

2026 年 8 月 21 日

米国株、日本株

りそなホールディングス 市場企画部
ストラテジスト 武居 大暉

日米欧 Market View : TACO 指数でみる今後のマーケット展望

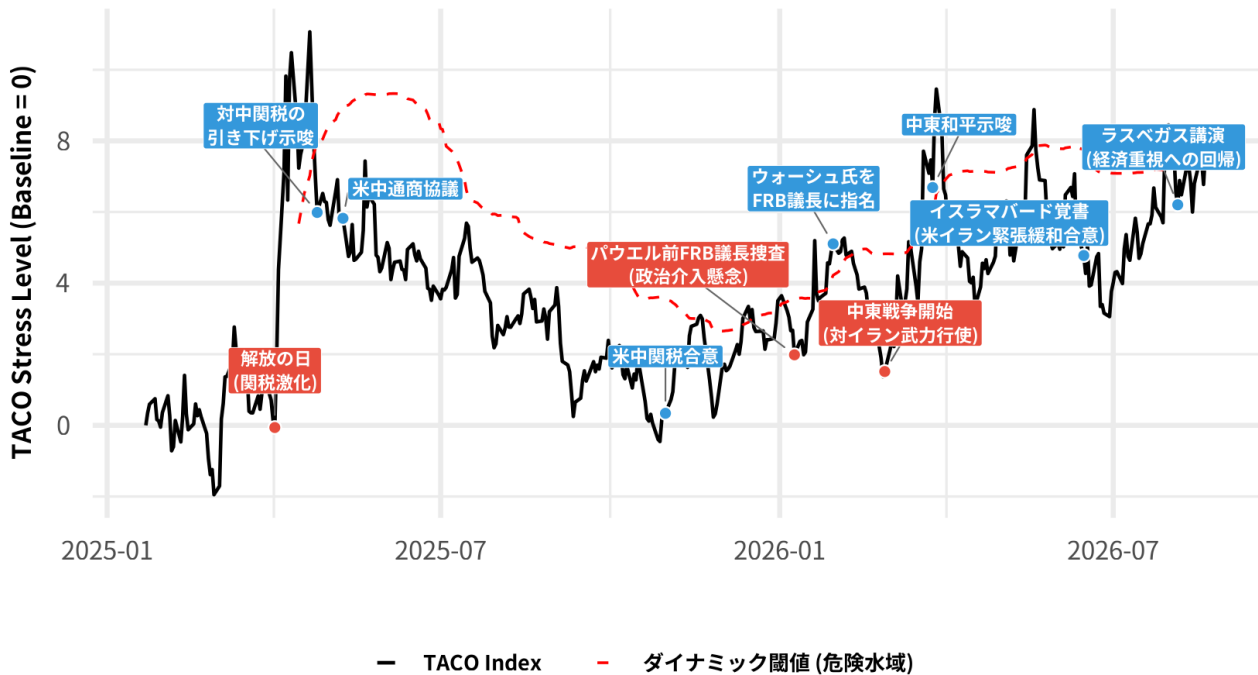
要約

- トランプ大統領は、強硬な政策（関税引き上げ、FRB 介入、中東への武力行使など）を打ち出した後、市場の混乱や世論の反発（政治的コスト）に耐えきれずに姿勢を軟化・撤回させることがある
- 足元は株高が相応のバッファーとなっており、トランプ大統領が強硬なスタンスを取る原動力となっている可能性がある。今後、株価が急落し TACO 指数が急騰した際が押し目買いの好機となろう

導入：トランプ大統領の行動様式とマーケット反応

トランプ大統領は、強硬な政策（関税引き上げ、FRB 介入、中東への武力行使など）を打ち出した後、市場の混乱や世論の反発（政治的コスト）に耐えきれずに姿勢を軟化・撤回させることがある。こうした行動様式は“TACO”（Trump Always Chickens Out）と呼ばれ、マーケット参加者の注目を集めている。本稿では、この TACO を視覚的に捉えるために TACO 指数を開発した(図表 1)。トランプ大統領が方針を転換するタイミングと TACO 指数の高まりは概ね一致している様に見受けられる。以下では、算出方法とこの TACO 指数から窺えるマーケット展望について述べたい。

