

Quick Thoughts

そして、正念場が訪れる

2025年4月30日



スティーブン・ドーバー, CFA
チーフ・マーケット・ストラテジスト
ヘッド・オブ・フランクリン・
テンプレトン・インスティテュート

フランクリン・テンプレトン・インスティテュートのスティーブン・ドーバーが、トランプ米国大統領の就任から100日間を振り返り、投資家が今後どのような点に注目すべきか、その見通しを語ります。

- トランプ大統領の最初の100日間は、その展開の速さと影響の大きさにおいて特筆すべきものでした。そして今、まさに正念場を迎えようとしています。
- これからの100日間は、財政赤字の削減という課題に同時並行で取り組みつつ、いかに法案を成立させるかという点に焦点が移るでしょう。
- 議会でのアクションが必要となり、そのためには議会内での勢力結集が不可欠です。「DOGE」や関税といったテーマほど耳目を集めるものではないかもしれませんが、投資家にとっては、こちらの方がはるかに重要な意味を持つ可能性があります。

4月29日は、トランプ氏の米国大統領2期目が始動して100日目という節目です。100日間というのは恣意的な区切りではありますが、大統領の仕事ぶりを評価する上での一つの指標として定着しています。

トランプ大統領の就任後100日間をここで総括しておくことには意義があるでしょう。様々な結論が考えられますが、突き詰めれば、**次の100日間は様相ががらりと変わる可能性があるという一点に尽きるかもしれません**。そして、その先に待ち受ける影響は投資家にとって計り知れないものとなる可能性があります。

最初の100日間

上下両院で多数派を形成しているにもかかわらず、トランプ大統領の最初の100日間を特徴づけたのは、立法上の実績ではなく、大統領令の多用でした。実際に、最初の100日間で発令された大統領令の数は、歴代大統領の中で最多を記録しています¹。

投資家を動揺させたのは、主に二つの大統領令でした。一つは政府効率化省(DOGE)による歳出削減、もう一つは関税です。

DOGEによる歳出削減は、連邦政府職員の削減や、USAID(米国国際開発庁)、教育省といった複数の省庁の大幅な規模縮小を伴うものでした。この歳出削減が注目されたのは、経済への直接的な影響というよりも、その前例のない手法がもたらす潜在的な波及効果への不透明感でした。社会保障やメディケイド(低所得者向け医療扶助制度)などの給付が滞ることによる個人消費への悪影響や、ひいては景気後退に陥るのではないかとの懸念が広がりました。

関税を巡る不安は、米国のみならず世界の株式市場をさらに深刻な下落へと導きました。米国経済の先行き不透明感が高まる中、2月下旬から株価は下落基調を強め、それに呼応するように米国債利回りも低下、4月上旬には5ヶ月ぶりの低水準を記録しました。その後、立て続けに関税に関する発表がなされ、ついには「解放の日」と称される発表に至ります。これは、市場関係者の大方の予想をはるかに超える高率の報復関税を、事実上すべての米国の貿易相手国に課するという内容でした。4月の第2週までには、多くの市場指数がベアマーケット（直近高値から20%以上の下落）入りしました。

しかし、意外なことに、株価の下落と時を同じくして米国債利回りは急上昇し、米ドルは下落するという、通常ではめったに見られない現象が起きました（不確実性の高い局面では、米国債と米ドルは「安全資産」と見なされるのが一般的です）。

市場の動揺がようやく収まったのは、4月9日、（中国に対するものを除く）大半の報復関税が90日間の見直し期間に入るとして一時停止されてからのことでした。この決定の背景には、米国債市場の機能不全を通じて金融システムへのストレスが顕在化しつつあったことへの危機感があったと、多くの市場関係者は分析しています。

市場は秩序の回復へ向かっています。ごく最近になって、トランプ大統領は関税に関して一部例外を認める姿勢を見せ始めています。また、大統領自身やスコット・ベッセント財務長官を含む政権幹部からは、他の国々との間でさらなる譲歩に向けた交渉が行われる可能性も示唆されています。こうした発言は、トランプ大統領就任後100日間の終わりに向けて、市場がより落ち着きを取り戻し、より穏やかな市場環境の回復に貢献しました。

では、なぜ次の100日間は様変わりすると言えるのでしょうか。これから先の100日間は、最初の100日間のような波乱の展開を繰り返すことはないだろうという見通しは、投資家にとってある種の安堵感をもたらすかもしれません。この見通しは、二つの観察に基づいています。

第一に、ホワイトハウスによる大胆で前例のない、市場を混乱させるような政策変更への意欲を抑え込む以下のような力が、様々な方面から現れ始めています。

- 市場を混乱を招く関税の発表による、米国債および金融システムの根幹に過度なストレスがかかるとの懸念の高まり
- 米国債は金融機関における担保付借入の主要な手段であると同時に、あらゆる資本市場におけるリスク評価の基準であるということ
- DOGEによる歳出削減や関税といった強硬策が、トランプ大統領および共和党への政治的支持を低下させつつある兆候
- 特に2026年の中間選挙を控え、国民からの支持（あるいは不支持）が、大統領による行き過ぎた権限行使を抑制する防波堤として機能し始めていること

第二に、政治的な現実対応という観点からも、ワシントンにおける政策の基調を転換せざるを得ない状況があります。

- 共和党は、2017年に導入された減税措置のうち、このままでは期限切れとなる条項（もし期限切れとなれば、来年多くのアメリカ国民にとって大幅かつ不人気な増税を課することとなる）を延長する法案を成立させることが、政治的に不可欠であると認識しています。
- 共和党はまた、政府機関の運営に必要な歳出法案を可決しなければならないことも承知しています。

