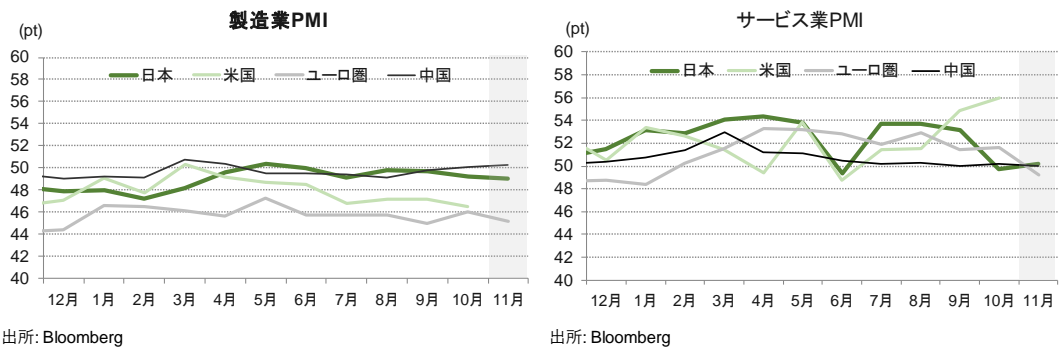




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、国やセクターによりまちまちの動きが目立ち始めている。製造業はグローバルにスローダウンでサービス業は米国だけが堅調ながら、国・地域別には欧州の落ち込みが目立つほか、中国の不振も続いている。米国は10月以降の底堅いマクロ経済指標に加え「トリプル・レッド」実現による今後のマクロ経済回復期待も強い。日本は賃金上昇による個人消費の底堅さに加え、足もとまでに観測されている消費者物価指数も概ね堅調であり、日銀が追加利上げに踏み切るタイミングは近いとみる。金融市場はいわゆる「トランプ・トレード」の様相を呈したが、11月下旬に向けてその動きが剥落する場面もみられた。
- **注目材料:** 10月以降、金融市場は「トリプル・レッド」を強く織り込み「トランプ・トレード」、すなわち米金利上昇・米ドル高・米株高傾向が強まった。一方、11月中旬以降はそのトレンドに変化が生じているように見える。17年～21年の前回のトランプ政権時を確認すると、必ずしも米ドル高・米金利上昇がトレンド化したわけではない(株高は継続)。25年1月に発足するトランプ新政権下でも、議会共和党には穏健派やトランプ反対派が存在するほか、移民政策や関税など賛否が分かれる政策も多い。減税や規制緩和は共和党穏健派にも「やさしい」政策だが、それ以外の政策が円滑に実行されるかは未知数である。結論として、「トランプ・トレード」の賞味期限は短く、今後各種相場は24年10月初旬程度までの戻りを試すことになろう。その後の金融市場は、米国マクロ経済やインフレ率を背景に、FRBがどこまで利下げできるかを焦点にすることになろう。

1. マクロ経済展望 ～ 製造業とユーロ圏のスローダウンが顕著に

グローバル・マクロ経済は、国やセクターによりまちまちの動きが目立ち始めている。製造業はグローバルにスローダウンでサービス業は米国だけが堅調ながら、国・地域別には欧州の落ち込みが目立ち始めており留意を要する。



米国は、7～8月にかけて雇用悪化懸念が強まる局面もあったが、9月以降は再び堅調なマクロ経済指標が見られるようになった。特に個人消費が底堅く、7-9月期の実質GDP成長率(一次速報値)は前期比年率+2.8%と前期(同+3.0%)から減速したものの、2%前後とみられる潜在成長率を上回る堅調な結果となった。一方、企業活動は製造業が軟調気味である反面、サービス業は回復基調にある。軟調な製造業の背景には自動車業界の低迷があり、新車販売に関するインセンティブ(値引き)の増加に表れているとおり販売環境不振が今後の生産・受注に悪影響を与えつつある(その代表例が日産自動車)。10月の非農業部門雇用者数は前月比+1.2万人と急失速したが、2つのハリケーンおよび大手航空機メーカーのストライキの影響が大きいとみられ、金融市場では材料視されなかった。むしろ失業率が同4.1%、時間当たり平均賃金(民間部門)は同+4.0%と堅調なため、雇用環境の底堅さが意識された。また、10月の消費者物価指数は総合指数が前年比+2.6%(9月は同+2.4%)と伸びが加速したほか、食品とエネルギーを除いたコア指数は同+3.3%と

