

2025年4月4日
米国経済, 米国株, 日本株

りそなホールディングス 市場企画部
ストラテジスト 武居 大暉

日米欧 Market View: トランプ関税の影響整理と株価見通し

ワーストケースにおいても米国経済はソフトランディング可能とみる

要約

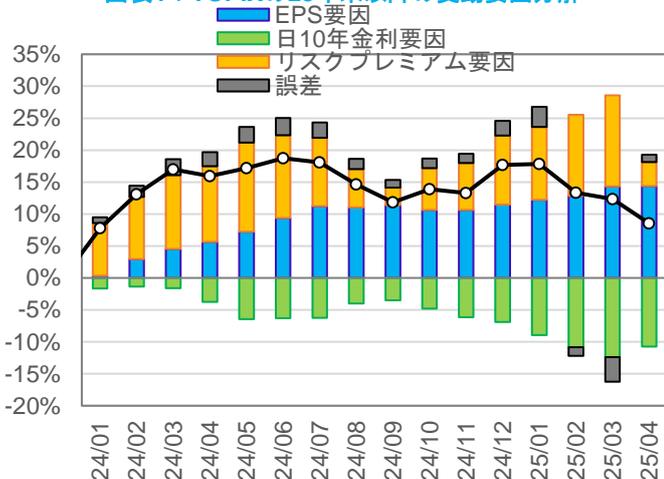
- 日米株価はトランプ大統領の想定以上に厳しい関税政策の発表を契機に大きく調整
- 米国のインフレ率は最大で 2.0%pt 程度上昇すると試算されるが、それでも GDP 成長率はピーク時で 0.6%pt 程度しか落ち込まない=ソフトランディングシナリオが実現
- 現在の株価水準は、日米いずれも EPS の改善のみで説明できる水準まで調整しており、米国経済がソフトランディングするのであれば、これ以上の大きな調整はバリュエーション上は見込み難い
- なお、下限については、日経平均株価は 33,000 円程度、SP500 では 4,500pt 程度と見ている

想定以上に厳しい関税措置を受け、日米株価は大きく調整

4月2日、マーケットの想定以上に厳しい関税が各国に課されることとなり、日米の株価は大きく調整した。23年末以降の株価変動要因分解からは、期待=リスクプレミアムの低下で支えられていた部分の大半が帳消しになった恰好である。足元の株価は、企業業績で説明できるレベルまで下がってきており、米国経済がソフトランディングするのであれば、これ以上の大幅な調整は、バリュエーションからは正当化し難いと言える。

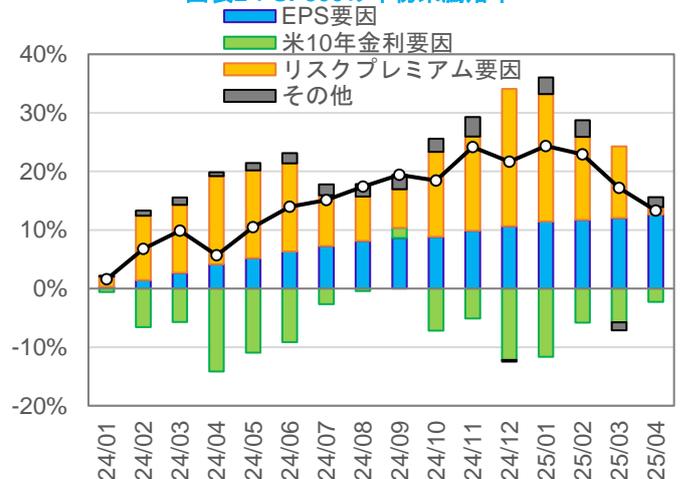
なお、結論から述べれば、米経済は減速基調を辿るも、深刻なりセッション入りは避けられるとみており、従って、株価も足元の水準を大きく超えて調整することはないと考えている。

