



MONICA DEFEND
Head of Amundi
Investment Institute



VINCENT MORTIER
Group CIO, Amundi



MARCO PIRONDINI
CIO of US, Amundi



MAHMOOD PRADHAN
Head of Global Macro
Economics, Amundi
Investment Institute



AIDAN YAO
Senior Investment
Strategist, Asia, Amundi
Investment Institute

トランプ勝利：投資への主な影響

- **選挙結果：**トランプ氏が今後4年間の大統領としてホワイトハウスに戻り、共和党が上院と下院も掌握する「レッド・スweep」が最も実現可能性の高い状況となっている。金融市場は、トランプ氏の政策提案が実現する確率が高いと判断し、すでに支配的となっていた「トランプ・トレード」の継続で反応し、債券利回り、米ドル、株式が上昇した。
- **政策と影響：**新大統領は、減税よりも関税・移民政策を優先する可能性がある。政策実施の順序は成長とインフレへの影響を評価する上で重要となる。関税は経済への負の供給ショックとして作用し、スタグフレーションのリスクを高めるだろう。
- **グローバルへの波及：**トランプ大統領の壮大な関税政策案が完全に実施されれば、貿易の不確実性と保護主義が高まり、世界で勝者はいなくなる。大西洋兩岸の関係は経済的緊張の高まりに苦しみ、それが他の協力分野にも波及する可能性がある。アジアが最も大きな打撃を受ける可能性があり、その矛先は中国に向かうだろう。しかし、北京には、例えば、医薬品部品やレアアースなど米国の依存度が高い分野における交渉、通貨安、貿易ルートの変更などを通じて、衝撃を和らげるという選択肢もある。中国が、国内経済が減速する中で、対外的な課題に取り組むには、これまでよりもかなり果敢で大胆な政策が必要になるだろう。
- **投資への影響：**インフレ率が上昇に転じFRBがタカ派的な姿勢となれば、債券投資にリスクをもたらすが、短期的にはドルを下支えする。金融引き締めの影響は世界中に波及し、特にアジア市場は関税引き上げの影響を受けやすい。米国株は相反するモメンタムの影響を受けるであろうが、トランプ2.0の下での規制緩和や産業政策は銀行や中小型株などのセクターに恩恵をもたらすだろう。

ドナルド・トランプが47代の米国大統領としてホワイトハウスに戻ってくる。上院も共和党が優勢で、本稿執筆時点で、民主党の42議席に対し52議席を獲得した。まだ、集計中だが、下院の得票数でも、現在、共和党がリードしており、このままの状況を維持できれば、共和党が両院も掌握する「レッド・スweep」が実現し、政策アジェンダに大きな自由度が生まれる。

¹2024年11月6日終了時点。

米10年債利回りとドル相場



出所：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグのデータは2024年11月6日終値現在。

市場は、この結果に反応し、選挙前にすでにクロスアセットの流れで支配的となっていた「トランプ・トレード」を継続、拡大した。また、10年債利回りは4.4%と4ヵ月ぶりの高水準に急上昇した。米ドル指数は通貨バスケットに対して1.7%上昇し、特にユーロ、メキシコ・ペソ、その他貿易に敏感な新興国通貨に対して上昇した。S&P500は2.5%以上、中小型株指数であるラッセル2000は5.8%上昇した。興味深いことに、オフショア市場における中国アセットは打撃を受け、ハンセン指数は2%以上下落し、対ドルでの人民元は1.2%下落した。しかし、オンショア株式と人民元はより堅調に推移している。おそらく投資家が、関税ショックの緩和策として財政刺激策を期待しているためであろう。

「トランプ政策の最大の影響はインフレであり、FRBをより困難な立場に追い込むことになる。」

新大統領への期待は？

トランプ大統領が提案する基本政策は、貿易、移民、財政政策、規制、FRBに対する態度など、いずれもバイデン政権下の基本政策とは大きく異なっている。これが全面的に実施されれば、米国と世界の成長、インフレ、市場見通しに多大な影響を与える可能性がある。（10月のレポート「2024年米国選挙：マクロ経済、地政学、投資の視点」ご参照）

トランプ大統領の様々な政策の優先度を2つの側面から評価する。1つ目は**大統領にとっての政策の重要性**、2つ目は**その実施に対する抵抗の度合い**（主に議会の承認の必要性）である。第一に、税制政策はトランプ大統領の経済政策「アメリカを再び偉大にする（Make America Great Again）」の中核をなすものであり、米国民への減税を提案する一方で、他国への関税引き上げによる歳入増で（部分的に）賄うとしている。移民問題は大統領選の最重要課題であり、大統領はいくつかの確固とした公約を掲げている。規制緩和は重要度リストでは下位のランクとなっている。政策決定（金融政策）における、より積極的な関与とFRBの独立性への干渉は、今のところ単なる懸念でしかない。

