

トランプ相互関税に対する見解

UBS House View - CIO Alert

Mark Haefele, Global Wealth Management Chief Investment Officer, UBS AG

何が起きたか？

トランプ米大統領は、米国への輸入品に対する関税を大幅に引き上げる相互関税を発表した。4月5日より、全ての国からの輸入品に10%の「基本税率」を導入し、さらに9日からは、米国に高い関税または非関税障壁を課しているといみなされる特定の貿易相手国に対し「上乗せ税率」を加算し、トータルでより高い「相互関税率」を適用するというものだ。

中国には34%(すでに発表されていた関税を含めると54%)、日本には24%、欧州連合(EU)には20%、スイスには31%の関税を賦課することが発表された。カナダおよびメキシコからの輸入品のうち、米国・メキシコ・カナダ協定(USMCA)適合品目は、関税賦課から当面除外される。トランプ大統領は、3日から適用される全輸入自動車に対する25%の関税賦課も改めて表明した。

今回の相互関税の対象外となったのは、銅、医薬品、半導体、地金、木材、エネルギー、および米国では調達できないその他の特定の鉱物だ。

トランプ大統領は演説の中で、米国は貿易相手国が米国からの輸出品に課していると推定される非関税障壁も含めた関税率の半分の相互関税率を適用するという原則を明らかにした。トランプ大統領は貿易相手国との交渉の余地を示したが、関税・非関税障壁の引き下げ、または米国への追加的な対内投資を条件とした。

株式先物はこの発表にネガティブに反応し、S&P500種株価指数先物は3%下落、ナスダック100指数先物は4%下落、中小型株指数であるラッセル2000指数先物は5%下落した。債券利回りは小幅に低下しており、投資家は関税がもたらすインフレよりも経済成長へのリスクに注目しているとみられる。執筆時点で米国2年債利回りは2ベースポイント(bp)低下して3.84%、10年債利回りは3bp低下して4.13%となっている。米ドルは主要通貨の大半に対して小幅に上昇したが、USMCA適合品が関税の適用除外となり、メキシコ・ペソとカナダ・ドルは当初上昇した。金(gold)は0.3%上昇している。

どう考えるか？

トランプ大統領は国際緊急経済権限法(IEEPA)に基づき関税を発表しており、今後数週間の内にホワイトハウスは、この大統領権限に関して法廷で争うことになる可能性もある。さらに、企業は関税の引き下げや撤廃を求め、ロビー活動を強化するだろう。経済的コストが上昇するにつれて、関税緩和に向けた政治圧力が高まる可能性もある。

我々の基本シナリオ(確率50%)では、関税率は今後引き下げられると予想する。トランプ大統領自身が交渉の余地を示しており、ベッセント米財務長官も、今回の関税は「最高税率」であり、各国は関税引き下げに向けた措置を講じることができると述べている。

しかし、こうした関税引き下げのプロセスには時間がかかるだろう。また、短期的には、米国は「相互主義」に基づき、相手国が報復措置を取った場合、一部の関税率をさらに引き上げることもあり得る。

今回の関税発表により、2025年4-6月期(第2四半期)と7-9月期(第3四半期)の経済成長率は鈍化すると予想する。トランプ政権による措置で、米国の実効関税率は既に2.5%から約9%に上昇し、第2次世界大戦以降で最高となっていた。これまでに発表された関税が撤廃されないと仮定すると、今回発表された関税で実効関税率はさらに約15%上昇し、25%程度になる。

年末までに関税が引き下げられたとしても、短期的なショックとそれに伴う不確実性により、米国経済は短期的に減速し、2025年通年の経済成長率は約1%か、それを下回る水準となる可能性が高い。米連邦準備理事会(FRB)は利下げペースを加速し、2025年の残りの期間で75~100bpの利下げを行うと予想する。

不確実性の高まりは、すでに企業と消費者のセンチメントに影響を及ぼしている。3月の米サプライマネジメント協会(ISM)製造業景況感指数は49と、2月の50.3から低下し、3カ月ぶりに景況感が悪化した。GDPの3分の2以上を占める個人消費の指標となる2月の個人消費支出も、予想を下回る伸びにとどまった。米アトランタ連銀のGDP予測「GDPナウ」による第1四半期のGDP成長率予想は、金の輸出入を調整した値で-1.4%となっている。

楽観シナリオ(確率20%)は、関税が比較的早く撤回されるというものだ。2月に発表されたメキシコとカナダに対する関税は、企業からのロビー活動を受けて数日で撤回された。しかし、トランプ大統領は相互関税発表の日を「解放の日」*と呼び、それに向けて投じた政治的コストや広範にわたる関税の規模を考えると、今回の関税が全面的に撤回される可能性は低い。