図表1：TOPIXの23年末以降の変動要因分解



出所：Bloomberg

図表2：SP500の年初来騰落率



出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

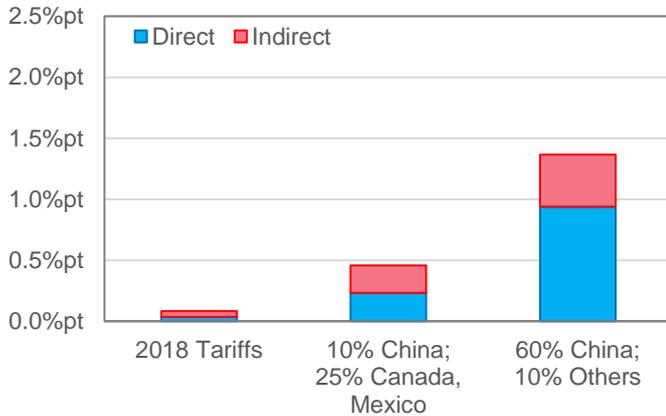
米国経済見通し

本稿では、関税影響に関する部分に重点を置いて分析する。まず、関税実施によるPCEインフレ率への影響は、[2025年3月13日 日米欧 Market View : 2月米CPI](#)にて考察した際から不変であるため、これを再掲する。

同レポートでは、①「カナダとメキシコに対する25%の関税と中国に対する10%の関税」シナリオでは、インフレ押し上げ効果は0.5%pt~0.8%pt、②「中国に60%の関税を課し、その他の国に10%の関税を課す」という、より極端なシナリオでは、インフレへ押し上げ効果は1.4%pt~2.2%ptと見積もられたことを述べた(図表3~4)。

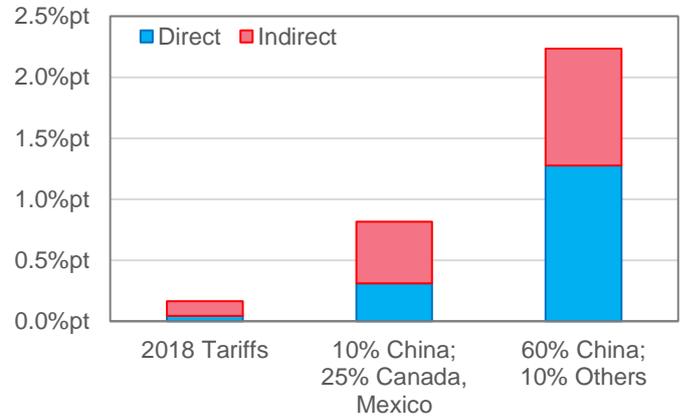
今回の関税措置では、今後の各国の対応次第では税率引き下げの可能性があるものの、現時点では、シナリオ②よりも一層厳しい措置となる(図表5)。②の上限であるインフレ率2.0%程度の押し上げ効果が現れるとみられる。

図表3：インフレ押し上げ効果
(企業利益額一定、コスト増だけ価格転嫁)



出所: Boston Fed

図表4：インフレ押し上げ効果
(企業利益率一定、コスト増+利益上乘せ)



出所: Boston Fed

図表5:各国の関税率

国名	貿易赤字 (億ドル・2024年)	相互関税
中国	-2,954	34%
欧州連合 (EU)	-2,356	20%
ベトナム	-1,235	46%
台湾	-739	32%
日本	-685	24%
韓国	-660	25%
インド	-457	26%
タイ	-456	36%
スイス	-385	31%
マレーシア	-248	24%

