



関税の発動は 米国例外主義の終焉か

※ 米国例外主義：米国経済の力強さを意味します。

Market update

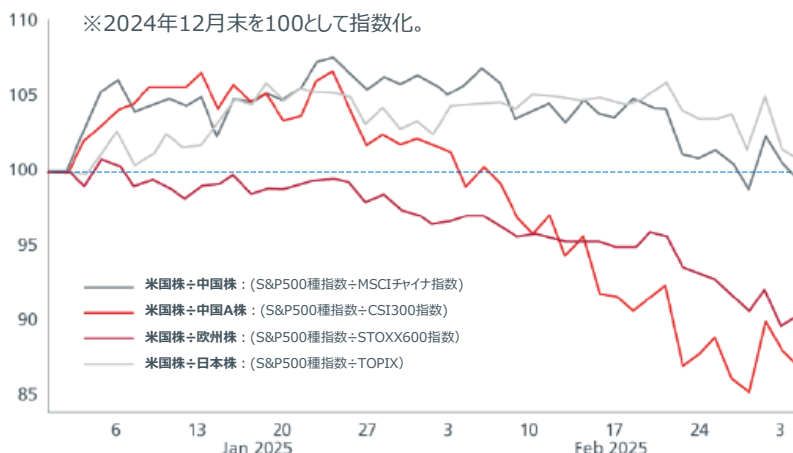
本資料は2025年3月6日にイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料です。

私たちイーストスプリングのチーフ・エコノミストであるRay Farrisは、米国の政策変更により米国の成長力が弱まり、米国のリスク性資産が経済指標の悪化（消費者信頼感指数のさらなる低下やインフレ期待の上昇）に対して脆弱になる可能性が高い、と考えています。米国経済の力強さを意味する『米国例外主義』の終焉は、投資家が米国以外の国・地域に目を向け、ポートフォリオを分散させる必要があることを浮き彫りにしています。その場合、アジアでは中国やインドなど、政策面でより緩和的になっている国が魅力的な検討先となり得ます。また、日本は賃金上昇と消費拡大が企業の収益成長を支えることが予想されるため、こちらも注目すべきでしょう。

3月4日（現地時間）、米トランプ政権が中国からの輸入品に新たに10%、カナダとメキシコからの輸入品に25%の追加関税を課す措置が発動したことで、株式市場は2月の高値から下落しました。しかし、3月5日（現地時間）に発表された2月のISM非製造業景況感指数が市場予想を上回り、自動車への関税に1か月の猶予期間を設けると発表されたことで、安心感が広まり株価は急反発し、上昇しました。BLS（米労働省労働統計局）が3月7日（現地時間）に発表する2月の米雇用統計で非農業部門雇用者数の伸びがコンセンサス予想の16万人と同水準がそれを上回ると、株価上昇はもう少し続く可能性があります。

しかし、注目すべきは、株式反発にもかかわらず、S&P500種指数は今年、世界市場、特に欧州と中国をますますアンダーパフォームしている一方、中国は3月5日（現地時間）の全国人民代表大会（全人代、国会に相当）の開幕以降、中国A株（中国本土で上場する人民元建て株式）が上昇していることです。

参考 1: 関税と財政引き締めが米国株のパフォーマンス悪化を招いている



出所：LSEG Datastream のデータ(2025年3月4日)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第379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

250307(02)

