

米国の関税による影響

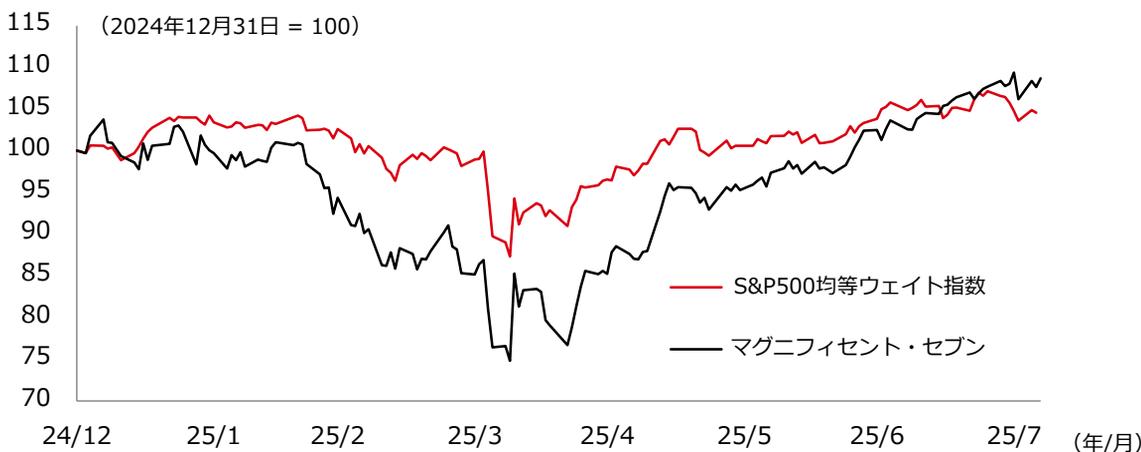
HSBCアセットマネジメント株式会社

2025年8月21日

交渉は大詰め？

- ◆ 米トランプ大統領が本年4月に相互関税を発表したことを受けて、当初は世界的に株式市場が急落しましたが、その後、市場は目覚ましい回復を見せ、多くの株式指数が史上最高値を更新しました。米国は関税引き上げの解消に向けた各国・地域からの交渉に応じる姿勢を示し、これに伴い投資家心理は改善しました。
- ◆ 世界的にこれまで発表された経済指標は概ね底堅く推移している一方、米国では関税措置に伴いインフレ圧力が緩やかに上昇しているうえ、景気に頭打ちの動きが見られます。
- ◆ 大手テクノロジー企業などの第2四半期決算は市場予想を総じて上回ったことに加えて、人工知能（AI）への関心が再び高まっていることも、最近の世界的な株式市場の上昇に繋がっていると考えられます。

図表1：ビッグ・テック（Big Tech）銘柄の反発

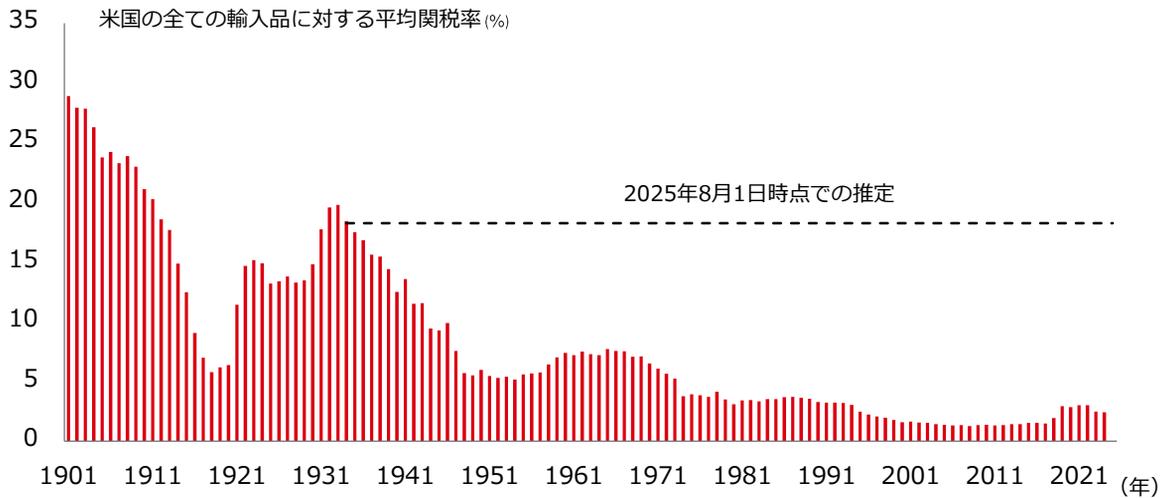


※マグニフィセント・セブンとは米国の株式市場をけん引するテック企業7社（アップル、マイクロソフト、アルファベット（グーグル）、アマゾン、エヌビディア、メタ（旧フェイスブック）、特斯拉）を総称した名称。

