

2025年5月13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 4

SP500の短期的な上値目途は5,920pt、日経平均株価の短期的な上値目途は39,500円

要約

- 5月12日に、米中両政府は互いに対する高関税を90日間停止することを発表(米国は中国に対する累計145%の関税を30%まで引き下げると発表)。これにより、米インフレ率の押し上げ幅は0.6%pt程度となり、米GDP成長率の鈍化幅は0.16%pt程度と米景気減速懸念が大幅に後退
- 日米の株価は急反発したこともあり、短期的には横ばい圏で推移か。更なるアップサイドは、減税法案の成立に向けた動きが加速すること、日本では厳しい関税措置が取られないこと等。なお、SP500の短期的な上値目途は5,920pt、日経平均株価の短期的な上値目途は39,500円

米中が互いに高関税を90日間停止すると発表。米景気減速懸念が大幅に後退

まず、これまでの経緯を簡単に振り返りたい。4月2日、トランプ大統領は、各国に対してマーケットの想定以上に厳しい関税率を課すことを発表し、日米の株価は大きく調整した([トランプ関税の影響整理と株価見通し](#) 参照)。

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、当時は中国への関税率は125%になる等むしろ悪化しており、関税政策のインフレへの過半を中国が担う以上、米経済のファンダメンタルズが改善したとは言い難かった([トランプ関税の影響整理と株価見通し 2](#))。

しかし、5月12日に、米中両政府はたがいに対する高関税を90日間停止することを発表した。無論交渉がまとまらないリスクはあるが、トランプ大統領は再び関税率を145%まで引き上げる可能性については否定した。

さて、米国は中国に対する累計145%の関税を30%まで引き下げると発表している。この影響を従来から使用している筆者のマクロモデルにインプットしてシミュレーションした結果を述べよう。

それには、まず今回の関税措置による米インフレ率押し上げ効果を求める必要がある。これは、Boston連銀のPaper(The Impact of Tariffs on Inflation)を参考にした。コアPCEに対する直接輸入と間接輸入の寄与度を国別に確認し、それに関税率を乗じることで簡易的なインフレ押し上げ効果が試算できる。結論を先述すると、中国に30%の関税、他国に10%の関税を課す場合、+0.6%pt~+1.0%pt程度の押し上げ効果があると試算される。

これをモデルに入力し、主要な指標等の結果を確認すると、以下の様になった。

1. 2026Q1にかけて、FRBは1~1.5回利上げを行う
2. 2026Q2にかけて、失業率は0.1%pt上昇する
3. 2025Q3にかけて、GDP成長率は0.16%pt程度減速する