また、トランプ政権の関税に関する発言は、ここ数週間でかなり強硬なものとなっている。3月初め、トランプ大統領は多少の経済的「混乱」を許容する考えを述べ、相互関税に対し、ある程度柔軟な姿勢も示唆していた。しかし3月30日には、輸入自動車価格の上昇を「気にしない」とし、それにより米国製自動車に買いが戻るだろうと述べた。また、自動車関税は恒久的なものだと主張している。

悲観シナリオ(確率30%)では、今回発表された関税措置が3~6カ月以上維持されるか、貿易相手国からの報復措置を受けて関税が引き上げられると予想する。これにより米国は景気後退入りし、FRBによる更なる大幅な利下げ(約300bp)につながる可能性がある。

*トランプ大統領は2025年4月2日を、米国が他国による搾取から解放され、再び豊かになる「解放の日」と位置付けた。

投資見解

株式

先週のトランプ政権による自動車への追加関税の発表や相互関税への強硬姿勢が示されたことで、株式市場のボラティリティ(変動率)は高まった。相互関税の内容が明らかになったことで、今後数週間は市場の不確実性が高い状況が続くとみられる。投資家は、米国の経済成長と企業業績のコンセンサス予想の下方修正、報復関税の応酬による貿易摩擦の激化、発表された関税の引き下げ交渉の可能性等を注視していくことから、米国市場のボラティリティは高い状況が長引くことになるだろう。

しかし我々は、年末にかけて株式相場は上昇すると考えている。人工知能(AI)、ロジエビティ(健康長寿)、電力と電源といった技術革新への投資機会は、短期的にはリスク回避の動きに巻き込まれる可能性があるものの、中長期的に強い上昇余地があるとみている。投資家は、現在の高いボラティリティを利用して、利回り確保を重視する戦略を検討することもできる。

現在、不確実性は高いが、年後半に近づくにつれて、追加的な新しい材料が市場を下支えする可能性がある。関税引き上げが発表された今、関税引き下げ交渉が始まると考えられる。関税収入は、減税の延長に伴うコストの相殺に使われる可能性がある。またFRBは、景気減速に対して利下げで対応すると予想される。

発表された関税は欧州と中国に悪影響を及ぼすだろう。両市場は年初来上昇しているため、特に報復措置が発表されれば、短期的にリスク回避の動きが強まる可能性がある。欧州株と中国株についてはNeutral(中立)のスタンスを維持する。現時点では、選別的な投資を勧める。欧州では財政拡張の恩恵を受ける銘柄や中小型株を推奨する。今後数週間は、欧州と中国の市場の下落を注視し、両地域の長期的な上昇要因に対する投資配分が少ない投資家が、選別的にエクスポージャーを増やす機会になり得る。

債券

高クオリティ債はポートフォリオの魅力的な分散投資先だと考える。最近のボラティリティ上昇と経済成長懸念にもかかわらず、債券利回りはここ数週間比較的高い水準にある。投資家がポートフォリオの持続的なインカムを追求し、キャッシュリターンを最適化する機会となっている。

FRBは難しい立場に置かれている。発表された関税措置により、経済成長率は低下し、インフレ率は上昇する可能性が高い。だが、労働市場の弱さが確認されれば、FRBは利下げペースを加速させると我々は考える。発表された関税措置が長期化する可能性があるとの懸念も、FRBの長期的な金利見通しを引き下げ、高クオリティ債の追い風となるだろう。

具体的には、高格付債と投資適格債は魅力的なリスク・リターン(リスクに見合ったリターン)を提供していると我々は考える。また、分散型債券投資戦略、シニアローン、プライベート・クレジットや株式インカム戦略も有望だとみている。

通貨とコモディティ

為替のボラティリティは高まるため、対米ドルの主要通貨の取引(ユーロ/米ドル、米ドル/スイス・フラン、英ポンド/米ドル)ではレンジを活用した戦略が検討できる。関税措置は米ドルにとってプラスであり、米ドルはリスクオフ局面で上昇する傾向にある。しかし、米国の経済成長率と金利見通しが他の地域よりも大幅に引き下げられる可能性があること、また、政治的な不確実性により米ドル資産からの分散投資が増加する可能性があることから、こうした効果は相殺されるだろう。

成長見通しの下振れリスクに加えて、FRBが予想以上に大幅な利下げを行った場合、米ドルは長期的に下落する可能性があることに留意したい。

一方、金(gold)は現在1オンス当たり3,000米ドルを超えているが、今後も地政学およびインフレリスクに対するヘッジ手段となるだろう。基本シナリオでは、金価格は年末までに同3,200米ドルに達すると予想するが、関税が予想以上に長く維持される場合には、さらに上昇する可能性がある。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG(スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBSチーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメンが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメン株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。UBS Groupには旧Credit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

UBS Group内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIOが発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Managementが作成しています。UBS Global ResearchはUBS Investment Bankが作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を手に入れるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメンおよびシニア・マネジメンのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があります。現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等：UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメン株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3233号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.5%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、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お読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

「UBS投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大2.20%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回る場合があります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AGおよびUBS Group内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 2025 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第649号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会