



モニカ・ディフェンド
アムンディ・インベスト
メント・インスティ
テュート・ヘッド



ヴァンサン・モルティエ
アムンディ・グループ・
チーフ・インベストメント・
オフィサー



マルコ・ピロンディーニ
アムンディUS
チーフ・インベストメント・
オフィサー



マムード・プラダン
アムンディ・インベスト
メント・インスティテュート
グローバル・マクロ経済部門
ヘッド



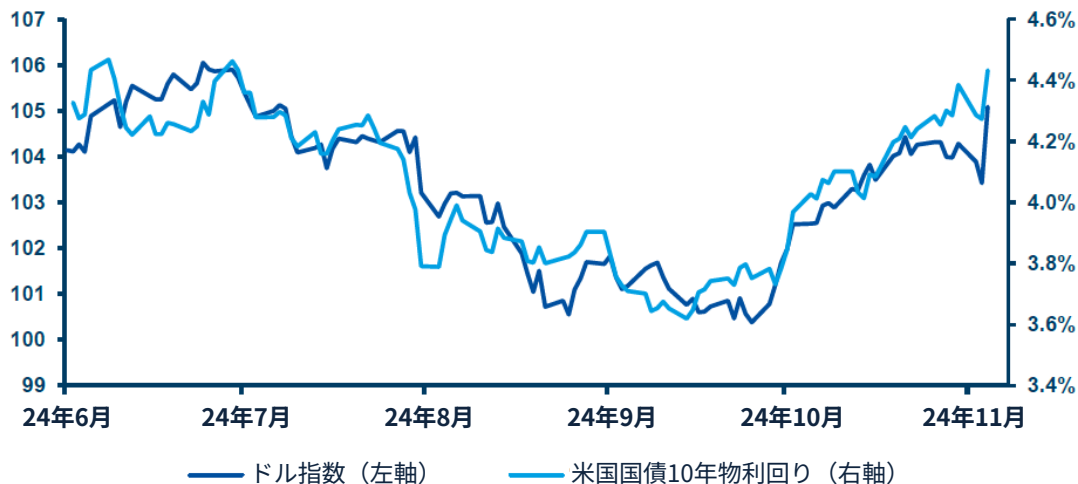
アイダン・ヤオ
アムンディ・インベスト
メント・インスティテュート
シニア・インベストメント・
ストラテジスト

トランプ勝利：投資家への影響を読み解く

- **選挙結果**：ドナルド・トランプ前大統領がホワイトハウスに復帰し、4年の任期を務める見通しとなった。共和党は上院で過半数を獲得し、さらに下院を制する可能性もあるなど、「レッド・スウィープ」となる公算が大きい。金融市場では、トランプ氏の政策提案が実現する可能性が高いとの見方から、人気の「トランプ・トレード」が拡大し、債券利回り、米ドル、株式先物が上昇した。
- **政策と影響**：次期大統領は減税よりも、議会の承認なしに大統領権限で実行できる関税政策と移民政策を優先するとみられる。政策が実施される順序が経済成長やインフレへの影響を見極めるカギとなる。関税は経済に負の供給ショックをもたらす、スタグフレーションのリスクを高める。ショックの規模は関税の最終的な水準に左右される。
- **世界への波及効果**：トランプ氏が提案する幅広い品目への関税が全面的に適用されれば、貿易の不透明感や保護主義が世界的に台頭し、勝者不在の状況が予想される。経済的緊張の高まりで大西洋間の協力関係が悪化し、その影響は他の協力分野にも波及する可能性がある。アジアには最も深刻な影響が懸念され、中国はその矢面に立たされる。中国政府には、医薬品やレアアースなど米国が強く依存する品目を材料とした交渉や、為替レートの引き下げ、貿易ルートの再編など、ショックを緩和する策がいくつかある。国内経済の減速と対外的な課題に同時に取り組むには、これまでよりもはるかに果敢かつ大胆な政策が必要になる。インドやインドネシアなど規模が大きく国内志向の経済圏は相対的に影響を受けづらい。
- **投資への影響**：インフレ率の上昇やFRBのタカ派化は債券投資にリスクをもたらす一方で、米ドルを短期的に下支えするとみられる。金融引き締め効果は世界全体に波及し、アジアは関税引き上げのショックと相まって、とりわけ影響を受けやすい。米国株は相反する圧力に晒される展開が予想されるが、第2次トランプ政権下での規制緩和や産業政策により、銀行や中小型株などのセクターに上昇が見込まれる。

