

貿易戦争: CIOの最新見解

UBS House View - CIO Alert

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

トランプ米大統領は4月2日、異例ともいえる大幅な米国経済政策の変更を発表した。これにより、米国の輸入品に対する実効関税率は、少なくとも過去100年で最も高い水準に達した。相互関税の発表を受け、株式は急落、債券と金(gold)の価格は上昇し、米ドルは主要通貨の大半に対して下落している。

短期的には、実効関税率はさらに上昇する可能性があると考え。トランプ大統領が今後6カ月の間に関税引き下げに向けた積極的な措置を講じない場合には、米国が景気後退入りを迎え、株式市場が下落する悲観シナリオが現実になるとみられる。強硬な政策が外交(イランおよびウクライナ・ロシア停戦交渉への「最大限の圧力」)や財政(国内の減税延長)にまで及ぶと、不確実性がさらに高まる可能性がある。

しかし、我々の基本シナリオでは、経済的、政治的、さらには産業界からの圧力が高まる中で、実効関税率は今後3~6カ月で徐々に低下するとみている。とはいえ、この間に米国と世界の経済成長は大幅に減速し、市場のボラティリティ(変動率)が高い状況も長引くことになるだろう。

我々はこの数カ月、ボラティリティの高まりに対する警戒を呼びかけ、株式エクスポージャーのヘッジとポートフォリオの分散を勧めてきた。しかし、今回発表された関税の規模は、我々にとっても、市場にとっても予想外の規模だった。企業の利益成長見通しの低下、関税をめぐる不確実性の継続、ボラティリティの高い状態が長期間続く可能性を考慮し、米国株式の投資判断をAttractive(魅力度が高い)からNeutral(中立)に、米国のテクノロジーセクター、人工知能(AI)関連銘柄、台湾株式をMost Attractive(最も魅力度が高い)からAttractiveに引き下げる。

不透明感が高まり、ボラティリティが上昇している時に、投資家はボラティリティを管理・利用する戦略や、ボラティリティの先を見据えた戦略をとることができる。具体的には、金、高クオリティ債、ヘッジファンド、およびAI・電力と資源・ロンジェビティ(健康長寿)に関連する銘柄、株式と通貨の利回り向上を重視した戦略などが検討できる。

経済成長、インフレ率、金利への影響は?

米国

4月2日に発表された関税措置を受け、米国の経済成長率は大幅に鈍化する見込みだ。我々の基本シナリオでは、米国の2025年の国内総生産(GDP)成長率は1%を下回ると予想する。年内に景気後退に陥る可能性もある。相互関税発表前の時点でも、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3カ月ぶりに低下し、2月の個人消費支出は予想を下回る伸びにとどまっていた。米アトランタ連銀のGDP予測「GDPナウ」による2025年第1四半期のGDP成長率予想は、金の輸出入を調整した値で-0.8%となっている。

インフレ率については、トランプ政権がこれまでに発表した関税措置が、年末までに米国の消費者物価を2ポイント程度押し上げると予想する。これは、関税コストの消費者への転嫁が部分的なものにとどまることを前提としている。米連邦準備理事会(FRB)はインフレ率の上昇を注視する必要があるものの、経済成長の大幅な低下と労働市場の鈍化が予想されることから、FRBは2025年の残りの期間に75~100ベースポイント(bp)の利下げを行うとみている。

欧州

欧州の経済成長率も低下するとみているが、米国ほどではないと考える。関税が夏の終わりまで現行水準に据え置かれる場合には、撤回される場合と比較して、経済成長率は0.5~1%程度の低下を見込む。インフレ率については、欧州連合(EU)による報復関税で短期的には物価上昇圧力が高まるが、中期的には低下するだろう。経済成長の鈍化と相まって、欧州中央銀行(ECB)が6月までに、2%を下回る水準まで金利を引き下げる可能性は十分にある。

アジア

アジア全体の経済成長率は、2024年の5.1%程度から、2025年には4.0%を下回る水準にまで低下する可能性がある。貿易主導型の東アジア諸国、タイ、マレーシア、シンガポールが最も影響を受けやすいだろう。

アジアの経済成長率に関税が直接与える影響は0.5%を上回る可能性がある。さらに米国の経済成長率が1%低下すると、シンガポール、マレーシア、タイ、台湾、韓国など貿易主導型の国のGDPは2%程度低下する可能性もある。インド、インドネシア、フィリピンなど内需主導型の国では、1%の影響にとどまるだろう。

市場に対する見解

米国株式

米国株式の推奨をAttractiveからNeutralに引き下げる。我々の基本シナリオでは、年末までに米国株式市場は部分的に回復すると予想するが、S&P500種株価指数の2025年12月末の予想値を6,400から5,800に引き下げる。2025年の1株当たり利益(EPS)予想を265米ドルから250米ドルに、S&P500種の年末予想株価収益率(PER)を21.5倍から20.0倍に引き下げる。関税引き上げと経済成長率の低下は米国企業の利益を圧迫するだろう。さらに、不確実性の継続、経済指標の悪化、トランプ政権の景気下振れ容認の姿勢から、リスクプレミアムは高止まりする可能性が高い。