- ・ 今後は、大統領令によるトップダウンの政治よりも、通常の状態に求められる手続きが優先される公算が大きく、これは今後数ヶ月の投資環境がこれまでとは大きく異なるものになることを示唆しています。

投資家にとっての意味合い

混沌とした大統領令から、地道な議会運営へと移行するだけで、投資家の不安は和らぐように思えるかもしれませんが、おそらくそれは正しいでしょう。しかし、減税措置を延長・拡大し、歳出法案を可決することは、議会にとって相当な難事業となるはずで、上院・下院の共和党内ですら、意見集約には数ヶ月に及ぶ困難な交渉が必要となる可能性があります。

これは何を意味するのでしょうか。仮に経済の低迷によって市場環境が悪化した場合でも、私たちの見解では、議会による迅速な政策介入は期待薄ということです。議会からの新たな税制や歳出関連法案を当て込んで、2025年の残りの期間における堅調な市場リターンを期待する投資家は、その実現には相応の忍耐を強いられることになるかもしれません。

法案審議の難しさの一因は、議会、とりわけ下院における共和党の議席数が僅差である点にあります。多くの共和党議員が減税に前向きである一方、一部には減税とセットでの大幅な歳出削減を強く求める声があります。しかし、この歳出削減は、地方の多くの共和党支持層が利用しているメディケイドのような社会保障制度の改革なしには達成できません。

おそらく、次の二点が現実的な線となるでしょう。

- ・ 2017年税制における既存の減税条項は延長されるでしょう。
- ・ 痛みを伴う歳出削減を財源とするような大規模な減税案が、年内に議会を通過する可能性は、政治的に見て限りなく低いでしょう。

これは投資家にとって重要な意味を持ちます。私たちの見解では、減税が経済や市場の追い風となる可能性は低く、また、連邦準備制度理事会（FRB）は、関税の影響が経済データに一巡し、インフレが確実に沈静化すると確信できるまで、金融政策の現状維持を続ける可能性が高いと思われます。米国の経済成長や企業収益の見通しが悪化した場合、財政政策も金融政策も、迅速な対応策を打ち出せる状況にはないと考えられます。

トランプ大統領就任後100日間を覆っていた不確実性（DOGEによる歳出削減や関税）が後退しつつあることに、投資家はひとまず胸をなでおろしていることでしょう。しかし、多くの面で、本当の難題はこれから始まるのであり、投資家が期待するような成果を実現するには、多大な努力と高度な政治手腕が求められることになるのです。

脚注

出所：「Trump sets executive order record in his first 100 days.」 CBS News、2025年4月29日。

リスクについて

すべての投資にはリスクが伴い、元本を失う可能性があります。

株式は価格変動リスクを伴い、元本割れの可能性があります。

債券は、金利リスク、信用リスク、インフレリスク、再投資リスクを伴い、元本割れの可能性があります。金利が上昇すると、債券の価値は下落します。債券の信用格付けの変更、または債券の発行体、保険会社、保証人の信用格付けや財務力の変化は、債券の価値に影響を与える可能性があります。

重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。当資料は、フランクリン・templtonの事前の書面による承諾なしの無断複写、転載、発行は禁じられています。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で示された予想および見解は市場やその他の状況により変更される可能性があります。他の運用者や運用会社による見解と異なる場合があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。経済、株式市場、債券市場または市場における経済トレンドについてのいかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。投資価値およびそれによって得られる収入は、上下する可能性があります。また投資家は投資した全額を払い戻すことができない場合がございます。**過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。**すべての投資には、元本の割り込みの可能性を含むリスクが伴います。

当資料に含まれる調査・分析に関する情報はフランクリン・templtonが自身のために入手したものであり、付随的な情報の提供のみを目的としています。当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。が、フランクリン・templton（「FT」）は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。いかなる情報もFTが信頼に足ると判断した情報元より取得していますが、その正確性を保証するものではありません。また、情報が不完全または要約されている場合や、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料における個別銘柄についての見解は、いかなる証券の売買、保有に関する推奨を示したものでも解釈されるものでもありません。また、個別銘柄に関する情報は投資判断のために十分とされるものでもありません。FTは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

金融商品、サービス、情報はすべての法域で入手可能とは限らず、米国以外では、他のFT関連会社および/またはその販売会社によって、現地の法律および規則が許容する範囲において提供されます。個別の法域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、ご自身の金融専門家またはフランクリン・templtonの機関投資家向け窓口にご相談ください。

CFA® 及び Chartered Financial Analyst®はCFA協会の米国における登録商標です。

【当資料に関するご注意】

- 当資料は、フランクリン・templton（フランクリン・リソース・インクとその傘下の関連会社を含みます。以下「FT」）が作成した説明資料を、フランクリン・templton・ジャパン株式会社が翻訳したものです。
- 当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、特定の金融商品等の推奨や勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、FTが信頼性が高いと判断した各種データ等に基づいて作成したものです。その完全性、正確性を保証するものではありません。
- 当資料のデータ、運用実績等は過去のものであり、将来の運用成果を示唆・保証するものではありません。また、当資料に記載される見解は作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。
- 当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権、その他一切の権利は、その発行者に帰属します。
- 当資料はFTの許可なく複製・転用することはできません。

フランクリン・templton・ジャパン

商号：フランクリン・templton・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第417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、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