◎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。

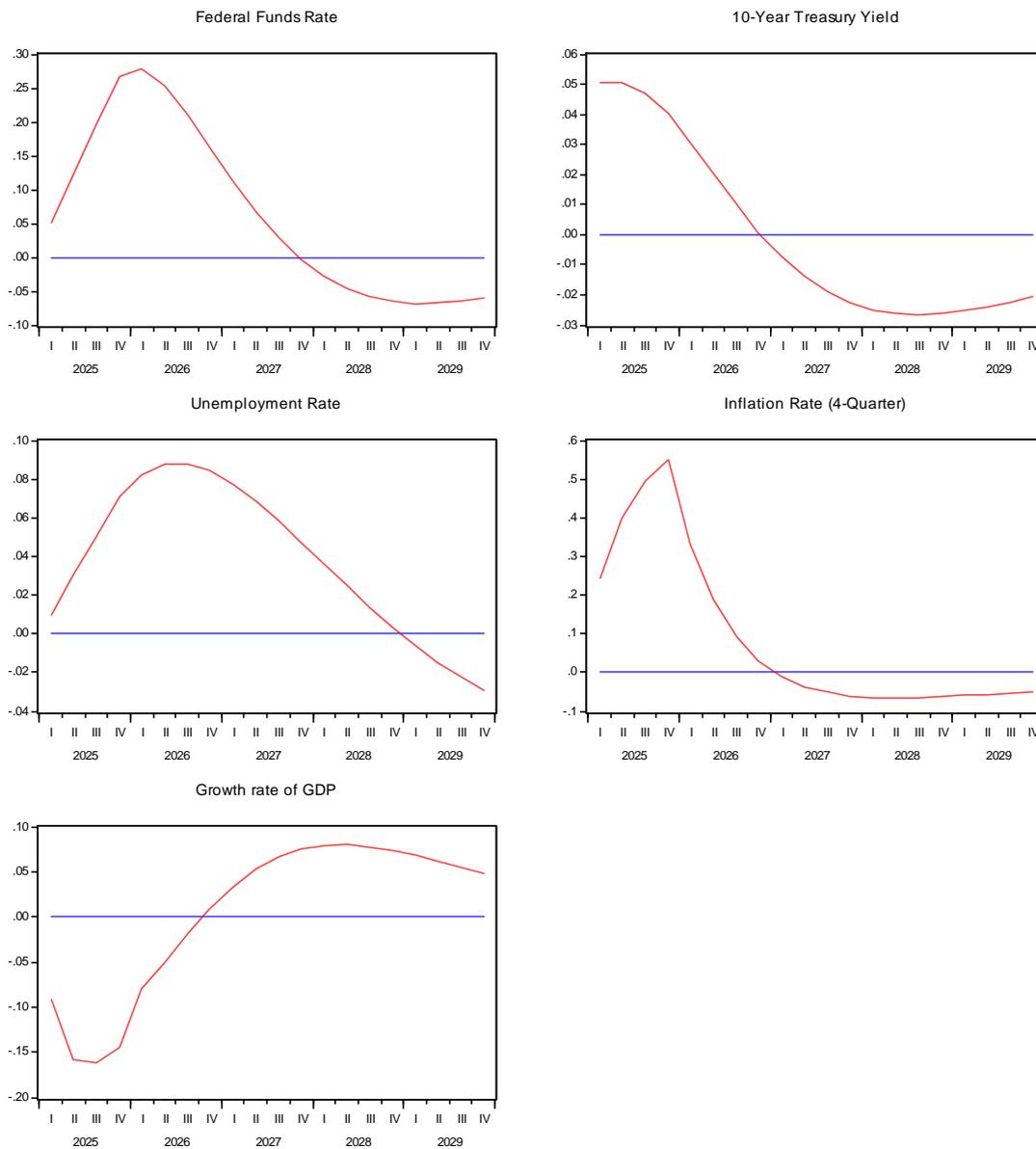


まず、これはあくまでも、理論的に、インフレ率が上昇した際の反応を計算したに過ぎない点は注意を要しよう。また、そもそも、インフレ率が上昇する中では通常消費が鈍るため、インフレ率の推計自体も、最大で 1.0%pt 程度上昇する可能性があるとの理解が妥当である。現実的には、むしろ下限である 0.6%pt 程度の方が実態に近い可能性がある。

その上で、モデルのアウトプットを評価すると、今回の措置によって、米経済への悪影響はほとんどないと言えるだろう。モデルは、インフレ率が上昇する中、FRB が景気を犠牲にしてもインフレ退治に注力するというシナリオを示唆しているが、裏を返せば、それでも米経済の減速幅は GDP 成長率ベースでは 0.16%pt 程度で、失業率もほとんど上昇しないということになる。今後、減税等も控える中では、2025 年も米景気は減速せずに成長を続ける可能性もある。

図表 1:FRB/US モデルを用いたシミュレーション (インフレ率が 0.6%pt 上昇した場合のショック)

