



情報提供資料

TDAMフォワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏, CFA

作成日:2025年3月10日

～トランプ劇場は距離を置いて眺めるべし～

トランプ氏の政策によって世界のマーケットが大きく変動する世界が再びやってきた。日々の株価の変動が大きくなっている印象で、毎朝、米国市況の動向を確認するのが憂鬱になっている。

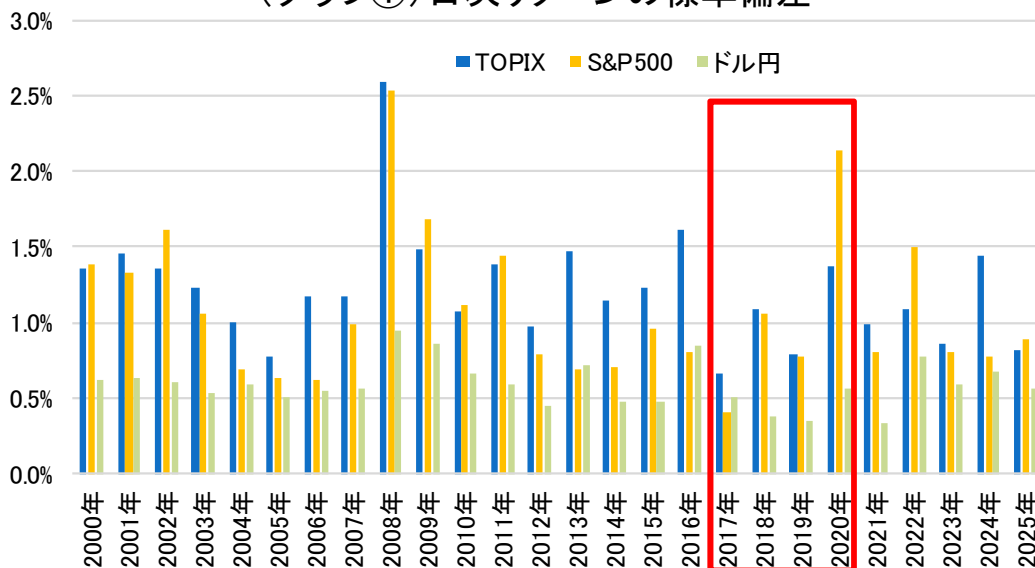
しかし、実際にマーケットの変動率（ここでは米国株、日本株、ドル円に注目）は高まっているのだろうか。日次リターンをもとにした標準偏差では実はそうともいいきれないことがわかった（グラフ①）。分析の仕方や対象期間の区切り方などで、結果が異なる点に留意する必要があるが、少なくとも、2025年初来の日次リターンの標準偏差は、過去と比べると必ずしも高いとはいえない。

トランプ氏が大統領に就いていた期間である2017年～2020年についても、改めて振り返りたい。結論から言えば、2020年はコロナ禍の影響もあって高めであるが、それを除けば比較的低位である。

2017年はトランプ氏の政策が比較的好感されてマーケットは堅調に推移していた。そもそも、トランプ氏が大統領選で勝利して以降のリスクオンのなマーケット環境、つまり「トランプ相場」の影響もあっただろう。

2018年は年初から「関税」というテーマがマーケットで騒がれるようになった。そのせいもあって、マーケットが変動する場面もあったが、過去と比べて極端に変動したわけでもない。特に日本株と為替については、例年よりも変動していなかった。

(グラフ①) 日次リターンの標準偏差



期間:2000年～2025年(日次リターンをもとに各年毎に集計)

注:2025年は3月7日までのデータをもとに計算

(次頁に続く)

出所:(株)JPX総研、BloombergよりT&Dアセットマネジメントが作成

1

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。



2019年は、FRB（米連邦準備制度理事会）の利下げの影響もあって、日本株や米国株は持ち直した。そのせいもあってか、標準偏差も高くはなかった。2020年はコロナ禍の影響によって高まった印象である。

