

## Quick Thoughts

## 関税を巡る市場の動向と経済の見通し

2025年7月11日



スティーブン・ドーバー, CFA

チーフ・マーケット・ストラテジスト  
ヘッド・オブ・フランクリン・  
templton・インスティテュート

4月の関税発表は市場に歴史的な動揺をもたらしましたが、その後、市場は目覚ましい回復を遂げています。フランクリン・テンプレトン・インスティテュートのスティーブン・ドーバーが、株式・債券の専門家と交わした関税の影響に関する議論の要点をお届けします。

今年4月、トランプ米国大統領が世界各国の製品に対し、過去100年で最高水準となる関税引き上げ計画を発表しましたが、その後株式市場は大幅に持ち直しました。発表直後、米国株は数日間にわたり急落し、通常は「安全資産」と見なされる米国債の価格さえも下落しました。その後、一部関税は発効、他は延期され、期限が再設定されるなど、多くの国との交渉が今も続いています。しかし7月初旬には、S&P 500種株価指数は過去最高値を更新するまでに回復し、債券市場の利回りも安定を取り戻しました。

市場を改めて捉え直し、投資家が関税をどう捉えるべきかを深く考察するため、私はフランクリン・テンプレトンの二人の専門家と議論の場を持ちました。一人は債券グループのポートフォリオ・マネージャーであるマイケル・サルム、もう一人はパトナム・インベストメンツでディレクター・オブ・リサーチを務めるキャスリン・ラキンです。

## 株式市場の回復

当初、関税が市場の大きな懸念材料となったのは、その税率が想定外の水準だったからです。市場では10%程度と観測されていましたが、4月2日の発表にはそれを大幅に上回る税率が含まれ、貿易相手国ごとに異なる税率が課されるというものでした。全体の平均税率が約40%に達したため、市場は数日間、混乱に陥りました。しかし、提示された税率が交渉材料の一部であり、その多くに90日間の猶予期間が設けられることが明らかになると、市場は冷静さを取り戻しました。

市場はこの猶予期間を利用し、国や産業分野ごとに異なる税率を分析するための、より精緻な定量的モデルを構築しました。今では投資家も、変化する情報を迅速かつ効率的に織り込み、新たな関税が及ぼす潜在的な影響を数値で評価できるようになっています。例えば自動車産業は、一般的な関税に加え、鉄鋼やアルミニウムといった部材への関税など、多岐にわたる影響に直面しました。その後、市場の利益予想は下方修正されましたが、その後の株価の動きは、この修正された予想がおおむね的確であったことを示しています。



キャスリン・ラキン

パトナム・インベストメンツ  
ディレクター・オブ・リサーチ 兼  
ポートフォリオ・マネージャー  
(米国リサーチ戦略担当)

マイケル・サルム

フランクリン・テンプレトン債券グループ  
シニア・バイス・プレジデント

現時点で市場は、関税率が発表前の平均約2%から、現在そして将来的には約15%の水準まで実質的に引き上げられると見ています。もちろん、多くの国との交渉が継続中であるため、この水準は変わり得ます。依然として不透明感は拭えませんが、投資家は情勢変化を分析する能力に自信を深めており、4月のような市場の激しい変動が再発する可能性は低いでしょう。最終的な関税率が15%を大きく上回れば株式市場には負の影響が想定されますが、市場はこの15%という水準には以前より備えができています。逆に、最終税率がこれを下回れば、株式にとっては好材料となる可能性があります。

また、4月以降の株価回復には幅広い銘柄が寄与している点も注目すべきです。これは、過去2年間にわたり、マグニフィセント・セブン（アルファベット、アマゾン、アップル、メタ、マイクロソフト、エヌビディア、テスラの7銘柄）を牽引してきた潮流からの変化です。この上昇相場の裾野の広がり、フランクリン・テンプレトン・インスティテュートが調査活動でかねてより指摘してきた主題でもあります。

### 経済への影響は限定的

関税による負担は、米国の輸入業者や海外の輸出業者といった企業が一部を吸収するものの、最終的には消費者に転嫁される公算が大きいです。我々は、実効税率約15%の関税は、消費に対する3%の全国売上税に相当すると分析しています。

関税には、広範な品目に課される一般関税から、鉄鋼、アルミニウム、銅といった重要物資や、自動車、医薬品などの基幹産業を対象とする分野別関税まで、様々な種類があります。家計への影響は所得水準や購入する輸用品によって異なりますが、マクロ経済の視点では、追加的な費用負担にもかかわらず、消費者心理と個人支出は底堅く推移している模様です。

大企業の対応は異なります。株式アナリストによると、企業は大規模な投資計画を中止こそしていないものの、実行を先送りしています。これは前向きな兆候と言えます。各社は、どこに資本を投下することが財務的に最も有利か、よりの確に判断できるまで待つ姿勢なのです。

要するに、我々の専門家は、関税が経済成長の軌道を狂わせるほどの影響を持つとは考えていません。国内総生産（GDP）成長率は年後半に1%近くまで減速するものの、その後は2%近辺へ回帰すると見ています。

コストの上昇はインフレ懸念を招きがちですが、その危険性は一部の投資家が当初恐れていたよりも低いようです。我々の分析によれば、平均15%の関税は全体の物価を約1.5%押し上げるものの、これが持続的な物価の不確実性につながることはないでしょう。