ドナルド・トランプ氏が第47代米国大統領としてホワイトハウスに復帰する見通しとなりました。共和党は上院でも52議席を獲得し、民主党の42議席を上回っています（本稿執筆時点）。下院の得票数はまだ集計中ですが、共和党が現在のリードを維持した場合、同党が上下両院で主導権を握る「レッド・スウィープ」が実現し、政策アジェンダに大きな余裕が生まれることとなります。

米国10年物国債利回りと米ドルの推移



出所：ブルームバーグのデータを基にアムンディ・インベストメント・インスティテュートが作成（2024年11月6日現在）

“トランプ政策が最も強い影響を与えるのはインフレであり、FRBは難しい立場に追い込まれると思われる。”

市場はこの結果を受け、選挙前からすでにクロスアセットの流れを支配していた人気の「トランプ・トレード」を拡大させました。米国10年物国債利回りが4.4%まで急上昇し4か月ぶりの高水準を付けたほか、米ドル指数は対通貨バスケットで1.7%上昇し、特にユーロ、メキシコペソ、その他の貿易動向に敏感な新興国通貨に対して強含みました。S&P500種株価指数は2.5%を上回る伸びとなり、中小型株の指標であるラッセル2000種株価指数に至っては5.8%上昇しました。興味深いことに、中国本土外（オフショア）市場で取引される中国資産は打撃を受け、ハンセン指数は2%以上、オフショア人民元/米ドルは1.2%下落しました。しかし、中国本土（オンショア）市場の株式と人民元は相対的に堅調であり、その背景には、投資家が今後見込まれる関税ショックの緩和策として、財政刺激策の導入を期待していることがあると考えられます。

新政権下で予想される展開

トランプ氏が提案する政策綱領は、貿易、移民、財政政策、規制、米連邦準備制度理事会（FRB）に対する姿勢など、いずれもバイデン政権下の政策規範から大きく逸脱したものとなっています。これが全面的に実行されることになれば、米国やその他の国々の経済成長や、インフレ、市場見通しに大きな影響を与える可能性があります。

トランプ氏による各種政策の優先順位を二つの側面から評価しましょう。第一の側面は**トランプ氏から見た政策の重要性**、第二の側面は**政策実行に対する抵抗の度合い**（主に議会承認の必要性）です。まずは第一の側面を検討しましょう。税制政策はトランプ氏が掲げる「アメリカを再び偉大な国に」という経済アジェンダの中核をなすもので、政策案では個人への減税を実施しつつ、他国への関税を引き上げて減税の原資の一部に充てるとしています。移民問題は大統領選の最重要争点であり、これについてトランプ氏は確固たる公約を掲げています。規制緩和は優先順位では下位に位置しています。トランプ氏が政策決定（金融政策）においてより積極的な役割を果たし、FRBの独立性に干渉するようになることは、今のところ脅威でしかありません。

第二の側面（政策実施の容易さ）については、関税政策と移民政策の大半は大統領権限で実行できるため、依然として議会がねじれる可能性があるにしても、その影響は大きくないとみられます。一方で、減税や財政支出の増加は、多くの場合、立法府からの承認を必要とします。民主党はトランプ氏が2017年に実施した減税措置の一部延長に賛成する可能性が高いものの、法人税率の21%から15%への引き下げ案は激しい抵抗に遭うものと思われます。規制改革の一部にも同様のハードルがあります。FRBの要職任命を含む人事権については、トランプ氏が上院の主導権を握ったことで比較的自由に行行使できるとみられます。

総合的に判断すると、トランプ氏の優先順位としては、まず関税政策と移民政策、次いで減税とその他の財政改革、最後に規制緩和ということになるでしょう。

トランプ氏の政策で米国経済の見通しはいかに修正されるか？

トランプ氏の政策が経済に与える影響は、その規模と実施される順序に左右されると予想されます。

関税引き上げと移民規制厳格化（長期にわたる不法移民の強制送還を含む可能性）が実施された場合は負の供給ショックが発生し、経済成長が低下する一方でインフレ率が上昇するスタグフレーションのリスクが高まると考えられます。問題はトランプ氏がすべての施策を一度に導入するのかという点です。果たしてトランプ氏は、中国製品への関税を60%引き上げ、その他すべての輸入品に10~20%の関税を課すのと同時に、推定1,300万人いる不法移民のうち100万人を強制送還するという手段に出るのでしょうか。これらの政策が全面的かつ早急に導入されることになれば、経済と市場に「衝撃と畏怖」を与えることになると思われます。

