

invested in insights.

eastspring  
investments

A Prudential plc (UK) company



# 米国関税ショックへの 賢明で戦略的な対応

Market update

本資料は2025年4月3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。

4月2日に米トランプ大統領が発表した新しい関税計画により、2024年末には2.2%であった米国の実効関税率は、わずか4か月の間に約20%まで引き上げられました。アジアでは、トランプ氏の関税ショックがベトナム、韓国、日本、中国の順に成長に強い影響を与えると考えられます。経済や企業への二次的および三次的な影響を評価するには、さらに多くの時間とより詳細な情報が必要ですが、その後の市場の変動はアクティブ投資の投資家にとっては投資機会を提供することになるでしょう。

イーストスプリング・インベストメンツ・グループのチーフエコノミスト、Ray Farrisによると、米国大統領ドナルド・トランプ氏が4月2日に発表した新しい関税計画の発表により、2024年末時点で2.2%だった米国の実効関税率が、わずか4か月の間に20%近くまで引き上げられました。現在、米国通商拡大法232条の調査対象となっている品目に追加関税が適用されることになれば、米国の実効関税率は更に25%から27%程度に上昇する可能性が高く、かつて世界大恐慌時の1930年に制定され、恐慌を悪化させたと言われているスムート・ホーリー関税法に基づく税率よりも高く、過去100年余りで最高となります。

一律10%の輸入関税は4月5日に発効し、各国への相互関税は4月9日に発効します。銅、木材製品、半導体、医薬品、その他いくつかの製品は現在相互関税から除外されていますが、現在進行中の232条調査の結果によっては、将来的に関税が課されるリスクがあります。

私たちは、多くの国が4月9日の期限までに米国と合意に達することはないと悲観的に見ており、EU、カナダ、中国が報復措置を発表すると予想しています。

なお、これらの関税が持続される場合、2025年の米国の実質GDP成長率は0.6%~0.8%程度まで低下する可能性が高いと判断しています。関税は消費と投資に対する課税であるため、歴史的に見ても生産性の低下とより広範な経済成長の機会損失をもたらすことが示されています。

また、トランプ政権が進める緊縮財政や、移民規制などの政策によって米国のGDPは0.1%~0.2%程度減少すると見られ、今回の関税政策が追加されると、米国のGDPは0.3%~0.5%程度減少する可能性があります。さらに、米国の貿易相手国、特に中国、EU、カナダからの報復措置により、米国の輸出は弱まると予想されます。

市場でも米国の景気後退リスクを50%程度と見込んでいますが、私たちもこれらのショックが予想以上の経済的打撃となり、景気後退に至るリスクが高いと評価しています（次頁、図表1）。国の景気後退は予測が非常に難しいものの、今後12か月以内に景気後退が発生するリスクは現在60%程度と考えています。

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

250407(01)



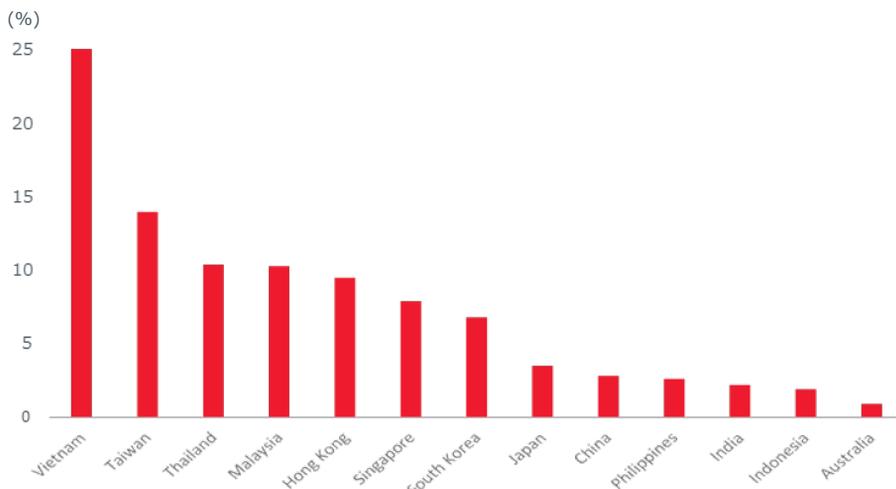
## invested in insights.