図表 1：TACO 指数の推移



出所: Bloomberg よりりそなホールディングス作成

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

データと分析手法：トランプ大統領の行動様式とマーケット反応

本分析の主たる目的は、トランプ政権が強硬姿勢から妥協・軟化へと転じる TACO 化のメカニズムを、市場および世論のストレスという観点から定量化し、将来の政策転換タイミングを捕捉するシグナルを抽出することにある。過去の政策運営の軌跡を振り返ると、政権は予測不可能性を武器に強硬策（関税引き上げ、中央銀行への牽制、地政学的リスクの許容など）を打ち出す一方で、市場の混乱や支持率の低下といった政治的コストが許容限界を超過した際には、一転して軌道修正を図るという構造的な行動様式を有している。

本稿では、過去のショック時においてどのファクターが、どの程度の閾値に達した際に政権が白旗を上げたのかを要素分解して抽出することで、大統領の暗黙の政策反応関数をリバーエンジニアリングするアプローチを採用した。

使用データ

政権に対する多角的なプレッシャーを高頻度で計測するため、以下の市場データおよび政治データをインプットとして採用した。

- リスクセンチメント・実体経済ファクター: SP 500、米ドル指数
- イールドカーブ・ファクター: 米国債利回り（1ヶ月、3ヶ月、6ヶ月、1年、2年、3年、5年、7年、10年、30年）
- 不確実性ファクター: VIX 指数、MOVE 指数
- 政治基盤ファクター: 大統領支持率（RealClearPolitics 集計ベース）

分析手法

マクロ経済の動態やシステミック・リスクの波及経路を忠実に反映させるため、以下の計量アプローチを用いて TACO 指数を構築した。

① クロスアセット・ボラティリティの合成（PCA）

通常の株価下落と、債券市場をも巻き込んだ流動性枯渇（複合ショック）を区別するため、VIX と MOVE に対して主成分分析（PCA）を実施した。抽出された第 1 主成分をクロスアセット・ストレスファクターと定義し、政権が忌避する市場コントロールの喪失を測る変数として組み込んでいる。

② 状態空間モデルによるイールドカーブの次元圧縮

金利動向を単一の年限で評価するのではなく、カルマンフィルタを用いた Dynamic Nelson-Siegel モデルを推計した。米国債の全期間の利回りデータから、イールドカーブの変動を「水準（インフレ・長期金利ストレス）」「傾き（景気後退リスク）」「曲率（金融政策の不透明感）」の 3 ファクターに分解し、実体経済への波及経路ごとにストレスを定量化している。

③ 起点ゼロ化による寄与度分解

各変数を正規化（Z スコア化）した上で指数を合成しているが、ショック発生時の純粋な圧力の蓄積を測定するため、分析対象期間のはじめを「0」としてベースラインを設定した。これにより、平時の水準に引きずられることなく、特定イベント発生時からの「累積的なストレス変化」と、その構成要因（株安が主因か、金利の歪みが主因か等）の正確な要因分解を可能としている。

