

2025 年 4 月 15 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 3

日経平均株価は短期では 33,000～36,000 円、年末にかけては 38,000～40,000 円とみる

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
- 関税の一部がディールとなり、就任 100 日を迎える 4 月末頃に減税法案の概要が示されるシナリオを展望。同シナリオの下では、為替は 140 円近辺で推移するため、為替差益による利益押し上げ効果は期待し難い。日経平均株価は短期では 33,000～36,000 円、年末にかけては 38,000～40,000 円程度で推移するとみる

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、[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。しかし、マクロ経済のファンダメンタルズが改善したわけではないため、株価が暴落前の水準まで回復するためには、減税法案成立に向けて政権が動き出すことが必要であることを [トランプ関税の影響整理と株価見通し 2](#) にて、主に米国株を中心に述べた。そこで、本稿では、日本株を中心に、トランプ関税の影響と見通しを述べたい。

トランプ大統領の発言は、連日更新される他、どこまでがディールであり、関税率が最終的にどのような水準で落ち着くか等を予想することは困難を極める。また、来年に中間選挙を控える中では、減税法案の概要が近く発表されることも期待される。そこで、前稿では、関税の内容と減税法案の発表時期で 4 つのシナリオを検討した。すなわち、関税がディールであるか否か、減税法案の概要が近い内に発表されるか否か、の 4 パターンで、米国株及び米経済への影響を考察した。本稿では、前稿までの議論を踏まえ、日本株への影響を考察した。

トランプ関税が日本株に与える影響については結局のところ、外需企業の業績悪化が主な帰結になろうが、その経路には 2 つのパターンがあることを指摘したい。一つは、米国経済が減速することによって、外需企業を中心に業績が悪化する経路である。もう一つは、米国経済減速に伴って米金利が低下し、日米金利差縮小で円高が進行、外需企業が為替差損を被る経路である。

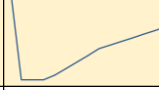
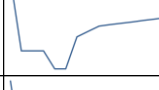
前稿におけるシナリオと合わせて考えると、図表 1～2 の様に整理できる。筆者としては、関税は一部がディールで就任 100 日を迎える 4 月末頃までに減税法案の概要が示されるシナリオ 2 の可能性が高いとみている。同シナリオの下では、為替は 140 円近辺で推移するため、為替差益による利益押し上げ効果は期待し難い。日経平均株価は、5 月末から年央にかけて 33,000 円～36,000 円、年末にかけては 38,000～40,000 円程度で推移する可能性が高い。

◎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 1: 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

図表 2: シナリオ別の日経平均株価への影響

		SP500 EPS						
		-15%	-10%	-5%	現在値	5%	10%	15%
		241	252	264	277	291	305	319
ドル円	165	29,547	32,596	37,162	39,202	41,344	43,486	45,629
	160	28,739	31,788	36,354	38,394	40,536	42,679	44,821
	155	27,931	30,980	35,546	37,586	39,729	41,871	44,013
	150	27,124	30,173	34,738	36,779	38,921	41,063	43,205
	145	26,316	29,365	33,930	35,971	38,113	40,255	42,398
	140	25,508	28,557	33,123	35,163	37,305	39,447	41,590
	135	24,700	27,749	32,315	34,355	36,497	38,640	40,782
	130	23,893	26,941	31,507	33,547	35,690	37,832	39,974
	125	23,085	26,134	30,699	32,740	34,882	37,024	39,166

出所: Bloomberg, 予想は筆者

注 1: TOPIX の EPS をドル円と SP500EPS で回帰したモデルを使って推計

注 2: PER は 14 倍、NT 倍率は 13.5 倍として TOPIX を日経平均株価に変換

注 3: 下部のシナリオは図表 1 と対応している

注 4: シナリオ 1 において、ドル円は 145 円前後で推移すると想定

注 5: シナリオ 2 において、ドル円は 140 円前後で推移すると想定

◎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。

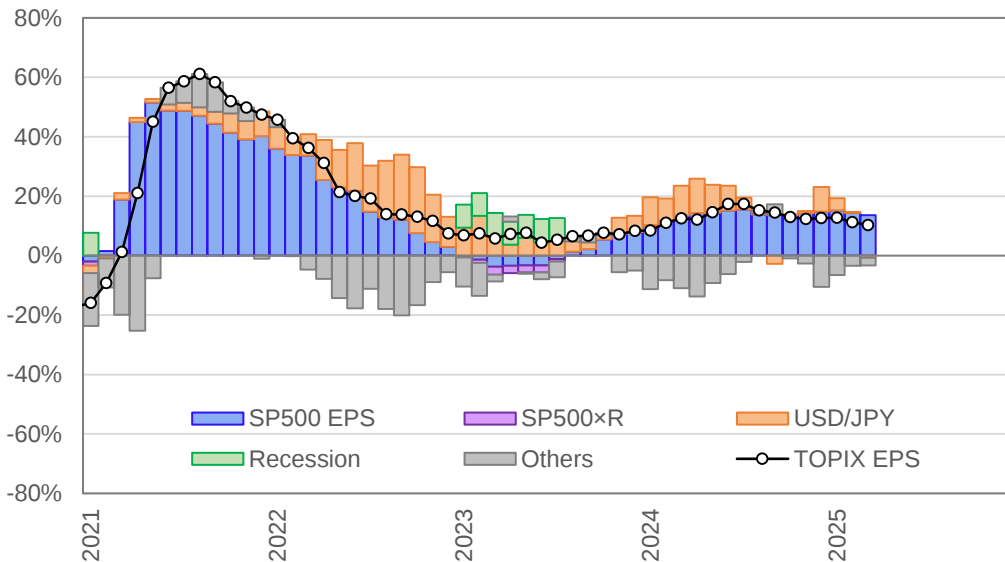
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