Macroeconomic Effects of Tariff Shock



出所：FRB

◎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。



米国株への影響

上述の通り、今回の米中関係の改善によって、マーケットがこれまで織り込んできた米景気減速懸念が大幅に後退したことになる。まず、SP500 の業種別 EPS の変化率及び株価変化率を確認すると、図表 2 の様になる。年初来では、一般消費財、情報技術、コミュニケーション等で株価の下落が目立った。しかし、情報技術については、EPS は前月比横ばいなものの、年初来や前年比では最も成長している他、コミュニケーションについては前月比の成長率が業種別ではトップであり、ディフェンシブ業種としての底堅さを窺わせる。情報技術の下落は、ベータが高い銘柄が多いため、相場急変時は要求リスクプレミアムが増幅され、下落しやすかったとみられる。コミュニケーションは昨年大きく上昇していたため利益確定売りに晒されやすかったとみられる。一般消費財はファンダメンタルズを反映しているよう。

以上を踏まえると、今後は、関税トレードの巻き戻しの動きが期待される中、情報技術セクターに最も投資妙味がある。理由は、①相場全体が上昇する中、高いベータが上昇の勢いを増幅すること、②業績の拡大が続いておりファンダメンタルズ上、割安感があること、③関税の行方が不透明な中、仮にディールがまとまらずとも相対的な悪影響が小さいこと(ソフトウェア企業が多くの関税影響を受けにくい、GAF A をはじめブランド力や製品に独自性があり関税影響を価格転嫁しやすい等)の 3 つ。

図表 2: SP500 業種別の予想 EPS 変化率

		年初来		前月比		前年比		23年末⇒24年末	
EPS変化率 ランキング	1	情報技術	3.9%	コミュニケーション	1.5%	情報技術	20.8%	情報技術	25.7%
	2	コミュニケーション	3.7%	公益	0.8%	コミュニケーション	17.5%	コミュニケーション	24.6%
	3	金融	3.7%	不動産	0.5%	金融	11.0%	一般消費財	14.7%
	4	公益	2.4%	情報技術	0.1%	ヘルスケア	10.2%	金融	12.6%
	5	ヘルスケア	0.2%	生活必需品	-0.5%	公益	9.4%	公益	9.3%
	6	不動産	-1.3%	素材	-0.5%	一般消費財	5.5%	ヘルスケア	8.6%
	7	生活必需品	-1.7%	金融	-0.6%	資本財	0.9%	資本財	6.7%
	8	資本財	-2.0%	ヘルスケア	-1.0%	不動産	0.6%	素材	4.2%
	9	一般消費財	-2.5%	資本財	-2.2%	生活必需品	-0.1%	不動産	3.8%
	10	素材	-6.8%	一般消費財	-3.2%	素材	-3.5%	生活必需品	3.4%
	11	エネルギー	-9.6%	エネルギー	-9.7%	エネルギー	-26.9%	エネルギー	-19.0%
		SP500	0.9%	SP500	-1.0%	SP500	8.4%	SP500	12.1%
株価変化率 ランキング	1	生活必需品	5.8%	情報技術	1.6%	金融	20.9%	コミュニケーション	39.9%
	2	公益	4.0%	生活必需品	1.1%	公益	18.4%	情報技術	37.1%
	3	ヘルスケア	2.3%	コミュニケーション	0.6%	コミュニケーション	15.7%	一般消費財	30.4%
	4	不動産	2.1%	資本財	0.2%	不動産	14.4%	金融	28.3%
	5	金融	0.9%	公益	0.0%	情報技術	13.0%	公益	19.7%
	6	素材	0.4%	一般消費財	-0.3%	生活必需品	12.0%	資本財	15.8%
	7	資本財	-0.5%	不動産	-1.3%	一般消費財	10.5%	生活必需品	11.8%
	8	エネルギー	-4.4%	金融	-2.2%	資本財	8.1%	不動産	1.0%
	9	コミュニケーション	-6.5%	素材	-2.2%	ヘルスケア	0.2%	エネルギー	0.9%
	10	情報技術	-12.3%	ヘルスケア	-3.8%	素材	-5.1%	ヘルスケア	0.7%
	11	一般消費財	-15.1%	エネルギー	-13.7%	エネルギー	-13.6%	素材	-2.2%
		SP500	-5.7%	SP500	-0.8%	SP500	10.6%	SP500	23.8%