出所: ホワイトハウス、Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

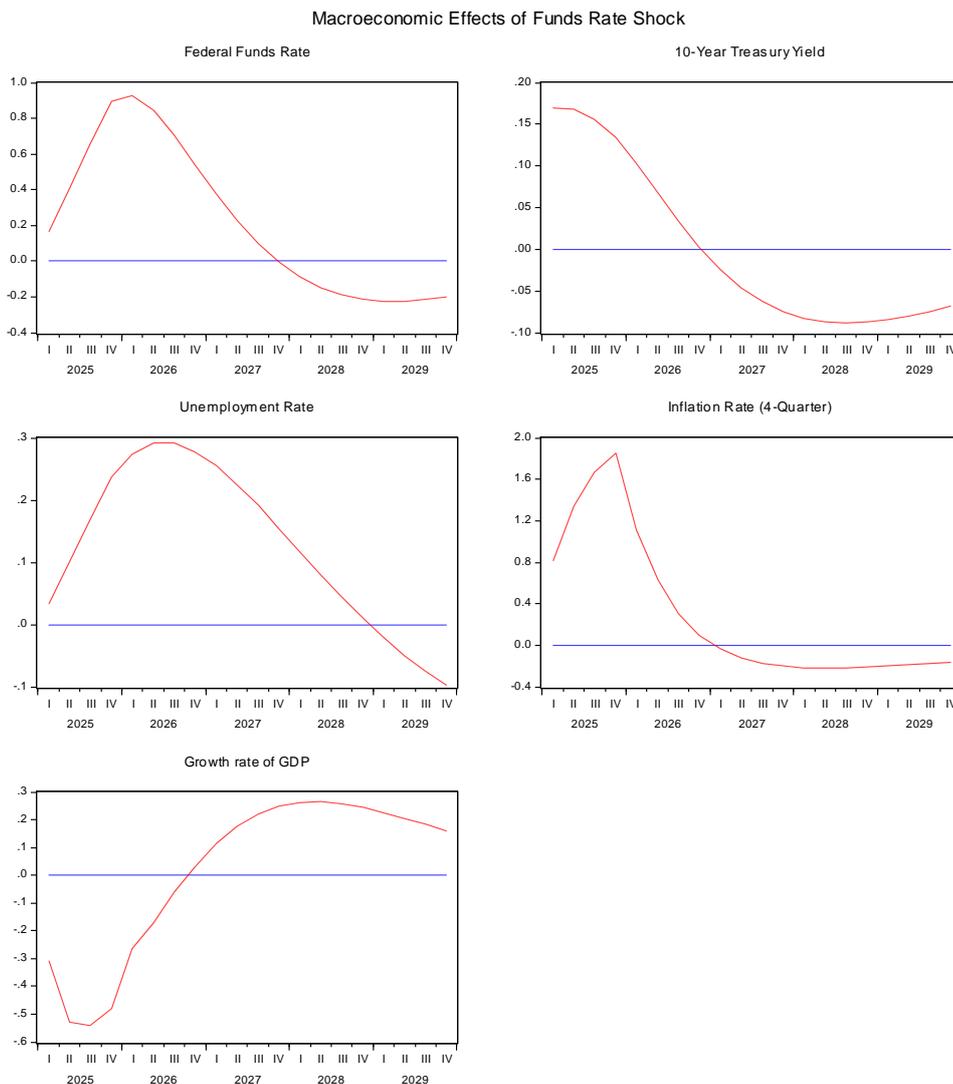


なお、関税がインフレ率に及ぼす第 1 ラウンドの影響を、数量を一定に保ったままにしている(つまり、部分均衡の下での影響を計算している)点に注意されたい。言い換えれば、価格が変動しても需要は一定であり、消費者は異なる製品や異なる国の類似製品に置き換えることはないと仮定している。また、報復措置、国内外の金融政策、為替レートに関連するものを含む一般均衡効果は、経済やインフレに抑制的とみられるものの、影響は考慮されていない。すなわち、これらの試算結果はあくまで、短期的な効果で、しかも上値目途として意識すべきであるということである。

以下、FRB/US モデルを使用して、インフレ率が 2%pt 上昇するショックが生じた際の影響をシミュレートした(図表 6)。要点を述べると、次の 3 つにまとめられよう。

