

「トランプ2.0」と投資市場

HSBCアセットマネジメント株式会社

2024年11月7日

トランプ氏、圧勝

- ◆ 共和党候補のトランプ氏が2度目の大統領に選出されました。事前予想を上回り、現時点でトランプ氏は295人の選挙人を獲得しています。議会選挙においても共和党は上院で多数派を獲得しましたが、下院では現時点において明確になっていません。

政策プラットフォーム

- ◆ トランプ次期大統領は、減税、輸入関税、移民管理の強化、環境保護政策の縮小といった政策を掲げて勝利しました（図表1）。また、トランプ氏は様々な分野にて規制緩和を支持しています。
- ◆ トランプ氏が政策課題の一部を実行できるかは、共和党が最終的に下院を制するか否かにかかっています。例えば、予算は両院で承認される必要があります。民主党が下院を制した場合、トランプ氏が要求する2017年の減税・雇用法（TCJA）の完全延長や法人税率を21%から15%に引き下げる案に民主党が同意する可能性は低いと考えられます。
- ◆ 一方、ハリス氏の選挙公約には、年収40万米ドル未満の人に対するTCJA減税の一部延長が含まれていたため、原則的にはこの分野で合意が成立する可能性は考えられます。
- ◆ 民主党は社会保障費増額の財源確保に向けた法人税率引き上げを望んでいたため、他の分野での減税合意は困難になるものと思われます。トランプ次期大統領が減税政策の一段の推進に向けて社会保障費増額を受け入れたとしても、共和党の一部では予算規律の強化を引き続き志向し、こうした妥協案には賛同しないことも考えられます。
- ◆ 共和党が下院を制した場合、法人税率が21%から15%に引き下げられるほか、TCJAによる減税が全面的に延長される可能性が高いと見ています。

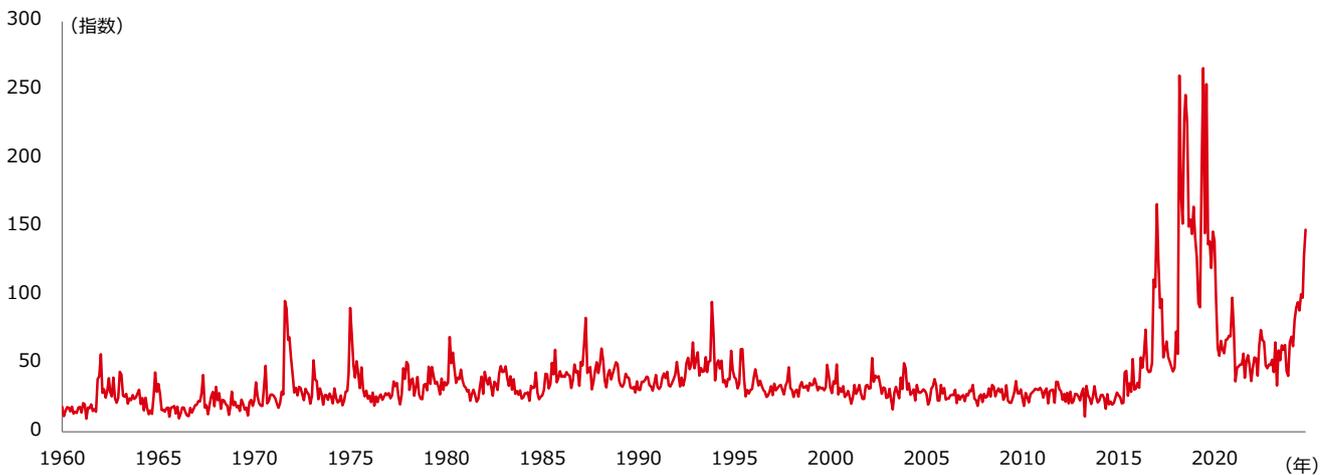
図表1：政策優先事項

	トランプ次期大統領の政策課題
財政	TCJAの延長 法人税率を21%から15%に引き下げ 社会保障給付の非課税化 国防費増額の可能性
通商・産業	全ての輸入品に10~20%の関税 中国からの輸入品に60%の関税 規制緩和を推進
移民	南西国境を封鎖 不法移民の取り締まり
環境	化石燃料の生産拡大 グリーン・ニューディールを廃止
地政学	中国への予測不可能なアプローチ より孤立主義的 NATOへの支援縮小の可能性