出所：ブルームバーグ、HSBCアセットマネジメント、2025年8月6日

- ◆ こうしたなか、トランプ米大統領が8月1日に関税措置の大統領令に署名したことから、政策の不確実性は依然として高いと言えます。また、国際貿易を巡る新たなルールも形成されていません。
- ◆ 一部の国・地域では、米国との貿易交渉において合意に至っていますが（一例としてEUと日本に対して15%の関税）、高い相互関税の見直しを求めて米国と交渉中の国も多く見られます。イェール大学予算研究所では、米国の平均輸入関税は2024年の約2.5%から17~18%に上昇し、少なくとも1930年代半ば以来の高水準になると推定しています。このような関税の引き上げは、米国経済にとり打撃になる可能性が高いと思われます。

図表2：米国の平均関税率は1930年代半ば以来の高水準に



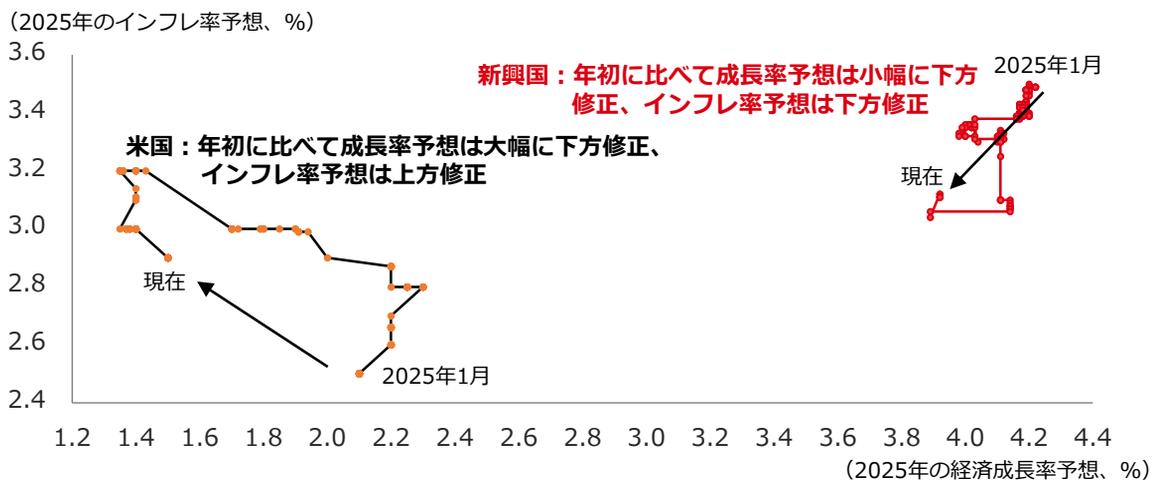
出所：イェール大学予算研究所、HSBCアセットマネジメント、2025年8月6日

- ◆ さらなる交渉で関税率が引き下がる可能性はありますが、最終合意に至るには時間を要するものと見られています。この間において、トランプ米大統領の発言が戦略的に「二転三転する」可能性があり、市場のボラティリティが急上昇する恐れも考えられます。

経済への影響

- ◆ 2025年の米国の見通しにおいて、経済成長率が大幅に下方修正される一方、インフレ率は上方修正されています。この主な理由として、米国の保護主義的な政策とそれに伴う不確実性が挙げられます（図表3）。