1. 景気の底は 2025 年 Q2~Q3 とみられる。GDP 成長率は 0.6%pt 程度落ち込む
2. FRB は 2026 年 Q1 にかけて 4 回程度の利上げを行う
3. 失業率は 2026 年 Q2~Q3 にかけて 0.3%pt 程度上昇する

図表 6:FRB/US モデルを用いたシミュレーション (インフレ率が 2%上昇した場合のショック)



◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

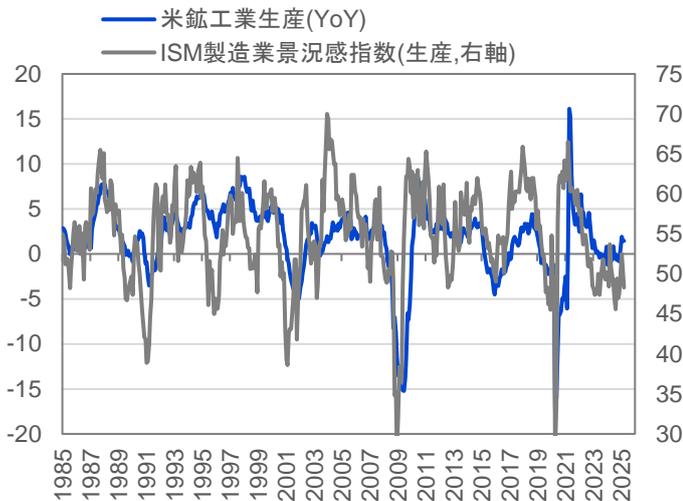
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

リそなグループ

ここで問題となるのは、労働市場が減速する中、インフレ抑制に主眼を置き、FRB が利上げを行うか否かという点である。この点は現時点では判断が難しいため、あくまでワーストケースと認識しておくべきであろう。ただし、ワーストケースの場合でも、GDP 成長率は 0.6%pt 程度しか悪化しないことを考えると、米経済は減速基調となるも、ソフトランディングするシナリオが妥当であり、株価のこれ以上の調整余地は限定的であろう。

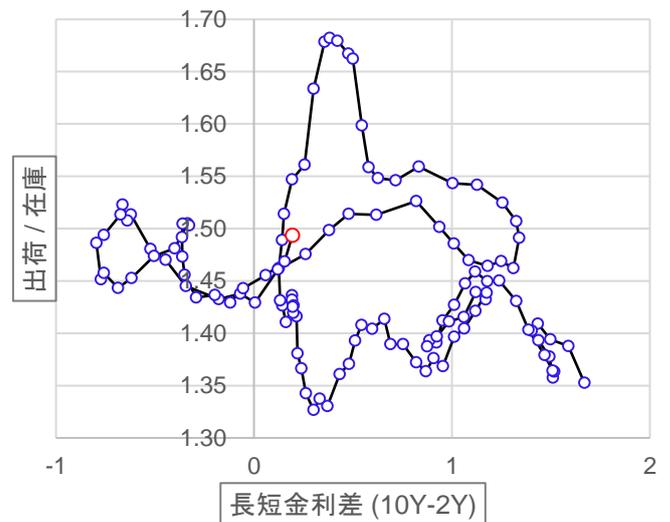
シミュレーション結果は、実勢とも概ね整合的とみられる。実際、ハードデータ(鉱工業生産)は依然として底堅く、在庫・出荷バランスからは、製造業は循環的な回復局面へと向かっている(図表 7~8)。

図表7：米鉱工業生産(YoY)と
ISM製造業景況感指数



出所：Bloomberg

図表8：在庫・出荷バランスと
長短金利差 (2015/01~)



出所：Bloomberg

株価の下値余地

なお、日経平均株価の下限については、次の様なロジックで試算した。

1. 通常、リセッションの期間は 1 年~2 年である
2. 過去の経験則からは遅くとも 3 年後には景気は回復するとみられる
3. 2~3 年後には、現在と同程度に業績が回復していると仮定すると、2~3 年先 PBR ベースで 1.0 倍を下回ると割安