米景気減速による 2 つの経路を通じた日本株への影響をモデル化

トランプ関税が日本株に与える影響については結局のところ、外需企業の業績悪化が主な帰結になるだろうが、その経路には 2 つのパターンがあることを指摘したい。一つは、米国経済が減速することによって、外需企業を中心に業績が悪化する経路である。もう一つは、米国経済減速に伴って米金利が低下し、日米金利差縮小で円高が進行、外需企業が為替差損を被る経路である。トランプ大統領の政策不確実性からドルが忌避されていることも円高進行に拍車を掛ける可能性がある。

この 2 パターンを表現する為に、TOPIX の EPS 前年比を SP500 の EPS 前年比とドル円の前年比で回帰した(図表 3)。このモデルによれば、SP500 の EPS 前年比の係数は 1.20、ドル円の前年比の係数は 0.72 と推計された。ただし、SP500 の前年比と景気後退ダミーの交差項の係数は 0.86 であったため、米景気減速による悪影響は、SP500 よりも TOPIX で、より顕著である可能性が示唆された(米景気減速時は、 $1.20 + 0.86 \div 2$ 故、SP500 の 2 倍変動)。

図表 3 : TOPIX EPS の前年比要因分解



出所: Bloomberg

説明変数	係数
切片	-0.04126
SPX	1.20509
USD/JPY	0.72528
Recession	0.07738
SPX×R	0.86929

1. SPX は SP500 の前年比
2. USD/JPY はドル円の年々比
3. Recession は、景気後退ダミー
4. SPX×R は、SPX と Recession の交差項

今後のドル円見通し

足元で米金利が上昇しているにも関わらず、ドル円は円高が進行しているが、これは米金利の上昇が不確実性に起因するタームプレミアムの上昇に起因しているからであろう。実際、タームプレミアム変化差とドル円はほぼ無関係である(図表 5～6)。なお、関税政策による米景気減速懸念を反映し、米 10 年金利からタームプレミアムを除いたリスク中立金利は低下傾向である。

種々の要因を考慮すると、ドル円を予想する上では、マーケットの政策金利織り込みが反映されているとみられる、2 年先 1 ヶ月 OIS フォワード金利、10 年ブレイクイーブンインフレ率を用いた、日米実質金利差を使用するのが適していよう(図表 6～7)。足元で急速に円高が進行しており、理論値よりもやや円高な水準となっているが、現時点では統計的な信頼区間の範囲内での変動に留まっている。

シナリオ 1 では、日米ともに良好な経済環境が実現し、日本の実質金利は-0.5%、米国の実質金利は+1.5%程度になるとみている。この場合、ドル円は 145 円程度を中心レンジに推移しよう。シナリオ 2 では、日本の実質金利は-0.3%、米国の実質金利は+1.25%程度になるとみている。この場合、ドル円は 140 円程度を中心レンジに推移しよう。

