
CARON'S CORNER

スクリプト要約

マルチアセット運用を担当するポートフォリオ・ソリューションズ・グループの市場に対する見方を紹介するものであり、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての見解ではありません。

2024年11月12日

トランプ 2.0：懸念されるリスクおよび今後のポートフォリオについて考察

- 米国大統領選挙の結果が判明したことにより、「**既知の未知**」の**多くが既知**となった。そのため、不確実性のピークは過ぎ、株式市場のボラティリティは低下している。
- **しかし、「既知の未知」はまだ多数残っており**、現在の焦点はより大きな問題である財政政策へと移ってきている。懸念されるリスクは何だろうか？ これまでに、「トランプ 1.0」、バイデン政権、そして新型コロナに関する財政出動（2025 年末までに終了予定）により、2.5 兆ドルが支出されてきた。
- このまま何もしなければ、予算が 2.5 兆ドル減り、**財政は大幅に引き締められることになる**。それは市場にネガティブに働くだろう。
- おそらく、今後 14 カ月間において市場の主なテーマとなるのは、予算、財政政策、税制、関税、歳出削減、財源だろう。
- 財政政策や金融政策に関する議論が過熱するにつれ、市場に影響が及ぶのは間違いない。
- 詳しく検討していこう。

金融政策に関する考察

-
- 「トランプ 2.0」での関税引き上げや、財政赤字の増加につながりかねない財政拡大については、さまざまに議論されてきた。しかし、まだいずれの政策も立法化されてはいない。FRB はそれについて憶測することはなく、利下げの方針を変えることもないだろう。
 - **FRB は政策金利を 4%まで引き下げること**を目標としていると考えられるため、FRB はその達成時期について再評価することになるだろう。
 - ここで、政策金利の「緩和」ではなく「引き下げ」と言ったことに留意していただきたい。先週の FOMC 後に行われた記者会見で判明したとおり、FRB は政策金利がまだ制約的な領域にあると考えている。
 - したがって、FRB は推定される「中立」政策金利に達するまで利下げすることになる。FRB が中立政策金利からさらに利下げすれば、緩和のプロセスが始まる。**この微妙な違いは重要である。**
 - 問題は、正確な中立金利が特定されておらず、リアルタイムに推定する必要があることだ。当運用チームは現在の中立金利は、4%に近い水準か、それより少し低い水準だと考えている。そのため、当運用チームは FRB が政策金利を 4%まで引き下げること
 - **これは債券市場にとって何を意味するのか？** 実質的には、FRB が政策スタンスを変えない限り、10 年債利回りが 4.50%以上に上昇するのは難しくなるだろう。これは債券にとって大きな支えとなる。また、ソフトランディングを実現できる限り、クレジットスプレッドにとっても支えとなる。
 - **株式にとっての意味は何か？** やはり、大きな支えとなるだろう。米国株の PER は約 22 倍（または少なくとも 20 倍以上）という割高に見える水準だが、その水準を維持しやすくなるはずだ。
 - しかし、注目すべきは金融政策だけではない。財政政策はどうだろうか？

財政政策は不確実性が非常に高い

- トランプ 2.0 が財政赤字の増大につながるという懸念は強い。財政赤字は最終的にインフレを誘発し、債券利回りの上昇につながる可能性がある。これが市場の懸念しているリスクであり、トランプ氏が大統領選に勝利した後に債券利回りが上昇した理由である。