逆に、トランプ氏の財政案は短期的に見ると**経済成長とインフレに好影響を与える**でしょう。しかし、市場が米国政府債務の長期的な持続可能性に疑問を投げかける可能性があります。規制緩和は各セクターに個別の影響を与えますが、経済全体にどの程度の影響を及ぼすかは、変化の規模と範囲に左右されるでしょう。FRBの独立性が脅かされることがあれば、直近のデータが示すように、今も続くインフレとの闘いの助けにはなりません。

当社のモデルに関税の影響を反映させると、まずは関税引き上げを主因とする負の成長ショックが発生し、続いて2026年以降に緩やかな景気回復が訪れることが示唆されます。しかし、これは関税の行方次第です。トランプ氏が段階的に関税を引き下げ、減税を早期に実施するのであれば、インフレショックを遅らせ、2025年の経済成長のプラス幅を拡大できると思われる。

“関税と移民政策はトランプ氏のアジェンダで最も優先される項目だとみられます。”

“インフレリスクが高まれば、債券は下落すると思われます。株式の中では、小型株と銀行株が最も恩恵を受けます。”

“**関税の影響を最も受けるのは中国だと思われま**す。**しかし、中国政府は、交渉や、為替レートの引き下げ、貿易ルートの再編、刺激策により、その影響を緩和することが可能です。**”

早期の急激な関税引き上げは、かえって経済成長を阻害し、さらに、2025年のインフレ率を上昇させることに繋がるかもしれません。スタグフレーションのリスクが高まれば、FRBは難しい立場に追い込まれることになるでしょう。

米国の輸入関税はアジアにどのような影響を与えるか？

新大統領の政策の中で世界経済に最も強い影響を与えるのは輸入関税です。選挙中に喧伝された関税は、規模と範囲の両面で2018年から2019年にかけて導入されたものより大きく、広範囲に及びます。貿易相手国が報復関税を導入する可能性もあるため、第2次貿易戦争は第1次貿易戦争と比べても桁違いの損害をもたらす恐れがあります。当社の分析によれば、全品目に10%の関税を課した場合は報復措置のリスクが生じ、すべての人がその代償を払うことになります。こうした行動は欧州との経済・政治関係を悪化させ、将来的な大西洋間の協力を損なう可能性があります。しかし、最も影響が危惧されるのはアジアであり、中国は60%の関税を課されることになります。当社のモデリングによれば、追加の財政・金融刺激策を考慮しない場合、ピーク時の影響は中国の経済成長率を0.5%も押し下げる可能性があります。

しかし、**中国にはこのショックを和らげる方法がいくつかあります。**一つは交渉です。中国政府は2020年にトランプ氏との間で「第1段階の貿易合意」に署名し、一定の成功を収めています。中国が報復として、医薬品やレアアースなど米国が大きく依存する品目への関税を強化することも考えられ、中国の輸出産業へのダメージが限定的なものにとどまる可能性もあります。二つ目は、2018~19年に輸出産業の負担を軽減するべく導入された為替レートの引き下げ措置です。三つ目は貿易ルートの再編であり、ここ数年は中国企業が規制を回避するのに役立っています。最後に、中国政府が国内の刺激策を強化し、支援の一部を輸出産業に回すという方法も考えられます。したがって、最終的な影響は当初の想定よりも小さくなる可能性があります。

“**インドやインドネシアは相対的に影響を受けづらいと考えられま**す。”

中国以外にも、台湾、韓国、シンガポール、マレーシアなどアジアの小規模で開放的な経済圏が、1) 自国製品に課される米国の関税、2) 中国からの需要減退、3) 世界的な不確実性の高まりに伴う企業投資への下押し圧力といった要因に悩まされるかもしれません。しかし、ハイテク産業は米国の規制緩和政策が追い風になり、マイナスの影響を軽減できる可能性があります。**インドとインドネシアは経済規模が大きく、国内志向であるため、影響を受けづらいと考えられます。全面的な影響を見極めるには、世界的な貿易ルートやサプライチェーンの再編が、メキシコ、インド、東南アジア諸国などの国にどのような利益をもたらすかも考慮に入れる必要があります。**第2次トランプ政権の下ではこうした傾向が一段と強まる可能性があります。

“**トランプ氏の勝利を受けて、欧州は防衛協力を強化し、ドラギ・レポートの提案を推し進める可能性があります。**”