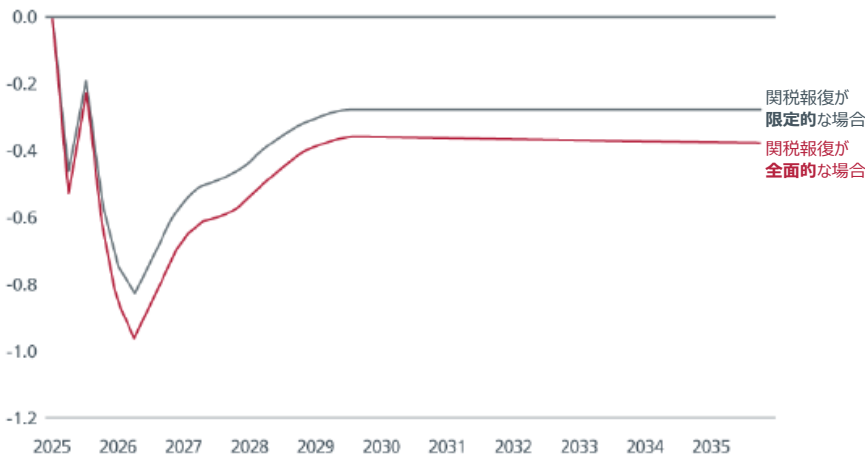
invested in insights.

私たちは米国株の相対的な低迷が今後も続くと予想しています。2月の雇用者数、小売売上高、消費者物価指数などの経済データは米国経済が引き続き健全であることを示唆する可能性が高いものの、投資家はこれらのデータに過度に安心しないことが重要です。3月に関税強化が発動され、ホワイトハウスが高関税の貿易相手国に同水準の税率を適用する『相互関税』の導入を4月2日から再開すると表明したことから、これらの2月のポジティブな経済データは急速に過去のものとなり、3月、4月、5月の経済データは成長の大幅な減速とインフレ上昇を示すはずです。

イエール大学の予算研究所¹は、メキシコとカナダ(エネルギーを除く)からの輸入品に対する25%の関税と中国に対する新たな10%の関税により、2025年の米国のGDPが約0.6%押し下げられると推定しています。著名なブルッキングス研究所とピーターソン国際研究所の推定でも、成長へのマイナスのインパクトはほぼ同様です。イエール大学はさらに、『相互関税』が現時点案のままで実施された場合、GDPがさらに0.6%~1.0%押し下げられ、インフレが約2%上昇する、と推定しています²。

参考 2: 関税強化による米国の実質GDPへの影響

～中国に対する20%追加関税とメキシコとカナダに対する25%関税の影響



出所：The Budget Lab, S&P Global, GTAPバージョン7、GTAP-RDモデルなどのデータに基づきイーストスプリング・インベスツメント(シンガポール)が作成。

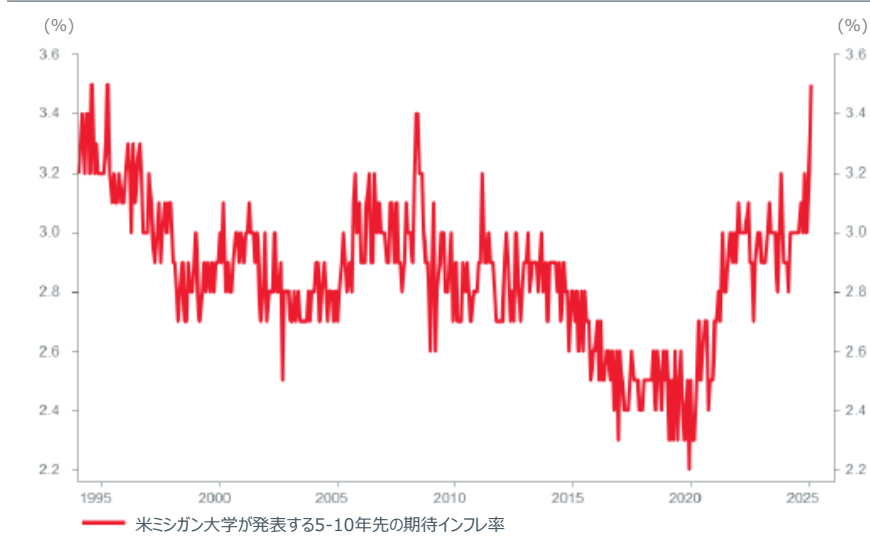
米トランプ政権によるこれらの関税強化政策は、もちろん世界貿易の成長を鈍化させることで、世界経済の成長を阻害することでしょう。しかし、マイナスの影響で米国が際立っているのには2つの重要な理由があります。1つは、トランプ政権の移民制限と、政府効率化省(DOGE)による連邦支出プログラムの削減と米政府職員の削減による財政引き締めも成長の重しとなることです。これら2つの非関税要因だけでも、年末までに米国のGDP成長率は0.3%~0.4%押し下げられることになるでしょう。

