

2025年4月3日

【臨時レポート】

トランプ米政権の相互関税による影響について

2025年4月2日(現地時間)、ホワイトハウスのイベントで、ドナルド・トランプ米大統領はこの日を「解放の日」と名付けて米国はすべての国の製品に一律10%の関税を4月5日から課すと発表したことで、世界の金融市場では動揺が広がっています。足元の市場環境や見通しに関するアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)*の見解について、以下のとおりご案内申し上げます。

何が起きたのか

ドナルド・トランプ米大統領は、世界中からの輸入品に対する大規模な関税計画を発表しました。全面的な貿易戦争が世界経済に大きな打撃を与える可能性があるとの懸念が高まり、株式市場は先物を中心に急落しました。トランプ大統領は記者会見で、諸外国が米国製品に課している関税の半分に相当する関税を計画しているとして、トランプ政権が算出した課税予定率を提示しながら説明しました。ここではメキシコとカナダにも25%の関税が課されますが、USMCA(米国・メキシコ・カナダ協定)に準拠する製品は対象外となります。これらの関税水準は、市場予想よりも高いものでした。

関税障壁計画の発表を受けて株式市場先物は下落

関税発表直後、S&P500 株価指数先物は3.5%下落し、テクノロジーに敏感なナスダック指数は時間外取引で4.4%下落しました。日本やオーストラリアでも、株式市場は大幅下落となっています。米ドルは対ユーロに対して弱含み、米国債利回りは市場のリスク回避姿勢の高まりを受けて低下しています。

貿易障壁が経済成長を抑制

自由貿易は経済成長を促進する一方、貿易制限は逆に鈍化させます。2018年の貿易戦争がその良い例です。貿易制限措置の増加を受けて、2018年と2019年には世界経済が減速しました。

足元の経済成長への影響は多方面:

- 関税は輸入品の価格を引き上げ、消費者の購買力を低下させます。関税発動前にもかかわらず、米国消費者の短期的なインフレ期待は上昇し、逆に経済に対する消費者の期待は悪化しました。
- 貿易政策の不確実性はビジネスの意思決定に影響を与えます。明確な政策がない場合、企業は将来の生産への投資を見送ります。貿易制限が特定のプロジェクトにどのように影響するかが不透明な中、企業が投資判断をするのは困難です。
- 金融市場は、経済成長が鈍化し、価格が上昇する環境に対処しなければなりません。通常、経済成長が鈍化すると、市場は中央銀行による金融緩和を期待します。しかし、価格圧力が持続的であるか、インフレ期待が上昇する場合、中央銀行は対応が難しくなります。

関税＝米国のスタグフレーションを引き起こすのか？

米国による広範で一方的な関税障壁の賦課は、米国消費者へ課税することを意味し、グローバル・サプライチェーンの有効性を低下させると予想されます。

しかし、焦点はインフレの持続性であり、消費者が輸入品価格の上昇に単発的な出来事として反応するかどうかと考えます。この関税が一過性の調整であれば、消費者や企業がインフレにどう反応するかという点で、長期的にはそれほど大きな影響はないと考えます。問題は、これらの関税案が実施されるのか、それと

も交渉の余地があるのか、そして、これらの関税が世界的に高まりつつある保護主義政策の始まりとなるのかでしょう。投資家はインフレ率の上昇と成長率の低下に対する米連邦準備制度理事会（FRB）の反応を注視するでしょう。なぜならそれが、関税によるインフレが一過性のものとなるか、より持続的なものとなるかを予想する上での指標になるからです。

株式市場の見通しについて

2025年1－3月期の米国株式市場は、マグニフィセント・セブンと呼ばれる米国の超大型株の利益成長予想における確信度が低下したことと、関税と貿易をめぐる世界的な不確実性がバリュエーションの縮小をもたらしたことから、グローバル株式を下回るパフォーマンスとなりました。多くの株式投資家にとって不安定な環境となっていますが、市場の動きを予測するのは非常に難しいため、短期的な下押し圧力に耐え、長期的なリターンの可能性を捉える態勢が整っている質の高い企業に注目した分散投資を維持しながら、投資を継続することが重要だとABでは考えています。

関税の水準が引き続き不透明であるため、米国企業及びグローバル企業は現在の環境下で設備投資を引き続き抑制することが予想されます。S&P 500株価指数の2025年の利益は2024年の水準を上回ると予想されていますが、2025年の利益予想は2024年8月のピークの水準から低下しています。関税政策の中身が明らかになれば、企業の設備投資が再開され、2025年の利益予想が現在の水準から安定または上昇する可能性があります。

投資家は、市場が上昇してきた中で政策の不確実性が過去最高に近い水準にあるという複雑な課題に直面しています。特に近年は、マグニフィセント・セブンの優位性から、多くの投資家がこれらの銘柄群をオーバーウェイトとしていることから、今こそ、ポートフォリオの見直しを検討すべきだとABでは考えます。

