

【臨時レポート】**トランプ米政権の関税による経済への影響について**

2025年4月2日(現地時間)にドナルド・トランプ米大統領が発表した相互関税を受けて、より広範な貿易戦争勃発への懸念が強まっています。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いたします。

関税騒動で市場の下落が加速

ドナルド・トランプ米大統領が発表した新たな関税措置と、それに対応して中国が米国からのすべての輸入品に対し34%の追加関税を課すと発表したことを受けて、貿易戦争が拡大するとの懸念が強まっています。貿易戦争がマクロ経済、資産クラス、業界、企業に与える潜在的影響への懸念が足かせとなっていた株式市場は、4月7日の週に入っても続落しています。

4月7日には、欧州株は4.6%下落しました。中国株はハンセン指数が13.2%、CSI300指数は7.1%下落し、日本株は7.8%、オーストラリア株は4.2%下落しました。米国株は、下落から始まり、株価が終日大きく変動しました。4月2日に米国の新しい関税措置が発表されて以来、VIX(恐怖)指数は20台前半から50以上に倍増しました。安全資産として知られる米国国債の価格は上昇しています。

米国経済への影響

具体的な関税措置については非常に流動的で、政策の内容は変更または緩和される可能性があります。現時点での関税が実施されれば、その影響は劇的なものになるとみています。ABでは2025年の米国経済成長率予想は0~0.5%としており、景気後退入りはメインシナリオではないものの、米国経済が今後数四半期で景気後退に入る可能性は十分にあるとみています。過去を振り返ってみても、大幅な関税引き上げに、国内支出の減少と政府雇用の削減が重なると、成長は鈍化しています。関税は供給サイドにショックとして作用し、成長を鈍化させ、物価を上昇させる形で影響を及ぼします。

関税は米国内の消費者が支払う税金であり、国内物価の上昇につながります。2018年の貿易戦争の状況に基づくと、実効関税率が10%上昇すると、物価は約1%上昇します。今回の関税引き上げにより、実効関税率は約25%上昇しますが、成長へのマイナスの影響とコモディティ価格の低下により、物価上昇の一部は相殺される可能性があります。

足もとで更新したABの2025年のインフレ率予想は、コア消費者物価指数(CPI)で4.0%であり、関税を考慮する前と比較して約1.5%引き上げました。この上昇により、平均的な家庭の負担増は約4,000米ドルと見込まれ、これは税引き後所得の中央値の10%近くを意味します。新型コロナウイルスのパンデミック時とは異なり、今回は家計がこうした物価上昇に対処するための財政支援を受けられる可能性は低いでしょう。

米国の労働市場の回復力と米連邦準備制度理事会(FRB)の対応

家計の支出は2025年に入ってすでに減速しており、先日の関税発表以前から消費者信頼感の低下はさらなる悪化を示唆していました。消費者マインドは変わりやすいものではあるものの、これまでの経済データに関税の影響が加わり、今後は下振れリスクが高まるとみています。

一方で、米国の労働市場は依然として堅調に推移しており、家計に安定した収入をもたらしています。最近の雇用統計によると、雇用数は前の月より22万8千件増えており、安定した雇用が維持されています。失業率は4%前後と引き続き低水準で、賃金はインフレ率を上回っているため、家計の実質所得はプラス成長を続けています。

FRBは、好調な経済が減速し、物価が上昇するという、厳しい環境に直面しています。現時点では、FRBはデータが更新されるのを待った上で対応策を決定することが予想されます。実際のインフレ率は遅行指標であるため、FRBは、景気が減速すれば、物価が高くても利下げに踏み切る可能性があります。しかし、インフレ期待が変化すれば、米国経済が後退してもFRBは利下げを行うことができなくなります。インフレ期待はパンデミック後の最悪の時期でも高止まりし、今後も高い水準が続くとABではみています。その場合、FRBは2025年以内に0.75%またはそれ以上の利下げを行う可能性があります。

結論として、今回の関税発表により、米国経済の見通しは大きく変わったとともに、景気後退のリスクが顕在化し、インフレ率が上昇し、市場の高ボラティリティが継続する可能性が高まっています。FRBの対応と米国の労働市場の持続性が、こうした難局を乗り切る上で極めて重要となるでしょう。極端なボラティリティが続くと投資家の不安は高まりますが、資産配分を大きく変更するタイミングを計るのは非常に難しいと言えます。このような環境においては、投資家は、ポートフォリオの構成を注意深く見直し、必要に応じて資産配分を調整するべきであるとABでは考えます。

株式市場の見通しについて

足もとの世界的な株式市場の乱高下は、投資家を動揺させたのも理解できます。また引き続き不透明で不透明な状況が継続すると考えられます。投資家は、この新たな相互関税がより広範な企業に打撃を与えかねないリスクに注意しながら、個別の企業ごとに慎重に状況を見る必要があります。市場の転換点を見極めるのは非常に難しいため、短期的な変動に耐えつつ、長期的なリターンを狙える優良企業に焦点を当てたポートフォリオを維持しながら投資を続けることが重要です。