注：最新データは 4 月末更新。従って例えば年初来は、24 年末⇒25 年 4 月末

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。



次に、SP500 の水準について検討したい。4 月 2 日に発表されたワーストシナリオの実現可能性は大きく遠のいたものの、関税自体は実施される見込みであるため、経済が一定程度減速することは避けられまい。中期的には、[トランプ関税の影響整理と株価見通し 2](#) に即して述べれば、従来はシナリオ 2 を展望していたが、1 と 2 の中間程度が妥当であろう(図表 3)。関税は大半がディールとなったが、株価に重要な影響を与える法人減税の実施時期や詳細な法案は確定していない(ベッセント財務長官はトランプ政権が推進する包括的な減税案を独立記念日の 7 月 4 日まで議会通過を目指す」と表明はしている)。

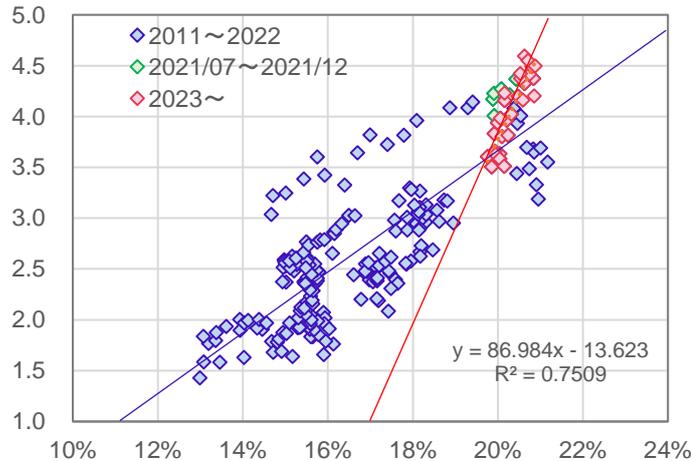
年末にかけて今年 2 月につけた高値を更新する可能性もあるものの、短期的には急上昇したこともあり減税法案の具体的な内容が明らかになるまでは横ばい、上値目途としては 5,920pt 程度とみている。足元の SP500 の予想 ROE は 20.7%であり、この時の妥当 PER は、PBR×ROE モデルからは 21.2 倍と推計され、SP500 は 5,860pt 程度が妥当株価と推計される。しかし、今回の関係進展をポジティブに捉える向きが優勢で、前月の下方修正分を回復し、EPS が 1%改善するならば、5,920pt までの上昇が説明可能である(図表 4～5)。

図表 3: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 4 : ROE(X軸)×PBR(Y軸)の関係性(SP500)



出所: Bloomberg

図表 5: SP500 バリュエーションマトリクス

		予想PER(SP500)							
		19.5倍	20.0倍	20.5倍	現状 21.1倍	21.2倍	21.5倍	22.0倍	
予想 EPS (SP 500)	10.0%	304.1	5,931	6,083	6,235	6,429	6,448	6,539	6,691
	5.0%	290.3	5,661	5,806	5,952	6,136	6,155	6,242	6,387
	3.0%	284.8	5,553	5,696	5,838	6,020	6,038	6,123	6,265
	1.0%	279.3	5,446	5,585	5,725	5,903	5,920	6,004	6,144
	現状	276.5	5,392	5,530	5,668	5,844	5,862	5,945	6,083
	-1.0%	273.7	5,338	5,475	5,612	5,786	5,803	5,885	6,022
	-3.0%	268.2	5,230	5,364	5,498	5,669	5,686	5,766	5,900
	-5.0%	262.7	5,122	5,253	5,385	5,552	5,569	5,647	5,779
	-10.0%	248.8	4,853	4,977	5,101	5,260	5,276	5,350	5,475

