

米中関税引き下げ合意、米国株を中立に引き下げ

UBS House View - CIO Alert

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

何が起きたか？

米国と中国は貿易協議を継続しつつ、相互に関税を115%引き下げ、その内24%を90日間停止し、残りは撤廃することで合意した。この報道を受けて、S&P500種株価指数は12日に3.3%上昇し、テクノロジー株の比率が高いナスダック総合指数も4.4%上昇した。今回の合意で、米国は中国への関税を累計145%から30%に引き下げ、中国は米国への関税を125%から10%に引き下げる。ロイターが伝えた中国の業界筋の話によると、12日の貿易協議の合意を受け、レアアースの米国向け輸出に対する制限は一部緩和される可能性があるが、全面的な解除は考えにくいという。

ベッセント米財務長官は、米中のいずれもデカップリング(分断)を望んでいないと述べ、世界の2大経済大国の間で貿易摩擦が再燃するのを防ぐために、継続的な協議の枠組みを構築することを強調した。10~11日にはスイスで協議が行われ、米国政府は「大きな進展があった」と報告していた。

一方、トランプ政権による関税に対しては、今週から米国の裁判所での審理も始まり、関税の引き下げに向けた別の道筋が示される可能性がある。その他の動きとして、ウクライナのゼレンスキー大統領は、15日にトルコでロシアのプーチン大統領と会談する可能性があり、ロシア・ウクライナ戦争の停戦に向けた動きも加速している。

貿易協議をめぐる楽観論が相場を押し上げた一方、12日には医薬品株が注目された。トランプ大統領が、同日に米国の処方薬の価格を他の先進国の最低価格に合わせる「最恵国待遇薬価」という制度を導入する大統領令に署名したためだ。トランプ大統領は自身のSNS「トゥルース・ソーシャル」で、価格を全体として59%引き下げる計画だと投稿した。投資家がこの政策の実現可能性を探る中、大手医薬品会社の株価はまちまちの動きとなった。

米国株式の上昇に加え、ユーロ・ストックス50指数は1.6%、香港ハンセン指数は3%、中国CSI300指数は1.2%上昇した。貿易をめぐる不確実性の中、安全資産への需要に支えられていた金(gold)は、1オンス当たり3,241米ドルと3.1%下落した。

米ドル指数は12日に1.4%上昇し、米国資産を安全資産として再び信頼する動きが示された。一方、米国債は、10年債利回りが9ベーシスポイント(bp)上昇し、リスク資産への転換が示唆された。

どう考えるか？

米中による関税引き下げ発表は、関税率の低下を予想した我々の基本シナリオと一致している。関税措置に対する法的な異議申し立てが増え、大統領の支持率が低下していることから、関税は徐々にではあるが大幅に引き下げられている。

トランプ政権の関税に対する今後の裁判所の審理は、このプロセスを加速させることが予想される。13日に予定されている国際緊急経済権限法(IEEPA)の前例のない使用に関する米国国際貿易裁判所の審理は、関税の合法性を判断する上で重要な役割を果たす可能性がある。結果がどうなるかは不透明だが、審理の行方は注視する必要がある、今後数カ月の関税引き下げの重要な要因となるだろう。

2024年の輸入量に基づく、米国への輸入品に対する実効関税率は、現在の約25%から年末までに15~20%に近づくともみている。この見解は、対中関税の引き下げが継続され、30~40%程度で落ち着き、中国以外の国や地域に対する相互関税が年末までに10~15%程度で落ち着くという前提に基づいている。

関税が今回引き下げられた水準にとどまった場合、米国経済への影響は、付加価値税(VAT)が2%引き上げられた場合と同程度になると予想される。短期的には経済成長が鈍化し、物価が上昇することが予想されるが、本格的な景気後退を引き起こすことはないだろう。

