

貿易戦争の勝者と敗者：米国株式市場の見方

2025 年 5 月 29 日

Christian Floro, CFA, CMT
市場ストラテジスト

Emily Foshag, CFA
上場インフラ・ポートフォリオ・マネジャー

Lauren Choi
株式ポートフォリオ・マネジャー

Jared Meggison, CFA
株式アナリスト

Ryan Jordan
株式アナリスト

米国は第二次世界大戦以降で、最大の関税引き上げに直面しており、経済への影響も大きくなると見込まれます。

米中が関税の一部を一時的に停止したことで、関税が米国の成長率を鈍化させる影響度合いは和らぎ、景気後退の可能性は低下したものの、投資計画の凍結や消費者および企業のセンチメント悪化などにより、経済への影響は残ると考えられます。実際、米国の平均輸入関税率は年初の 2.3% から 12.5% に上昇しており、経済への持続的且つ広範な影響を及ぼす可能性があります。具体的には、GDP 成長率は鈍化し、インフレ率は上昇し、消費は減速し、企業の利益率は圧迫されと考えられます。

関税は足元とは若干異なる水準に落ち着くとしても、高止まりする可能性が高いと考えられます。保護主義はトランプ大統領の長年の信条の 1 つであり、それを政策に反映させています。さらに、米政権は関税を財政拡大計画の財源とすることを声高に主張しており、関税が 10% を下回る可能性は低いと考えられます。従って、今後の米国株式市場の分析には、関税率が高まった状態の事業環境を前提とすることは欠かせないと考えます。

貿易政策が依然として流動的であるため、市場のボラティリティは持続すると思われます。実際、関税の一部停止によって市場が不安定で脆弱な状態が和らいだものの、関税が依然として高い水準にあることを考えると、リスクは依然として高まっていると考えます。どのような市場ショックでもそうであるように、今回も勝ち組と負け組が存在し、セクターや業界も二分されていると思われます。

脆弱性の評価

世界的な貿易戦争の影響に対する各セクターのエクスポージャーを決定する最初のステップは、サプライチェーンの影響と売上高が受ける影響に分けて考えることです。

米国の輸入関税率の上昇は、国際的なサプライチェーンに最も依存している企業の生産コストを増加させます。一方、米国の貿易赤字縮小による米ドル高、他国が自国の輸入関税率を引き上げたり、貿易障壁を設けるなどの報復措置をと

れば、海外売上高の比率が高い米国企業も影響を受ける可能性が高くなります。関税の影響は広範囲に及ぶと思われますが、その影響は企業によって異なります。以下は、脆弱性を企業規模別、セクター別にまとめたものです。

企業規模別の脆弱性

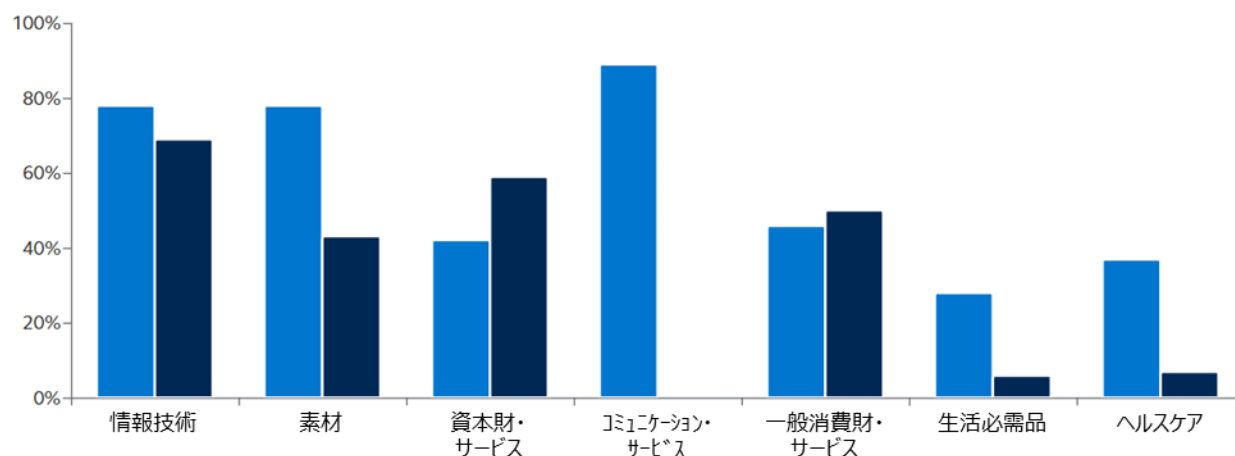
全セクターの上場大型株と中型株の企業を合計すると、生産コストの半分近くは米国外に由来し、広範な輸入関税の影響を特に受けやすい状況にあります。しかし、より細かく見てみると、大企業は、在庫の変動を吸収できる大きなバランスシートと、貿易障壁に直面しても対処可能な柔軟で多様なサプライチェーン・ネットワークを持っているため、有利な立場にあると思われます。加えて、コストの 90%以上が国外に帰属している自動車と医薬品の各産業では、中型株企業の関税に起因するリスクがより大きいと見られます。