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の行政命令で実施できるため、議会が分裂しても影響を受けにくい。しかし、減税や財政支出の増加

**「関税と移民問題が
トランプ大統領の最
重要課題になるだろ
う。」**

のほとんどは議会の承認を必要とする。民主党はトランプ大統領が 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が、法人税率を 21%から 15%へさらに引き下げるという提案には激しく抵抗することが予想される。いくつかの規制改革にも同様のハードルがある。上院を掌握したことで、トランプ大統領は FRB の要職を含む新たな人事を比較的自由に行うことができるだろう。

これらすべての状況を考慮すると、トランプ大統領の実施リストの上位は関税と移民、次いで減税とその他の財政改革、そして規制緩和となる。

これらの政策の下で、米国経済の見通しは、どのように変更、形成されるか？

トランプ大統領の政策が経済に与える影響は、その規模と実施順序による。

「インフレリスクが高まれば、債券にとってはマイナスになる。株式においては、小型株と銀行が最も恩恵を受けるだろう。」

関税の引き上げと移民の受け入れ強化（不法滞在移民の強制送還を含む）は負の供給ショックであり、経済成長を阻害し、インフレ率を上昇させ、経済にスタグフレーションの力学をもたらす。具体的には、中国製品への関税を 60%に、その他すべての国の関税を 10~20%引き上げ、さらに 1,300 万人と推定される不法移民のうち 100 万人を強制送還するという政策だ。これらの政策の全面的かつ急激な展開は、経済と市場にとって「衝撃と恐怖」のセラピーとなるだろう。

逆に、トランプ大統領の財政案は、短期的には成長とインフレにプラスとなる。しかし、市場は、米国債務残高の動向の長期的な持続可能性に疑問を投げかける可能性がある。規制緩和はセクターごとに異なる影響となるだろうが、経済全体にとって、どの程度の影響となるかは、変更の範囲と程度に依存するであろう。FRB の独立性が損なわれれば、インフレとの戦いには何の役にも立たない。

アムンディのモデルに関税を加味すると、関税引き上げを主因とする、成長への最初のマイナス・ショックの後、2026 年以降は緩やかな回復が見込まれる。しかし、これは関税の動向次第である。トランプ大統領が関税に対して漸進的なアプローチを採用し、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 年の成長率によりポジティブなるであろう。逆に、早期の急激な関税引き上げは、経済成長を害し、2025 年のインフレ率上昇につながるだろう。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。

米国の関税のアジアへの波及は？

世界経済にとって、最も影響力の高い新大統領の政策は関税である。選挙中に喧伝された関税の規模と範囲は、2018 年と 2019 年に実施されたものよりも大きく、広範囲に及ぶ。貿易相手国からの報復の可能性もあり、貿易戦争 2.0 は貿易戦争 1.0 よりも桁違いのダメージとなる可能性がある。

「関税の影響を最も大きく受けるのは中国だろう。しかし、北京は交渉、為替レートの下落、貿易ルートの変更、景気刺激策を通じて影響を緩和することができる。」

アムンディの分析によれば、全面的な10%の関税は、一触即発の反応を引き起こす危険性があり、すべての人に不利益をもたらす。このような措置は、欧州との経済的・政治的関係を緊張させ、将来の大西洋両岸協力関係を損なう可能性がある。しかし、最悪なのは、中国が60%の関税を課されることになるアジアであろう。アムンディのモデルでは、財政や金融の追加刺激策を考慮しなければ、ピーク時の影響は中国の経済成長率を0.5%ポイントも押し下げる可能性がある。

しかし、**中国には、このショックを和らげるいくつかの方法がある。**第一は交渉であり、この点に関して、北京は2020年初頭におけるトランプとの第一次貿易協定の調印で、一定の成功を収めた。中国の報復関税戦略も、米国が強い依存度を持つ分野（医薬品やレアアース）に傾斜する可能性があり、中国の輸出へのダメージは限定的となる可能性がある。2つ目は、2018-19年に輸出企業の痛みを軽減するために利用された為替レートの引き下げである。貿易ルートの変更が第3の選択肢であり、これは近年、中国企業が規制を回避するのに役立っている。そして最後に、北京は国内刺激策を強化し、輸出部門に相応の支援を実施することができる。したがって、最終的な影響は当初考えられていたよりも小さくなる可能性がある。