欧州への影響は？

トランプ氏の勝利を受けて、欧州連合（EU）加盟国は防衛協力を強化し、ドラギ・レポートの提案を推し進める可能性があります。ユーロ圏の目先の経済見通しは、特に米国の関税引き上げに対応しEUが報復に動く可能性があることを考えると、不透明感が増しているように思われます。しかし、第2次トランプ政権の政策は間接的かつ長期的な利益をもたらす、ショックの影響を受けやすい地域の経済を変革させるきっかけとなるかもしれません。貿易ルートの再編は、関税の影響を緩和する助けとなる可能性があります。欧州では、輸出主導型経済であるドイツが関税の影響を最も受けやすいと思われま

ドイツでは11月6日、シュルツ首相が自由民主党のリンダー財務相を解任し、社会民主党、緑の党、自由民主党からなる連立政権を解散しました。連立政権内では意見の対立が顕著であり、特に来年の財政政策を巡り対立が深まっていました。シュルツ首相は当面、社会民主党と緑の党との連立の下、過半数を42議席下回る少数派政権を率いることになります。したがって、来年1月15日に予定される首相の信任投票が首相に有利な結果となる可能性は極めて低く、早期選挙が予想されます。法律上の期限を考えると、選挙は3月末に実施される可能性が濃厚です。こうした状況により、当初はドイツの政治的な不透明感が高まると予想されます。しかし、より安定した連立政権が誕生し、なによりも債務ブレーキに関する憲法規定の改正（ドイツの均衡予算修正案）に向けて道が開ける可能性もあります。特に、新たに発足する連立政権は、公共投資と国防費の面でより自由度の高い政策を展開できそうです。次期連立政権は、関税による経済への打撃を相殺するべく回復計画を実施するとみられ、また実施が見込まれる欧州中央銀行（ECB）の利下げも内需を下支えするとみられます。










投資家への影響は？

トランプ氏の政策がインフレに与える影響は債券投資にとってリスクであり、そのリスクは米国財政の持続可能性への懸念により高まる可能性があります。足元の金利水準にはインフレ見通しの悪化がすでに織り込まれています。しかし、**政策実施の順序やそれが経済に与える影響が不透明であることから、債券投資に強い確信を持ちがたい状況です。**とはいえ、米連邦準備制度理事会（FRB）のスタンスを踏まえると、緩やかなスティープ化が見込まれます。

インフレ率が上昇やFRBのタカ派化を市場が織り込めば、米ドルは短期的に上昇する可能性があります。しかし、すでに懸念が指摘される米国財政の先行きが一段と悪化した場合を考慮すると、こうした基調が今後も維持されるかは不透明です。関税引き上げによる負の成長ショックや世界的な不確実性の高まりが米国経済の重石となり、景気後退の見込みを一段と高める可能性があります。そうなった場合、FRBが金融緩和を積極化させ、ドルに二次的な負のショックをもたらす可能性があります。米ドルの代替資産として名高い金（ゴールド）などが優れたパフォーマンスを発揮している背景には、投資家が米ドルに対してリスクヘッジを図っていることが考えられます。**トランプ氏の政策は株式市場のローテーションを一層加速させるとみられます。**世界的に見ると、米国は減税見通しが追い風になります。トランプ氏の政策は、指数全体にはそれほど明確に表れない可能性があるにしても、米国株式市場の特定セクターにより大きな影響を与えると考えられます。規制緩和と減税は銀行や中小型株にとって好材料となり、その一方で、石油・ガス会社は「ドリル、ベイビー、ドリル（掘って掘って掘りまくれ）」との方針が短期的に好感され、上昇する可能性があります。トランプ氏がインフレ抑制法（IRA）の下で提供されている再生可能エネルギーや電気自動車（EV）への支援を打ち切った場合、これらのセクターの銘柄は下落が予想されます。資本財セクターの中では、グローバル・サプライチェーン、中国経済、移民労働者への依存度が高い銘柄が最も苦戦を強いられ、その一方で、自動化関連銘柄は上昇する可能性があります。

短期的なドル高となった場合、やはり関税の影響が予想される新興国株式に対し、日本株は上昇が見込まれます。一般的に、国内株式はより多くの恩恵を受けるとみられます。欧州では、米国国内で生産を行う企業に追い風が吹くとみられます。新興国の中では、バリューチェーンに統合されているアジアが最も深刻な影響を被る可能性があり、最終的には為替がショックを吸収することになるとみられます。アジアの通貨（特に人民元）や株式、貿易動向に敏感な企業のクレジットには注意が必要です。