前月比ほぼ横ばいながら底堅い結果となった。上記のような堅調なマクロ経済統計に加え、米大統領選および議会議員選挙の結果、いわゆる「トリプル・レッド」(大統領、上下院の過半数をすべて共和党が獲得すること)となったことで、米国経済の今後に対する強気な見方が一層強まったが、「トリプル・レッド」が米国経済をさらに強くさせるか否かは不透明である(詳細は後段に譲る)。

日本は、7-9月の実質 GDP 成長率が前期比+0.2% (同年率+0.9%) と小幅プラス成長となった。賃金上昇や定額減税等もあり個人消費が前期比+0.9%と大幅増加となったが、設備投資は同▲0.2%と小幅ながら減少した。10月のCPI(日銀版コア(除く生鮮食品・エネルギー))は前年同月比+2.3% (9月は同+2.1%)になるなど底堅く推移しているほか、名目賃金上昇率(共通事業所ベース)も前年比+3%近い上昇となっていることから、日銀は引き続き利上げタイミングを模索する状況にある。

欧州は、ドイツ・フランスなどの主要国を中心に景況感は悪化基調にある。11月のユーロ圏総合 PMI(速報値)は48.1に大幅低下となった。製造業の不調に加えサービス業の減速もみられている。中国向け自動車輸出の減少や、ロシア・ウクライナ戦争を主因としたエネルギー価格の高止まり、そして足もとでは政治情勢不安(主にフランス)も経済活動に悪影響を与えている可能性がある。10月のユーロ圏消費者物価は前年比+2.0% (9月は同+1.7%)に加速したが、エネルギー支援策の反動が要因であり、基調的なインフレ率は鈍化基調にある。ECBは景況感悪化を重視しているとみられ、12月の理事会で連続利下げを実施するとみている。

中国は、9月下旬に一連の景気刺激策を発表し、その後株価上昇や不動産販売が小幅に改善するなど一定の動きにつながったが、景況感は引き続き冴えない。また、米大統領選の結果を受け、米国の対中政策が一層強化されるとの見方が根強く、今後のマクロ経済見通しにも不透明感が残っている。中国経済が抱える構造的な問題、すなわち経済成長率鈍化に伴う供給過剰と不動産価格の調整圧力に対し、供給削減、および主要経済主体(銀行等)のバランスシートから不動産リスクを切り離すこと(≒不良債権処理)を加速させない限り、財政拡張策や金融緩和はいずれも弥縫策に終わる可能性が高い(日本の90年代が参考になる)。マクロ経済のトレンドを変化させるような抜本的な対策が出されるかに、引き続き注目したい。

以上のように、セクターに加え国・地域によって景況感はまちまちで、セクターでは製造業、国・地域では従来の中国に加え欧州の不振が目立ち始めている。米国でトランプ氏が大統領に返り咲くことになり、すでに中国、メキシコおよびカナダへの関税強化に言及するなど、通商・貿易を経由して米国を含む世界の製造業に負の影響を与える可能性がある。関税交渉は相手国との駆け引きが重視されるため、関税導入の有無は現時点では不明であるが、少なくとも中国に対しては強硬姿勢を貫く可能性が高く、製造業を中心にその影響を注視する必要がある。

