

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



レッド・スウィープの可能性: アジアと新興国市場への影響

Market update

レッド・スウィープ:

11月の米大統領選・議会選で共和党候補のトランプ前大統領が勝利し、さらに同党が上下両院の多数派も握ること。

ポイント

今回の米大統領選・議会選で共和党候補のトランプ前大統領が勝利し、さらに同党が上下両院の多数派を握る『レッド・スウィープ』になれば、関税の引き上げ、債券利回りの上昇(価格は低下)、米ドル高につながる事が予想されます。こうした状況下では、アクティブ投資による銘柄選択がアジアと新興国市場での超過収益(アルファ)を高める鍵となります。また一方で世界経済環境の不安定化が進むことが想定されるため、ポートフォリオのリスクをより慎重に管理する必要があります。ASEAN市場はアジア株式の中でより魅力的な投資先となる可能性があります。一方、債券利回りの行き過ぎた上昇は、厳選された債券投資の機会をもたらす可能性があります。

米大統領選で共和党が勝利を収め、議会選でもおそらく共和党が上院と下院の双方で多数派を握る可能性が高まる中、トランプ前大統領が大統領に復帰することが確実視されています(※11月6日の本稿執筆時点)。現地時間の11月5日に投開票が行われた選挙(大統領選挙と連邦議会の上下両院選挙)までの数週間、市場では共和党の圧勝(共和党が大統領と上下両院の多数派を握る『レッド・スウィープ』の実現)、その結果によってもたらされる財政赤字の拡大、インフレ率の上昇、米国企業への減税などが織り込まれて来ました。

『レッド・スウィープ』となった場合、新興国市場の見通しは、貿易摩擦の激化と米ドル高のリスクにさらされることとなります。関税の引き上げとインフレを招くことが予想される米国の拡張的財政政策も、利下げを制限する可能性があります。

私たちイーストスプリングのマルチアセット・ポートフォリオリユーシヨンの責任者であるCraig Bell(以下Craig)によると、“トランプ政権誕生の場合は関税を引き上げることが予想されており、特に中国とメキシコがそのターゲットとなり、日本を除くアジアの他の国・地域も関税を見据えた精査の対象となる見込みです。関税強化による価格上昇とサプライチェーン調整の直接的な影響に加えて、投資家は特に人民元安による潜在的な通貨の影響も注視する必要があるかもしれません”としています。

貿易保護主義が急激に高まれば、地政学リスクが高まり、世界経済環境の不安定化につながる可能性があります。このような背景から、Craigは“ポートフォリオのリスク管理がこれまで以上に重要であり、投資家はドローダウンを抑制し、極端なレフト・テール・リスク(確率は低いものの、ポートフォリオに深刻な影響を与えるリスク)のイベント発生からポートフォリオを保護する戦略を検討すべきです”と指摘しています。同時に、アジアと新興国市場全体では、アクティブ運用による投資がさらに重要になることでしょう。こうした投資にとっては、国内市場の規模が大きく、消費動向がプラスであるインドやインドネシアなどの国は、相対的に魅力的な市場になると思われます。

関税引き上げは双方にとって損失

関税引き上げはトランプ氏の重要な選挙公約の一つであり、ほとんどの輸入品に対して10~20%の一律関税を課し、中国からの製品には60%の関税を課すことを提案していました。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシユアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第379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

241107 (05)

invested in insights.