出所：HSBCアセットマネジメント、2024年11月6日

- ◆ 大統領は他の政策分野ではより自由な行動が可能となります。例えば、トランプ次期大統領は前回任期早々に、国際緊急経済権限法（IEEPA）を利用して米国を環太平洋経済連携協定（TPP）から脱退させ、メキシコからの輸入品に課税を実施しました。また、2018年には1974年の米通商法301条を使用して中国からの輸入品に関税を課しました。
- ◆ トランプ氏は今回、中国などとの二国間の通商政策においても同様のアプローチを取る可能性があります。同氏が米国への輸入品全てに10～20%の関税を課することができるかは、より不確実な状況です。
- ◆ 選挙前にて、通商政策の最終的な責任所在が曖昧であったことから、トランプ次期大統領が議会承認なしに広範囲にわたる関税を課することができるかについては議論が見られました。こうしたなか、**民主党が下院で勝利したとしても、広範囲に及ぶ関税が課される可能性は排除できないと思われます。**
- ◆ 共和党が圧勝すれば関税の実施は容易になると考えられます。この場合、**今後の主な不確実性は、トランプ次期大統領が保護主義政策を堅持するのか、あるいは関税という脅威を用いて貿易やその他の政策分野で他国からの譲歩を引き出すことを目指すのか**という点に移行すると見ています。
- ◆ 従い、少なくとも特定の貿易相手国に対して関税が課される可能性は高いと思われます。**通商政策の不確実性は引き続き高い**と考えます（図表2）。さらに、貿易紛争が他の分野に広がり、より困難な地政学的環境を生み出す可能性もあり得ます。

図表2：通商政策の不確実性



出所：Macrobond、HSBCアセットマネジメント、2024年11月6日

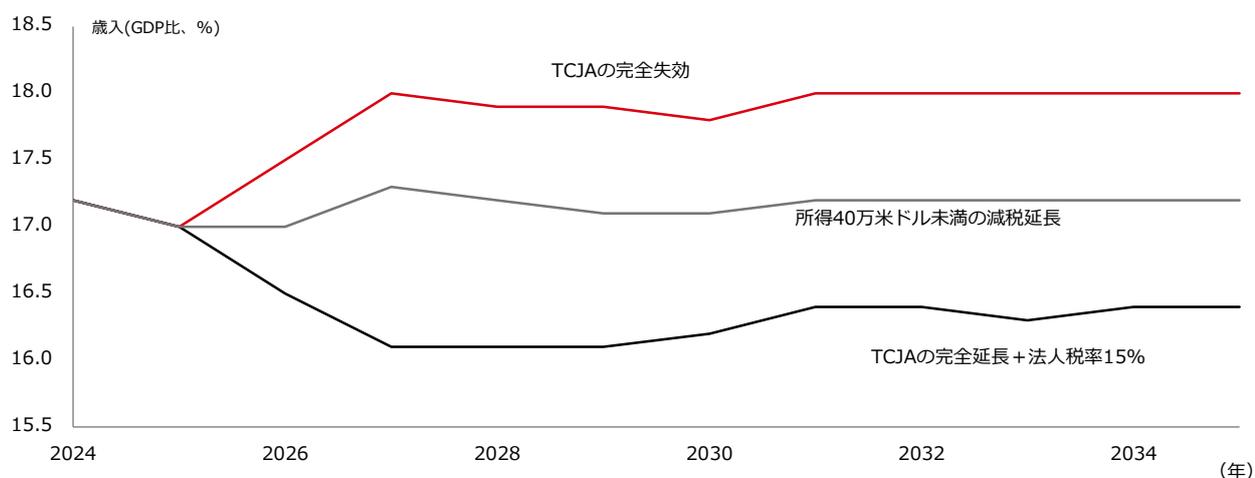
- ◆ **移民問題は選挙の重要な争点**でした。トランプ次期大統領は不法移民を大幅に減らすことを目指しています。この分野では、バイデン現大統領は任期中に、トランプ次期大統領は前回の任期中に大統領令を多用しており、予算編成プロセスの一環として新たな資金が必要とされない限り、民主党が下院を支配したとしても議会にとり大きな障害になる可能性は低いと思われます。
- ◆ 一方、トランプ次期大統領は大統領令や規制の変更を利用して、環境政策を部分的に達成する可能性が高いと思われます。しかし、インフレ抑制法（IRA）の一部を廃止したいというトランプ氏の意向には議会承認が必要であり、民主党が多数を占める下院の場合、承認される可能性は低いと考えます。**共和党が下院を支配したとしても、IRAの一部を廃止することは確実ではない**と見られています。共和党が優勢な地域の一部は関連資金の給付の恩恵を受けており、その地域の代表者がこの問題でトランプ氏に反対する可能性があると思われます。