企業は平均して売上高の 25%を米国外から得ていますが、大企業ほど海外からの収益比率が高い傾向にあります。一方、国外売上高比率が最も低いのは小型株企業で、20%未満です。しかし、小型株企業の事業は総じて消費者のセンチメントへの感応度が高く、米国内経済活動が減速する可能性があるため、こうしたメリットは相殺される可能性が高いと思われます。

売上原価における海外比率

セクター別、大型株と中型株での比較

■ 大型株 ■ 中型株



出所：Bloomberg Intelligence、Principal Asset Management | 2025年4月30日現在 | 大型株はS&P500種株価指数、中型株はS&P400種株価指数をそれぞれ参照

セクターおよび産業別の脆弱性

関税の影響はセクターによって異なり、産業別ではなおさらです。本セクションでは、関税ショックの影響を最も受けそうなセクターと最も受けなさそうなセクターにフォーカスします。

テクノロジー：

ハイテク企業は、国際的なサプライチェーンおよび需要の変動の影響を最も受けやすいと言えます。特に半導体、資本設備、大手通信サービスの売上原価の70%以上は米国外に由来します。また、ハイテク企業は売上高の約60%が米国外で発生しています。

半導体を含む製造装置や川下製品を含む半導体サプライチェーンに対するトランプ政権による国家安全保障調査が進行中であることも、大きなリスクにつながります。実際、重要技術の輸出を通じた国家安全保障に関する広範な懸念から、ハイテク企業は貿易政策以外のリスクに直面する可能性があり、世界の半導体設備企業のほとんどが、ある程度の輸出規制に直面することになるかもしれません。

ハイテク業界全般の見通しは厳しいものの、その影響を最も大きく受けるはずの半導体やその他のハイテク・ハードウェア企業でさえ、第1四半期の決算報告によると、関税による影響は今のところ軽微にとどまっています。影響の緩和に寄与しているのは、パンデミック以降に注力してきたサプライチェーンの再構築です。これらの企業の多くは、すでに中国への依存度を引き下げ、サプライチェーンをより柔軟なものにし、調達先を迅速に変更する能力を身につけています。また、多くの企業は、エンド顧客の需要に対応するために製造の細分化に着手しています。

すべてのハイテク企業が同じように貿易関税の影響を受けやすいわけではありません。ソフトウェア・セクターは、国際的なサプライチェーンや売上高への影響度合いが小さく、中国への直接的なエクスポージャーも最小であるため、リスクは低いと見られます。このことは、ハイパースケーラーの設備投資額が引き続き堅調であることから明らかで、不確実性が支出計画にまだ影響していないことを示唆しています。インターネット企業もまた、影響は限定的だと見られます。ファンダメンタルズの耐性、合理的なバリュエーション、関税リスクが低いことを考慮すると、ソフトウェアとともにハイテク企業の中では比較的安全な投資先と見なされる可能性が高いと考えます。