図表3：2025年のコンセンサス予想

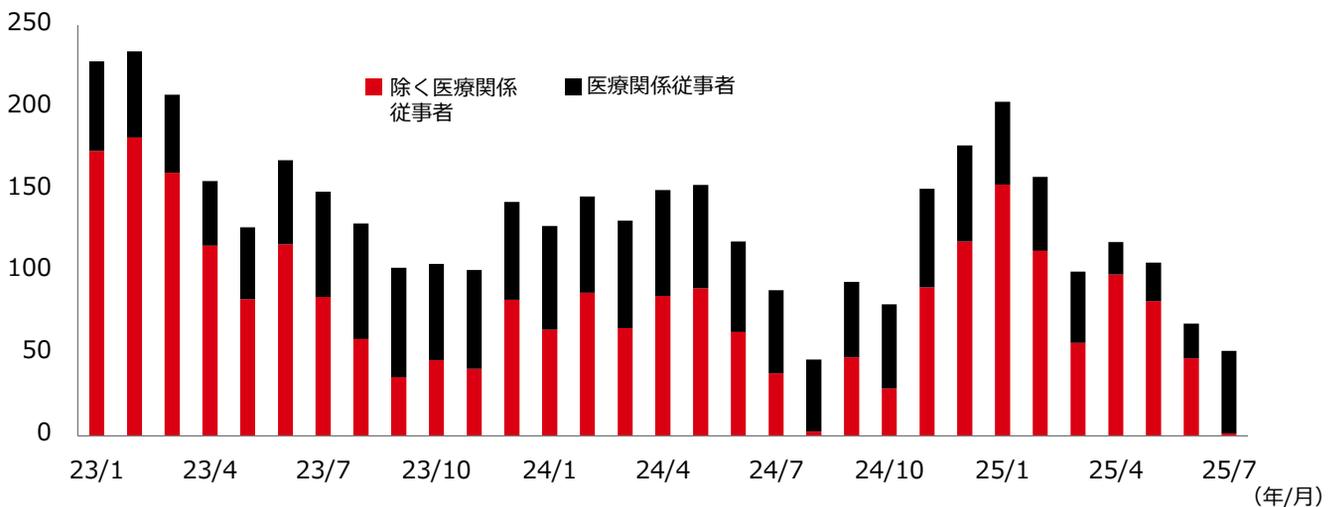


出所：ブルームバーグ、HSBCアセットマネジメント、2025年8月6日

- ◆ 大規模マクロモデルを用いた推計によると、新たな関税措置は2025年後半から2026年初頭にかけて米国の経済成長率を前年比で1%以下に押し下げる可能性があり、インフレ率は3.5%を超えてピークを迎えると見られています。これは、経済成長率の予想を一段と下振れさせるリスクであると同時に、インフレ率の予想を上振れさせるリスクでもあると言えます。
- ◆ 関税措置が他国ならびに地域の経済成長に及ぼす影響度合いは、米国と比較して限定的と考えられます。また、米国以外ではインフレ鈍化が見られる可能性もあります。
- ◆ 相互関税発表当初において米国経済は比較的堅調に推移していましたが、直近の経済指標は弱含みを示しています。GDPは関税措置を見据えた輸入および在庫の変動により、歪められているうえ、2025年第2四半期の民間国内最終需要は前期比年率1.2%増と3期連続で低下しました。歴史的に見て、トレンドラインを下回る成長率が続くと、米国経済は「失速速度」となり、景気後退に陥るリスクがあります。