このような不透明性の高い環境では、市場において価格決定力を持ち、過去の景気サイクルで実証されたビジネスモデルを有する質の高い企業が、より魅力的な投資先であり続けると見ています。また、例えば、サービスやソフトウェアを提供する企業は、追加関税の不確実性にさらされる可能性が低いことから、商品を製造する企業よりも魅力度が高い可能性があります。

ディフェンシブ株式は、投資に耐久性をもたらすことができます。株価が安定した質の高い銘柄に投資することで、政治、テクノロジー、マクロ経済リスクによる株価変動を軽減することができます。特に、医薬品が相互関税の対象から除外される見込みであり、ヘルスケア企業は魅力度が高いと見ています。バリュー株は分散投資に役立ち、グロース株よりも大幅に割安な水準で取引されています。バリュー株は景気サイクルの影響を受けやすいと見なされていますが、投資家は、より低迷する経済環境下でも利益成長を実現でき、かつ魅力的なフリー・キャッシュ・フローとビジネス特性を備えた割安な株式を見つけることができるとABでは考えています。

ABでは、常に、個別銘柄の利益成長を重視することが長期的に最善の結果につながると考えています。ABの運用チームは、現在の株価変動がもたらしている市場の混乱を見極め、その中で、ファンダメンタルズの魅力度が高いにもかかわらず株価が適正でない可能性のある企業の選別に注力しています。また、利益成長が一時的にマイナスの影響を受ける可能性があるとしても、アクティブ・マネジャーは、長期的に利益成長を実現する銘柄でポートフォリオを構築することに努めており、戦略的資産配分において株式を保有することの複利的な効果をもたらすと考えます。

債券市場の見通しについて

債券は年初来の不安定な市場環境下で好調に推移し、株価下落に対するヘッジという伝統的な役割を果たしてきたことから、投資家の需要も堅調です。ABでは、債券を保有している投資家は現状を維持すべきだと考えています。世界経済の成長率も債券利回りも当面低下すると見ているためです。

ABでは、債券はしばらく株式と負の相関関係にあると予想しており、投資家の全体的な資産配分の一部であるべきだと考えています。ポートフォリオのデュレーション（債券の残存期間を反映し、金利変動に対する感応

度を示す指標)が超短期に傾いている場合は、デュレーションを長くすることを検討すべきでしょう。金利が低下すると、デュレーションはより大きな価格上昇をもたらします。また、デュレーションの最も純粋な源泉である国債は流動性に富み、株式市場のボラティリティを相殺するのに役立ちます。

グローバルな分散投資も、不確実性に対処するのに役立ちます。世界各地で金融政策のかい離が進めば、各国個別の投資機会が増えるとともに、金利や景気サイクルの異なるステージにまたがる投資を行うことにもなり、分散効果がより強力になります。

現在の環境で、社債は株式よりも底堅さを示しています。とはいえ、投資適格債とハイイールド債は、いずれも足元ではスプレッドが直近の最低水準からは拡大しています。しかし、社債市場ではスプレッドよりも利回りの方が3～5年後のリターンをより正確に予測する指標であることが多く、足元では信用力の変動に敏感な資産の利回りは全体として過去最高水準に近づいています。現在の状況では、慎重な銘柄選択が必要です。政策や規制の変更はすべての業界や企業に一律に影響を及ぼすわけではなく、景気減速に関しても同じことが言えます。たとえば、エネルギーや金融などのセクターは規制緩和の恩恵を受ける可能性が高く、小売業などの輸入依存型産業は相次ぐ関税の導入で苦戦する可能性があります。また、景気敏感セクターや債券のデフォルトの大部分を占めるCCC格付けの企業、低格付けの証券化商品などは、景気悪化に対し脆弱性があるため、アンダーウェイトにすることが理にかなっていると考えられます。そして、高利回りセクター(社債、新興国債券、証券化商品)を幅広い信用格付けにわたり組み合わせることはさらなる分散化に役立ちます。

ABでは、国債と社債は共に現在の市場環境下のポートフォリオで果たす役割があると考えています。最も効果的な戦略のひとつは、国債など金利に敏感な資産と社債など成長志向のクレジット資産をひとつのポートフォリオで機動的に組み合わせる戦略です。この組み合わせは、国債と成長資産の負の相関関係を利用し、極端なインフレの再発や経済危機などのテールリスクの軽減に役立ちます。分散された資産をひとつのポートフォリオの中で組み合わせると、金利リスクと信用リスクの相互作用を管理しやすくなり、変化する市場の状況に応じてデュレーションやクレジットへのエクスポージャーを調整できます。

以上

*アライアンス・バーンスタイン及び AB はアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は AB の日本拠点です。

当資料のお取扱いにおけるご注意

当資料は2025年4月3日現在の情報を基にABが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断される情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の内容は予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

- 投資信託のリスクについて
アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。
- お客様にご負担いただく費用: 投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります。
 - 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
 - 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
 - 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会