

2025年4月10日
 米国経済、米国株

 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 2

就任 100 日を迎える 4 月末頃までに、減税法案の概要が発表されるかが鍵

要約

- 一部の国・地域で相互関税が 90 日間停止。株価は過度なリスクオフ姿勢が後退し大幅上昇。しかし、マクロ経済のファンダメンタルズが改善するわけではないため、本格回復の鍵は減税法案とみる
- 2025 年の SP500 は、トランプ大統領が中間選挙を見据え、就任 100 日を迎える 4 月末頃に、減税法案の概要を発表、それを好感して 5 月以降は年末にかけて緩やかに回復し、6,000pt 程度まで上昇しよう。留意点は、期待で上昇することによる短期的なボラティリティの上昇

一部の国・地域で 90 日間相互関税停止。株価は大きく上昇したが、鍵は減税法案

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。関税を巡る米経済の影響等については、[日米欧 Market View : トランプ関税の影響整理と株価見通し](#) を参照されたい。

しかし、4 月 9 日にトランプ大統領は、発動したばかりの相互関税について、一部の国・地域で 90 日間停止すると発表し、米国株は大幅上昇した。前稿では株価の下値余地を検討したが、本稿では、どの様なシナリオで株価が回復していくかを検討したい。

前稿でも指摘した様に、関税によるインフレ押し上げ効果は、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、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、1.4%pt~2.2%pt と見積もられた。すなわち、中国に何%の関税を賦課するかが、インフレ加速の過半を規定している。想定以上に厳しい関税賦課というワーストシナリオは避けられる可能性が台頭してきたが、中国への関税率は 125%になる等、むしろ悪化している。インフレ率は、従来よりも加速する可能性すらある。然らば、今回の措置によるマクロ経済のファンダメンタルズ改善余地は限定的であり、米国株の大幅上昇はあくまでも過度なリスク回避姿勢の後退によるものであると解されよう。

従って、株価の本格的な回復の鍵となるのは、関税政策が完全に撤回されるというシナリオを除いては、マクロ経済のファンダメンタルズを改善させる減税法案の概要が近いうちに発表されるか否かになるとみている。

詳細な議論は次頁以降に譲るが、結論を先述すると、2025 年の SP500 は、次のような推移をすると展望している。まず、メインシナリオでは、①中国への厳しい関税措置は、中期的には両国の交渉で段階的に緩和される可能性はあるものの高い税率が賦課される、②トランプ大統領が中間選挙を見据えて就任 100 日を迎える 4 月末頃に減税法案の概要を発表するとみている。このシナリオの下では、SP500 は、5 月以降、年央にかけて緩やかな回復基調を辿り、最終的に年末に減税法案が成立し、年末にかけては大幅上昇し、6,000pt 台を回復するとみている。留意点は、期待で上昇することによる短期的なボラティリティの上昇である。