2. 主要資産市場動向

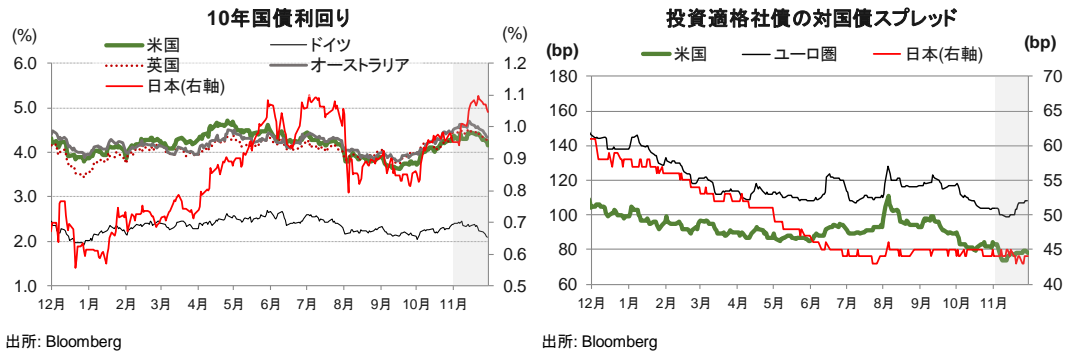
① 債券市場 ~ トランプ・トレード vs. マクロ経済への警戒感

11月の債券市場は、債券利回りの上下動が激しい展開になった。米大統領選・議会議員選結果を織り込んだ動きに対し、欧州を中心にマクロ経済への警戒感も根強かった。

11月中旬までは米大統領選でトランプ氏が勝利するとともに上下院とも共和党が過半数を確保したことで、「トランプ・トレード」と称される米ドル高・米金利高・米株高の様相を呈し、それにつられるようにドイツ以外の主要国の長期金利も上昇基調となった。一方、マクロ経済の不振が続くドイツの長期金利は月初から下落に転じたほか、月央以降は米国の長期金利低下に伴い日本を含む主要国長期金利が低下に転じた。なお、欧州ではドイツ・フランス両国の政治情勢、とりわけフランスへの懸念の高まりを背景にフランス国債

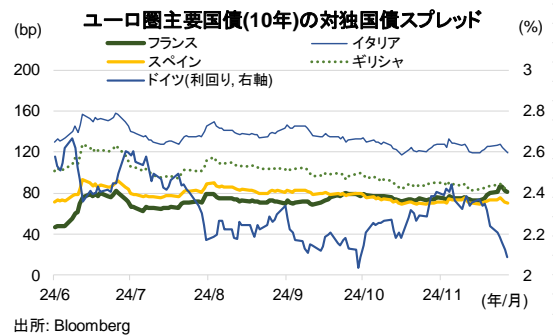
売りが続き、フランス国債の対ドイツ国債スプレッドが急拡大した（ただしフランス国債の最終利回りは低下）。

クレジット市場は、底堅いマクロ経済、好調な企業業績、そして安定的な金融システムを背景に、社債の対国債スプレッドはタイトな水準で推移した。米国は投資適格クラス・ハイイールドクラスともに過去最低水準までスプレッドがタイト化した。半面、欧州は前述の政治情勢不安（≒財政拡張によるソブリン格下げ懸念）に加えマクロ経済の不振（民間発行体に対する信用力低下圧力）もあり、社債の対国債スプレッドはワイド化した。



米国は、底堅いマクロ経済指標が続くなか、米大統領選および議会議員選で「トリプル・レッド」が実現したことで「トランプ・トレード」が続いた。ただし、月央以降は「トランプ・トレード」に対する過度な期待の剥落や日銀の早期利上げ期待もみられ、米ドル安・長期金利低下に転じた。詳細は後述するが、「トランプ・トレード」を織り込んだ長期金利上昇は長続きせず、今後は再びマクロ経済環境、インフレ率、そしてFRBの利下げペースに市場の関心が移っていくとみている。そして、市場の関心が「トランプ・トレード」から離れるほど、長期金利は一旦落ち着きを見せると考えている。

欧州は、製造業（特に自動車産業）の低迷、およびエネルギー価格の高止まりや安定供給に対する懸念などを背景に、ドイツを中心に主要国経済の低迷が続いている。また、欧州全体の右傾化傾向が続くなか、フランス議会の混乱に拍車がかかっており、今後の財政赤字拡大とソブリン格下げ懸念を主因にフランス国債の対ドイツ国債スプレッドの拡大もみられた。フランス国債の対ドイツ国債スプレッドは、ソブリン格付けでフランス国債よりも下にあるスペイン国債の同スプレッドを上回る水準にワイド化しており、ギリシャ国債と概ね同水準（81-82bp程度）にある。