今年の米ドル安も、我々にとっては大きな懸念材料ではありません。米ドルは歴史的な高値圏から下落しているに過ぎず、過去の水準と比較すれば依然として相対的に強いと言えます。また、米ドル安の背景には、米国と主要貿易相手国との金利差の変化が大きく影響していると見られます。関税を巡る混乱の初期には、海外投資家が米国市場から資金を引き揚げているとの憶測もありましたが、ここ数ヶ月、米国資産への世界的な敬遠姿勢を示す兆候はほとんど見られません。

## 投資機会は広範囲に存在

我々の専門家が強調したのは「分散」という考え方です。海外市場や、株式・債券両市場の多くの分野に、魅力的な投資機会が存在します。例えば海外株式は、米ドルに対する自国通貨高の恩恵も受けて、多くの国で米国を上回る良好な成果を上げています。

また、ドイツ、日本、カナダなど、いくつかの国は大規模な景気刺激策を含む独自の経済改革を進めています。ドイツはその好例です。長年、低水準の借入で財政規律を維持してきたことで知られていますが、現在では、今後5年間でインフラ等への支出を70%増やす計画を打ち出しています。

債券市場では、全体的にスプレッドが小さく、突出して有利な分野が見当たらないため、分散は特に有効なリスク管理手段となります。我々の見解では、ハイイールド債は関税を巡る不確実性の中で特に危険性が増したわけではありませんが、積極的に選好する理由も見当たりません。債券の各分野や海外市場へ幅広く資産を配分しておくことが望ましく、それによって新たな投資機会が生まれた際にも柔軟な対応が可能となります。

## 先行きに注視しつつも、安定性は増す

歴史的な関税政策の変更から3ヶ月が経ち、市場は以前より落ち着きを取り戻している、というのが我々の見解です。世界各国との最終的な貿易協定の交渉には時間を要し、市場の注視は続きますが、市場参加者は目まぐるしく変わる報道や決定事項を理解するための、より優れた分析手段を手にはしています。

---

### リスクについて

**全ての投資にはリスクが伴い、元本割れの可能性があります。**

本資料で言及されている企業名および事例は、説明のみを目的としています。フランクリン・テンブルトンが助言するポートフォリオが、当該銘柄を現在保有しているか否かを示すものではありません。記載された情報は、特定の証券、戦略、または投資商品に関する推奨や個別の投資助言ではなく、フランクリン・テンブルトンが運用するポートフォリオの取引意図を示すものでもありません。

**分散投資は、利益を保証したり、損失から保護したりするものではありません。**

**株式は価格変動リスクを伴い、元本割れの可能性があります。**

**債券は金利、クレジット、インフレ、再投資のリスクを伴い、元本割れの可能性があります。**金利が上昇すると債券価格は下落します。債券の信用格付け、または発行体や保証人の信用格付けや財務力の変更は、債券の価値に影響を及ぼす可能性があります。**低格付けのハイイールド債は、より大きな価格変動、低い流動性、そしてデフォルト（債務不履行）の可能性を伴います。**

**海外投資は、為替変動や社会的、経済的、政治的な不確実性といった特別なリスクを伴い、ボラティリティを高める可能性があります。**これらのリスクは**新興国市場**ではより増大します。

## 重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。当資料は、フランクリン・テンプレトンの事前の書面による承諾なしの無断複製、転載、発行は禁じられています。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で示された予想および見解は市場やその他の状況により変更される可能性があります。他の運用者や運用会社による見解と異なる場合があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。経済、株式市場、債券市場または市場における経済トレンドについてのいかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。投資価値およびそれによって得られる収入は、上下する可能性があります。また投資家は投資した全額を払い戻すことができない場合がございます。**過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。**すべての投資には、元本の割り込みの可能性を含むリスクが伴います。

当資料に含まれる調査・分析に関する情報はフランクリン・テンプレトンが自身のために入手したものであり、付随的な情報の提供のみを目的としています。当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン・テンプレトン（「FT」）は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。いかなる情報もFTが信頼に足ると判断した情報元より取得していますが、その正確性を保証するものではありません。また、情報が不完全または要約されている場合や、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料における個別銘柄についての見解は、いかなる証券の売買、保有に関する推奨を示したものでも解釈されるものでもありません。また、個別銘柄に関する情報は投資判断のために十分とされるものでもありません。FTは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

金融商品、サービス、情報はすべての法域で入手可能とは限らず、米国以外では、他のFT関連会社および/またはその販売会社によって、現地の法律および規則が許容する範囲において提供されます。個別の法域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、ご自身の金融専門家またはフランクリン・テンプレトンの機関投資家向け窓口にご相談ください。

CFA® 及び Chartered Financial Analyst®はCFA協会の米国における登録商標です。

### 【当資料に関するご注意】

- 当資料は、フランクリン・テンプレトン（フランクリン・リソーシズ・インクとその傘下の関連会社を含みます。以下「FT」）が作成した説明資料を、フランクリン・テンプレトン・ジャパン株式会社が翻訳したものです。
- 当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、特定の金融商品等の推奨や勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、FTが信頼性が高いと判断した各種データ等に基づいて作成したものですが、その完全性、正確性を保証するものではありません。
- 当資料のデータ、運用実績等は過去のものであり、将来の運用成果を示唆・保証するものではありません。また、当資料に記載される見解は作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。
- 当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権、その他一切の権利は、その発行者に帰属します。
- 当資料はFTの許可なく複製・転用することはできません。

## フランクリン・テンプレトン・ジャパン

商号：フランクリン・テンプレトン・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第417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、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