◎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。

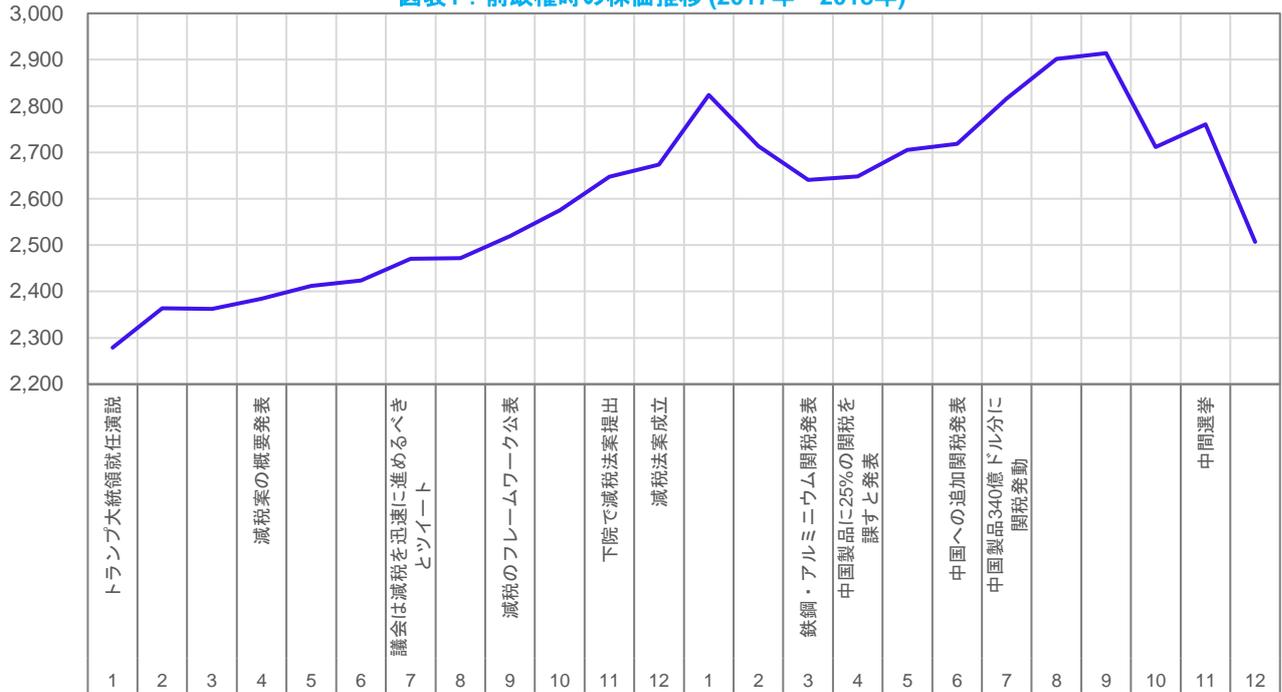


前政権時は、中間選挙を見据えた減税法案への期待から株価が上昇した

トランプ前政権を振り返ると、2017年4月26日に減税法案の概要が当時のムニューシン財務長官から発表され、7～8月にかけては議会に法案成立を急ぐよう圧力をかけ、11月に下院で厳正法案を提出、12月22日に減税法案を成立させた。トランプ大統領は、2018年の中間選挙を見据えて、減税法案の成立を急いでいたとみられる。SP500は2017年は減税への期待から約20%上昇した。今後の株価動向を見通す上でも、この動きは参考となろう。

(pt)

図表1：前政権時の株価推移 (2017年～2018年)