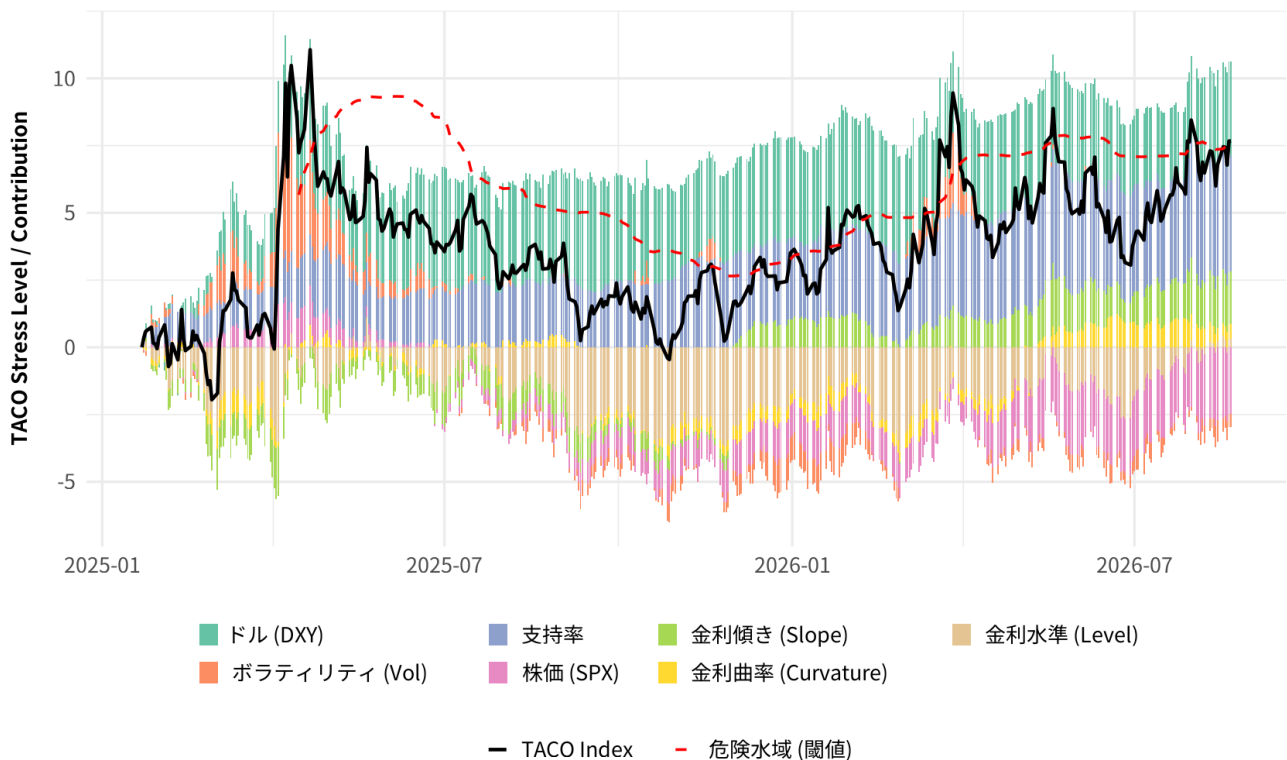
④ ダイナミック閾値の導入

政策転換の目安となる水準を固定値とするのではなく、過去 60 営業日のローリング平均と標準偏差 (+1.5 σ) を用いたダイナミック閾値を設定した。これにより、市場全体のボラティリティ環境の変化に動的に追従し、危険水域への到達をシグナルとして抽出する設計としている。

分析結果：株高が強硬策の原動力か

寄与度分解した TACO 指数を図表 2 に示した。図表 2 から窺える様に、株高はバッファーとして機能し、関税引き上げや FRB への介入といった政策を強硬に推し進める原動力となっている。しかし、その強硬姿勢が債券市場を巻き込んだパニックを引き起こし、有権者の離反と景気後退リスクが同時にダイナミック閾値を突破した瞬間に、経済的成果のアピールという自身のナラティブを守るため、急速に態度を軟化・妥協させる様に見受けられる。