過去の PBR 推移をみると、概ね上記仮説と整合的である。なお、リーマンショック後に PBR が 1.0 倍を大きく下回っているのは、ROE が 2~3%と極めて低位であり、日本株が投資家の要求する株主資本コストを上回る収益性を確保できなかったためであろう。日本株の場合、株主資本コストは約 8%と言われており、2010 年代後半以降は、この水準をクリアしているため、PBR の下値目途は 1.0 倍近辺と考えるのが妥当とみる。

以上から、日経平均株価の理論的な下値目途は 33,000 円程度とみている。

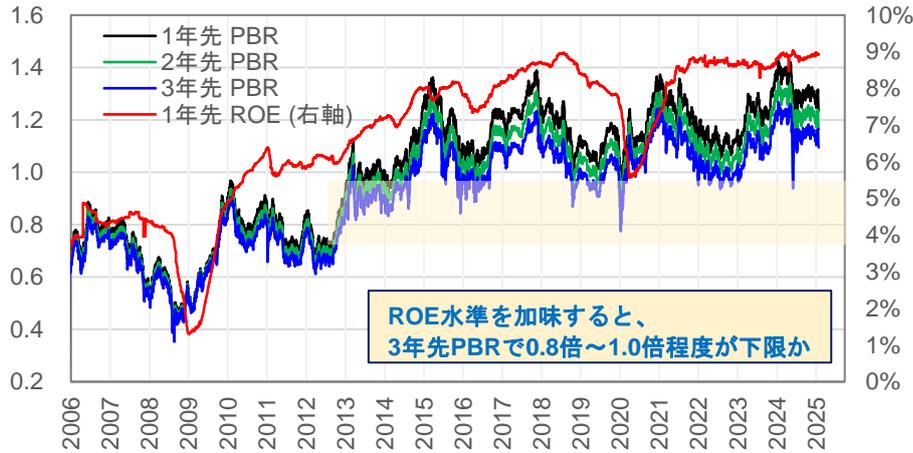
◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



図表9：TOPIXのPBR推移



出所：Bloomberg

図表10：FRB/USモデルを用いたシミュレーション（インフレ率が2%上昇した場合のショック）

■日経平均株価 バリュエーション

NT倍率：13.5倍

		PBR1倍	予想PER(TOPIX)						
			11.0倍	12.5倍	13.0倍	現状 13.4倍	14.0倍	14.5倍	15.0倍
予想 EPS (TOPIX)	10.0%	210.8	31,400	35,600	37,100	38,200	39,900	41,300	42,800
	5.0%	201.2	29,900	34,000	35,400	36,500	38,100	39,500	40,800
	3.0%	197.4	29,400	33,400	34,700	35,800	37,400	38,700	40,000
	1.0%	193.6	28,800	32,700	34,000	35,100	36,600	38,000	39,300
	現状	191.6	28,500	32,400	33,700	34,700	36,300	37,600	38,900
	-1.0%	189.7	28,200	32,100	33,400	34,400	35,900	37,200	38,500
	-3.0%	185.9	27,700	31,400	32,700	33,700	35,200	36,400	37,700
	-5.0%	182.1	27,100	30,800	32,000	33,000	34,500	35,700	36,900
	-10.0%	172.5	25,700	29,200	30,300	31,300	32,700	33,800	35,000

出所：Bloomberg 注：数値は12ヵ月先予想

SP500 の下限については、次の様なロジックで試算した(図表 11～15)。

1. 米国株の様に高い収益性を誇る企業群では、PBR1 倍が下限という考え方は整合的ではない
2. 従って、理論的なリスクプレミアムの妥当性を求め、そこまでの調整はあり得ると考えた

なお、リスクプレミアムは、FRB の資産規模と ROE によって規定されると仮定し、モデルを組み、理論値を求めた

その結果、この場合の PER は 16.1 倍、PBR は 3.3 倍、SP500 は 4,500pt 程度と試算された。PBR3.3 倍は、FRB が利上げに転じた 2023 年頃の調整局面と同程度の水準であり、一旦の参照点としても整合的と考える。