貿易摩擦への懸念が一時的に後退し、ハイテク企業は構造的な理由から楽観視出来るとの見方が台頭するなか、ハイテク企業が「解放の日」以来の下落分を総じて回復するなど、市場はいち早く反発しています。しかし最終的には、貿易政策が流動的であることを考えると、セクター全体のリスクは依然として顕著であり、投資家はさらなる変動率の上昇を警戒する必要があると考えます。

素材：

鉄鋼とアルミニウムの米国内生産能力は限られており、また、新たな鋳造工場の建設など、その生産能力の再構築には数年を要し、一朝一夕には実現できないことから、サプライチェーンの脆弱性に直面しています。

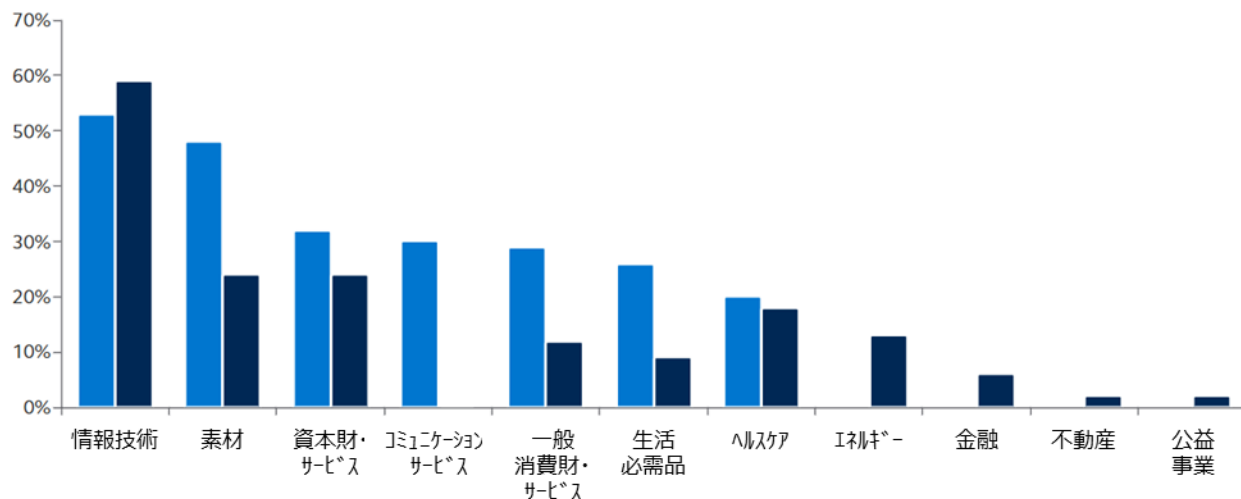
リスクは大企業に集中しており、大型株企業は生産コストの80%近くが米国外に由来するのに対し、中型株企業では40%に過ぎません。これは、本セクターにおいて、国内志向の企業のほとんどが大型株ではなくなったためであり、大型株として残っているのは主に国際的な大企業であるため、規模によって明確な偏りが見られます。

素材セクターは売上高の約40%が米国外で発生しているため、世界経済の成長率の変動の影響も受けやすくなっています。テール・リスクは、特に米中間で一部の関税が停止されたために後退したとはいえ、世界のコモディティ需要は今年減速する可能性が高いと思われます。米政権によって世界貿易システムがリセットされたことで、各国は現在の不安定な均衡状態を乗り切ろうとしており、不確実性が高まっています。これは世界経済の成長に重くのしかかり、一次産品セクターには逆風となりそうです。

海外売上高比率

セクター別、総売上高に占める割合、大型株と中型株での比較

■ 大型株 ■ 中型株



出所：Bloomberg Intelligence、Principal Asset Management | 2025年4月30日現在 | 大型株はS&P500種株価指数、中型株はS&P400種株価指数をそれぞれ参照