セクター別では、米国のテクノロジーセクターとAI関連株の推奨度をMost AttractiveからAttractiveに引き下げる。AI技術サイクルの長期的なファンダメンタルズは依然として健全だと考えるが、関税引き上げによる不確実性が短期から中期的に逆風となる可能性がある。

我々のAI投資のポートフォリオを構成するAI関連株の平均株価は、トランプ政権の関税引き上げ発表前の1週間で2.0%下落し、発表後の1日でさらに6.5%下落した。市場はすぐに関税引き上げを織り込んだと考えたくなるが、関税引き上げの影響を織り込むにはまだ時間がかかると考える。

第1に、今回の相互関税発表では半導体は対象外となったが、今後関税が賦課される可能性もある。第2に、2025年第1四半期の決算発表シーズンにおいて、大手テクノロジー企業でさえも主力事業の成長鈍化を考慮してAI設備投資に慎重になる可能性がある。第3に、経済の不確実性の高まりから、短期的にはテクノロジーセクターのPERの上昇余地は小さいとみられる。

米国の一般消費財セクターについても、AttractiveからNeutralに引き下げる。同セクターは関税引き上げ(輸入コストの上昇)の直接的な影響を受ける可能性は高いが、国内経済と労働市場の減速を背景に、関税コストを消費者に転嫁するのは容易ではない。

米国以外の株式

欧州株式についてはNeutralを維持するが、年末のユーロストックス50指数の予想値を5,700から5,200に引き下げる。これは、企業の利益成長見通しが弱く、不確実性が高まっていることを反映したものだ。欧州企業の業績回復の予想時期を後ろ倒しし、今年の利益成長率予想を5%から0%に引き下げる。市場へのエントリーの機会を模索しつつ、財政拡張の恩恵を受ける銘柄や中小型株など、銘柄の選別を勧める。

中国については、米国の関税措置による経済への悪影響と報復措置の可能性を考慮し、Neutralを維持する。アジアを重視する投資家には、今後数カ月のボラティリティの高まりを見据え、中国ではディフェンシブで高配当利回りを提供する一部の国有企業を勧める。魅力的な配当利回りは、ボラティリティの高い市場においてポートフォリオのリターン安定化に寄与するだろう。

台湾は、構造的な成長見通しが魅力的であることから、アジアの推奨市場の一つであるが、見通しをMost AttractiveからAttractiveに引き下げた。米国の台湾への相互関税率は32%(半導体と医薬品を除くと24%)と高く、更に半導体への関税措置の可能性も排除できないことから、市場のボラティリティは続き、回復は遅れるだろう。台湾株式は年初来で約7~10%下落しており、一部のリスクはすでに織り込まれているが、更なる下落リスクは残っている。半導体への関税賦課の可能性、経済成長鈍化による設備投資の遅れや業績下方修正の可能性などが懸念材料だ。台湾政府が米国に早期に譲歩を示す可能性があるが、これは一時的な支援材料となっても、持続的な回復には時間がかかるだろう。

債券

我々は引き続き、高クオリティ債をAttractiveとする。コンセンサスの経済成長予想は今後数週間で低下する可能性が高く、これは高クオリティ債の支援材料となるだろう。しかし、我々の基本シナリオにおいて、高クオリティ債の魅力は絶対リターンの見通しよりも、ポートフォリオの分散効果にある。インフレ率も短期的に急上昇する可能性が高いため、債券市場はFRBの大幅な利下げサイクルを織り込むことに慎重になるだろう。

我々の基本シナリオでは、年末までに米10年国債利回りは4.0%に低下すると予想する。米国ハイイールド債のスプレッドは大幅に拡大しており、今後も米国の成長軌道への懸念に対し、スプレッドが拡大しやすい状況が続くだろう。短期的には、米国および世界経済の弱さが長期化する可能性を市場が織り込む中、米国ハイイールド債のスプレッドは400bpを上回る水準まで拡大する可能性がある(執筆時点の水準は342bp)。

通貨とコモディティ

米ドルは、今回の関税発表以降、大幅に下落している。関税は本来、米ドルにとってプラス材料であり、米ドルはリスクオフ局面で上昇する傾向もある。しかし、我々は、メキシコとカナダに対する関税が想定よりも低いことや、米国の経済成長率および金利に関するコンセンサス予想の他の地域よりも大幅な下方修正、政治的な不確実性による米ドル資産からの分散、そしてEUや中国からの報復措置の可能性を市場が織り込み始めていること等の要因により、こうした効果は打ち消されていると考える。

今後数カ月は、米ドルに対するプラス材料とマイナス材料が相殺し合い、米ドルは概ねレンジ内で推移すると予想する。成長見通しの下振れリスクが強まるとともに、FRBが予想よりも大幅な利下げを実施した場合には、米ドルは長期的に下落する可能性がある。

一方、金は現在1オンス当たり3,100米ドルを超えており、引き続き地政学リスクとインフレリスクに対するヘッジの役割を果たすと考えられる。基本シナリオでは、金価格が年末までに1オンス当たり3,200米ドルまで上昇するとみているが、関税が予想以上に長く維持される場合は、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・マネジメントが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社(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入手でき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・マネジメントおよびシニア・マネジメント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ものではなく、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もありません。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・マネジメント株式会社 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ことがあります。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