国内経済への影響

- ◆ **トランプ次期政権下では財政政策は拡張される可能性が高いものの、その度合いは下院における勝利に依存する**と考えます。前述のように、民主党が下院を掌握すれば、TCJAを部分的に延長する合意が可能になると考えられます。超党派の「責任ある連邦予算委員会（CRFB）」によると、年収40万米ドル未満の人に対する減税を2025年末から延長すると、歳入は2026年にはTCJAの完全失効よりGDPの約0.5%、その後は0.7～0.8%減少する見通しです（図表3）。一方、共和党が圧勝した場合、TCJAを2025年後半から完全に延長し、法人税率を21%から15%に引き下げると、歳入は2026年にはTCJAの完全失効よりGDPの約1.0%減少し、その後は1.5～2.0%減少する見通しです（図表3）。

- ◆ 他の条件が同じであれば、拡張的な財政政策は成長を支えると考えます。規制緩和プログラムも経済を活性化させる可能性があると考えています。
- ◆ しかし、トランプ次期大統領によるその他の主要政策である貿易関税と移民規制は、多かれ少なかれ経済活動を圧迫する可能性が高いと言えます。**成長とインフレへの全体的な影響は、トランプ次期大統領による保護主義政策の進捗度合に大きく左右される**と考えられます。
- ◆ 一方、トランプ氏の関税措置が全面的に実施され、他国もそれに呼応する場合、当初はインフレ率が大幅に上昇し、サプライチェーンが阻害され、家計の実質所得と購買力が損なわれるため、経済活動が弱まる可能性が非常に高いと見ています。このため最終的には、需要の弱まりが中期的なインフレ率の低下に繋がる可能性があります。
- ◆ 同様に、トランプ次期大統領が単に関税という脅しを使用して貿易相手国から譲歩を引き出すだけの場合、あるいは広範囲にわたる関税を議会で可決できない場合、不確実性が成長の重しとなる可能性はあるものの、経済への影響は比較的限定的になると見ています。
- ◆ さらに、トランプ氏の財政出動に対する米連邦準備制度理事会（FRB）の反応が注目されます。**当社では、FRBが2025年においても緩やかな利下げサイクルを継続すると見ています。来年末までに米国の政策金利は3.50%前後に下がると考えます。**貿易関税が課された場合、輸入価格の上昇を通じた中期的なインフレ期待への悪影響を回避するため、FRBは（少なくとも当初は）引き締めの金融政策を講じる必要があると思われます。
- ◆ 現段階では、**トランプ次期大統領が米国経済に与える影響は不透明であるものの、インフレ上振れリスクがある**と見ています。共和党が下院で勝利してもトランプ次期大統領が保護主義政策を貫徹しなければ、成長の上振れも考えられる一方、広範囲にわたる貿易関税を課せば、成長下振れリスクが高まります。

