

2025年5月13日

【臨時レポート】

米中の関税を巡る緊張緩和の影響について

米国と中国は 2025 年 5 月 12 日、相互に追加関税を 90 日間引き下げるとともに、経済・貿易に関する協議メカニズムの構築を打ち出しました。事前予想を上回る大幅な関税率引き下げを好感し、株式市場は大幅に上昇しました。こうした動きを受け、今後の世界経済や資本市場に関し、アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）* の見解を以下のとおりご案内いたします。

90日間の関税引き下げ

ドナルド・トランプ米大統領の政策に関する過去 3 週間ほどのニュースを踏まえ、AB では資本市場の混乱は最悪期を過ぎたと考えています。さまざまな政治的なノイズが飛び交う中、複数の前向きなシグナルが発信されてきたためです。

- ベッセント米財務長官は中国との関税戦争は「持続不可能」であると述べ、緊張緩和を示唆
- トランプ大統領は米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長を解任する意思はないと発言
- 同大統領はまた、中国からの輸入に課す関税率は「大幅に」低下すると明言
- 米国と英国が2国間通商協定に合意
- 米中が大幅な暫定的関税引き下げに合意し、長期的な交渉に関しても明るい見通しが拡大

一方、2025 年 4 月上旬にトランプ大統領が「相互関税」を発表した後に広がった先行き不透明感は、すでに一定のダメージを引き起こしています。今のところ経済指標にはさほど大きな変化は現れていないものの、景気減速は進んでいると見られます。注目の米国労働市場は悲観的な予想に反し堅調に推移しており、消費も底堅さを維持していますが、今後関税問題の影響が経済に浸透する中でどのような影響が出るのか注視していく必要があります。

とはいえ、米国株式市場は 2025 年 2 月中旬のピークから 4 月 11 日のボトムまで 21%も下落しており（米ドルベース）、市場は最悪のシナリオをすでに織り込んでいると見ることもできます。4 月 11 日までの大幅下落後、トランプ大統領はほとんどの国々に対する国別の追加関税を 90 日間停止する措置を発表しました。AB では、トランプ政権が関税に関し、さらなる歩み寄りの姿勢を見せるとともに、より経済や市場に対し友好的な減税や規制緩和といった政策に方向転換して行く予想しています。

また、関税以外にも、ウクライナとロシアやインドとパキスタンの軍事紛争を巡る交渉に加え、パレスチナにおける人質解放やイランとの核交渉などに関連するトランプ大統領の中東訪問といった外交面の動きが生じています。こうした一連のイベントの中で、米中の関税合意は予想を上回る安堵感をもたらしました。まだ安定的な協定が結ばれたわけではなく、あくまでも緊張緩和という段階ですが、市場は前向きに捉えています。

マクロ経済と市場の見通し

今後の通商政策や景気の動向を正確に予想することは、FRB でさえ困難です。年初は規制緩和や減税、M&A 活動の活発化といった楽観的な予想が市場を席巻しましたが、その後は関税問題や景気減速、投資

資金の流出といった悲観的なテーマが市場を覆いつくしました。こうしたコンテキストを考慮すると、マクロ経済が実際に大幅に悪化しない限り、多くの投資家の予想を裏切る「ペイン・トレード」の次なる姿は、株式などのリスク資産の価格上昇である可能性があるという AB では考えています。

マクロ経済：市場コンセンサス予想も AB の経済調査チームの予想も、景気は減速する可能性が高いと見ています。消費者の間で警戒感が広がり、企業も投資に慎重になっている中、欧州と中国における限定的な追加財政支出を除けば政府による景気刺激策もあまり期待できません。足元の通商を巡る緊張緩和や政策の不透明感低下は評価する必要がありますが、今後も政策に起因する外的ショック再燃の可能性は十分にあるため、AB では油断は禁物であると考えています。

金融政策：FRB は慎重な姿勢を維持して行くと思われ、パウエル議長のこれまでの発言からは、FRB が総意として不透明感が低下した後に政策変更を行いたいと考えていることが伺えます。アンケートに基づくデータ（購買担当者指数など）は議論の材料にはなりますが、FRB が実際に利下げに踏み切るのは労働市場などに関する「ハード・データ」と呼ばれる統計指標の悪化を見てからになると AB では考えています。FRB の高官は現在、尚早に政策の手足を縛られることがないよう、フォワード・ガイダンスの提供を意図的にやめています。しかし、雇用を始めとする実体経済に変化が生じた場合は、景気下支えのために素早く行動するものと見られます。

市場のボラティリティ：市場のボラティリティが直ちに低下する可能性は低いと考えられます。重要なのは、リスクは下落の一方だけではないということです。景気減速は株式などのリスク資産の価格を圧迫する可能性があります。通商政策や規制、地政学的リスクなどに関し有意な進展があった場合、安堵感による大幅な市場上昇の可能性もあります。悲観論が広がり、ディフェンシブなポジションを取る投資家が多い中、市場はネガティブなニュースに対しても、ポジティブなニュースに対しても大きく反応する可能性があります。