図表 2：TACO 指数の寄与度分解



出所: Bloomberg よりりそなホールディングス作成

詳細は以下の通りである

① 寄与度分解が示すストレスの構造的偏り

株価 (SP 500) の寄与はマイナス圏で推移する期間が長く、強気相場が政権の政治的余裕を生み出し、強硬策を維持する原動力となっている可能性がある。

一方で、ドル安や支持率の低迷は一貫してプラスの寄与を示しており、政権のベースライン・ストレスを常に押し上げる構造的な足枷として機能している。

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

② TACO 化のトリガー

過去の政策転換発生時のピーク構造を分解すると、株価の下落よりも、特定の複合要因が決定打となっていることが読み取れる。具体的には、VIX と MOVE の合成ファクターであるクロスアセット・ボラティリティの急騰が、ストレス上昇をもたらし、降伏の直接的な引き金となっている可能性がある。

また、イールドカーブのフラット化や逆イールドといった「傾き（Slope）」の悪化が、景気後退シグナルとして政権に強力な政治的圧力をかけている様子も窺える。

今後の展望：株価の調整に伴う TACO で押し目買い

現在の TACO 指数の寄与度構造を踏まえると、今後の政権の政策運営および TACO 化のタイミングについて、以下の 3 つのリスクシナリオが示唆される。

① 株価バッファの剥落による閾値突破リスク

現在の政権の強気姿勢は、株式市場の堅調さに強く依存している。金利の傾き（景気後退シグナル）やドル安が既に一定のストレスを蓄積している現状において、株価が本格的な調整局面に突入した場合、政権の政治的余裕は消失する。株安への転化は TACO 指数を急角度で押し上げ、ダイナミック閾値を容易に突破させるため、急速な TACO 化を強いるトリガーとなり得る。

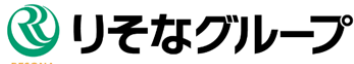
② 支持率低下による「政治的コスト感応度」の増幅

大統領支持率の低迷は、TACO 指数のベースラインを恒常的に押し上げている。これ以上の支持率低下（例えば岩盤支持層の離反など）が進行した場合、指数全体のベース水準が極めて高い位置で高止まりすることになる。これは、政権が直面する政治的コストの許容度が枯渇していることを意味し、平時であれば耐えられるはずの軽微な市場の変動（小幅な株安や金利上昇）であっても、容易に TACO 化へと追い込まれることとなる。

③ 金利市場の揺り

寄与度分解において、金利の傾き（Slope）ファクターが継続的にプラス寄与（フラット化～逆イールド）を出している点は軽視できない。実体経済の変調を契機に、債券市場のボラティリティが急騰し、それが株式市場のボラティリティへ波及するクロスアセット・パニックが発生した場合、過去の解放の日ショック時などと同様に、TACO 化圧力が生じる。

中東情勢を巡る不透明感の高まりに絡めると、今後イランに対して強硬なスタンスを打ち出し、株価の急落を招いた際は、ほどなくして TACO 化が始まると期待される。すなわち、次の株価急落は押し目買いの好機となるであろう。日米ともに企業業績は堅調であるため、仮に TACO 化せずとも中長期的には上昇傾向に回帰するとみられるため、リスクも小さい。支持率については、緩やかに低下していくことが見込まれるが、これが TACO 指数のベースを押し上げ、発言が一層不規則になるリスクに留意したい。金利については、上昇が続くことは当然 TACO 化の原動力となるが、既に一定の貢献をしており、今後は株安に繋がるかどうかポイントとなろう。



■バックナンバー(直近発行レポート 50 本)