図表3：TCJAの部分的延長の影響

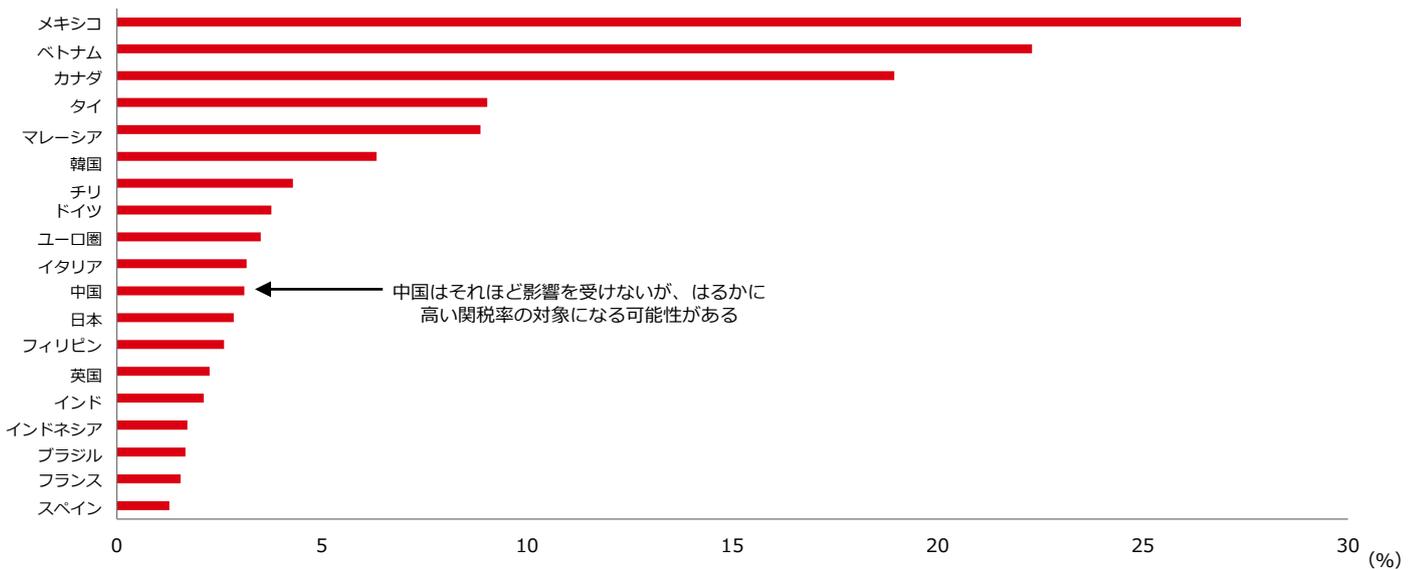


出所：CRFB、HSBCアセットマネジメント、2024年11月6日

世界経済への影響

- ◆ **米国の政策が世界経済にどのような影響を与えるかは未だ明確ではありません。**しかし、トランプ次期大統領が輸入関税の大幅な引き上げを選択した場合、ラテンアメリカやアジアの新興国経済が最も影響を受けることになると考えられます（図表4）。また、米国の金利が最終的に高い水準で定着すると、一部の新興国市場、特に現地通貨建ての債券発行に逆風となる可能性が考えられます。
- ◆ 先進国は、それほど影響を受けない（カナダを除く）と考えられますが、10～20%の関税が課せられた場合、影響が及ぶ可能性があります。米国の通商政策を巡る不確実性は、状況がより明確になるまで世界の貿易と成長に重荷となるものと考えます。