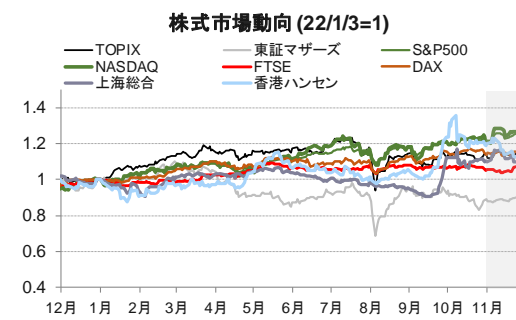
日本の長期金利は、米長期金利の上昇に伴い月央までは上昇したが、その後は「トランプ・トレード」の剥落に加え、日銀による追加利上げが早期（24年12月か25年1月）に実施されるとの見方も強くなり、米ドル円が下落に転じるとともに低下に転じた。債券市場では、今後も日銀が利上げを続けるとの見方が優勢だが、依然として2%の物価安定目標は達成されていないとの意見が根強い。この限りにおいて、今後1-2回程度の利上げが視座されるとしても、長期・超長期金利の上昇にも限界がある。11月に見られた日銀利上げ期待の上昇と長期金利の安定化は、このような債券市場の思惑を反映したものとみている。

当面の債券市場の注目材料は、日米の金融政策、および欧州情勢（政治・マクロ双方）になろう。「トランプ・トレード」が織り込んできた米ドル高・米長期金利上昇は長続きしないともみているが、トランプ氏が繰り出す政策は予想が難しく、また前例の無いことも少な

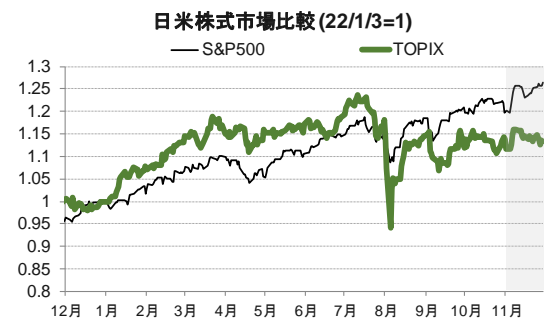
くないため、市場はどうしても過剰反応しがちになる。欧州は特にフランスの政情不安が注目されがちだが、同様の問題はドイツも抱えており、中長期的な視点からの財政拡張は避けられそうになく、それがソブリン格付けをさらに下げていく可能性が残る。ドイツ国債は依然として「安全資産」とみなされているが、製造業の不振が長期化すれば、ドイツ・ソブリンの格下げを通じて、ユーロ圏国債市場の混乱材料になる可能性も残る。債券市場のボラティリティは高い状態が続くとみている。

② 株式市場 ~ 金利上昇で上値の重い展開に

11月の株式市場は、10月以降の米国マクロ経済に対する楽観的な見方に加え、いわゆる「トリプル・レッド」の様相を呈するなか米国市場の上昇が続いた。一方、その他の国は米国の関税政策への警戒感、マクロ経済や政治情勢、そして中銀の金融政策によってまちまちな動きとなった。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

米国市場は、特に月前半に、トランプ氏の米大統領再選により法人減税や規制緩和（特に金融規制や仮想通貨など）への期待が高まり、金融セクターなどの値高株が相場をけん引する形で急上昇した。一方、月央以降は「トランプ・トレード」の揺戻しのほか、トランプ氏が繰り出す関税政策に対する警戒も台頭し、まちまちな動きになった。MAG7もNVIDIAの8-10月期決算が市場予想を上回ったにも関わらず、ボラティリティの高い動きになった。

欧州市場は、中銀による利下げ期待の一方で、マクロ経済や政治情勢の混乱が重石になり、方向感のない動きに終始した。マクロ経済や企業業績の不振は既にある程度市場に織り込まれていることから、それ自体が株価の下押し材料にはならなかったが、政治情勢不安や利下げ期待にも関わらず将来見通しが改善しないことから、11月を通じて市場センチメントは改善しなかった。また、足もとまでヘッドラインにならなかったものの、今後の米国の欧州に対する関税・通関政策も不透明である。

日本市場は、米大統領選直後は米株につられるように上昇したが、その後は円安局面でも値を伸ばせず月末に向けて円高とともに下落基調となった。7-9月期企業業績は総じて悪くなかったが、日本市場は輸出製造業比率が高く、特に自動車および自動車関連産業のブレゼンスが高いことから、米国の関税政策、米国の自動車市場の変調（インセンティブ支払額の増加など）などがインデックス全体の重石にもなった。