図表4：米国の労働市場の減速（その1）

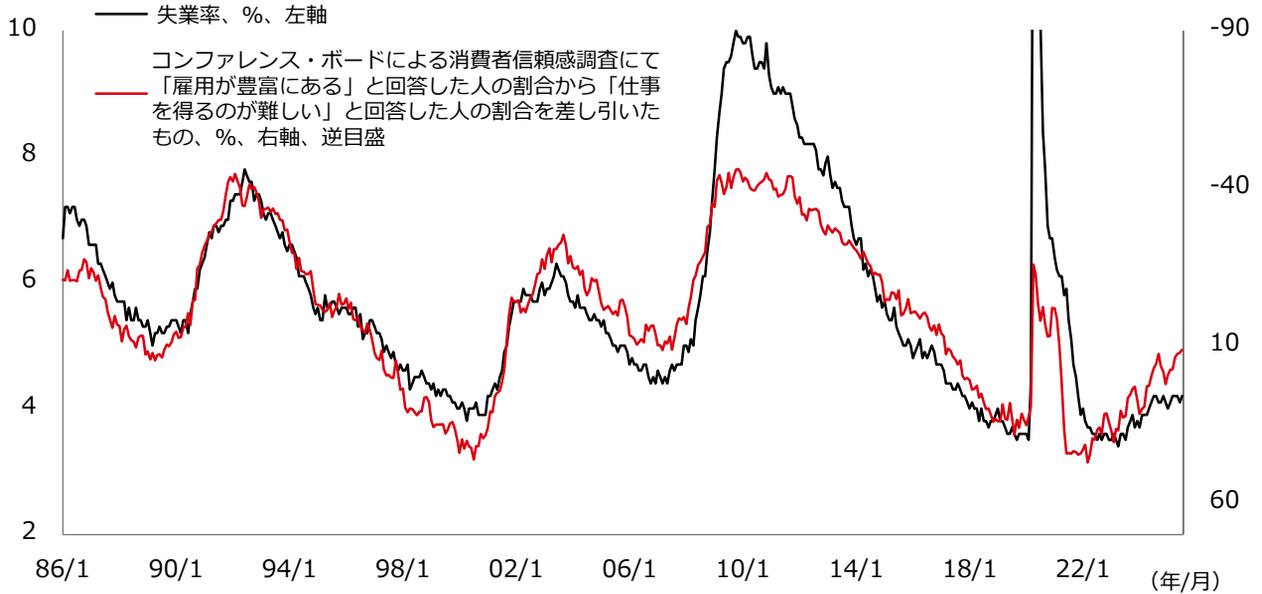
非農業部門の就業者数（千人）、前月との増加幅、3ヶ月平均



出所：マクロボンド、HSBCアセットマネジメント、2025年8月6日

- ◆ 最新の労働市場関連指標も考慮する必要があると思われます。7月の就業者数は市場予想を下回り、5月と6月の伸びも大幅に下方修正されました。足元の過去3ヶ月間の就業者数は月平均で約5万人の増加と推定されており、4月における約12万人から減少しています。直近では医療関係従事者を除くと就業者数は殆ど増加していません（図表4）。
- ◆ 労働参加率の低下により、失業率は比較的安定しています。しかし、消費者は労働市場の軟化を認識しています。米国の民間調査会社コンファレンス・ボードによる消費者信頼感調査にて「雇用が豊富にある」と回答した人と、「仕事を求めるのが難しい」と回答した人とのバランスが悪化しています（図表5）。また他のデータでは、企業の採用ペースは低迷している一方、従業員の解雇は概ね行われていないことから、労働市場におけるダイナミズムが欠如していることを示唆しています。
- ◆ こうしたなか、7月の米連邦公開市場委員会（FOMC）において利下げに賛成票を投じたウォラー米連邦準備制度理事会（FRB）理事による以下の発言は的を得ていると思われます。同理事は、「労働市場は表面的には良好に見えるが、予想されるデータ修正を勘案すると、就業者数の伸びは失速寸前であり、その他のデータにおいても労働市場の下振れリスクが高まっていることを示唆している。」という声明文を発表しました。