新興国債券ポートフォリオ・マネジャーの**Eric Fang**(以下**Eric**)によると、“関税引き上げは輸出国・輸入国双方にとっても損失となる取り組みです。特にその商品の代替品が無い状況では、輸出業者が価格を下げる可能性は低いでしょう”と指摘しています。そのため、米国の最終消費者は結局、より多くの代価を支払うこととなります。一部の研究¹によると、米中貿易戦争の影響を最も受けたのは、米国の輸入業者と最終消費者であり、保護主義的措置により国内生産者が価格を引き上げることも可能になりました。またこれとは別に、関税は報復措置を招く可能性があり、これにより影響を受ける米国の輸出業者の収益が損なわれる可能性があります。

トランプ氏の関税引き上げ案が実施されれば、関税率は1940年の水準まで上昇し、グローバル化のこれまでの恩恵がすべて消え去ってしまう可能性があります。国際通貨基金(IMF)は、2025年半ばまでに関税引き上げが世界貿易の『かなりの範囲』にまで及んだ場合、2025年の経済生産高は0.8%、2026年には1.3%減少すると警告しています。これは、直近の世界経済の2025年の成長予測の3.2%を減少させることにつながります²。

Ericは“トランプ氏が大統領に就任後、関税を交渉の手段として使うようになり、関税率は最終的に引き下げられる”と予想しています。2016年のトランプ大統領誕生後にボラティリティと債券利回りが急上昇(価格は低下)したことを念頭に、**Eric**の債券チームは11月5日の選挙に向けてデュレーションを短期化し、格付けの高い債券の保有を維持してきました。同チームは、米ドル建ての債券利回りは、米国の経済データが堅調なこともあり、選挙前からすでに上昇していることに注目しています。現在同チームでは債券利回りの上昇が行き過ぎた場合の投資機会を狙っています。アジアの債券利回りは数年ぶりの高水準にあり、米FRBは依然として緩やかな利下げを行う構えであることから、格付けの高いアジアの債券は投資家に魅力的なトータルリターンをもたらす可能性があります。今回の選挙結果の影響は、新興国ではトルコ、アルゼンチン、エルサルバドル、イスラエルにポジティブに働く可能性があります。

イーストスプリング上海のリサーチ部門ヘッドである**Jingjing Weng**は、“今回の新たな関税引き上げの可能性は、2018~19年と比べて中国経済にさらに大きな影響を及ぼす可能性がある”とみています。米中貿易戦争前の2017年の中国のGDP成長率は6.95%でした。現在、中国では消費者信頼感が弱く、不動産価格の下落が続く中、物価の下落が続いています。こうした状況を考えると、中国政府の2024年のGDP成長率目標の5%は野心的すぎるように思えます。

中国経済の輸出への依存度も高まっています。2017年、中国のGDP成長率に対する純輸出の寄与は5%未満でしたが、2024年9月までの9ヵ月間では20%を超えています。2018年には人民元が米ドルで10%以上も下落し(1米ドル=6.2元が6.9元へ)、関税の影響を通貨安が部分的に相殺する結果となりました。現在、人民元は米ドルに対してすでにかかなり低い水準(1米ドル=7.1元)で取引されています。

しかし、米国による関税引き上げリスクを緩和する要因もいくつかあります。米国の輸入に占める中国のシェアは、2018年の21%超から2024年8月時点で14%未満に低下しています。一方、既存の米国による中国からの輸入品のうち40%は、中国の市場シェアが70%を超える製品であり、米国が代替することは困難です³。

米中貿易戦争が始まって以来、中国は輸出先をそれまでの米国や欧州から発展途上国へと多様化させてきました。製品のアップグレード、製品構成の改善、競争力の向上により、中国の自動車、バッテリー、建設、太陽光発電、グリッド機器といった分野は、中国の大きな輸出機会を創出しています。

米国による中国からの輸入品に対する関税が大幅に引き上げられた場合、中国政府によるさらなる財政支援や報復措置の可能性も否定できません。本稿執筆時点(11月6日)では、多くの投資家は11月4日から8日に開催されている全国人民代表大会(全人代、国会に相当)常務委員会が経済に対する財政支援の拡大を承認するものと予想しています。

invested in insights.