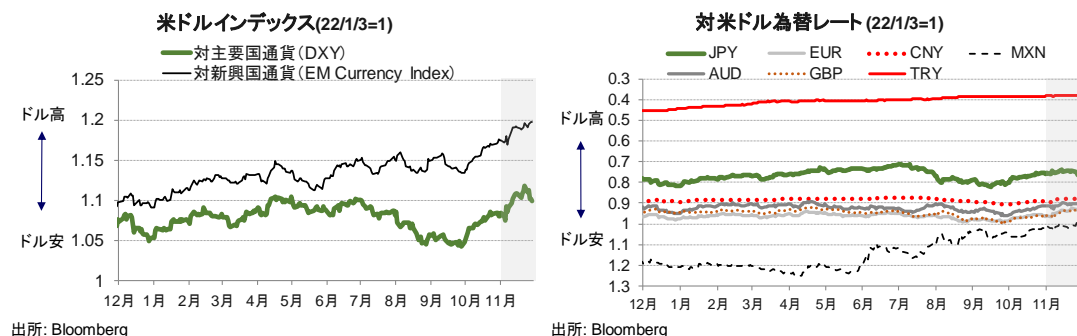
中国市場は、9月末に政府が発表した一連の刺激策に反応して株価上昇となったのち、10月以降は一進一退（香港市場は下落基調）に転じている。政策の有効性に対する市場の意見は依然として割れているほか、米国が対中関税を強化する可能性が高いことも、冴えない市場センチメントの背景にある。

当面の株式市場の注目材料は、FRBの利下げペース、世界的な製造業の不振、および米国の関税政策にシフトしよう。FRBは今後も利下げを継続するとみているが利下げペースが鈍化することは、株式市場にとって必ずしも良い材料にはならないだろう（堅調な景気よりも高金利によるリスクオフに警戒すべき）。すでに自動車業界の変調を主因にした世界的

な製造業の不振が目立ち始めているが、このような状況下、米国が関税導入に走ることは、製造業のセンチメントをさらに悪化させる可能性があり留意を要する。減税や規制緩和期待が根強い米国が、他国をアウトパフォームする状態が続く可能性が高い。

③ 為替市場～ 米ドル独歩高の継続!?

11月の為替市場は、米ドル独歩高の様相を呈した。その背景には、いわゆる「トランプ・トレード」があるが、10月下旬には対主要国通貨でそのトレンドの一部が剥落する動きもみられた。



米ドル円相場は、10月以降の強い米ドル高基調が続き、一時156円台まで上昇する場面もあったが、月末にかけて急激な巻き戻しとなり11月末は149円後半で着地した。10月以降の米ドル高は「トランプ・トレード」を背景にしているほか、日本の政治情勢（自公連立が少数与党になったことなど）も微妙に影響しているかもしれない。キャスティング・ボートを握る国民民主党が日銀の利上げを疑問視しており、日銀の利上げを先送りさせるのではないかとの思惑も見られた。ただし、再び150円台半ばまで進んだ米ドル円は、多くの政治家にとって許容できる水準ではない可能性が高く（換言すれば、円安が再びコストプッシュ・インフレを招くのではないかとの懸念）、政治情勢が日銀の利上げの足を縛る可能性は低いとみている。事実、11月下旬にかけて債券市場では再び日銀の早期利上げが意識される展開になり、月末に向けた急激な円高を演出した可能性がある。

また、10月は米ドルの対新興国通貨での強さも目立った。背景には主要新興国独自の材料も見られたが、大きな影響を与えたのは、トランプ氏の関税政策への懸念であろう。特にメキシコペソや中国元はトランプ大統領が当選した直後から対米ドルで下落基調になった。

当面の為替市場の注目材料は、トランプ氏の政策（特に関税）、および日米金融政策になる。トランプ氏の政策のうち、特に為替市場に影響しそうなのが関税政策であるが、関税政策は相手国との交渉次第という不透明要素もあり、事前に予想することが難しい。（詳細は後述するが）17年～21年の前回のトランプ政権時にメキシコ等への関税導入を主張したが、結局関税導入は見送られた。関税は、産業や国のマクロ経済に与える影響にも配慮しなければならず、貿易取引の多い国ほど実際は関税を導入することは難しいという側面もある。関税に関するヘッドラインが市場に影響する状態は続くだろうが、一方向に相場が動く可能性も低いとみている。日米金融政策についても、足もとで市場の意見は分かれている。日本は11月末に向けて早期利上げが織り込まれる展開になったが、これ自体はサプライズではなく、今後重要になるのは「利上げのゴール」である。市場は今後の利上げ回数（1回=25bp）として2～3回程度は織り込んでいるため、実際の利上げがその織り込み回数以上かで為替市場に与える影響も異なるだろう。また、FRBの利下げペースや利下げのゴールに対する市場の見方も割れているが、筆者は25年に向けて緩やかな利下げが続き、26年に向けてFF金利は3.5%を下回る水準まで低下するとみている。