図表5：米国の労働市場の減速（その2）

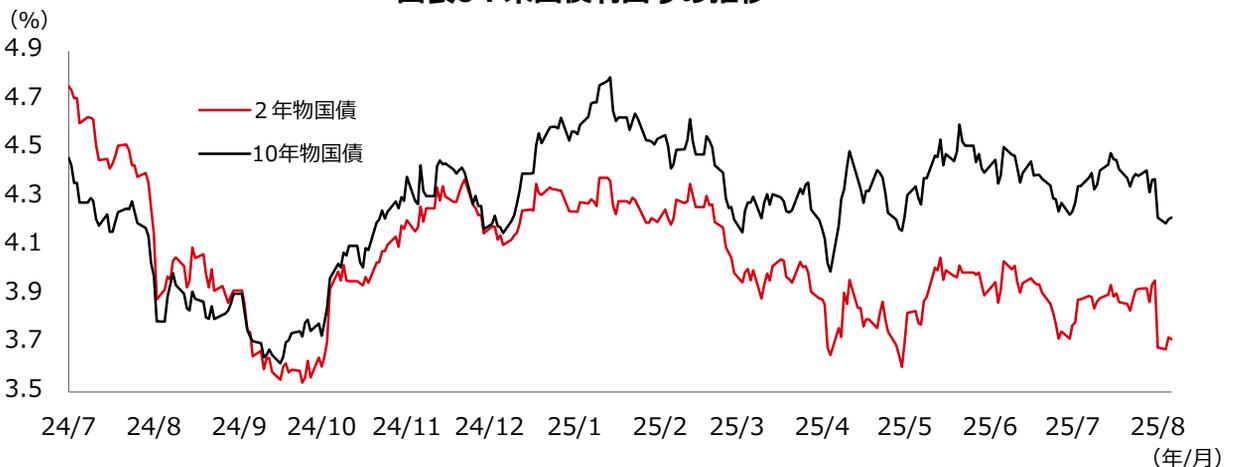


※コロナ禍において失業率が一時期大幅上昇したことを受けて、チャート上にて一部非表示にしている
 出所：マクロポンド、HSBCアセットマネジメント、2025年8月6日

市場への影響

- ◆ トランプ氏による関税措置の大統領令への署名と7月の米国の雇用統計に対する市場の当初の反応は、「リスク回避志向の強まり」でした。
- ◆ 世界の株式市場は欧米を中心に軟調となった一方、中国を含む一部の新興国市場は底堅く推移しました。
- ◆ 米国債券市場では関税措置の大統領令への署名に対し殆ど反応しませんでした。雇用統計の発表を受けて国債利回りは一時的に大幅に低下（価格は大幅に上昇）しました。市場は残り年内に少なくとも2回の利下げと、2026年においてもさらなる金融緩和を織り込む動きを見せました。

図表6：米国債利回りの推移



出所：ブルームバーグ、HSBCアセットマネジメント、2025年8月6日

- ◆ その後、FRBによる利下げ見通しや、米国のテクノロジーセクターへの楽観的な見方を背景に、株式市場は反発を見せました。最近のイベントに対する株式市場の反応は短期的かつ限定的なものでしたが、今後の動向には引き続き留意が必要と考えられます。
- ◆ 米国経済が低調ながらもプラス成長を維持し、FRBが予想通り追加金融緩和に踏み切れば、AIおよびテクノロジー関連の有望なストーリーを背景に米国株は底堅く推移する可能性があると考えています。一方、FRBによる金融緩和の拡大を織り込む動きには、足元の経済指標の低迷と景気の急減速の可能性を反映していると思われます。
- ◆ なお、米国企業の概ね堅調な業績見通しに伴いリスクプレミアムが縮小しているため、経済成長、雇用、インフレに関する指標がさらに悪化すれば、市場のボラティリティが一段と上昇する可能性があります。