出所: Bloomberg、各種報道

トランプ大統領は、今回も就任100日目に向けて、4月下旬に減税法案の概要を発表か

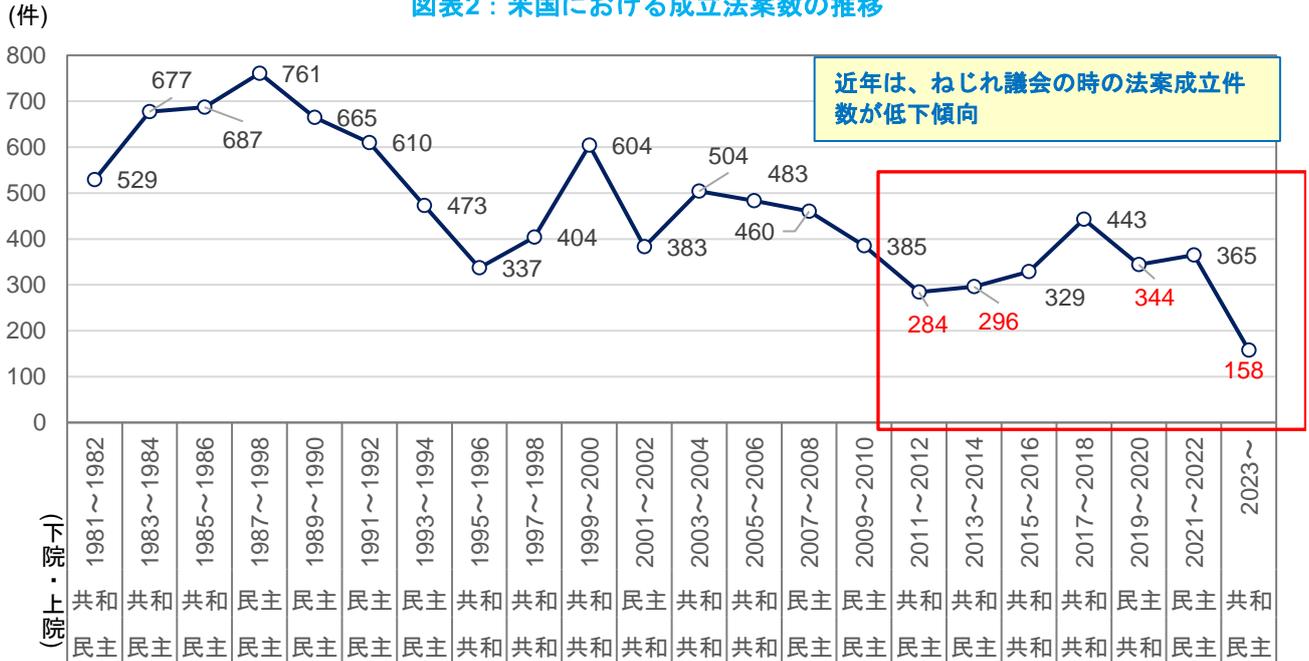
図表2は米国における成立法案数の推移である。近年は政治・社会の分断傾向が強まり、二大政党の対立が激化するに連れて、法案の成立件数は低下傾向である。中間選挙後にねじれ議会となる場合、トランプ次期大統領の掲げる過激な政策を実現するための法案は一層通りにくくなる可能性が高いため、ねじれの生じていない(上下院を共和党が抑えている)在任期間の前半の2年間で、減税政策に注力する可能性が高い。然らば、今後の焦点は、減税法案成立に動き出すまでの時間軸である。筆者は4月末の就任100日目に向けて政権の成果をアピールするために、前政権時と同様に4月下旬に減税法案の概要を公開し、年末にかけて減税法案の成立に向けて注力する公算が大きいとみている。

◎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とにかかわらず、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2：米国における成立法案数の推移