貿易協議の進展に加え、ロシアとウクライナの30日間の停戦を求める欧州諸国の首脳による圧力の高まりも、市場センチメントを押し上げた可能性がある。我々の基本シナリオでは、年内に停戦合意が成立すると想定しているが、ウクライナに提供される安全保障は比較的弱いものになると予想している。欧州株式は、我々の投資テーマ「欧州投資の6つの方法」で述べているように、欧州の防衛費の増加と、ドイツの新政権の財政刺激策によって下支えされるだろう。

12日に発表された薬価引き下げの大統領令は、ここ数週間医薬品セクターの重しとなっていた米国の薬価問題に関して短期的には一定の安心感をもたらすだろう。大統領令では、最恵国待遇薬価の適用に向けた具体的な道筋が示されなかったためだ。最恵国待遇薬価は今後も同セクターに逆風となる可能性があるが、以下の要因から、その影響は限定的と考える。まず、第1次トランプ政権時に発令された類似の大統領令は裁判所で差し止められたため、今回も法的な異議申し立てが行われる可能性が高い。また、薬価の大幅な変更には立法措置が必要だが、共和党指導部は、現在進行中の複雑な予算調整プロセスに最恵国待遇薬価を盛り込まないことを決定したと報じられている。さらに、インフレ抑制法(IRA)の薬価引き下げ交渉の枠組みで、最恵国待遇薬価を「価格目標」として組み込む可能性もあるが、価格の引き下げは段階的なものとなり、影響は限定されるだろう。しかし、政策内容が明確になるまでは、医薬品セクターにとって重しになるとみられ、今後数週間、同セクターのボラティリティは高止まりすると予想する。

投資方針

米国株式をNeutral(中立)に引き下げる。4月10日に米国株式をAttractive(魅力度が高い)に引き上げたが、これは貿易摩擦に対する過度な懸念が市場に織り込まれていると判断したためだ。その後、貿易摩擦の緩和に向けた進展を受けて懸念が後退し、S&P500種株価指数は11%上昇した。S&P500種株価指数は現在、トランプ大統領が相互関税を発表した4月2日の水準を上回っており、株式のリスク・リターン(リスクに見合ったリターン)はよりバランスが取れていると考える。

今回の米中間の関税引き下げで、ひとまず安心感が広がったが、不確実性は依然として高く、投資家はこの暫定的な合意が持続的なものに発展するかどうかには焦点を移すだろう。米中双方の前向きな姿勢は、さらなる交渉の意思があることを示唆しているが、最終合意に至るまでには難航が予想され、断続的なボラティリティを引き起こす可能性がある。

このため、投資家の過度な悲観ムードを機会と捉えAttractiveに引き上げていた米国株式をNeutralに引き下げる。これは弱気の見方ではなく、株式の売却を推奨するものでもないことに留意されたい。投資家には米国株式への長期的な配分を十分に維持することを勧める。12カ月の投資期間では、株価は現在の水準を上回ると考える。

米国株式のセクター推奨は維持し、コミュニケーション・サービス、情報技術(IT)、ヘルスケア、公益事業をAttractiveと評価する。ヘルスケアについては、関税と薬価に対する懸念から医薬品株が最近売られているが、トランプ大統領の政策が法的な問題に直面する可能性が高いことを考慮すると、現在のバリュエーションから見て売られ過ぎだと考える。ヘルスケア・セクターの他の分野は、薬価に関する大統領令の影響を受けず、関税の影響も限定的だと考える。

今回の合意で決まった関税引き下げのペースと規模は、市場の予想を上回った。関税がこの水準で維持されるか、さらに引き下げられれば、MSCI中国指数構成企業の通年の利益成長率予想(現在は+5.5%)は上振れる可能性がある。特に我々の推奨するテクノロジー銘柄は引き続きアウトパフォームすると考える。中国株式では、引き続きグロース株とテクノロジー株を推奨し、投資家には選別したインターネット銘柄とEVのリーダー銘柄へのエクスポージャーを高めることを勧める。

90日間の猶予期間以降を見据えると、今回の株価上昇が持続するかどうかは、米中の交渉担当者が持続性のある最終合意に至るか、また、外部リスクが緩和される中で中国政府がどのように景気刺激策を推進するかという2つの重要な要因にかかっている。