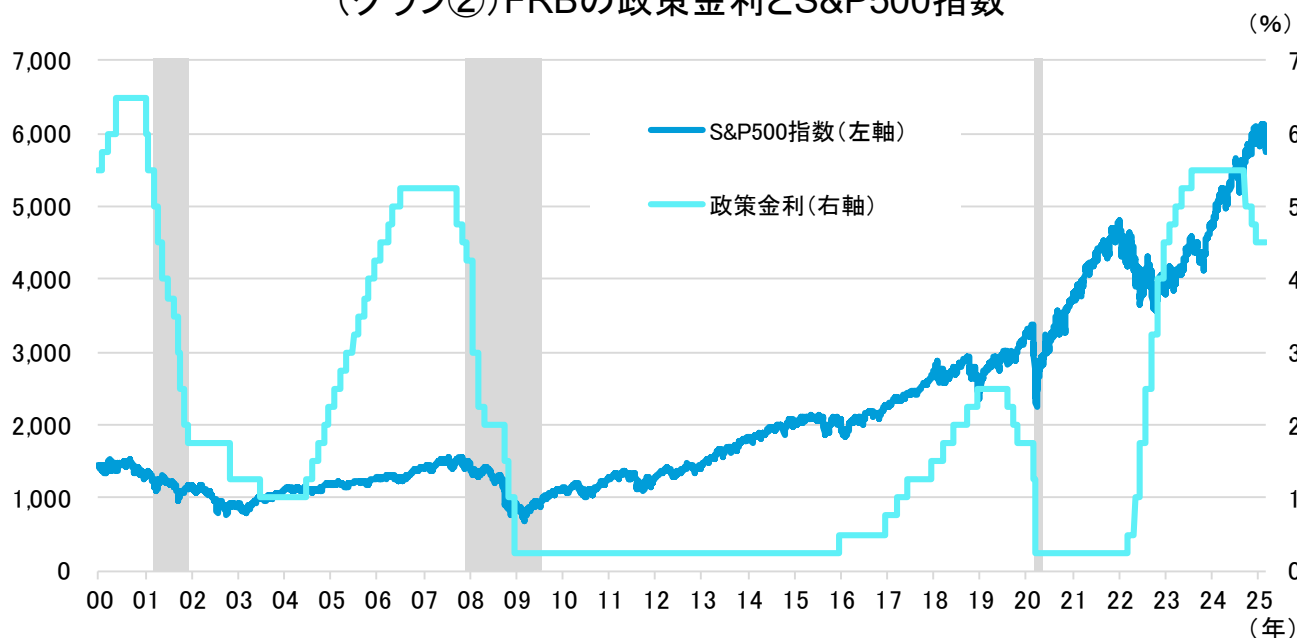
では、今年はどのように考えるべきか。筆者としては、米国で利下げができるかどうか、は重要なポイントだとみている。2018年に株価が下落したのは、関税のみならずFRBが利上げしていた、ということも理由の一つだろう（グラフ②）。今年はむしろ利下げ局面にあるはずだ。

このように論じると、「関税の引き上げは物価の上振れに寄与するはず。だからFRBは利下げができないのではないか」という指摘をされそうだが、それはどうだろうか。

まず、第1期のトランプ政権下では、CPI（消費者物価指数）の前年比は、1.23%（下限）～2.45%（上限）であった。関税によって大幅に上振れたという印象はない。次に、関税引き上げの影響は1度きり、という特性がある。CPIを前年比ベースでみても、関税の影響は1年間に限られる（引き上げ後に時間差を置いて現れる項目もあるが、それらも時間が経過すればいずれは影響は消える形になる）。最後に、関税の影響によるインフレはコストプッシュ型のインフレであり、これに対してFRBが対処する必要があるのか、という疑問もある。中央銀行が対応しなければならないインフレは、私は基本的にはディマンドプル型のインフレであると考えている。

このように考えると、関税引き上げでインフレ率が上がっても、FRBは利上げをせず、むしろ、米国経済次第では利下げをする可能性は相応にあるとみている。実際、市場では年内2回以上の利下げが予想されている。米景気も株価も、これによって救われる可能性がありそうだ。

（グラフ②）FRBの政策金利とS&P500指数



期間：2000年1月3日～2025年3月7日（日次データ、なお景気後退局面は月次）

注：背景グレー部分は景気後退局面

（次頁に続く）

出所：NBER（全米経済研究所）、BloombergよりT&Dアセットマネジメントが作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。



総じて、マーケット参加者もメディアも、「トランプ氏」という言葉だけに惑わされている可能性もある。彼の過激な言動は人々の記憶に残りやすく、市況変動とトランプ氏からの情報発信を結び付けて論じてしまいがちになっているのかもしれない。

また、トランプ氏は、第1期もそうであったが、最初に強烈な一言を放って、世間の注目を浴び、マーケットも変動するが、その後、時間をおいてから、発言を軌道修正し、マーケットも軌道修正している印象がある。

ということから、トランプ氏の言動に一喜一憂してはならない、と思う。トランプ劇場を全く観ない、というのはよくないかもしれないが、間近で眺めるのは良くないかもしれない。適度な距離感で付き合わないといけない、ということだろう。日銀やFRBといった中央銀行ですら、トランプ政権の政策がどのように経済に影響するか、をよく観察してから政策判断を行おうとしている印象がある。市場参加者も、トランプ政権の政策が打たれる前に、何かことを起こす（投資判断や売買等）、というのは時期尚早になり得るかもしれないので、注意が必要だろう。