ヘルスケア：

全体として、本セクターは弾力性が低い米国内の需要が収益源です。従って、一部の例外はあるものの、貿易政策に関連した売上高やサプライチェーンの混乱によるリスクは最も小さいと言えます。

但し、ヘルスケア・セクターでも商品を製造・販売する企業にとって関税は潜在的な逆風となっています。多くの企業が関税引き上げを前に在庫を積み上げていますが、国際的なサプライチェーンへのエクスポージャーが顕著な医療機器およびライフサイエンス・ツール企業は、貿易摩擦によって EPS が 5～10% 程度減少する可能性があります。

製薬業界もまた、現在進行中の国家安全保障に関する調査を受けており、その結果がどのようなになるかは極めて不透明ですが、追加関税や貿易障壁につながる可能性があるため、リスクに直面しています。このような貿易関連のリスクは、サプライチェーン・コストの 70% 近くが米国外に由来する大型株の製薬企業に偏っています。しかし、間接的ではありますが、中型株の企業も同様のリスクを負っている可能性があります。中型株の製薬企業の生産コストの 90% 近くは米国内で発生しており、アイルランドやスイスから多くの原料が輸入されています。また、ジェネリック医薬品を中心に、主要な原料や有効成分は中国やインドからも調達しています。

さらに問題を複雑にしているのは、多くの製薬会社が米国での税負担を最小化するために、国境で輸入医薬品の価格をつり上げる複雑な移転価格を利用しているため、この独特の会計処理が潜在的な関税の影響を増幅させることになると考えられます。

公益事業：

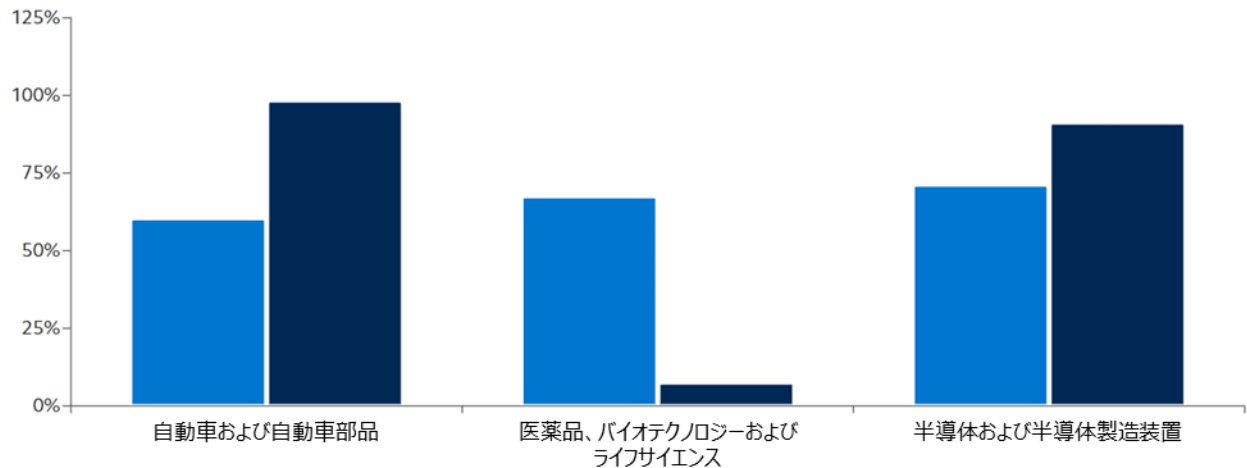
本セクターの企業は、貿易政策に起因する不確実性や混乱とは無縁の状態にあると考えられます。サプライチェーンの観点からは、近年、ほとんどの企業が米国内で事業を完結させることを重視しています。これは特にクリーンエネルギーのサプライ

チェーンに当てはまり、インフレ削減法や中国製ソーラーパネルに対する以前の貿易規制が国内投資のインセンティブとなっています。公益事業会社は、高度に規制されたビジネスモデルの中で事業を行っているため、国外の売上高は限定的であるほか、一般的に関連する関税コストの上昇のほとんどを顧客に転嫁することが可能です。