No	発行日	テーマ	タイトル
354	2026/4/10	日本株	日本株需給(3月30日～4月3日)と Weekly データ集
355	2026/4/14	半導体, 米国株	2026年4月半導体市場及びハイテク株動向
356	2026/4/17	日本株	日本株需給(4月6日～4月10日)と Weekly データ集
357	2026/4/24	日本株	日本株需給(4月13日～4月17日)と Weekly データ集
358	2026/4/30	米国経済	2026年4月FOMCとマーケット環境の整理
359	2026/5/1	欧州経済	26年4月ユーロ圏物価動向
360	2026/5/1	欧州経済	26年第1四半期ユーロ圏 GDP 統計
361	2026/5/1	日本株	日本株 2026年4月レビューと5月見通し
362	2026/5/1	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
363	2026/5/7	日本株	日本株需給(4月20日～4月24日)と Weekly データ集
364	2026/5/13	半導体, 米国株	2026年5月半導体市場及びハイテク株動向
365	2026/5/13	日本株	日本株需給(4月27日～5月1日)と Weekly データ集
366	2026/5/15	日本株	日本株需給(5月7日～5月8日)と Weekly データ集
367	2026/5/22	日本株	日本株需給(5月11日～5月15日)と Weekly データ集
368	2026/5/22	半導体, 米国株	エヌビディアの決算 FY2027 1Q
369	2026/5/25	欧州経済	26年第1四半期ユーロ圏賃金動向
370	2026/5/29	日本株	日本株需給(5月18日～5月22日)と Weekly データ集
371	2026/6/1	日本株	日本株 2026年5月レビューと6月見通し
372	2026/6/3	日本株	1-3月期決算集計と日本株ストラテジー～日経平均株価は26年末に69,000円へ
373	2026/6/3	欧州経済	26年5月ユーロ圏物価動向
374	2026/6/5	日本株	日本株需給(5月25日～5月29日)と Weekly データ集
375	2026/6/12	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
376	2026/6/12	日本株	日本株需給(6月1日～6月5日)と Weekly データ集
377	2026/6/15	世界経済, 世界株	マクロチャートブック 2026年6月号
378	2026/6/15	日本株, 日本経済, ドル円	米イラン合意とマーケットへの影響
379	2026/6/15	半導体, 米国株	2026年6月半導体市場及びハイテク株動向
380	2026/6/18	米国経済	2026年6月FOMCとマーケット環境の整理
381	2026/6/19	日本株	日本株需給(6月8日～6月12日)と Weekly データ集
382	2026/6/26	日本株	日本株需給(6月15日～19日)と Weekly データ集
383	2026/7/1	日本株	日本株 2026年6月レビューと7月見通し
384	2026/7/2	欧州経済	26年6月ユーロ圏物価動向
385	2026/7/3	日本株	日本株需給(6月22日～6月26日)と Weekly データ集
386	2026/7/10	日本株	日本株需給(6月29日～7月3日)と Weekly データ集
387	2026/7/10	世界経済, 世界株	マクロチャートブック 2026年7月号
388	2026/7/17	日本株	日本株需給(7月6日～7月10日)と Weekly データ集
389	2026/7/17	半導体, 米国株	2026年7月半導体市場及びハイテク株動向
390	2026/7/24	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
391	2026/7/27	日本株	日本株需給(7月13日～7月17日)と Weekly データ集
392	2026/7/30	米国経済	2026年7月FOMCとマーケット環境の整理
393	2026/7/31	欧州経済	26年第2四半期ユーロ圏 GDP 統計
394	2026/7/31	日本株	日本株需給(7月21日～7月24日)と Weekly データ集
395	2026/7/31	米国経済, 日本経済, 日本株, ドル円	米中間選挙とマーケットへの影響
396	2026/8/3	日本株	日本株 2026年7月レビューと8月見通し
397	2026/8/3	欧州経済	26年7月ユーロ圏物価動向
398	2026/8/3	ドル円	日米協調介入の実施
399	2026/8/7	日本株	日本株需給(7月27日～7月31日)と Weekly データ集
400	2026/8/14	世界経済, 世界株	マクロチャートブック 2026年8月号
401	2026/8/17	日本株	日本株需給(8月3日～8月7日)と Weekly データ集
402	2026/8/17	半導体, 米国株	2026年8月半導体市場及びハイテク株動向
403	2026/8/21	日本株	日本株需給(8月10日～8月14日)と Weekly データ集

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。