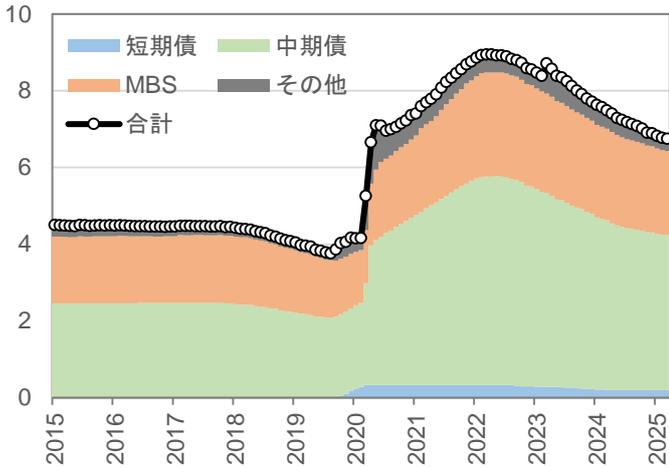
◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

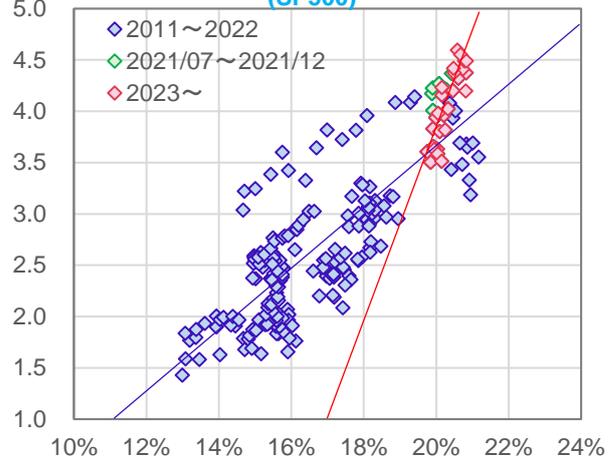


RE (兆ドル) **図表11：FRBの資産**



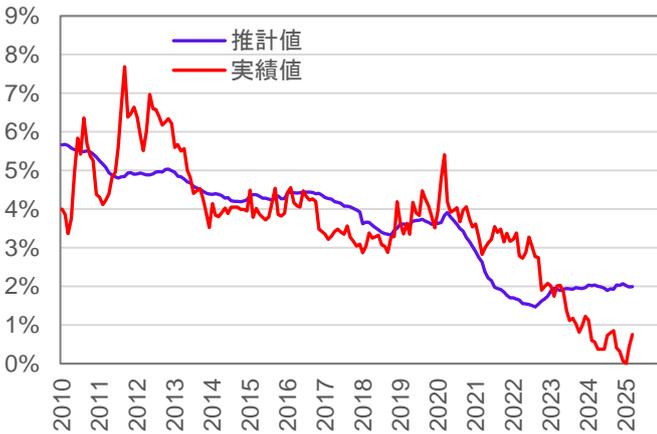
出所：Bloomberg

(倍) **図表12：ROE(X軸)×PBR(Y軸)の関係性 (SP500)**



出所：Bloomberg

図表13：理論リスクプレミアムの推計



出所：Bloomberg

図表14：SP500のバリュエーション

■SP500バリュエーション

		予想PER(SP500)					
		16.1倍	19.0倍	現状 20.2倍	20.5倍	21.0倍	
予想EPS (SP500)	10.0%	306.3	4,941	5,820	6,196	6,280	6,433
	5.0%	292.4	4,716	5,556	5,915	5,994	6,140
	3.0%	286.8	4,627	5,450	5,802	5,880	6,024
	1.0%	281.3	4,537	5,344	5,689	5,766	5,907
	現状	278.5	4,492	5,291	5,633	5,709	5,848
	-1.0%	275.7	4,447	5,238	5,577	5,652	5,790
	-3.0%	270.1	4,357	5,132	5,464	5,538	5,673
-5.0%	264.6	4,267	5,027	5,351	5,423	5,556	
-10.0%	250.6	4,043	4,762	5,070	5,138	5,263	

