

2025年5月15日

転換点を迎えるグローバル株式市場



木下 智夫
グローバル・マーケット・
ストラテジスト

レポート要旨

米中暫定合意で米景気の後退懸念が和らぐ

5月12日に米中間で追加関税についての暫定合意が締結されました。これにより、追加関税のインフレ押し上げ効果を通じた米国景気への減速圧力は抑制されることから、米国が今後景気後退に陥る可能性はかなり低下したと考えられます。これをふまえると、私は、今回の米中による暫定合意が、グローバル株式市場にとっての転換点となる可能性が高いとみています。

株価が大きく下落するリスクが低下—短期的にはリスクオンの公算

グローバル株式市場では、下値不安感が和らぐ中で、短期的にリスクオンの展開になる可能性が高いと見込まれます。ただ、今後、米国の景気減速を示唆するハードデータやトランプ政権による分野別の追加関税率が公表されるであろうことなどをふまえると、株価が今週にみられたようなペースでの上昇を続ける可能性は小さいとみられます。

3つのサポート材料

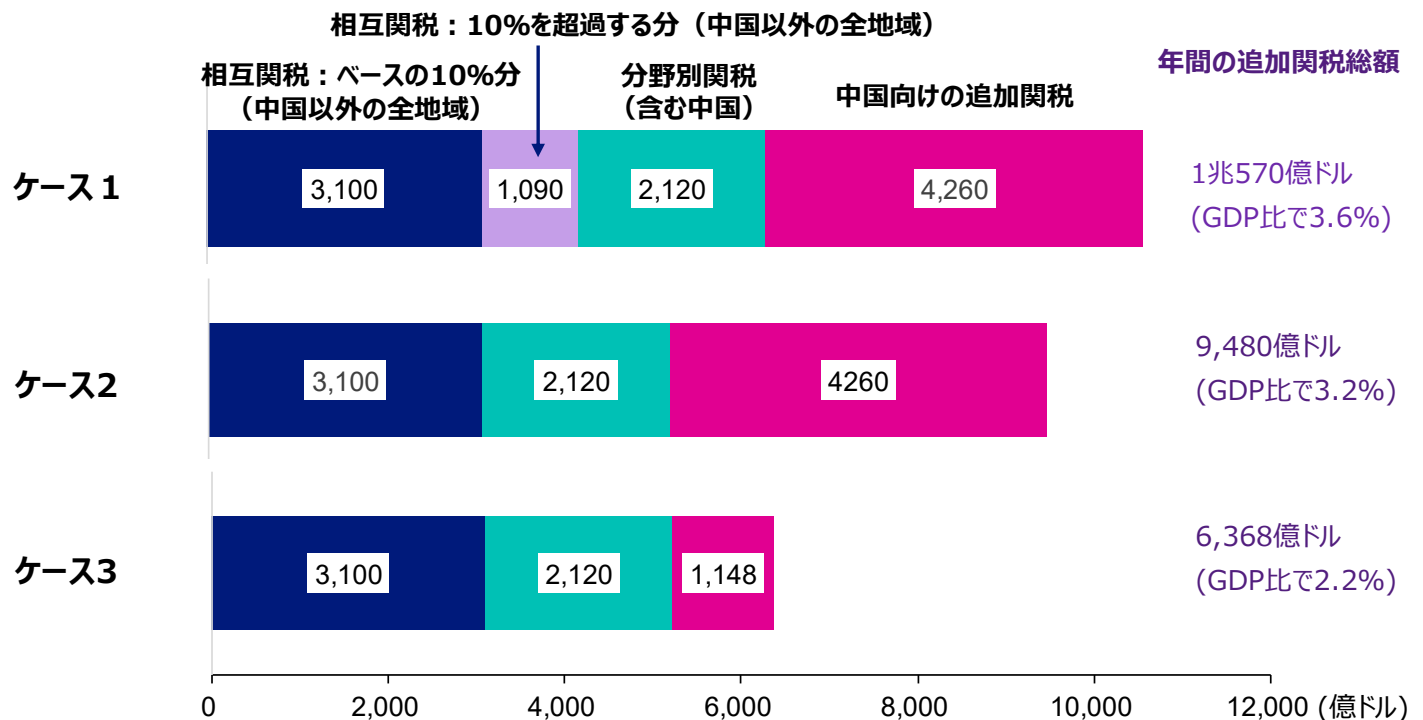
それでも、グローバル株式市場では、今後、通商デールの進捗やFRBによる利下げ、各国による財政出動策が視野に入ること、トランプ政権の関税政策が想定外に強硬にならない限りは、株価の大幅な下落が回避され、今年後半には株式市場における前向きな動きが強まる公算が大きいと見込まれます。

米中暫定合意で米景気の後退懸念が和らぐ

5月12日に米国と中国との間で追加関税の引き下げについての暫定合意が締結され、5月14日から90日間にわたって双方の相互関税率が115%ポイント引き下げられることで、米国が中国からの輸入品に課す追加関税率が30%に引き下げられました。90日経過後は両国が互いに課す追加関税率がそれぞれ24%ポイント引き上げられますが、90日間に実施される両国の協議で合意が成立する場合には、追加的な引き上げは回避されます。私は、今回の米中による暫定合意が、グローバル株式市場にとっての転換点となる可能性が高いとみています。