図表4：米国への輸出（対GDP比、%、2023年）

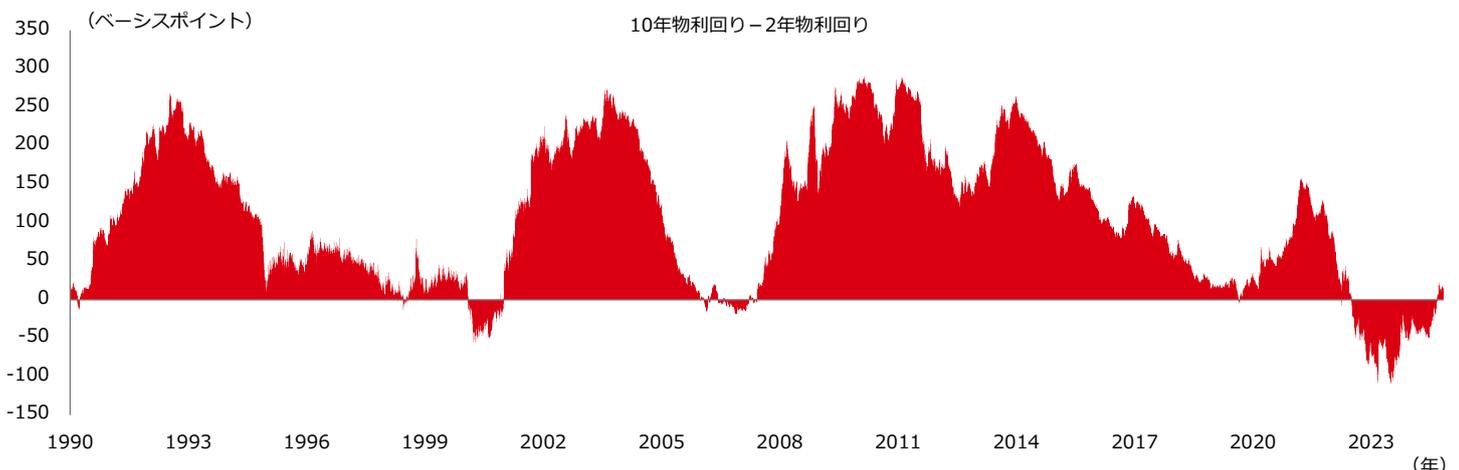


出所：Macrobond、HSBCアセットマネジメント、2024年11月6日

市場への影響① - 政策の不確実性の高まり

- ◆ 選挙結果が明確になれば、市場における不確実性はある程度解消されると思われます。しかし、上述のように未解決の問題を勘案すると、投資家は**政策の不確実性が高まった**と認識する可能性が高いと考えます。
- ◆ 財政および通商政策における今後の変化は、中期的にマクロ経済に大きな影響を及ぼすと考えられます。しかし、現時点で投資家がこうしたことを予測するのは困難と思われます。既に2024年においては、市場が経済ニュースに「敏感」になっているのが散見されました。政策を巡る不確実性が新たに加わることで、市場のボラティリティが一段と高まる可能性があります。今後、投資家はより困難な道のりに備える必要があると考えます。
- ◆ トランプ新政権は積極的な財政政策を実施する可能性が高いと思われます。結果的に、既に大幅な財政赤字がさらに拡大する可能性があります。2010年代と比較して大きく政策が変更されることを反映して、当社ではこうした状況を「永遠の赤字」と名付けました。
- ◆ 今後、FRBによる浅い緩和サイクル、国債発行額の増加、債券利回りの上昇圧力が懸念材料になると考えられます。投資家が長期的なインフレと金利の不確実性に対する大きな代償を要求することで、大幅にスティーブ化した米国債の利回り曲線（図表5）は、さらなる「ベア・スティーピング（金利上昇、つまり債券価格は下落するという弱気な傾斜化）」を経験する可能性があります。
- ◆ 金利が長期にわたり高止まりするという状況は、債券（社債や証券化商品などの分野を含む）投資家にとり継続的なインカム収入に繋がることを意味するものと思われます。半面、投資家はポートフォリオの完璧なヘッジ手段として国債に依存することが困難になる状況もあり得ると考えられます。

図表5：米国債カーブ



出所：ブルームバーグ、HSBCアセットマネジメント、2024年11月6日

市場への影響② – 米ドル高は続くか?