また、トランプ氏はベネズエラ産の原油・ガス購入国へ25%の関税を課す「二次的関税」も発表しています。中国とインドは、この二次的関税が、新たに発表された関税と重複して適用される場合、それぞれ79%と51%に関税率が上昇するリスクがあります。

一般的に言えば、今年は以下の3つの主な理由により、すべてのアジア経済が成長に対して大きな下方圧力に直面する可能性が高いと考えられます：

- ▶ ほぼすべてのアジアの国に対する米国の関税率が急激に上昇することによって、アジアからの輸出品に対する米国の需要を減少させる。
- ▶ トランプ氏の関税措置が米国、欧州、その他の主要経済にネガティブな影響を与えることによって、アジアからの輸出品に対する需要がさらに低下する。
- ▶ トランプ氏が一部の国を今回の追加的な関税措置の対象から除外したことにより、企業がアジアからこれらの地域に生産を移転しようとするインセンティブを生み出す。ほとんどのラテンアメリカおよびアフリカ諸国に対する米国の新しい実効関税率は10%以下。

図表3：GDPに占める米国向け輸出の割合（2024年時点）



出所：LSEG Datastream（2025年4月）のデータ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

この背景を踏まえ、これらのネガティブなショックを相殺するために政策が機能する経済に焦点を当てることが重要です。特に中国とインドが際立っていると考えています。

**中国：**中国政府は今年のGDPの約2%に相当する財政刺激策をすでに発表しています。これは今回トランプ氏が発表した関税ショックを相殺するには不十分な規模ですが、中国政府は経済成長を支援するための追加手段の余地があることを示唆しています。今年はGDP成長率を4.5%以上に維持するために「必要なことは何でもする」可能性があり、国内消費と投資支出に重点を置くと考えられます。

**インド：**2月のインフレ率が前年同月比3.61%に低下し、インド準備銀行（中央銀行、RBI）のインフレターゲットの中央値である4%を下回ったことで、景気支援のために現在6.25%である政策金利をさらに引き下げる余地が大きくなっています。さらに、インド政府は米国との取引を行うために関税制度を積極的に削減する意向を示しています。重要なのは、インドの対米輸出がGDPのわずか2.2%であり、インド経済全体占める割合が非常に小さいということです。

## invested in insights.

米国の景気後退リスクと潜在的なFRBの利下げリスクについて、いくつかのポイントを再確認します。

- ▶ 関税が米国の小売売上高、雇用、インフレなどに与える影響が指標に表れてくるのは、数か月の遅れを伴う可能性が高いと考えられます。早くとも6月に入って5月のデータが発表されるまで、影響が目に見えることはない予想しています。
- ▶ その間、市場は消費者信頼感指数やISMの景気指数の低下の程度に注目する可能性が高いです。新規失業保険申請件数は、労働市場への影響を示す市場の指標となるでしょう。
- ▶ FRBはインフレの長期化について懸念を表明する可能性がありますが、失業率が連続して4.5%以上に上昇し、新規失業保険申請件数が35万件を超える場合、インフレ動向に関係なく利下げを開始すると考えています。

最後に、米国債の利回りが引き続き低下すれば、住宅ローン金利を引き下げ、消費を刺激することで関税のネガティブな影響の一部を相殺する可能性があります。この効果が大きくなるためには、30年固定金利が6%近くまで下がる必要があると考えています。一方、トランプが木材製品やその他の建築材料に関税を課す場合、住宅建設コストの増加が住宅ローン金利の低下による負担軽減効果を大幅に相殺してしまうリスクがあると見ています。

(次頁、「アジア投資への影響」へ続きます)

## invested in insights.

### アジア投資への影響

アジア・グロス株式チームのポートフォリオ・マネジャー、Arthur Chaiによると、発表された関税は予想以上に厳しく、一部では投資家がそれまでに想定していた最悪のシナリオを上回るものでした。

一方で、半導体や医薬品などの特定の製品カテゴリーには若干ながらもポジティブな結果が見られました。これは、台湾や韓国の半導体メーカー、インドの医薬品メーカーなど、アジアの株式市場の大規模なセクターにとってプラスとなります。半導体が関税措置の対象から除外されたことは、米国が国内製造を強化するために以前に示唆していた関税の脅威を考えると予想外でした。アジアからの最終製品に含まれる半導体も適用除外される場合、関税の算定の基となる課税対象額が減少し、米国への技術輸出に対する混合関税がわずかに低下します。

全体として、各国が米国と二国間貿易協定を交渉し、貿易および経済的譲歩と引き換えに関税の修正を行うことで、関税の影響が減少することが期待されています。アジア株式インカムチーム・ヘッドのChristina Woonは、多くのアジア企業が国内市場に焦点を当てているため、関税の影響を受けにくいと付け加えています。比較的多くのアジア企業が潤沢なキャッシュを保有し、アジアのフリーキャッシュフロー利回りが他の地域に比べて高いことを考慮すれば、収益が減少する環境においても余裕があることを示唆しています。さらに、株主還元の向上を目指す動きが配当金の増加につながっているため、関税圧力は配当金への圧力に直結しない可能性もあります。

一方、計量株式戦略チームのクライアント・ポートフォリオ・マネジャー、Michael Sunは、関税政策の不確実性が市場のボラティリティ（変動性）を高めたため、重要なローテーションが発生したと分析しています。市場レベルでは先進国から新興国へ、セクターレベルでは景気に敏感なシクリカル銘柄から、景気に左右されにくいディフェンシブ銘柄へ、スタイルレベルでは高リスクから低リスク、グロス株からバリュー株への移行が見られます。これらを踏まえると、地域、セクター、投資スタイルにわたる分散投資が、リスクを軽減し、この移り変わりの激しい市場環境での投資機会を捉えるために重要です。