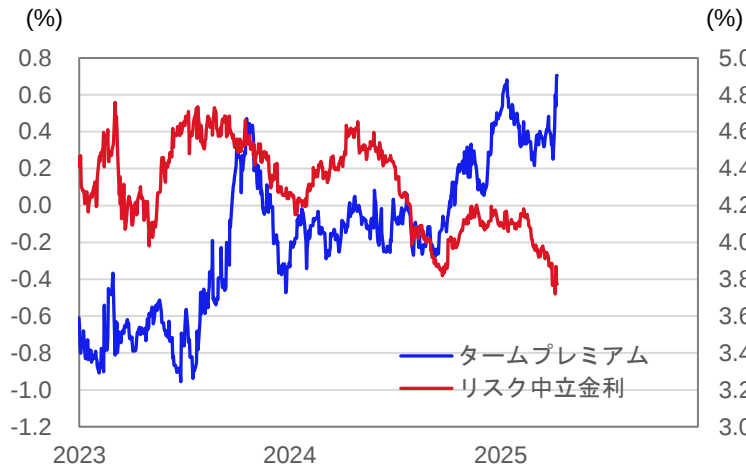
◎注意事項

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。

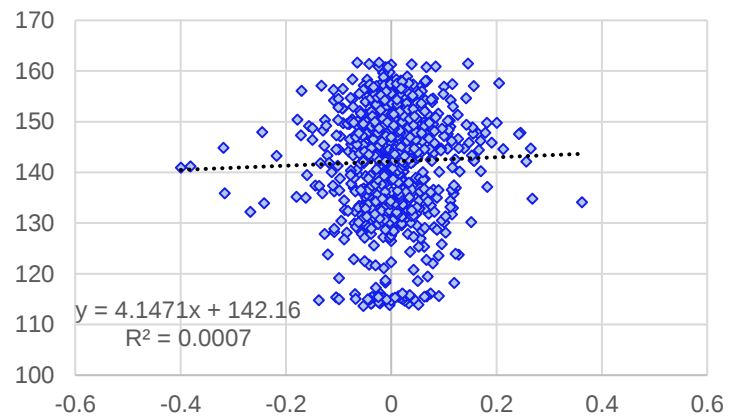


図表5：タームプレミアムとリスク中立金利

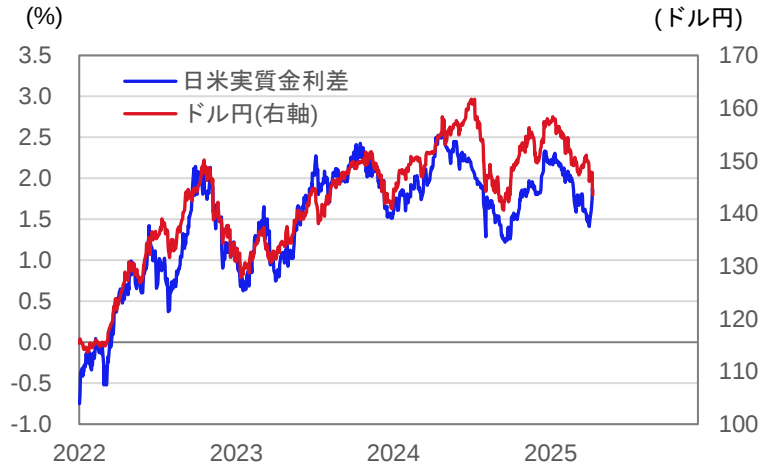


出所：Bloomberg

図表6：タームプレミアム変化差(横軸)とドル円(Y軸の関係

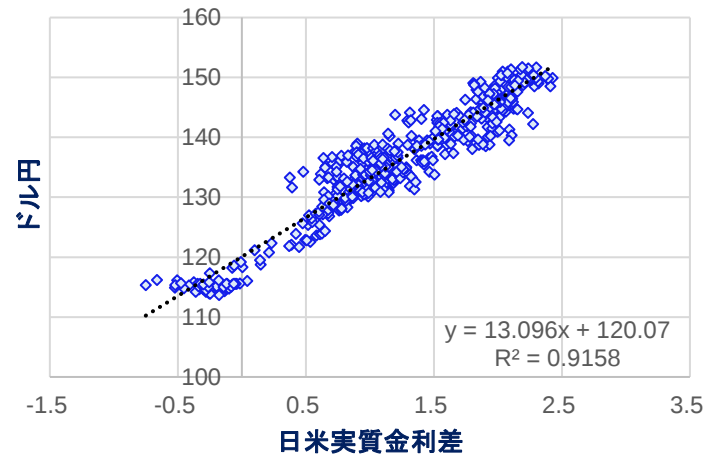


図表7：日米実質金利差とドル円の推移



出所：Bloomberg

図表8：日米実質金利差とドル円の関係



図表9：日米実質金利差とドル円マトリクス

		米2年先1ヵ月実質金利								
		0.25	0.50	0.75	1.00	現状	1.50	1.75	2.00	2.25
						1.24				
日 2 年 先 1 ヵ 月 実 質 金 利	-0.20	126	129	133	136	139	142	146	149	152
	-0.30	127	131	134	137	140	144	147	150	153
	-0.40	129	132	135	138	142	145	148	152	155
	-0.50	130	133	136	140	143	146	150	153	156
	-0.63	132	135	138	141	145	148	151	155	158
	-0.70	133	136	139	142	146	149	152	155	159
	-0.80	134	137	140	144	147	150	153	157	160
	-0.90	135	138	142	145	148	152	155	158	161
	-1.00	136	140	143	146	149	153	156	159	163

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)

No	発行日	テーマ	タイトル
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	2025/4/1	日本株	日本株 3 月セクター動向と 4 月見通し
181	2025/4/4	日本株	日本株需給(3 月 24 日～3 月 28 日)
182	2025/4/4	米国経済, 日本株, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し
183	2025/4/10	米国経済, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し 2
184	2025/4/11	日本株	日本株需給(3 月 31 日～4 月 4 日)
185	2025/4/11	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 4 月)
186	2025/4/11	米国経済	3 月米 CPI

◎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。