- ◆ 短期的には、金利の高止まりにより米ドルの魅力が増すと考えられます。しかし、投資家にとり重要な疑問は、それが持続するか否かであると思われます。米ドル高は、本年10月初旬から市場にて既に見られています（図表6）。これは米国の資産クラスのリターンを押し上げた一方、世界的に金融環境を引き締めました。過去においても、こうした状況が新興国の資産クラスのパフォーマンスに影響を与えています。

図表6：米ドル対10年物国債利回り



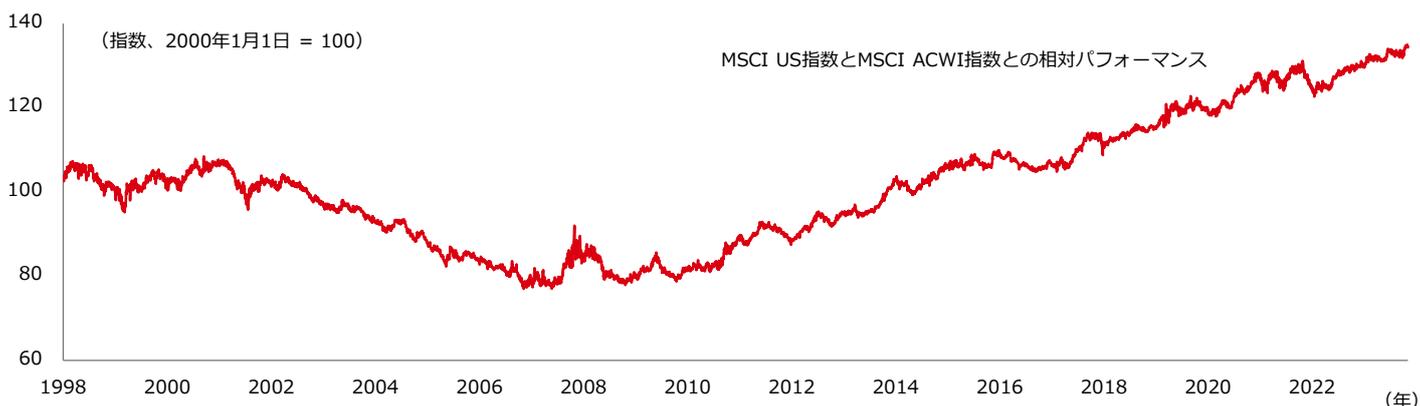
- ◆ しかし、トランプ次期大統領とそのチームは、将来のドル安を主張しています。今後、2025年において戦略的な米ドル安に向けた新たなプラザ合意*の議論に繋がる可能性も考えられます。これは、現在の米ドル高や「脱米ドル化」への世界的な圧力など、他の構造的な動きと整合性があると思われます。
- ◆ 一方、景気循環面では、2025年に向けて米国の成長が鈍化する傾向にあると見ています。このため、2025年に米ドルが弱まる可能性も否定できないと考えます。

*「プラザ合意」とは、1985年9月22日にフランス、西ドイツ（当時）、日本、英国、米国の間で締結された共同協定であり、為替市場への介入により、フランスフラン、ドイツマルク、日本円、英ポンドに対して米ドルの価値を下げることを目的としていた。

市場への影響③ – 株式市場にて「裾野が広がる」か?