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エ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考えます。しかしながら、先週の米トランプ大統領による政策発表や世界経済の減速の可能性を考慮すると、アクティブマネージャーによる慎重な銘柄選別が、グローバル株式において重要になると考えます。

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。ヘルスケア企業も、需要が安定しており、テクノロジーの影に隠れて相対的に低迷していた時期を経ているので、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。相互関税の影響をみるファンダメンタル分析に役立てるため、今後数週間で行われる企業の第1四半期決算発表時の企業経営陣の見直し修正状況について注視していきます。

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。

債券市場の見直しについて

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、インカムゲインが高水準にあることもあいまって、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。今後12～18カ月は、世界経済の成長率、各国の国債利回りが低下するとみているためです。

不確実性が高まる中、経済成長の鈍化に対する懸念と関税によるインフレ圧力が相互に影響し合い、金利の動きに影響が出ると考えられます。しかしながら、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。

ポートフォリオに長短金利差拡大に備えるアクティブ・ポジションを取り入れることは、経済成長の鈍化やインフレの上昇に対する効果的な対策になると考えています。成長が鈍化すると、中央銀行が金利を引き下げたため、短期の金利が下がることが予想されます。一方で、インフレに対する懸念が続くと、長期の金利が上がる可能性があります。このように、短期と長期の金利差が広がる状況を利用することで、ポートフォリオのリスクを軽減しつつ収益獲得を狙うことができます。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乖離が進めば、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、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。信用リスクのある資産の利回りは歴史的な高水準に近づきつつある一方で、スプレッドはもはや歴史的な低水準にはありません。ABの見解では、魅力的なバリュエーションにより強力なリスク調整後のリターンを獲得する可能性を考慮すると、投資家は計画的にクレジットポジションを構築することで攻めと守りの両方を狙う方法が有効であると考えています。しかし、現在の状況では、慎重な銘柄選択とリスク管理も必要です。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、景気悪化に対しせい弱性があるため、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、国債とクレジット・セクターの両方が、今日のポートフォリオにおいて果たすべき役割を担っていると考えています。最も効果的な戦略のひとつは、国債をはじめとする金利感应型資産と、成長志向のクレジット資産を単一のポートフォリオに組み入れ、ダイナミックに運用するものです。この組み合わせは、国債と成長資産の間の負の相関を利用し、極端なインフレの再来や経済破綻などのテール・リスクを軽減するのに役立ちます。分散資産を単一のポートフォリオに組み入れることで、金利リスクとクレジット・リスクの相互作用の管理が容易になり、市場環境の変化に応じてデュレーションやクレジットに容易に傾斜させることができます。債券市場は活発に機能しており、高い利回りを確保したい投資家が価格下落時に買いに入っているようです。

マルチアセット市場の見通しについて

各国の関税率についてより明確になりましたが、その最終的な経路と着地に関しては依然として大きな不確実性が残っています。今回の発表はネガティブ・サプライズであったことから、マルチアセット・チームでは、現在進行中の各国との交渉の進展に伴う短期的な市場変動の可能性を考慮し、リスクを引き下げるものの株式のアンダーウェイトなどの大幅な調整を行わないことが適切であると考えています。

相互関税は世界的なスタグフレーション圧力を助長すると予想されています。米国と世界の成長は顕著な減速が予想されるものの、米国経済はこれまで相対的に力強く成長して来ており、景気後退まで陥ることをメイン・シナリオとはしていません。また現在の措置が実施された場合、インフレ率は一時的に約2%上昇する可能性があります。そうはならない可能性も高く、その予想レンジは非常に広いと見えています。

ポジティブな点としては、債券がマルチアセット・ポートフォリオに分散効果をもたらしていることです。これは同時に投資家はインフレ懸念よりも景気減速懸念に注目していることを示唆しています。また、クレジットも一定の安定装置として機能しており、最近のスプレッド拡大にもかかわらず、年初来のトータル・リターンは依然として株式より大幅に良好です。これらの状況を踏まえて、ABの一般的なマルチアセットのポートフォリオは、以下のようなアプローチをとっています。

- 中立のポジションを維持: ここ数週間で、これまでオーバーウェイトとしてきた株式全体や、中でも短期的にオーバーウェイトをしていた小型株のウェイトを削減しています。またクレジットのアンダーウェイトも維持しました。このため、先週の株式市場の急変時に先立って、ポートフォリオのリスクは抑制していました。
- デュレーションをさらに縮小: 米国10年債利回りが4%を割り込み、5年債利回りが3.75%を割り込んだタイミングで、ポートフォリオのデュレーションを縮小しました。しかし、経済成長の下振れリスクを考慮して、デュレーションは通常より若干高めに維持しています。また引き続き短中期債を選好しています。
- ディフェンシブなスタンス: 足元では十分に分散されるように設計されたポートフォリオを維持することが非常に重要だと考えています。このようなボラティリティの高い環境では、市場が大きく上がったり下がったりする可能性が高く、下がったところで売り、戻りを取れないような事態を回避するためにも、ポジションの変更は段階的に行う予定です。

引き続き状況を注視し、より方向性が明らかになった段階で、その状況に合うようにポートフォリオを適宜修正していく方針です。

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8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