より広範な投資戦略として、今年の株価下落局面で投資を控えていた投資家、または短期的なリスクを取って長期的なリターンを狙う投資家には、以下の戦略を勧める。

・**段階的に株式に投資する。**段階的に投資することは、タイミングを計ることへのリスクを回避し、今後数カ月の不確実性に対処しながら、中長期的な上昇に備える効果的な方法だと考える。損失を抑える戦略も、短期的な下落リスクを管理する方法の1つとなる。

・**変革的イノベーションに投資する(TRIO)。**人工知能(AI)、電力と電源、ロンジェビティ(健康長寿)といった、変革的イノベーションへの投資機会(TRIO)に関するテーマに対し、我々は引き続き長期的な強いポテンシャルを見出している。ロンジェビティの投資テーマは、健康長寿の進展からリターンを狙う長期投資家にとっての投資機会だ。トランプ大統領が一部の処方薬の価格上限を設けることに成功すれば、短期的にはこのテーマに含まれる一部の医薬品株に影響が及ぶ可能性があるが、寿命が延び、高齢者人口が増加する中で、構造的なドライバーは変わらないと考える。また、グローバルな医薬品メーカーが生産コストや研究開発コストの削減を迫られることで、中国の医薬品セクターが恩恵を受ける可能性がある。

・**売られ過ぎの銘柄を見つける。**最近のボラティリティの高まりにより、一部の個別銘柄と市場の両方で魅力的な投資機会が生まれている。長期的な見通しが良好な企業のバリュエーションが、魅力的な水準に低下している。我々は米国において、クオリティが高く、ビジネスモデルが堅固で、長期的に投資妙味があると考えられる20の企業を特定した。欧州では、投資テーマ「欧州投資の6つの方法」で、市場のボラティリティの恩恵を受けるディフェンシブ銘柄に加え、欧州の防衛支出の増加や財政拡大が追い風となる銘柄に焦点を当てている。

・**通貨の分散を図る。**12日の米ドルは上昇し、ユーロ/米ドルは1.4%下落して1.11となった。ユーロ/米ドルは今年に入って1.02から1.14まで上昇していたが、我々の予想通り貿易交渉の進展から米ドルは下落が落ち着いた。しかし、米国経済の減速と財政赤字の拡大が注目される中、米ドルに対する懸念の再来や米国リスクに備える観点から、短期的な米ドルの上昇局面を利用して、ユーロ、英ポンド、豪ドルなどの通貨への分散投資を勧める。

グローバル資産クラスに対するCIOの評価・見解

資産クラスに対するCIOの評価・見解は、投資判断を行う際のハイレベルなガイダンスを提供するものであり、主に流動性の高い一般的な指数の期待トータルリターンの評価、UBSハウスピーアの予想シナリオ、そして今後12カ月のアナリストの予想に基づき、UBSの投資見解を決定する会議のメンバーの合意に基づいた判断を反映しています。なお、投資戦略によっては、ポートフォリオ構築、集中度合、また借入制約などの要因により、戦術的資産配分(TAA)がこれらの評価・見解と異なる場合があります。

Most attractive(最も魅力度が高い): 当該資産クラスを最も魅力度が高いと評価し、同資産クラスへのエクスポージャー追加を推奨する。

Attractive(魅力度が高い): 当該資産クラスを総合的に魅力的と評価し、同資産クラスに投資機会があると判断する。

Neutral(中立): 当該資産クラスから大幅なリターンあるいは損失の発生を想定せず、中長期的な保有を推奨する。

Unattractive(魅力度が低い): 当該資産クラスを総合的に魅力度が低いと評価し、他の資産クラスへの投資機会の検討を勧める。

Least attractive(最も魅力度が低い): 当該資産クラスを最も魅力度が低いと評価する。他の資産クラスへの投資機会を求めることを勧める。

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場合があります。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ありません。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