表1：トランプ氏の勝利が各セクターに与える影響

<p>エネルギー&素材</p> 	<p>「ドリル、ベイビー、ドリル（掘って掘って掘りまくれ）」とのスローガンに共鳴し、原油やガスのセメントは短期的にポジティブ。中期的な見通しはまちな状況。米国が原油とガスの供給を増やせば価格が下落し、上流部門への投資意欲を喚起するのが難しくなると予想される。許認可規則の緩和や液化天然ガスの「一服」を背景に、天然ガス企業にはポジティブな影響が見込まれる。電気自動車への支援が一部打ち切られる可能性があり、そうなればガソリン需要が徐々に高まる一方、リチウムにはネガティブな影響が見込まれる。</p>
<p>資本財</p> 	<p>製造拠点のリショアリング（国内回帰）や移民政策を背景に、自動化セクターのほか、国内経済への依存度が高い企業にはポジティブな影響が見込まれる（減税による効果）。移民政策による労働力不足が影響する建設機械、貨物企業、農業に加え、中国やグローバル・サプライチェーンへの依存度が高い製造会社にはネガティブな影響が見込まれる（自動車関連企業にリスクの可能性あり）。</p>
<p>金融</p> 	<p>M&Aや減税に有利な規制緩和を背景に、銀行にはポジティブな影響が見込まれる。</p>
<p>消費関連</p> 	<p>レストラン産業は国内市場の比重が大きく、減税がポジティブな材料となる。消費者向け産業に携わる下流のサプライヤーやインフラ企業にも好影響をもたらす可能性がある。関税によるインフレ圧力に晒される消費関連銘柄や、労働力の一部が強制送還の対象になり得る住宅、建築産業にはネガティブな影響が見込まれる。</p>
<p>ヘルスケア</p> 	<p>中立からややネガティブな影響が見込まれる。関税による影響は大きくはない（短期的に利益率への圧力がかかる可能性はある）。インフレ抑制法（IRA）の撤回や薬価改定の影響に不透明感がある。</p>
<p>ハイテク・ハードウェア半導体</p> 	<p>影響はまちな。関税の影響が減税効果を相殺する可能性がある。中国と関連する活動に減速が見込まれる。</p>
<p>コミュニケーションサービス/インターネットプラットフォーム</p> 	<p>減税によるポジティブな影響が見込まれるほか、ボーナス減価償却と研究開発費税額控除の復活や、司法省、連邦取引委員会、連邦通信委員会の上層部が一新される可能性。通信品位法第230条改正（不正確な情報の公開に係る法的責任）やTikTok禁止法（2024年可決、2025年1月19日発効）の撤回の可能性がネガティブな材料となる。</p>
<p>公益事業</p> 	<p>IRAが撤回される可能性があり、クリーンエネルギー産業にはネガティブな影響が見込まれる。</p>
<p>不動産</p> 	<p>大きな影響は見込まれない。資産の減価償却年数の変更がわずかな刺激となる可能性はあるが、目立った提案はなされていない。</p>

出所：アムンディ（2024年11月6日現在）

Important information

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of **7 November 2024**. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an “as is” basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

Date of first use: **7 November 2024**.

Document issued by Amundi Asset Management, “société par actions simplifiée”- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com.

当資料は、アムンディ・アセットマネジメント、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を、アムンディ・ジャパン（以下、弊社）が一部翻訳したものです。当資料は、当資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。当資料は法令に基づく開示資料ではありません。当資料中に記載したアムンディ・アセットマネジメント、アムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予測、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。当資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。当資料に記載されている内容は、全て当資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。当資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。弊社の許可なく、当資料を複製または再配布することはできません。当資料中に引用した各インデックス（指数）の著作権・知的財産権及びその他一切の権利は、各インデックスの算出元に帰属します。また各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利及び発表を停止する権利を有しています。

商号等：アムンディ・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350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、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

(4022863)

チーフエディター

モニカ・ディフェンド

アムンディ・インベストメント・
インスティテュート・ヘッド

ヴァンサン・モルティエ

アムンディ・グループ・
チーフ・インベストメント・
オフィサー

マッテオ・ジェルマーノ

アムンディ・グループ・
デピュティ・チーフ・
インベストメント・オフィサー

エディター

クローディア・ベルティエ

インベストメント・インサイト&
パブリッシング部門ヘッド

ローラ・フィオーロ

インベストメント・インサイト&
クライアント部門ヘッド

スワハ・パッタナイク

パブリッシング&デジタル戦略部門
ヘッド