ASEANはより魅力的な市場になる可能性

共和党の圧勝は新興国やアジア市場への投資にとって潜在的にマイナスであると考えたくなるかもしれませんが、状況はより微妙であり、最終的には企業の利益が株価を動かす主な原動力となるでしょう。こうした環境下では、アクティブ投資による規律ある銘柄選択アプローチが超過収益(アルファ)を生み出す鍵となります。

イーストスプリングのグロス株式部門ヘッドの**John Tsai**(以下、**John**)は、MSCI ACアジア太平洋(除く日本)指数でみたアジア株式は、北アジアを中心に米国への収益エクスポージャーが10%となっている点に注意しています⁴。一方、ASEAN市場は、米国への収益エクスポージャーが低く、米ドル安に対する通貨感応度が低く、米国の直接的な競合相手が少ないことから、北アジア市場に比べてよりディフェンシブな市場であり魅力的といえます。

なお産業セクター別にみた場合、アジアではテクノロジー部門が米国へのエクスポージャーが最も高く、自動車、ヘルスケア、化学部門がそれに続きます。一方、公益事業、通信、金融部門は米国へのエクスポージャーが最も低いセクターとなっています。

関税の引き上げに加えて、米国の法人税減税の可能性は、米国と直接競合するアジア太平洋企業の25%(MSCI ACアジア太平洋(除く日本)指数のウェイトによる)に不利に働く可能性があります。とはいえ、アジア太平洋企業の11%は米国を拠点とする大規模な事業を展開しており、米国の減税の恩恵を受ける可能性があります。

『レッド・スウィープ』が実現した場合、化石燃料の採掘(環境への負荷が高いフラッキング(水圧破砕法)など)が再開され、気候変動や環境政策が後回しにされる可能性が高く、燃料価格は下がる可能性が高いでしょう。“燃料価格はアジア地域の消費者物価指数の大きな部分を占めるため、これがアジアのインフレ抑制に役立つ”、と**John**は考えています。しかし、アジアはグリーン・エネルギー・ソリューションの重要な供給国であることを考えると、電気自動車やソーラーパネル(中国)、EVバッテリーのサプライチェーン(インドネシアと中国)は課題に直面する可能性があります。

分散化が鍵

クオンツ株式戦略チーム・ヘッドの**Ben Dunn**と同クライアント・ポートフォリオ・マネジャーの**Michael Sun**によると、“政治の話であろうとなかろうと、短期的な動向に基づいて市場のタイミングを計るのは極めて難しい”と指摘しています。選挙は短期的な動向を形作る可能性がありますが、株式市場への影響はヘッドライン(ニュースの見出し)が示唆するよりも複雑です。

投資判断は長期的なファンダメンタルズに焦点を当て、選挙だけでなく多くの分野から不確実性が生じる可能性があることを認識すべきです。

イーストスプリングのクオンツ株式戦略チームは、20年以上にわたるデータを活用し、独自のマルチファクターレンズに政治的視点を適用して、2016年と2020年の米国大統領選挙の6カ月前と6カ月後にアジア太平洋株式市場(除く日本)の各アルファ・ファクターがどのように機能したかを分析しました。2016年の選挙で共和党が圧勝した際には、バリュー、低固有ボラティリティ、およびクオリティのファクターがアウトパフォーマンスしたのに対し、センチメントとモメンタムのファクターはアンダーパフォーマンスしました。対照的に、2020年の大統領選挙における民主党バイデン氏の勝利(大統領就任は2021年)とその後の2022年のねじれ議会誕生(同年の中間選挙で民主党は下院の多数を失った)の局面は、センチメントのファクターが大幅にアウトパフォーマンスし、バリュー、モメンタム、低固有ボラティリティのファクターがそれに続き、クオリティのファクターは出遅れました。

不確実性が高まる時期には、分散化とレジリエンスが鍵となります。20年以上にわたるデータにより、分散化されたアルファ獲得の源泉を使用したマルチファクターのアプローチにより、投資家に回復力のある堅固なアルファを提供できることが証明されています。

今回の米国の選挙結果(『レッド・スウィープ』が実現した場合)がアジアおよび新興国市場に与える主なインパクトは4ページの図表1で解説しています。

是非ともご覧下さい。

invested in insights.

