

# トランプ関税をうけたピクテの見方 | 米国「解放の日」のその後（アップデート版）

## POINT

トランプ米政権による一連の相互関税措置を受け、米国の関税率が100年ぶりの高水準に達しつつあります。予測不能な現在の市場環境下では、リスク資産に偏ったポートフォリオではなく、株式ではディフェンシブ・セクターや債券では国債などへの資金シフトを検討いただく必要があります。

トランプ大統領が発表した広範な関税措置は、市場予想を上回るものでした。この結果、米国の輸入関税率は平均で4.8%から約20%へと上昇し、大恐慌時代の水準に達する見込みです。しかし、この輸入関税について、その大きさだけでは、その内容の深刻さを十分に表せません。特に驚くべきは、提案された関税が、公正な貿易障壁の概念ではなく、米国の貿易赤字の解消を明確に目的としている点です。さらに、トランプ政権側が交渉相手国に求める具体的な譲歩内容が示されていないため、事態が早期に収束する見通しは立っていません。

中国はすでに全ての米国製品に対し34%の報復関税を課しており、欧州も対抗措置を検討しています。これにより、本格的な通商戦争の危機が現実のものとなり、世界の成長と物価にも大きな影響を及ぼすことになると考えています。さらに、市場の混乱により金融不安も高まる恐れがあります。

経済への打撃は過小評価できません。ピクテの分析では、米国への経済的ダメージは世界の他の地域の3倍に達すると予想されます。発表された関税により、消費者の追加負担額は6,000億米ドル超、これは米国のGDP比2%に相当し、1968年以来最大規模となります。これは企業や消費者の信頼感を大きく損ない、支出計画を大幅に縮小させることにつながるでしょう。

ピクテのエコノミストの試算では、これらの関税措置により、今年の米国のGDP成長率が最大1.8%ポイント下振れし、物価は最大2.6%ポイント上昇する可能性があります。これだけでも米国が景気後退に陥る十分な要因となりえます。ピクテでは、現時点で、米国の景気後退確率は50%以上とみています。これは数ヶ月前の予想を大きく上回るものです。関税が現在の脅威的な水準で長期化するか、あるいは景気減速が進む中で、消費者に及ぼす心理的ショックを通じて、2次的な悪影響として、より深刻さを増してくるものと考えます。

## 米国の関税引き上げによる各国GDPと米国のインフレ率への影響度

	GDPへの影響 (%)	米国インフレ率への影響 (%pts)	米国GDPへの影響 (%)
中国	-0.9	0.7	-0.5
EU	-0.3	0.4	-0.3
ユーロ圏	-0.4	0.4	-0.3
ドイツ	-0.4	0.1	-0.1
カナダ	-1.3	0.2	-0.1
メキシコ	-2	0.2	-0.2
英国	-0.2	0	0
スイス	-0.7	0	0
日本	-0.6	0.1	-0.1
韓国	-1.1	0.1	-0.1
ベトナム	-8.2	0.2	-0.1
台湾	-2.6	0.1	-0.1
タイ	-2.6	0.1	-0.1
マレーシア	-1.5	0	0
インド	-0.3	0.1	-0.1
その他の国・地域	-0.1	0.2	-0.1
合計	-0.6	2.6	-1.8

出所: Pictet Asset Management, CEIC, Refinitiv, WTO, USTR

したがって、単なる一時的な景気後退ではなく、本格的な景気収縮と失業率上昇に備える必要があります。さらに憂慮すべきは、米国政府が景気後退に対し、金融・財政両面で対応を制約されることです。

関税が完全に実施された場合、米国企業の利益は15%減少し、株価収益率も10%下落する可能性があります。これは、米国製品の不買運動など、その他の波及効果は考慮していません。実質金利の低下による一部の下支えは期待できるものの、景気後退シナリオでは、S&P500種株価指数が約4,500ポイントまで下落する恐れがあります。

米国の景気後退リスクが高まっていることから、リスク低減が重要と考えられます。ただし、株式のバリュエーションは2024年後半ほど高くはなく(12ヶ月先予想PERは22.6倍から18.5倍に低下)、投資家のセンチメントも既に悲観的であり、下値は限定的になると予想されます。