これに、それまでに実施された関税のマイナス効果を合わせると、米国のGDP成長率は昨年の2.5%から今年は1.5~1.9%に低下する可能性があります。これは、2.2%という市場予想を大きく下回る水準です。自動車関税の1か月間の猶予期間が終了し関税が適用され、4月に『相互関税』が課された場合、米国経済は今年後半に景気後退に陥る可能性が高いでしょう。

米国にとってのもう一つの重要な関税の影響は、米国のインフレ期待が急激に高まっていることです。ミシガン大学の5年先から10年先のインフレ期待調査は2月に1995年以来の最高水準に上昇しました。また米調査会社のコンファレンスボードとハリス・ポールによる最近の調査でも同様にインフレ期待が上昇しており、ISM製造業景気指数では物価を示す『支払い価格』は2月に急上昇しています。

invested in insights.

参考 3: 長期インフレ期待は1995年以来の水準にまで上昇

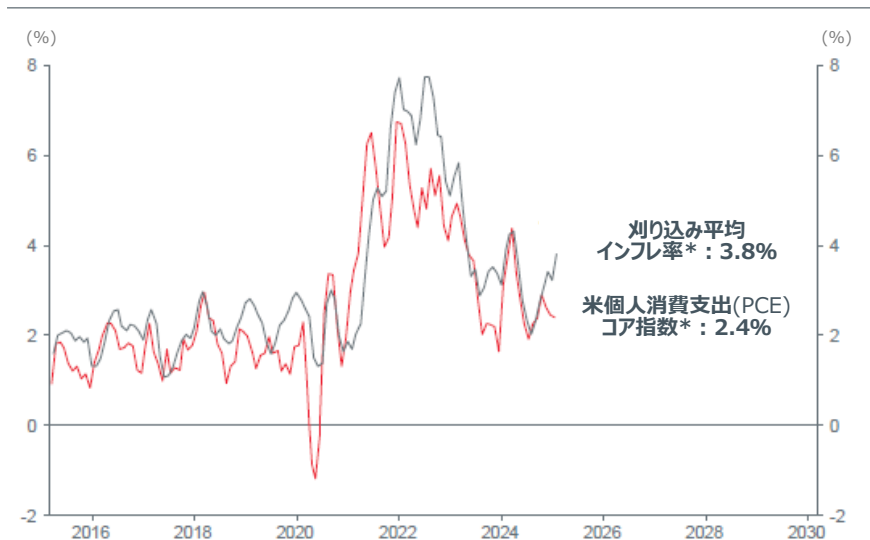


出所：LSEG Datastream のデータ(2025年3月5日)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

こうしたインフレ期待の高まりにより、企業が関税コストの多くを消費者に転嫁する可能性が高まり、インフレ率が上昇し、実質所得が弱まり、消費の伸びが抑制されることが予想されます。

米連邦準備制度理事会(FRB)が、成長の鈍化に対して利下げで対応するのには時間がかかる、と私たちはみています。インフレ率はFRBの目標である2%を上回ったままであり、デフインフレのペースは鈍化しています。新たな関税とインフレ期待の高まりが相まって、インフレが再加速する恐れがあります。