図表7：米国の国債利回りと株式益利回りの格差は縮小



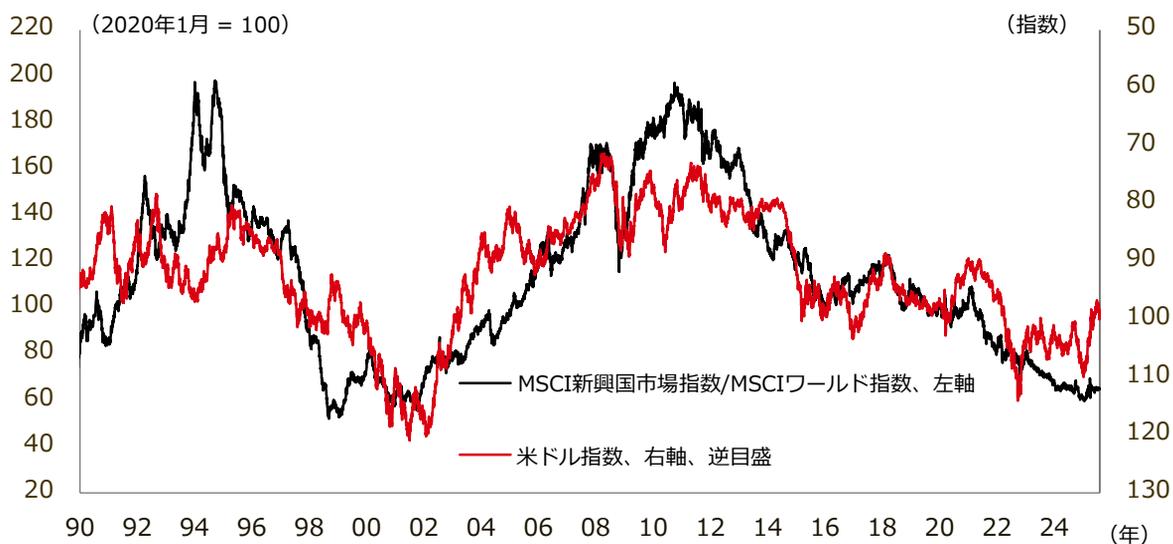
※株式益利回り (%) = (1株当たり純利益÷株価) × 100

出所：ブルームバーグ、マクロポンド、HSBCアセットマネジメント、2025年8月6日

- ◆ 当社では、成長期待が引き続き高く、市場予想を下回るインフレ率が一段の金融緩和余地を生み出している新興国市場を選好しています。米ドルは7月に持ち直したものの、米国の経済指標の弱含みが米ドルの下押し圧力となっています。
- ◆ 今後については、米国の政策不確実性が高まる中で、米ドル安傾向が続くと見ていますが、米ドルが底堅く推移する時期も見られると思われます。しかし過去の米ドル安局面では、新興国株式のパフォーマンスが好調であったということは重要な点として挙げられます。
- ◆ 一方、米国の政策不確実性と債務持続への懸念は、同国の長期国債などを安全資産とみなす投資家の認識を揺るがしかねないと思われます。投資家は不確実性をシステム上の欠陥ではなく、システムの特徴として受け入れなければならないと考えます。
- ◆ 最近の米国市場では、国債、株式、米ドルの間に正の相関関係が見られます。単純な60/40戦略（株式60%、債券40%のアロケーション）では過去のような優れた運用成果を残すことができない可能性があり、投資家が株式と債券の負の相関関係を期待することは難しいと言えます。

- ◆ こうした状況は、ポートフォリオの耐性向上策として「安全な代替資産」を追加する必要性を改めて浮き彫りにしています。安全な代替資産として、高品質な社債、欧州のデュレーション債券戦略などが挙げられます。また、プライベートクレジット、プライベートエクイティ、ヘッジファンド、実物資産などのオルタナティブ戦略も、ポートフォリオの分散効果を高めるものと考えます。

図表8：新興国株式の相対パフォーマンスと米ドル指数の推移



出所：ブルームバーグ、マクロボンド、HSBCアセットマネジメント、2025年8月6日

留意点

【当資料に関する留意点】

- ◆ 当資料は、HSBCアセットマネジメント株式会社（以下、当社）が投資者の皆さまへの情報提供を目的として作成したものであり、特定の金融商品の売買、金融商品取引契約の締結に係わる推奨・勧誘を目的とするものではありません。
- ◆ 当資料は信頼に足ると判断した情報に基づき作成していますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、データ等は過去の実績あるいは予想を示したものであり、将来の成果を示唆するものではありません。
- ◆ 当資料の記載内容等は作成時点のものであり、今後変更されることがあります。
- ◆ 当社は、当資料に含まれている情報について更新する義務を一切負いません。

<個人投資家の皆さま>

投資信託に係わるリスクについて

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しており、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可能性があります。従いまして、投資元本が保証されているものではありません。投資信託は、預金または保険契約ではなく、預金保険機構または保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入の投資信託は投資者保護基金の保護の対象ではありません。購入の申込みにあたりましては「投資信託説明書（交付目論見書）」および「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」を販売会社からお受け取りの上、十分にその内容をご確認いただきご自身でご判断ください。

投資信託に係わる費用について

購入時に直接ご負担いただく費用	購入時手数料 上限3.85%（税込）
換金時に直接ご負担いただく費用	信託財産留保額 上限0.5%
投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用	運用管理費用（信託報酬） 上限年2.20%（税込）
その他費用	上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。「投資信託説明書（交付目論見書）」、「契約締結前交付書面（目論見書補完書面等）」等でご確認ください。

- ◆ 上記に記載のリスクや費用につきましては、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、HSBCアセットマネジメント株式会社が運用するすべての投資信託のうち、ご負担いただく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。
- ◆ 投資信託に係るリスクや費用はそれぞれの投資信託により異なりますので、ご投資される際には、かならず「投資信託説明書（交付目論見書）」をご覧ください。

HSBCアセット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308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



ホームページ

www.assetmanagement.hsbc.co.jp



電話番号 03-3548-5690

（受付時間は営業日の午前9時～午後5時）