
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。

2025年1月28日

第2次トランプ政権の注目点：財政緩和、経済成長、低インフレ

- 注目すべきは金融政策だけではない。各国の中央銀行は、金融政策を決定するために経済成長やインフレを予測するにあたり、フィスカルドミナンス（財政優越）も考慮する必要がある。
- トランプ大統領は、米国の財政赤字を解決するために、また中国政府による多くの成長刺激策に対抗するために、大規模な財政措置を実施しようとしている。
- この財政政策において重要な点は、**関税の賦課とそれがインフレに及ぼす影響**である。
- 今週と来週には各国で金融政策決定会合が開催される。FRBは金利を据え置くことが予想され、ECBは利下げすると予想されている。BoEについては、市場コンセンサスは利下げとなっているが、利下げしない可能性も十分にある。
- おそらく、**各中央銀行が何をするかよりも、どのような発言が出るかの方が重要だろう**。なぜなら、フィスカルドミナンス状態のなか、各中央銀行は今後の政策について予測し、ヒントを示すからである。これに対して、市場は反応するだろう。
- 問題は、各中央銀行が（そしてその後で市場が）正しく行動できるかである。
- 詳しく検討していこう。

シンプルな計画：成長を促進し、財政赤字を削減

- 当運用チームは、トランプ大統領の経済計画について、市場がすべて認識できているとは考えていない。また、矛盾点があることも完全には認識されていないだろう。
- 計画はシンプルで、成長を促進し、財政赤字を削減するという内容である。その方法として、成長を促進する緩和的財政政策（減税、規制緩和など）を実行すると同時に、インフレ率を低く抑える。
- それはシンプルに聞こえるが、**緩和政策、高成長、低インフレをすべて実現できることは稀である**。通常は実現できたとしても 3 つのうち 2 つであり、3 つすべてが同時に成立することはない。
- しかし、トランプ大統領の見方は異なっており、**過剰な政府支出がインフレの主因**であるという関係性を重視している。トランプ大統領はそのような考えに基づき、政府支出を削減して緩和的財政政策を相殺し、インフレを抑制しようとしているようだ。
- しかし、政府支出の削減が経済成長に悪影響を及ぼすことはないだろうか？ おそらく、それはないだろう。なぜなら、政府支出が削減されても、**規制緩和が実施**されれば、民間セクターはより生産性の高い方法で成長できるからだ。すなわち、経済成長と低インフレを両立できることになる。
- その点は問題ないとしても、法人減税によって財政赤字が増えるのではないか？ 減税のコストが中国への関税によって補われるしたら、**おそらく財政赤字は増えないだろう**。
- この計画が成功するかどうかについて、確かなことは言えない。しかし、投資環境の正確な把握につながるため、**計画を理解することは有益である**。

次々に展開していくストーリー

- 上記の点を念頭に置くと、トランプ大統領の経済計画については、次々に展開していくストーリーとして理解するのが最善だろう。おそらく何度もどんでん返しがあるだろう。
- 計画が多少でもうまくいった場合**、株価は全く割高とは見なされなくなり、上昇余地が大きくなるだろう。

-
- 今後の株価については**予断を持たない方が良いだろう**。株価が上昇して極端に割高となったように見えても、実際には全く割高ではない可能性もあるからだ。
 - 逆のシナリオ**としては、計画が失敗し、インフレ率上昇や経済成長の停滞が発生することが考えられる。この場合、高いバリュエーションは維持できなくなるだろう。なお、これはアップサイドよりも特定するのが容易だろう。

当運用チームのポジショニング

- これまでのところ、ストーリーは良い方向に展開している。**当運用チームは、トランプ大統領就任前の1月半ばに株式エクスポートを増やした。今後も戦術的に増やし続ける可能性はある。
- 当運用チームがこれまでアンダーウェイトしており、最小限しか保有していないかった欧州株については、**よりポジティブに考えるようになっており**、ニュートラルに近づける予定である。
- 製造業 PMI の反発**が、特にシクリカル銘柄や素材銘柄について楽観的な見通しが後押ししている。当運用チームは特に欧州大型バリュー株に注目している。PMI の反発に大きく反応し、米国株をアウトパフォームする可能性があるからだ。
- 債券について**、当運用チームはより高利回りのクレジットやモーゲージ ABS をオーバーウェイトしている。しかし、イールドカーブがステイプ化することで、利回りはさらに上昇し得ると考えているため、ポートフォリオに対するデュレーション感応度を抑える予定である。

現在の市場について、先行きがいかに読みづらいかを強調してもしすぎることはない。しかし、**計画の全体像を把握して状況を理解することは重要**であり、その上で投資機会を特定することはさらに重要だろう。

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、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はありません。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、信頼しましたは利用できなかつ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