-
- このリスクを理解するには、実現の可能性がどの程度なのかを検討する必要がある。トランプ氏が大統領選に勝利し、共和党が上院で（おそらく下院でも）多数派となり、総得票数もハリス氏を上回った。**しかし、当運用チームは、トランプ氏が十分な主導権を持たず、財政拡大策も思い通りには立法化できない可能性があると考えている。**
 - なぜなら、財政赤字は GDP の 7% 近くに達しており、すでに非常に高い水準だからである。トランプ氏がインフレ鈍化を目指すならば、財政赤字の大幅な拡大は目標達成への強い逆風となる。さらに、共和党の多くのメンバーは自らを財政タカ派と評している。**まだ議席差が非常に小さいため、トランプ氏が議会で十分な支持を得て、思い通りに減税や歳出拡大を行えるかは不透明である。**
 - しかし、そのような状況だからといって、トランプ氏が自身にとって重要な分野への支出を試みなくなるわけではない。トランプ 1.0 と今回との違いは、**他の分野における支出や歳出も同時に減らす必要がある**という点だ。もちろん、予算策定は難しい問題であり、10 年間にわたって議会予算局（CBO）によって採点される。
 - 株式市場の観点からは、トランプ氏が支出を増やす分野だけでなく、どの予算を削減するのも考慮する必要がある。これは市場全体において**セクターごとに影響を与えるだろう。**
 - 特定の景気循環的セクターやファクターが恩恵を受ける可能性がある（素材、資本財、エネルギーなど）。また、中型株や S&P 500 均等加重指数も恩恵を受けるかもしれない。市場のベータを象徴してきたテクノロジーセクターについては、見通しが不透明である。
 - 言い換えれば、株式の PER を考える際に、**株価（P）よりも収益（E）に注目する必要があるだろう。**これはサイクル後期に共通している動きであり、投資家は考慮すべきである。
 - 以上から、リターンのベータ源泉は、アルファ源泉よりも質が低い可能性がある。つまり、基本的には、2025 年におけるテクノロジーセクター（ベータやモメンタムの象徴）は、リターンへの寄与が少なくなる可能性がある。

大統領選挙後のポートフォリオのポジション修正について、当運用チームがどのように考えているかを示した。**グロース株とバリュー株、大型株と小型株などの境界線は**

あいまいになり、市場を単純に分けて考えるのは難しくなるだろう。利益成長が正しく織り込まれていない銘柄や、どこからどこへローテーションする可能性があるかについて見極める必要がある。これは、市場パフォーマンスの源泉について、当運用チームの考え方が変化していることを意味する。

最後に、**考慮すべきもう一つのサプライズファクターがある。**米国で 2025 年に多数の予算計画が策定されることに伴い、多くの財政規律が制定される可能性がある点だ。米国が制定を望んでいるわけではなく、制定せざるを得ない状況になっている。しかし、このような予算の再配分や支出の変更は、インフレを伴わない堅調な経済成長につながるのだろうか？ 計画では、つながると考えられている。それが実現した場合、株式はさらに大きく上昇する可能性があるが、実現しなければ逆の結果になるだろう。

以上が、トランプ 2.0 時代におけるポートフォリオのポジショニングについて、当運用チームが判断材料としている項目である。

当資料の複製、公衆への提示・引用および販売用資料への利用はご遠慮ください。添付資料はモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが海外で作成した音声メッセージの内容の要約（以下、原書）を邦訳したものです。邦訳に際してその解釈や表現に細心の注意を払っておりますが、邦訳による解釈や表現の違いが生じる場合は英文が優先し、当社は一切の責任を負いません。当資料に含まれる情報等の著作権その他のあらゆる知的財産権は当社に帰属します。当社からの事前の書面による承諾なしに、当該情報を商業目的に利用することを禁止します。

当資料の予想や見解は、必ずしもモルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントの会社としての予想や見解ではありません。また予想や見解が実際に実現するとは限らず、将来のパフォーマンスを示唆するものではないことにご留意ください。当資料の情報はモルガン・スタンレーの金融商品にかかわるものではなく、また商品を推奨するものでもありません。当資料で表明された見解は原書執筆時点の筆者の見解であり、市場や経済、その他の状況による変化を免れません。

これらの見解は推奨意見ではなく、広範な経済テーマの説明としてご理解ください。

当資料は情報提供のみを目的としたものであり、金融商品取引法、投資信託及び投資法人に関する法律に基づく開示資料ではありません。また、商品の売買の助言もしくは勧誘または当社が提供するサービスに関する勧誘を意図するものではありません。当資料に含まれる情報は信頼できる公開情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。当資料で表示している過去の実績は、必ずしも将来の結果を保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り原書執筆時点現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り原書執筆時点の見解を示すものです。当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性があります。

当社およびモルガン・スタンレーは、当資料に含まれる情報を利用し、信頼しまたは利用できなかったことに起因する一切の直接および間接の損害に対する責任を負いません。

モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメント株式会社

www.morganstanley.com/im/jp

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 410 号

加入協会：日本証券業協会、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

CRC 5460322, Exp. 11/12/2025