3. 注目材料: 「トランプ・トレード」の限界と賞味期限

24年の米大統領選および米議会選挙は、大統領および上下院の過半数をいずれも共和党が獲得する「トリプル・レッド」で決着した。10月以降、金融市場は「トリプル・レッド」を強く織り込み「トランプ・トレード」、すなわち米金利上昇・米ドル高・米株高傾向が強まった。一方、11月中旬以降はそのトレンドに変化が生じているように見える。10月以降市場が織り込んだ「トランプ・トレード」はそもそも正しいのか、「トランプ・トレード」は時限的なのかを考える。

「トランプ・トレード」と称される米金利上昇・米ドル高・米株高は、「トリプル・レッド」が実現する場合、財政拡張的な政策、国内経済重視、そして移民政策や関税導入がもたらすインフレの結果、強い米国経済とインフレが共存するような世界をイメージしているのだろう。一方、結論を先に述べれば、「トランプ・トレード」が意識するような経済・金融市場環境が実現する可能性は必ずしも高くないとみている。

これを説明するために、まずは前回のトランプ政権時代（17年1月～21年1月。以下、トランプ 1.0）を振り返る。16年11月の大統領選直後から米金利・米ドル・米株はいずれも急激な上昇となったが、トランプ 1.0 がスタートした 17年1月以降は異なった動きになった。米ドルは、17年1月以降は必ずしも米ドル高が続いたわけではなく、特に米ドル円については 16年末が高値となりその後米ドル安・円高基調となった。米金利は、15年12月から始まったFRBによる利上げの影響を受け、米長期金利は上昇基調となったが、18年央以降は急速に低下した。当時のFRBによる利上げは、必ずしもインフレ懸念が強かったわけではなく、リーマンショック後のディスインフレ懸念がようやく解消されつつなかで、金融政策を中立に戻すことに主眼が置かれていた（名目中立金利（当時は2.5%と想定されていた）まで政策金利を引き上げること）。実際、インフレ率（コアPCEデフレーター）の上昇は限定的で、必ずしもインフレ懸念が強かったわけではない。そして、18年8月に導入された対中関税（すべての中国からの輸入品に対し20%の関税が導入された）により、中国経済に対する懸念が台頭し、金融市場は強いリスクオフに見舞われ、長期金利および株価は急低下となった。関税導入により米国の実効関税率は上昇したが、当該上昇分を企業は価格転嫁できず、結果的に、関税導入によりコアPCEデフレーターは19年に向けて減速した。ただし、株価（S&P500）は18年後半に20%を越える下落を経験したものの、FRBが利下げに転じるとの見方が強まった18年12月以降は上昇に転じ、コロナ禍直前の19年12月までは上昇基調となった。このように、トランプ 1.0 では株価は基調的に上昇したが、金利および米ドルは必ずしも上昇基調になったとは言えない。

では、なぜトランプ 1.0 ではインフレ率がさほど上がらずFRBの利上げも名目中立金利以上にならなかったのか。無論、18年8月以降の対中関税強化がリスクオフを誘ったことも重要だが、トランプ 1.0 の前半（18年の中間選挙後、下院は民主党が過半数を占め「ねじれ」状態になった）でも、インフレ率が安定的だったことに注目したい。市場では、17年当時はディスインフレ懸念が残っていたとの解釈もされているが、17年以降は原油価格の上昇に合われているように、世界経済が本格的に回復する局面にあり、的を射ていない。