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。



日本株への影響

日本は依然として関税を巡る協議が継続中であるが、米景気の減速懸念が後退したことはポジティブである。主要な影響としては、①投資家センチメントの改善に伴うバリュエーションの拡張、②円安進展による為替差益の発生である。なお、筆者は日本に対する関税率(特に自動車について)については柔軟な対応を期待するのは、現時点では楽観的に過ぎると考えている。イギリスとの交渉が参考になると考えており、①イギリス車は高級車が中心であり米自動車メーカーと競合しにくいこと、②イギリスは米国に対してそもそも貿易黒字国であること、等が柔軟な措置が適用された背景にあると理解しており、日本についてはどちらも当てはまらない。現状では、日本株について関税率の軽減や撤廃に伴うEPS改善までは織り込むべきではないだろう。

まずバリュエーションの拡張について、これは米中対立が激化する中、相対的な割安感等から日本株が選好されてきたこともあり、拡張余地としては大きくはない。2024年以降の日本株上昇局面におけるTOPIXの平均PERが15倍程度であるが、足元で14.6倍程度まで上昇している。日本株とドル円の影響について、詳しくは[トランプ関税の影響整理と株価見通し3](#)を参照されたい。要点を抜粋して説明すると、ドル円が150円を目指す場合、EPSは3%~4%押し上げられるが、148円程度で止まる場合、EPSの押し上げ効果は2%程度となる。

従って、日経平均株価は短期的には、楽観シナリオの下では40,000円程度までの上昇余地があるが、妥当株価という点では39,500円程度が上値目途となる。

図表6：日経平均株価のバリュエーションマトリクス

NT倍率：13.5倍

		PBR1倍		予想PER(TOPIX)					
				11.0倍	14.0倍	14.5倍	現状 14.7倍	15.0倍	15.5倍
予想 EPS (TOPIX)	10.0%	207.2	31,400	40,000	41,400	42,100	42,800	44,300	45,700
	5.0%	197.8	30,000	38,200	39,500	40,200	40,900	42,300	43,600
	3.0%	194.0	29,400	37,400	38,800	39,400	40,100	41,500	42,800
	1.0%	190.3	28,800	36,700	38,000	38,700	39,300	40,600	42,000
	現状	188.4	28,600	36,300	37,600	38,300	38,900	40,200	41,500
	-1.0%	186.5	28,300	36,000	37,300	37,900	38,600	39,800	41,100
	-3.0%	182.7	27,700	35,300	36,500	37,100	37,800	39,000	40,300
	-5.0%	179.0	27,100	34,500	35,800	36,400	37,000	38,200	39,500
	-10.0%	169.5	25,700	32,700	33,900	34,400	35,100	36,200	37,400

注：コンセンサス予想の充実しているTOPIXの数値を使い、NT倍率から日経平均株価を試算
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
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	2025/4/1	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
187	2025/4/15	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 3
188	2025/4/15	コモディティ	25 年 3 月 WTI 原油先物価格
189	2025/4/17	豪州経済	25 年 4 月豪州概況
190	2025/4/18	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
191	2025/4/18	日本株	日本株需給(4 月 7 日~4 月 11 日)
192	2025/4/22	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 4 月)-特別号
193	2025/4/25	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(4 月 14 日~4 月 18 日)
194	2025/5/1	日本株	日本株 4 月セクター動向と 5 月見通し
195	2025/5/1	欧州経済	25 年第 1 四半期ユーロ圏 GDP 統計
196	2025/5/7	欧州経済	25 年 4 月ユーロ圏物価動向
197	2025/5/7	日本株	日本株需給(4 月 21 日~4 月 25 日)
198	2025/5/7	米国経済, 米国株	4 月 ISM 製造業景況感指数
199	2025/5/7	米国経済	4 月雇用統計
200	2025/5/8	米国経済	5 月 FOMC

◎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。