当社のモデルによれば、米国株式は現在、モメンタムやテクニカルの観点から完全に売られ過ぎの状態にあるとみており、一時的な反発が期待できると考えています。今後数日間は、国と国との交渉で一定の解決が図られ、関税が引き下げられる可能性もわずかにあるでしょう。しかし、ピクテでは、さらなる事態の悪化を経た後、紆余曲折を経ながらも徐々に事態が収束に向かうというシナリオが最も現実的だと考えています。

データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

世界の他の地域は、米国よりも有利な立場にあるとみています。欧州や新興国は、金融・財政両面で景気対策を講じる余地があるためです。中国、英国、そして潜在的にはインドにおいて相対的な強さを見込んでいます。中国は50%を超える高い関税率に直面しますが、デフレ環境と財政余力を背景に、金融・財政両面で大規模な景気刺激策を実施することが可能です。さらに、中国の米国向け輸出依存度はGDPの3%程度となっています(4月7日時点)。

インドは、国内需要の強さとサービス輸出比率が高いため、株式市場は耐性が高いと見られます。一方、日本と欧州大陸諸国は、貿易依存度が高いことから、株式市場は極めて脆弱な状況にあります。

英国は10%程度の比較的低い関税率が課される見通しです。加えて、高い配当利回りと資源や防衛セクターの比率が高いことから、英国株式は他国に比べて相対的に良好なパフォーマンスを示す可能性があります。

セクター別では、公益株や通信株がディフェンシブ的な特性、非製造業であること、割安な評価(バリュエーション)などから、相対的に良好なパフォーマンスが期待できます。一方で、消費者向けや一般消費財、ハイテク株は、それぞれの消費者の購買力の減少や高バリュエーションなどから、景気循環への高い感応度、関税の標的となるリスクから、最も脆弱とみています。

債券市場では、国債が資金の避難先として選好され、金利低下期待から相対的に良好なパフォーマンスを示すと予想されます。市場は現在、米連邦準備理事会(FRB)による年内4回の利下げを織り込んでいます。インフレ連動債の投資妙味が高いと考えられます。米10年物TIPS(インフレ連動国債)の1.8%水準にある利回りは魅力が高いとみています。景気後退やスタグフレーション環境下では実質金利の低下が見込まれるためです。一方、債券の中でリスクが高いとみているのが米国のハイイールド債です。スプレッドが小さく、景気減速から企業のデフォルト(債務不履行)率の上昇が最も懸念されます。欧州社債にも同様の圧力がかかるとみられますが、欧州中央銀行(ECB)にはFRBよりも金利引き下げの余地があるため、米国ほどの影響は受けないと見られます。

金は、金融市場の大きな混乱の中で、当初の価格下落が安全資産としての側面に注目していた投資家を失望させたかもしれません。しかし、実質金利の低下、米ドル安、経済の不確実性の高まりなどを背景に、今後数ヶ月、金価格は上値が期待できると考えています。

関税発表を受けて米ドルは通常の経済理論に反して急落しました。米国の景気後退リスクの高まりを受けて、FRBが一段と金融緩和に動かざるを得なくなる可能性があるからです。また、米ドルは当社モデルベースで15%程度、割高な評価となっています。さらに、トランプ政権は貿易赤字削減のため、米ドル安を歓迎するでしょう。

金に加え、スイスフランは現在の環境下で貴重でかつ本物の避難通貨と位置付けられ、世界的な金利低下の恩恵を受けるでしょう。英ポンドも、英国への比較的有利な関税措置が支援材料になる可能性があると考えます。

## ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

### 1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等（外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります）に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に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ので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

### 2. 投資信託に係る費用について（2025年3月末日現在）

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用：申込手数料 上限3.85%（税込）  
※申込手数料上限は販売会社により異なります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用：信託財産留保額 上限0.3%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用：信託報酬 上限年率2.09%（税込）  
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。  
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等：監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます（これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません）。  
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

#### 《ご注意》

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、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

■当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■運用による損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・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380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