株式市場の見通しについて

米中関係の緊張緩和は好ましいニュースであり、多くの投資家が懸念していたよりも良い状況になったと言えます。ただし欧州連合（EU）（先週米国と通商協定を締結した英国を除く）及び世界のその他の国々における関税及び通商政策の今後の展開については依然方向性は見えていません。関税は 2025 年初よりも高い水準にとどまるものの、経済と資本市場は、この目まぐるしい変動を乗り切ることができるとみています。

株式市場は 2 月に始まった下落から回復しており、最初の関税が発表された時点の水準を取り戻しています。一方、S&P 500 指数のバリュエーションは予想利益の約 21 倍まで戻り、2025 年の予想利益は下方修正されています。しかし、予想利益の下方修正の大部分は、通商政策と経済成長をめぐる不確実性に起因しています。第 1 四半期の決算シーズンの内容は堅調なものとなり、最新のデータは、2025 年の利益見通しに一定の安心感を与える可能性があります。AB では、選別的な投資を行い、一貫して力強い利益成長を遂げている企業、そして急速に変化する地政学的情勢を活用できる持続的なテーマに関連したビジネスを有する企業を見極めることが重要だと考えます。

債券市場の見通しについて

マクロ経済と市場の状況を踏まえると、今後また市場にゆがみが生じる可能性を念頭に、あらゆるマクロ経済及び地政学的リスクに対応できるポートフォリオを構築することが賢明だと考えます。

足元では構造的な混乱の兆候が見受けられます。例えば、最近のリスク・オフ局面では、ファンダメンタルズが堅調であることを無視して、投資適格債券の約 3%が、ハイイールド社債である BB 格の水準を超える利回りで取引されました。これは、センチメントが、債券価格を本来の価値から大きくかい離させ得ることを浮き

彫りにしています。資産クラス間の相関関係は上昇の兆候を示しており、実態はまだ明らかにはされていない段階ながら、海外勢による米国債買い入れストライキなどのシナリオを織り込み始めています。このようなミスプライシングの局面は、シグナルとノイズを区別し、的確にポートフォリオのポジショニングを調整できるアクティブ運用の債券投資家にとって非常に好ましいです。運用における柔軟性と銘柄選択がこれまで以上に重要であり、アクティブ運用が明確な優位性を持つと AB では考えます。

金利:引き続き、短期年限から中期年限の債券によるデュレーション(債券の残存期間を反映し、金利変動に対する感応度を示す指標)を選好しています。市場は成長の下振れリスクや失業率の上昇を完全に織り込んでいたとは言えず、一方で、ブレイクイーブン・インフレ率は依然として安定しています。イールドカーブの短期年限は、通商政策による物価上昇の影響を引き続き受ける可能性があります。一方、長期年限では、米国の財政赤字、米ドルの動向、そして世界的な資本フローをめぐる不確実性により、デュレーションの過度な長期化を避ける姿勢をとっています。

クレジット:企業は今後のガイダンスをほぼ提供しておらず、企業自身の不確実性が浮き彫りになっています。格下げやデフォルトは、特にコスト圧力が高まるにつれて、徐々に増加することが予想されます。しかしながら、レバレッジは低く、インタレスト・カバレッジ・レシオは健全であり、投資家にとっては社債の高い利回りそのものが大きな緩衝材となっており、信用力の回復力を示す構造的な指標は依然として力強い水準にあります。3月から4月にかけてのスプレッド調整は小幅で、最終的には投資家が市場の混乱を活用すべく債券市場に急速に戻ったことで、調整は収束しました。これは、AB が年初から強調してきた健全な企業財務というテーマを強く裏付けています。

マルチアセット市場の見通しについて

公表されている経済指標は概ね健全であり、今回のニュースにより金融市場の楽観論がさらに広がる可能性が高まりました。AB では、今回の貿易戦争の沈静化以前から、関税による供給ショックの影響は、2022年のロシアによるウクライナ侵攻をめぐる出来事よりも穏やかである可能性が高いと考えてきました。輸入企業は、調達、生産性、マージン圧縮、価格上昇といったさまざまな形で関税の影響に直面しています。価格設定は段階的に進む可能性が高いです。企業は関税の直接的な影響について概ね透明性が高い説明を行ったものの、二次的な影響の可能性を考慮し、依然として慎重な姿勢を維持しています。AB では、エンドユーザーが依然として健全であるにもかかわらず、企業が業績予想を引き下げたり、撤回したりしたことで、政策環境が 2025 年第 1 四半期の企業業績に重くのしかかったと考えています。米国消費者の低迷による足かせは、他の地域の力強い動きによって部分的に相殺され、一部では改善の兆候も見られました。

最近の市場のボラティリティを踏まえ、AB は、進行中の政策決定が市場を激しくゆさぶる可能性が高いとの見方に基づき、資産配分の長期目標をほぼ維持してきましたが、5 月は株式を控えめなオーバーウェイトで開始しました。

以上

*アライアンス・バーンスタイン及び AB はアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は AB の日本拠点です。

当資料のお取扱いにおけるご注意

当資料は2025年5月13日現在の情報を基にABが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断される情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の内容は予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

- 投資信託のリスクについて
アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。
- お客様にご負担いただく費用: 投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります。
 - 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
 - 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
 - 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金及び利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって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。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／一般社団法人第二種金融商品取引業協会