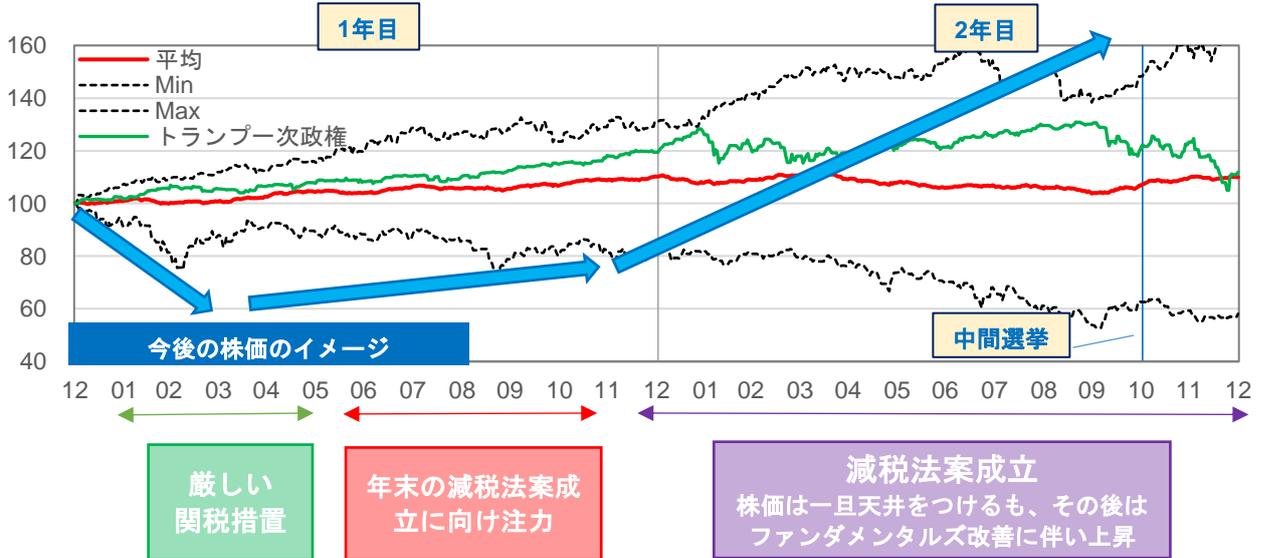


出所: GOVTRACK.US

米国株見通し

以上から、減税法案を巡る政権の動きが前回と似たものになるとすれば、就任 100 日を迎える 4 月末頃に、減税法案の概要が発表される公算が大きい。この場合、減税による企業利益押し上げ効果が、米経済の減速懸念を一定程度払拭し、株価の下落は一服しよう。その後は、折に触れて議会に法案成立を急ぐよう圧力を掛け、年末頃に法案が成立する場合、減税への期待から株価は緩やかに上昇しよう。もっとも、マーケットはこうした楽観的シナリオを一定程度織り込んでいるとみられるため、減税法案の概要が就任 100 日前後で発表されない場合、景気減速懸念が一層意識されて株価は下落し、回復には時間を要することになる。

図表3：大統領選アノマリー(1960年～,就任前年末=100)



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。



今後、考えられるシナリオは、関税の大半がディールか否か、就任 100 日前後で減税法案の概要が発表されるか否かで 4 パターンが考えられよう。なお、筆者は中間選挙を見据えて一定程度景気にも配慮するとみており、関税は一部がディールで大半が実行されるも、減税法案の概要が 4 月末頃に発表されるとみている。この場合、SP500 は、5 月以降、年末にかけて緩やかに回復し、年末には 6,000pt 程度まで上昇するとみている。

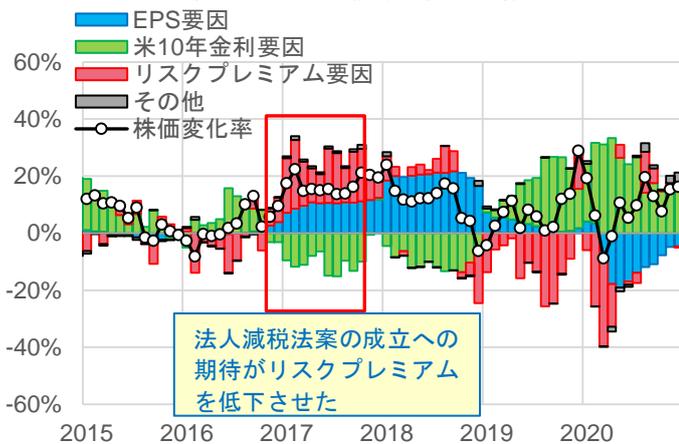
図表 4:シナリオ別の米経済、株価への効果

	実現可能性	関税政策	減税法案を巡る政権の動き	インフレ押し上げ効果	GDP成長率への影響	2025年の想定推移	SP500年末値
シナリオ1	中	大半がディール	4月末までに概要を発表	+0.5%pt~+1.0%pt	0.0%pt ~ +0.5%pt		6,500pt ~ 7,000pt
シナリオ2	高	一部がディール	4月末までに概要を発表	+1.5%pt~+2.0%pt	-0.3%pt~+0.3%pt		5,500pt ~ 6,000pt
シナリオ3	中	大半がディール	4月末までに概要を発表せず	+0.5%pt~+1.0%pt	-0.5%pt~0.0%pt		5,300pt ~ 5,800pt
シナリオ4	低	一部がディール	4月末までに概要を発表せず	+1.5%pt~+2.0%pt	-0.5%pt ~ -1.0%pt		4,700pt ~ 5,300pt

出所:筆者推計

留意点は、トランプ一次政権を参考にすると、減税影響がアナリスト予想に反映されるのは、実際に法案が成立してからであり、それまではリスクプレミアムの低下によって株価が支えられる可能性が高いことである。(図表 3~4)。株価を下支えするのが、企業業績ではなく減税法案成立への期待=PER である以上、悪材料による短期的な変動規模は従来以上に大きなものになる可能性がある点に留意する必要があるだろう。

図表 5 : SP500の前年比要因分解



出所: Bloomberg

図表 6 : SP500のリビジョンと予想EPS (pt)



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)

			ECB<欧州中央銀行>理事会
131	2024/12/13	欧州経済	
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。