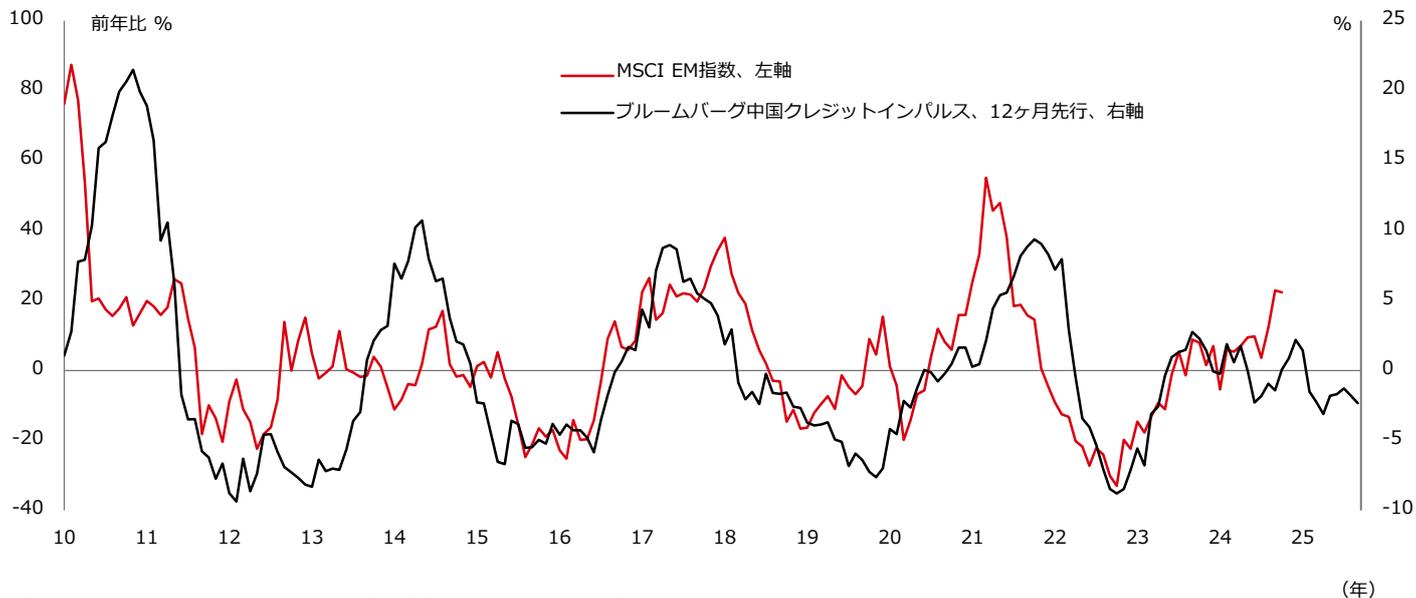
- ◆ 米国株は、法人税率引き下げ案が利益見通しを押し上げるという新たな契機を見出す可能性があります。恐らく、これは最近の「米国例外主義」の傾向をさらに鮮明化させるものと考えられます（図表7）。
- ◆ 投資家は、株式市場においてリターンの裾野が広がると確信している模様です。**米国の株式市場のバリュエーションには割高感**があり（2016年よりも大幅に）、利益への期待は既に高いと見ています。このため、高値圏にある米国株はボラティリティの影響を受けやすくなっていると考えます。2025年に欧州とアジアの成長が加速すれば、米国以外の市場が比較的アウトパフォームする余地が未だ残されていると思われます。

図表7：世界の株式と比較した米国株式のパフォーマンス



- ◆ 裾野の広がりにはセクターとファクター・レベルで最も顕著になる可能性があります。インフレ率および金利の上昇、継続的な経済拡大を特徴とする環境下では、バリュー株はグロース株に比べて好調に推移すると思われます。バランスのとれたマルチファクター・アプローチが効果的であると考えます。

図表8：新興国株式と中国のクレジットインパルス



注：クレジットインパルスとはGDPに対する新規貸し出しの伸びを示す
出所：ブルームバーグ、HSBCアセットマネジメント、2024年11月6日

- ◆ 新興国市場では、ここ数週間で中国の政策スタンスに大きな変化が見られました。これは引き続き注視すべき重要な分野であると考えます。中国の財政政策と与信政策は歴史的に新興国株式にとり重要な触媒となってきました。投資家は今後の全国人民代表大会後の財政に関する発表に注目しています。大規模な刺激策は、中国国内のマクロ課題に対処するのに役立つだけでなく、対外貿易面での下振れリスクを相殺するのに役立つものと思われます。市場を改めて見ると、投資家にとりゲームチェンジャーとなる可能性があります。
- ◆ こうしたなか、当社では引き続き米国のマクロ経済および政策動向を注視していきます。

留意点

【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、HSBCアセットマネジメント株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買、金融商品取引契約の締結に係わる推奨・勧誘を目的とするものではありません。
- ◆ 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- ◆ 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- ◆ 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。

<個人投資家の皆さま>

投資信託に係わるリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象としており、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し損失が生じる可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認いただきご自身でご判断ください。

投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.85%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.20%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

- ◆ 上記に記載のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。
- ◆ 費用の料率につきましては、HSBCアセットマネジメント株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。
- ◆ 投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

HSBCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第308号

加入協会 一般社団法人投資信託協会/一般社団法人日本投資顧問業協会/日本証券業協会



ホームページ

www.assetmanagement.hsbc.co.jp



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）