出所：Bloomberg

(倍) **図表15：SP500のPBR推移**



出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



■バックナンバー(直近発行レポート 50 本)

131	2024/12/13	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
132	2024/12/13	日本株	日本株需給(12月2日~12月6日)
133	2024/12/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2024年12月)
134	2024/12/19	米国経済	12月 FOMC
135	2024/12/19	コモディティ	11月 WTI 原油先物価格
136	2024/12/20	日本株	日本株需給(12月9日~12月13日)
137	2024/12/20	日本経済, 日本株	2025年のマーケット見通し~日本編
138	2024/12/20	豪州経済	12月豪州概況
139	2024/12/27	日本株	日本株需給(12月16日~12月20日)
140	2024/12/27	日本株	日本株 12月セクター動向と1月見通し
141	2025/1/6	米国経済	12月 ISM 製造業景況感指数
142	2025/1/10	日本株	日本株需給(12月23日~12月27日)
143	2025/1/14	米国経済	12月米雇用統計
144	2025/1/15	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年1月)
145	2025/1/20	日本株	日本株需給(1月6日~1月10日)
146	2025/1/20	コモディティ	12月 WTI 原油先物価格
147	2025/1/22	豪州経済	1月豪州概況
148	2025/1/24	日本株	日本株需給(1月14日~1月17日)
149	2025/1/27	日本株	日本株と ESG 投資~GPIF 採用指数の視点から
150	2025/1/30	米国経済	1月 FOMC
151	2025/1/31	欧州経済	24年第4四半期ユーロ圏 GDP 統計
152	2025/1/31	日本株	日本株需給(1/20~1/24)
153	2025/1/31	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
154	2025/2/3	日本株	日本株 1月セクター動向と2月見通し
155	2025/2/3	日本株, 米国株	2月日米株バリュエーション~日本: 中立、米国: 中立
156	2025/2/4	米国経済	1月 ISM 製造業景況感指数
157	2025/2/4	欧州経済	25年1月ユーロ圏物価動向
158	2025/2/7	日本株	日本株需給(1月27日~1月31日)
159	2025/2/13	米国経済	1月米 CPI
160	2025/2/14	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年2月)
161	2025/2/14	コモディティ	25年1月 WTI 原油先物価格
162	2025/2/17	日本株	日本株需給(2月3日~2月7日)
163	2025/2/25	日本株	日本株需給(2月10日~2月14日)
164	2025/2/27	欧州政治	2025年2月ドイツ連邦議会選挙
165	2025/2/28	米国株, 日本株	エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 4Q
166	2025/2/28	豪州経済	25年2月豪州概況
167	2025/3/3	日本株	日本株の2月セクター動向と3月見通し
168	2025/3/3	日本株	日本株需給(2月17日~2月21日)
169	2025/3/4	欧州経済	25年2月ユーロ圏物価動向
170	2025/3/4	米国経済, 米国株	2月 ISM 製造業景況感指数
171	2025/3/7	半導体, 米国株	日本株需給(2月25日~2月28日)
172	2025/3/7	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
173	2025/3/12	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年3月)
174	2025/3/13	米国経済	2月米 CPI
175	2025/3/14	日本株	日本株需給(3月3日~3月7日)
176	2025/3/19	米国株	2025年の米国株見通し(2025年3月号)
177	2025/3/21	米国経済	3月 FOMC
178	2025/3/24	日本株	日本株需給(3月10日~3月14日)
179	2025/3/28	日本株	日本株需給(3月17日~3月21日)
180	2025/3/28	日本株	日本株 3月セクター動向と4月見通し
131	2024/12/13	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。