中国だけでなく、台湾、韓国、シンガポール、マレーシアなど、アジアの規模が小さく対外的にオープンな経済も、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よる企業投資への負荷といった影響を受けるだろう。一方、ハイテク・セクターは米国の規制緩和政策の恩恵を受けて、マイナスの影響が軽減される可能性がある。**インドとインドネシアの経済規模は大きく、内需主導であるため、より影響を受けにくい。**全体的な影響を評価する際には、**グローバルな貿易ルートとサプライチェーンの変更がメキシコ、インド、東南アジアの国々にどのような利益をもたらすかも考慮しなければならない。**こうした傾向はトランプ2.0の下で強まる可能性がある。

「トランプ大統領が勝利すれば、欧州は防衛協力を強化し、ドラギ・レポートの提案を前進させる可能性がある。」

欧州への影響は？

トランプ大統領の勝利は、欧州の加盟国に防衛上の協力の強化を促し、ドラギ・レポートの提案（「クロスアセット投資戦略 2024年10月ドラギ・レポート：欧州の競争力強化のための行動要請」ご参照）を前進させる可能性がある。ユーロ圏の当面の経済見通しは、特に米国の関税引き上げに対するEUからの報復の可能性を考慮すると、不透明感が増しているように見える。しかし、トランプ大統領の2期目の就任は、間接的には長期での利益をもたらし、通常はショックに反応しやすいこの地域の経済変革を引き起こす可能性がある。貿易ルートを変更することで、関税の影響を緩和できる可能性もある。欧州では、輸出主導のドイツ経済が関税の影響を最も受けるだろう。ドイツでは昨夜、シュルツ首相がリンドナー財務相（FDP）を解任し、社会民主党（SPD）、緑の党、自由民主党（FDP）からなる連立政権が崩壊した。連立政権内の意見の相違は非常に大きく、特に来年の財政政策に関して顕著であった。当面、シュルツ首相はSPDと緑の党からなる、過半数には42議席足りない少数

派政権を率いることになろう。しかし、1 月 15 日に予定されている首相の信任投票が首相にとって好ましい結果となる可能性は極めて低く、早期に選挙を実施することになろう。法律上の期限を考えると、選挙は 3 月末に行われる可能性が高い。これによってドイツの政治的不確実性は高まるだろう。しかし、より安定した連立政権が誕生する可能性もあり、なによりも、債務抑制に関する憲法規定（すなわちドイツの均衡予算修正案）の改正への道が開かれることになる。特に、公共投資と国防費の面で、将来の連立政権はより大きな自由度を持つことになるだろう。次期連立政権は、関税による経済的ダメージを回復計画の実施によって均衡させようとするだろうし、予想される ECB の金利引き下げへの動きは内需を下支えするだろう。

投資家への影響は？




トランプ大統領の政策がインフレに与える影響は債券投資にリスクをもたらし、さらに米国の財政の持続可能性に対する懸念によって増幅される可能性がある。現在の金利は、インフレ見通しの悪化をすでに織り込んでいる。しかし、**政策実施の順序や経済への影響について見通しが立たないため、デュレーションについて明確な判断を下すことは難しい。**とはいえ、FRB のスタンスを踏まえると、緩やかなスティーピングが予想される。**インフレ率の上昇と FRB のタカ派姿勢の強まりに対する市場の予想は、短期的にはドルにとってプラスに働くだろう。**しかし、すでに懸念されている米国の財政状況のさらなる悪化を考慮すると、このような傾向が維持・継続できるかどうかは不透明だ。加えて、関税引き上げによる成長へのマイナス・ショックと世界的な不確実性の高まりが米国経済の重荷となり、景気後退の可能性がさらに高まる可能性がある。そのようなシナリオでは、FRB は積極的な政策緩和を行う可能性があり、ドルにとってマイナスの第 2 次ショックが生じるであろう。注目度が高まっている金などのドル代替コモディティの堅調なパフォーマンスは、投資家が米ドルのリスクをヘッジしていることと合致する可能性がある。

