中国を為替操作国に指定したことなどをきっかけに、世界的に株式が売られ、債券は上昇（利回り低下）、為替市場では安全資産とされる円が買われました。

ただし、トランプ大統領就任前後からの金融市場をみると、株式市場は高い水準にあり、債券や為替市場の水準は一定の範囲内に収まっています。

次ページでは、当面の金融市場の動向について、弊社ストラテジストの見解をお伝えします。

### 日米株価指数の推移

(2015年1月～2019年8月※、月次)  
※8月は6日まで



### 米10年国債利回りと米ドル（対円）の推移

(2015年1月～2019年8月※、月次)  
※8月は6日まで



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

※上記グラフ・データは過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

米中貿易摩擦の激化が金融市場に不安を与えていることは確かです。7月31日にFRB（米連邦準備制度理事会）が0.25%ポイントの利下げを行った時には、利下げ幅が小さいと市場で受け止められて米ドル高になったにもかかわらず、その直後にトランプ政権が3,000億米ドル相当の中国からの輸入品へ10%の関税賦課を発動すると表明、さらに中国を為替操作国に指定すると発表しました。このことで、主要通貨に対する米ドル安と世界的な株安が起り、投資家にも不安を与えることとなりました。

金融市場は良くわからないことが増えると機嫌が悪くなります。2018年終わりごろの景気後退（マイナス成長）懸念も、2019年以降は景気減速（プラス成長だがスローダウン）懸念に改善していますが、リーマン・ショックからの回復という大きなトレンドが最終段階に入ってきている中で、正常な経済になったために成長率そのものは低下しやすい状況にあり、その分市場はセンチメント（投資家心理）に揺らされやすいともいえます。

しかし、ここで思い出しておきたいのは、トランプ氏が大統領に選ばれる前後からの株価や米ドル（対円）の水準は、意外に安定しているということです。2016年前半、シェール革命後に原油価格が低迷して景気減速が懸念され、米ドル安・株安の状況が続きました。2016年の日経平均株価の安値は14,952円（同年6月24日、終値）でしたが、その後のトランプ・ラリーで19,000円台まで上昇しました。ここをトランプ時代のスタートとみなすと、トランプ時代の日経平均株価は2018年1月ごろと10月ごろに24,000円前後を実現しています。その後、2018年12月に景気後退懸念が高まった際は、19,155円（同年12月25日、終値）まで下がりました。2019年に入って日経平均株価は米中貿易摩擦の緩和が期待された4月ごろに22,000円台をつけたり、5月の連休明けから貿易摩擦の激化を懸念して20,000円近辺に下がったりしていますが、総じてレンジ内での取引とみて良いと考えます。なぜなら、懸念だけが行ったり来たりしていて、経済指標などはある意味淡々と安定した経済状況を示しているからです。

米ドル（対円）を見ても似た状況です。2016年8月ごろに99円台をつけていた米ドル（対円）は、トランプ・ラリーで一気に118円台に達します。その後2018年のVIXショック前後に104円台を付けた後114円台に戻るなどしており、トランプ時代はおおむね105円から115円程度のレンジで推移しているといえます。この期間の上下動は、景気への懸念と楽観、貿易摩擦など政治的なリスクへの懸念と楽観などに左右されており、実は経済全体が成長減速とはいえ安定している中で、センチメントが行ったり来たりすることで起きているといえそうです。

トランプ時代を貿易摩擦の観点から見直すと、まず2016年のトランプ・ラリーの時に、中国との間で大変な問題が起きると思われました。選挙戦では為替操作国に指定すると発言していたからです。ところが、2017年の大統領就任からしばらくの間は、中国への攻撃はほとんどありませんでした。しかし、2018年の中間選挙の年にトランプ政権は強硬策に出ます。ハイテク関連の500億米ドル相当の輸入品に25%、その他資本財を中心に10%の関税をかけ、その後25%に引き上げました。2019年は交渉の年となり、4月ごろまでは雪解けムードに包まれました。中国側の変節があり、同年5月以降は交渉のための戦術が激化することになりました。現在は、米国が3,000億米ドル相当の輸入品に関税をかけると表明し、消費財の多くが対象に含まれることが懸念されています。現時点では品目が示されていませんが、中国を為替操作国に指定したことで、人民元建ての輸入品に幅広く低めの関税がかかる可能性は高いようにみえます。

これまでのところ、トランプ政権の中国からの輸入品への関税賦課にもかかわらず、米国の経済成長はおおむね順調でした。中国からの資本財への関税賦課は、法人税減税で相殺される面もありましたし、政権としては拡張的な財政政策を続けています。これからは減税効果は減るでしょうが、経済全体が悪化するような政策を全体としてはとらないと予想しています。投資家はセンチメントに揺さぶられず、経済の先行きに注目する必要があります。

チーフ・ストラテジスト 神山直樹

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産は為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。