図表 1: 『レッド・スウィープ』が実現した場合のインパクト

分野	スタンス	新興国市場・アジアへの影響
貿易	<ul style="list-style-type: none"> 貿易に対する保護主義的姿勢が強まる。広範囲にわたる関税のリスク(中国に対して60%、その他の貿易相手国からの輸入品に対して10%~20%)。 	<ul style="list-style-type: none"> 関税の引き上げは中国の経済成長を阻害し、アジアの他の国々に悪影響を及ぼす可能性がある。中国の財政支援の拡大は、こうしたネガティブ要因をある程度相殺できる可能性がある。 中国に中間財を供給することで中国のサプライチェーンに組み込まれている他のアジア諸国も、悪影響を受ける可能性がある。 米国との貿易黒字を抱える他のアジアの国・地域、すなわちタイ、インド、台湾、マレーシア、インドネシアも関税リスクに直面する可能性がある。アジアの輸出業者も、価格上昇による米国の需要低下で打撃を受ける可能性がある。 インドとベトナムは、中国に代わる調達先として引き続き恩恵を受ける可能性がある(両国は類似した産業構造を有している)。 米国のインフレ圧力が高まれば、米連邦準備制度理事会(FRB)はよりタカ派的になり、アジアの中央銀行の金利引き下げ能力が制限される可能性がある。
移民	<ul style="list-style-type: none"> 移民政策が急激に引き締められるリスク。 	<ul style="list-style-type: none"> 労働コストが上昇し、インフレがさらに高まる。これにより、FRBはよりタカ派的になり、アジアの中央銀行の金利引き下げ能力が制限される可能性がある。
財政	<ul style="list-style-type: none"> 2017年12月に成立をみた減税・雇用法(いわゆるトランプ減税)は延長される可能性が高い。法人税と所得税のさらなる削減が想定。関税の引き上げは失われた収入を完全に相殺することはできず、財政赤字が増加。 	<ul style="list-style-type: none"> 拡張的財政政策はインフレを招き、FRBの見通しを複雑にする可能性がある。債券利回りの上昇(価格は低下)と米ドル高は新興国/アジアへの資本流入を阻害する可能性がある。人民元の変動は他のアジア通貨の重しとなる。
外交	<ul style="list-style-type: none"> より経済取引重視または孤立主義的な姿勢、そして権威主義体制(例:中国やロシア)に対するより中立的なスタンスをとるリスク。ウクライナへの資金提供削減への圧力。これまでバイデン政権がアジア太平洋地域で追求してきた既存の防衛および経済協定へのコミットメントの低下。 	<ul style="list-style-type: none"> 自立に向けた動きとして防衛予算を増額し、アジアやヨーロッパの代替パートナーとのより強力な同盟関係を構築する。 米中関係をめぐる不確実性が高まる。
エネルギー/環境	<ul style="list-style-type: none"> エネルギー転換を遅らせ、石油投資を増やす可能性。脱炭素化の取り組みと規制を撤回する可能性。インフレ削減法(IRA)に基づく投資を撤回する可能性。 	<ul style="list-style-type: none"> ロシア・ウクライナ戦争と中東の緊張が緩和されれば、エネルギー価格が下がり、地政学的リスクプレミアムが減少する可能性がある。 こうした動きは、関税の引き上げによるインフレ圧力の上昇を相殺するプラス効果も。

出所：イーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

invested in insights.

(データ出所)

1. Amiti et al.,2019、Fajgelbaum et al.,2020、USITC 2023。
2. IMFによるWorld Economic Outlook(2024年10月)。
3. Citi Researchのレポート『US elections – What’s at stake for Asian Economies.』(2024年7月31日)。
4. FactSet、Bloomberg、各種企業のデータ、MSCI、Goldman Sachs Global Investment Research。

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、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。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。