トランプ大統領のシナリオは、株式のさらなるローテーション戦略に有利である。世界を見渡すと、まず、米国は税率引き下げの見通しから恩恵を受ける。トランプ大統領の政策を全体的に評価すると、米国株式市場全体への影響はあまり明確ではないが、特定セクターに与える影響はかなり大きくなる可能性がある。具体的には、規制緩和と税制は銀行や中・小型株に恩恵をもたらし、石油・ガス会社は「ドリル・ベイビー・ドリル」計画による短期的な期待から利益を得る可能性がある。トランプ大統領が、インフレ抑制法の下での再生可能エネルギーや電気自動車への支援を削減することを決定した場合、これらのセクターの銘柄は反落する可能性がある。資本財セクターでは、グローバル・サプライ・チェーン、中国経済、移民労働者へのエクスポージャーが高い銘柄が最も苦戦する可能性があるが、オートメーション・ビジネス関連銘柄は恩恵を受ける可能性がある。

短期的な米ドル高は、関税の影響を受ける新興国市場に対して日本株にとってプラスとなるう。一般的に、内需関連株はより恩恵を受けるだろう。欧州では、米国内で生産している企業が有利になる。新興国市場では、究極のショックアブソーバーとして機能するはずの為替

がバリューチェーンに統合されているアジアが最も大きな打撃を受ける可能性がある。アジアの為替（特に人民元）、株式、貿易への依存度の高い企業のクレジットには注意を要する。

表1：トランプ勝利による個別セクターへの影響

エネルギーと素材 	<p>短期的には「ドリル・ベイビー・ドリル」の論理に連動して石油・ガスにポジティブ。中期的にはまちなち。米国の石油・ガス供給量の増加は価格の下落につながる可能性があり、川上の企業の投資意欲に影響を与えることは難しい。許認可規則の緩和とLNGの「一時停止」が終了は天然ガス会社にとってはプラス材料となる。EV政策はやや後退する可能性。これはガソリン需要には段階的にプラスになるが、リチウムにはマイナスになるだろう。</p>
資本財 	<p>(減税による) リショアリング傾向や移民政策は、国内へのエクスポージャーが高い企業におけるオートメーション化にプラス。建設機械、トラック運輸、移民政策による労働力不足の影響を受ける農業、中国やグローバル・サプライ・チェーンへのエクスポージャーが高い製造業にとってはマイナス（自動車にとってはリスクの可能性あり）。</p>
金融 	<p>特に銀行にとっては、M&Aや減税に有利な規制緩和がプラスに働く。</p>
消費関連 	<p>飲食店にとっては、国内重視の中での減税はプラスに働く。また、川下サプライヤーや消費者向けビジネスに関わるインフラ企業にとってもプラスになる可能性がある。関税によるインフレの影響を受ける消費関連株や、労働力の一部が国外退去に直面する可能性がある住宅・建設業界にとってはマイナス。</p>
ヘルスケア 	<p>ニュートラルからややネガティブ。関税による大きな影響はない（短期的なマージン圧迫の可能性あり）。インフレ抑制法廃止と新基準薬価制度の影響が不透明。</p>
ハイテク、ハードウェア、半導体 	<p>影響はまちなち。関税の影響は減税効果を相殺する可能性がある。対中国ビジネスの縮小。</p>
通信サービス ／インターネット・プラットフォーム 	<p>減税とボーナス減価償却／研究開発控除の復活の可能性、司法省／連邦取引委員会／連邦通信委員会（FCC）のリーダーシップの刷新による好影響。 潜在的な230条改正（不正確な情報を公表した場合の責任）およびTikTok禁止令の撤回（2024年に成立、2025年1月19日施行）によるマイナス。</p>
公益 	<p>インフレ抑制法廃止の可能性によりクリーンエネルギーにマイナス。</p>
不動産 	<p>大きな影響はない。資産の減価償却年数を変更することで、わずかな刺激を与える可能性はあるが、大きな提案はない。</p>

出典：アムンディ、2024年11月6日現在。

AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

In an increasingly complex and changing world, investors have expressed a critical need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios. Situated at the heart of the global investment process, the Amundi Institute's objective is to provide thought leadership, strengthen the advice, training and daily dialogue on these subjects across all assets for all its clients – distributors, institutions and corporates. The Amundi Institute brings together Amundi's research, market strategy, investment insights and asset allocation advisory activities. Its aim is to project the views and investment recommendations of Amundi.

Discover Amundi Investment Insights at www.amundi.com



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 disseminated 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.

Chief editors

Monica DEFEND

Head of Amundi Institute

Vincent MORTIER

Group Chief Investment Officer

Editors

Claudia BERTINO

Head of Investment Insights and Publishing

Laura FIOROT

Head of Investment Insights and Client Division

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、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弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本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。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、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。

本資料は、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。

本資料に記載されている内容は、全て本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。

本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、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号：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

4011778