トランプ 1.0 の前半（17～18年）で注目したいのは、米上院における共和党穏健派の動きである。当時の共和党上院の院内総務はミッチ・マコネル氏であるが、共和党内でも穏健派の重鎮として知られ、トランプ氏の政策に対して批判的な人物の一人であった。院内総務の大きな権限のもと、共和党穏健派により財政拡張的な政策が否定されたことは見逃せない。メキシコとの国境沿いに壁を建設する予算や、大規模なインフラ投資予算などが代表例である。当時、大規模な法人減税に伴い財政赤字が拡大気味だったことで、政府支出を抑制気味にしたいとの共和党穏健派の意見は根強く、結果としてトランプ氏の財政拡張的な政策の多くは実現しなかった。

また、共和党穏健派には自由貿易を擁護する意見も根強い。中国に対する強硬姿勢を支持

する議員は多いが、メキシコやカナダなど、かつては北米自由貿易協定（NAFTA）のもとで自由貿易を続けてきた親密国に対する関税導入には根強い反発もあった。実際、メキシコ・カナダについては、NAFTA 解消の一方で、米国内での部品調達比率を高める等の条件のもとで、引き続き関税ゼロが続けられている（アメリカ・メキシコ・カナダ協定）。

次期トランプ政権（トランプ 2.0）に向けても、いくつか注目すべき動きがみられている。前述のマコネル氏は 24 年 11 月に共和党上院院内総務を引退したが（上院の任期は 26 年まで）、その後行われた院内総務選挙では穏健派で長年マコネル氏の右腕として支えてきたジョン・スーン氏が選任された。イーロン・マスク氏が推す（事実上トランプ氏の支援を受けている）リック・スコット氏に大差をつけた当選だった。スーン氏は自由貿易擁護派として知られるほか、過去にはトランプ氏に反発した場面もあった。スーン氏は院内総務選出後、トランプ氏との関係構築を図っている模様だが、トランプ氏が繰り出す政策が簡単に通過しない可能性を示す材料の一つになろう。例えば、トランプ氏によって次期司法長官に指名されていたゲーツ氏は、未成年女性への買春や薬物使用容疑で下院の調査を受けており、司法長官の就任に必要な上院での承認が難航する可能性があることを理由に、指名を辞退した。トランプ氏は、大統領選直後には政府高官の上院での承認プロセスを否定するような発言もしていたが、上院での承認プロセスを尊重すると共に、自らと同意しない勢力の存在を強く意識している可能性を示唆する事案であろう。実際、ゲーツ氏辞任以降の政府高官人事は、共和党上院が反対しそうな人物の指名は見かけない。その代表例の一つが、財務長官候補となったスコット・ベッセント氏であろう（財政緊縮、政府予算削減などを持論としており、共和党穏健派との相性は良い）。スーン氏やマコネル氏に加え、マカウスキ氏など、上院・共和党には穏健派が無視できない程度に在籍しており、トランプ 1.0 と同様に、共和党らしくない政策（極端な財政拡張策、移民政策、関税協定締結など）は議会を通らない可能性があることを認識すべきであろう。

米国のマクロ経済も必ずしも盤石ではない。今般の米大統領選の争点は「インフレ」だったことは、民主党候補のハリス氏の敗退にも表れているが、最近の自動車販売におけるインセンティブ（値引き）の増加や、マクドナルドなどの外食産業における値引き販売などをみると、米国の個人消費者が足もとの高騰した価格に満足していないことがうかがえる。このような状況下、厳しい関税措置を導入すれば、製造業に与える負の影響は一層大きくなる。

金融市場は「トリプル・レッド」は「トランプ氏が自由に振る舞える状態」と解釈したようだが、実際は政策実行には多くのハードルがあり、特に高いハードルの一つに身内（共和党の議員）の反発があることを忘れてはならない。結論として、「トランプ・トレード」の賞味期限は短く、今後各種相場は 24 年 10 月初旬程度までの戻りを試すことになる。その後の金融市場は、米国マクロ経済やインフレ率を背景に、FRB がどこまで利下げできるかを焦点にすることになる。

（了）

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

本資料は金融専門業者に外部委託して作成しております。内容は執筆者の個人的見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

有価証券等の取引には、リスクが伴います。投資についての最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。当社は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。

記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。

上田八木短資株式会社

登録金融機関 近畿財務局長（登金）第 243 号

東京本社 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 1 丁目 2 番 3 号 tel : 03-3270-1711
（代表）

大阪本社 〒541-0043 大阪府大阪市中央区高麗橋 2 丁目 4 番 2 号 tel : 06-6202-5551
（代表）

加入協会 日本証券業協会