参考 4: 米国のデフインフレは鈍化しており、関税強化は米国のインフレ率を押し上げる可能性がある

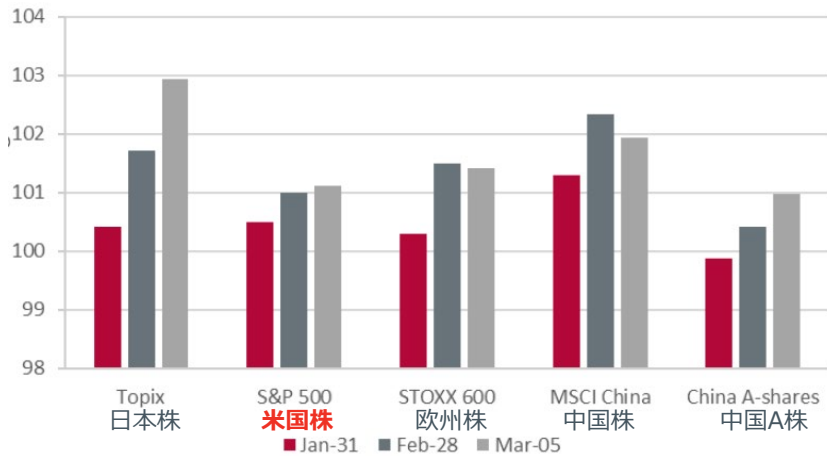


出所：LSEG Datastream のデータ(2025年3月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。
*3か月平均を年率換算したもの。

米国の企業収益の予想はすでに欧州、日本、中国の一部市場の伸びを下回っており、消費の低迷とコスト上昇の組み合わせにより、米国の企業収益の低迷がさらに進む可能性があります。対照的に、日本は賃金上昇による消費拡大の恩恵を受けるはずであり、中国ではGDPの約2%に相当する財政刺激策が実施される見込みで、国内経済の成長とA株企業の収益を支えることになるでしょう。

invested in insights.

参考 5: 米国の収益見通しは相対的に出遅れ始めている

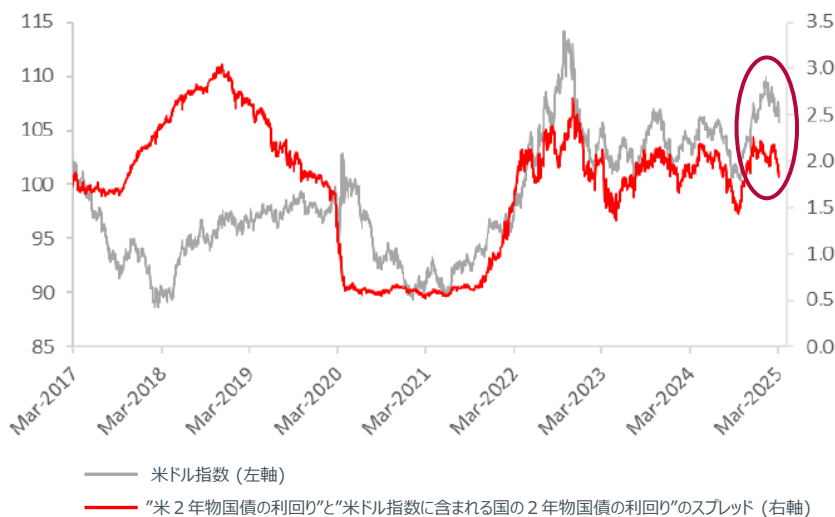


出所：Bloomberg のデータ(2025年3月5日)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。
※2024年12月31日を100として指数化。

市場予想に反して、米国経済の成長鈍化とインフレ上昇への懸念から、関税への反応として米ドルは上昇ではなく下落しています。このため、米国の名目金利と特に実質金利は他の主要通貨と比較して低下しています。今後数ヵ月で米国のハードデータ(実際の経済活動の結果を集計したもの)が悪化し始めれば、米国金利はさらに低下し米ドルに対して下落圧力として働く可能性が高いでしょう。

参考 6: 米ドル指数と金利スプレッドは足元乖離気味に。。。

～金利スプレッドの低下は米ドル指数の下落圧力に



出所：Bloomberg のデータ(2025年3月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)が作成。