売上原価における海外比率

産業別、大型株と中型株での比較

■ 大型株 ■ 中型株



出所：Bloomberg Intelligence、Principal Asset Management | 2025年4月30日現在 | 大型株はS&P500種株価指数、中型株はS&P400種株価指数をそれぞれ参照

金融：

貿易政策に起因するボラティリティが市場を混乱させているにもかかわらず、直感に反するものの、金融セクターは影響が少ないと思われます。資本市場へのエクスポージャーが高い投資銀行は、取引量の増加の恩恵を受けるとされます。債務不履行や延滞が引き続き管理可能な水準に留まるのであれば、米国内に事業をフォーカスしている地方銀行も恩恵を受けるとされます。

その他のディフェンシブ・セクター：

売上高が米国内に集中しているセクターの企業も、関税の影響から隔離された状態となることが想定されます。消費者の需要が極めて非弾力的であることから、生活必需品はその傾向が顕著です。しかし、関税が投入コストを押し上げるに従い、生産とサプライチェーンの効率性が注目されるようになり、米国内に低コストの生産ラインを有する企業が最も恩恵を受けることになると思われます。不動産もまた、一般的に国内需要に左右されるため、関税の影響を直接受けることは少ないものの、原材料コストの上昇を通じた脆弱性はあると想定されます。

見通し

どのような市場ショックでもそうであるように、米国の関税政策は勝ち組と負け組の両方を生み出し、脆弱性は企業規模だけでなくセクターや産業によっても異なります。一部の投資家は関税の影響を受けやすい市場から撤退するかもしれませんが、チャンスは残されていると考えます。

大企業はサプライチェーンが多様化し、在庫管理能力が高く変動にも対処可能なため、一般的に脆弱性は低い傾向があります。また、大きな影響を受けそうなハイテク銘柄の中でも、ソフトウェアやインターネット企業は比較的安全だと考えます。一方、公益事業や不動産のようなディフェンシブ・セクターは、非弾力的な需要や国内志向のため、影響を受けにくいと想定されます。同時に、金融セクターは、国内市場を重視している企業と市場のボラティリティから生じる収益機会を活かせる企業は恩恵を受ける可能性があります。

最近、貿易政策が一部修正されつつあるにもかかわらず、貿易障壁は年初に比べ上昇傾向にあります。さらなる経済的なマイナス・ショックにさらされやすく、不確実性が続く環境では、投資家は市場のボラティリティが続くことに備える必要があると考えます。今こそ、これまで見過ごされてきたバリュー株や米国外の株式市場に注目し、株式配分の分散を見直す好機であると考えます。バリュー株は金融株やその他のディフェンシブ銘柄へのエクスポージャーが高いためヘッジ効果が高く、米国外の株式市場は欧州の魅力が高まっているためヘッジ効果が高いと考えられます。

貿易政策は流動的であるため、市場の見通しは今後も不透明な状態が続くことが想定されます。しかし、規模、セクター、スタイル、そして地域によって異なる方向感が出ることは、貿易戦争の間も規律を守り、フルインベストメントを続ける投資家にとって魅力的な機会を提供すると考えます。

■重要な情報

当資料は、情報の提供のみを目的として作成されたものです。

当資料に掲載の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社において信頼できると考える情報源に基づいて作成された英文の訳文です。当資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。適用法令にて規定されるものを除き、情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。当資料中の分析、意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。

当資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。

また、当資料中の情報はあくまでも投資に関する一般的なものであり、投資に関する完全な情報が記載されているものとして依拠されるべきではありません。当資料中の情報は貴社の投資目的、特定なニーズ、または財政状況を考慮したものではありません。投資判断をする前には、その投資がお客様の投資目的、特定なニーズ、および財政状態にとって適切であるかをご検討ください。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第462号
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会
一般社団法人 投資信託協会
一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

情報提供資料：4587124

EXP：12/31/2025