### インド株式

インドは比較的高い26%の相互関税率に直面しており、これは事前に予想されていた上限に近いものです。しかし、インドは現在米国と交渉中の二国間貿易協定により、関税率を大幅に引き下げることができると期待されています。インドの株式市場の主要部分を占める医薬品が関税対象から除外されたため、上場企業への影響は予想よりも軽微です。ほとんどの関税引き上げは、非上場の中小企業が支配的なセクターに影響を与えるでしょう。

### ASEAN株式

ASEAN-6諸国（インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナム）の関税は大きく異なりますが、米国向けの輸出額で加重平均するとASEAN-6の関税率は34%と、世界平均の相互関税率約24%よりも高くなります。アセアン・グロス株式チーム、ポートフォリオ・マネジャーのBryan Yeongは、これらの関税の影響は各国の米国市場への依存度と特定のセクターに左右されると強調しています。ベトナムの対米輸出はGDP比25%で最も高く、次いでタイ（10.4%）、マレーシア（10.3%）、シンガポール（8%）が続きます。インドネシアとフィリピンはそれぞれGDPの約2%と比較的小さい水準です。セクター別では、アパレルやスポーツウェアの受託製造に関連する企業に大きな影響を与えます。これらの企業の輸出コストは、受託生産の主要拠点がすべてASEAN（および中国）に位置しているため、大きな圧力を受けます。

関税の導入により、ASEANへのリショアリング（他国の生産拠点を自国へ戻す動き）の利益が減少する可能性があると考えています。これは、ベトナム、タイ、マレーシアなど、これまで恩恵を受けてきた地域への外国直接投資の流入にネガティブな影響を与える可能性があります。米国当局は、現在の関税が「数値の上限」を表していると示唆しており、各国が報復しない限り交渉の余地があるとしています。

## invested in insights.

### 中国株式

グレーター・チャイナ株式チームのポートフォリオ・マネジャー、Jocelyn Wuは、厳しい関税が中国の経済成長を大幅に減速させる可能性があると考えています。そのため、中国は関税の影響を部分的に緩和するための新しい政策を開始する可能性が高く、市場にさらなる不確実性をもたらすでしょう。米国政府が4月5日に期限設定したTikTokの米国事業買収が事態をより複雑にしているため、関税の状況は流動的なままです。

とはいえ、香港および中国の株式市場はこれまでも関税を含む多くの不確実性にさらされてきました。チームは、輸出の影響を受けない国内セクターや、関税リスクを相殺するための中国政府の新たな政策から恩恵を受ける可能性のあるセクターに焦点を当てたバーベル戦略（対照的な資産を組み合わせた運用戦略）を採用します。セクターとしては、需給関係の改善により上向いてきた国内消費と、魅力的な配当利回りを持つ特定の金融銘柄を愛好します。

### 日本株式

日本株式チーム・ヘッドのIvailo Dikovは、関税が今回発表されたレベルに留まる場合、世界的な需要減少により、日本の経済成長が予想以上にネガティブな影響を受ける可能性があると考えています。世界経済と日本企業の利益に対する影響を完全に評価するには、より多くの時間とより詳細な情報が必要です。その中にはポジティブな影響も含まれる可能性があります。

円高が進み、資源価格が落ち着けば、国内のコストプッシュインフレが緩和され、国内消費に関連する企業（例：国内小売、鉄道、公益事業）が輸出や設備投資関連の企業（例：自動車、機械、米国に関連する小売）に比べて恩恵を受ける可能性があります。デフレからの脱却と潜在的な実質賃金の成長は、日本の国内経済を支えるでしょう。

日銀は、企業収益、賃金交渉、インフレへの影響を評価し、さらなる金利正常化を行う前に慎重に検討する必要があると考えています。市場のボラティリティが高まっている環境下において、私たちは短期的な動きを予測した行動をとるよりも、状況が落ち着き市場が正常化するのを待つという姿勢を貫いています。このアプローチは歴史的にアルファ（超過収益）創出の機会をもたらしてきました。私たちは国内および輸出企業のいずれかに偏重するのではなく、広くバランスを取り、不確実な時代を乗り切るためにファンダメンタルズとバリュエーションに焦点を当て続けています。

### アジア債券

債券運用部のポートフォリオ・マネジャー、Eric Fangは、関税ショックの不確実性の中で、チームは投資適格社債と現地通貨建て新興国債券等を含む、より景気に左右されにくいディフェンシブなポジションをとっていると述べています。新興国市場の中では、ラテンアメリカと資源輸出国が直接的な関税の影響が相対的に低く、短期的にはアウトパフォームする可能性があります。

#### <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。