注意すべきポイント:

重要な問題は、トランプ大統領がこれらの新しい関税を堅持するのか、あるいは『相互関税』の形でさらに関税を強化するのか、あるいは貿易相手国との新たな交渉や取引に応じて関税の発動を延期または撤回するのか、ということです。例えば、メキシコに対する関税については、少なくともいづらか軽減される可能性は十分にあると私たちは見えています。

しかし、関税の大部分がそのまま維持されるか強化されるとしても、インフレと消費への影響が実際にインフレデータに反映されるまでには少なくとも2か月、つまり4月、5月、6月頃まではかかるでしょう。これらの変数について3月のデータから確固たる結論を導き出そうとするのは避けた方が賢明です。

当面は、米国の労働市場への悪影響の兆候を探るため、私たちは週次の新規失業保険申請件数データに注目しています。直近の4週間平均の22万4千件から30万件以上に上昇した場合には注意が必要です。市場は歴史的に、消費者の言動(信頼感調査)よりも消費者の行動(実際の小売売上高データ)に注目することでリターンを得てきましたが、現在のショックの性質から判断すると、米国のリスク性資産は信頼感調査のさらなる低下とインフレ期待の上昇に“よりマイナスに反応する”と私たちは予想しています。同様に、3月と4月のISM指数が急落した場合は、株式、債券利回り、米ドルが下落する可能性が高いでしょう。

相対的なパフォーマンスについては、関税ショックをいづらか相殺し、成長を支える緩和的な政策が可能な国・地域に私たちは引き続き注目しています。中国は、全人代で発表された大規模な財政刺激策により際立っています。欧州も、その規模は中国よりはるかに小さいものの、財政刺激策を導入する過程にあるようです。日本では賃金上昇が継続しており、関税ショックによる経済への打撃をいづらか和らげることができる、と私たちは予想しています。また、インドではインド準備銀行(RBI、中央銀行)が今後、政策金利を大幅に引き下げると私たちは予想しています。RBIは2月の金融政策決定会合の最終日(2月7日)、市場予想通りに政策金利をそれまでの6.50%から0.25%引き下げて6.25%にすることを決定しました。私たちは年内にさらに0.50%の利下げ、場合によっては0.75%の利下げが行われることを予想しています。

投資への影響:

関税の猛攻と政策の不確実性により、市場は不安定な状況が続くとみられます。ポートフォリオのパフォーマンスを純粋なベータ投資に頼ることは困難であり、アルファ(超過収益)を引き出すにはアクティブ投資が必要となります。分散投資を行い、バリュエーションの規律を維持することは、ポートフォリオ内における質の高いインカム収入の確保につながるのと同時に、ポートフォリオのレジリエンス(強じん性、回復力)を高めることとなります。私たちイーストスプリングの株式チームは、ニッチな中国の消費関連企業、インドの金融業、日本の内需型企業への投資など、アジアの国・地域全体で特異な投資機会を見出しています。またアクティブ投資は株式市場に限定されるわけではありません。私たちの債券チームも機敏な対応を続けています。投資対象の“質”を重視する同チームは、米連邦準備制度理事会(FRB)の利下げに対する市場の急速な再評価や現地債券市場の変調や混乱から生じる機会を積極的に活用してリターンを高めています。

(データ出所)

1. <https://budgetlab.yale.edu/research/fiscal-economic-and-distributional-effects-20-tariffs-china-and-25-tariffs-canada-and-mexico>
2. <https://budgetlab.yale.edu/research/fiscal-economic-and-distributional-effects-illustrative-reciprocal-us-tariffs>

- ※ 東証株価指数(TOPIX)の指数値及び東証株価指数(TOPIX)に係る標章又は商標は、株式会社 J P X 総研又は株式会社 J P X 総研の関連会社の知的財産です。
- ※ MSCI 指数はMSCI Inc. が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc. に帰属します。またMSCI Inc. は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール) が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。