それは、今回の米中合意によって、米国が景気後退に陥るリスクがかなり低下すると見込まれるためです。トランプ政権は4月9日に相互関税措置の90日延期を決めた後、関税政策面で柔軟な対応をみせてきました。これらの措置に加えて、今回、中国との間で暫定合意が成立したことで、トランプ政権が今後の多くの国・地域との通商交渉でも柔軟に対応するとの見方が台頭しています。追加関税の総額について試算すると、(1)米国が中国以外の主要国とのデールを成功させ、10%のベースレートを超える相互関税が適用されない、(2)自動車や半導体などの分野別の関税率が25%に設定される、(3)中国からの輸入品への追加関税率が145%で維持される、という前提を置くと、米国が課す追加関税額は年間で9,480億ドルに達します。これは2024年における米国のGDPの3.2%に相当し（図表1のケース2をご覧ください）、輸出国側の企業が関税コストの一部を負担したとしても、米国には関税の増加を通じたかなりのインフレ圧力が生じます。一方、同じ前提の下で中国向けの追加関税率が30%まで引き下げられる場合には、米国が徴収する追加関税総額は6,368億ドルに減額され、そのGDP比は2.2%に低下します（図表1のケース3に該当します）。米中間の追加関税について今回の合意に基づく水準が維持されるのであれば、追加関税のインフレ押上げ効果を通じた米国景気への減速圧力は抑制され、米国が今後景気後退に陥る可能性がかなり低下したと考えてよいでしょう。

（図表1）米国の追加関税総額とその米国GDPに対する比率（ケース別）



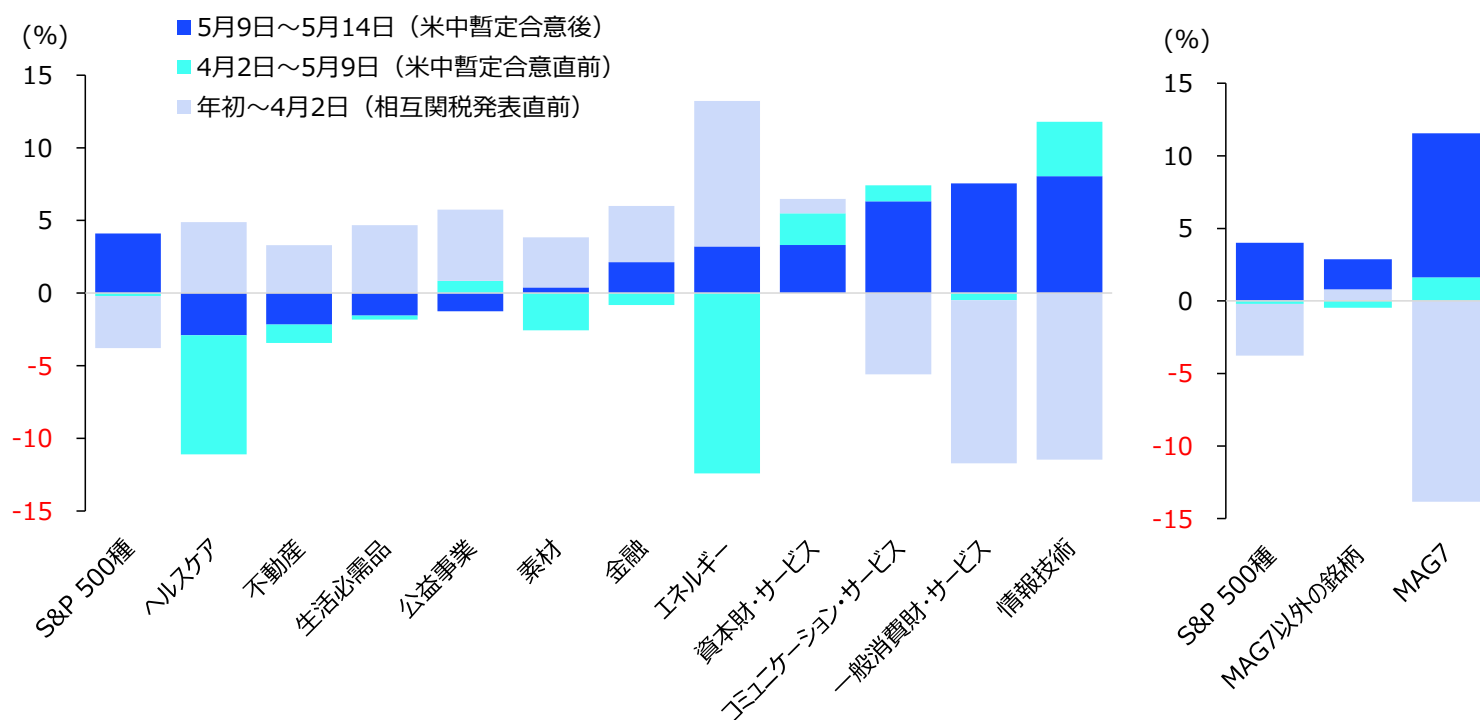
（注）米国のGDP、輸入額についての2024年のデータを基に算出。分野別関税は、自動車、鉄鋼・アルミニウム、半導体・エレクトロニクス製品、医薬品のそれぞれについて25%と仮定。相互関税の10%超過分は、すべての国・地域に対して、4月2日に公表した水準で課せられると仮定。
（出所）CEIC等のデータを基にインベスコが試算

株価が大きく下落するリスクが低下—短期的にはリスクオンの公算

米中の暫定合意後、直近（5月14日）までに米国株式市場ではS&P500種指数が4.1%上昇しました。これにより、S&P500種指数の年初来での騰落率は、プラス圏を回復したことになります。S & P500種指数の業種別の動きをみると（図表2）、米中合意後の株式市場では、景気後退に対する警戒感が大きく和らいだことで、一般消費財・サービス分野やエネルギー分野、資本財・サービス分野の株価が比較的大きく上昇しました。これまで出遅れ感のあったテクノロジー関連分野の株価もリバウンドしました。米中間の緊張緩和は米国以外のグローバル株式市場でも前向きな動きをもたらしています。

グローバル株式市場では、下値不安感が和らぐ中で、短期的にリスクオンの展開になる可能性が高いと見込まれます。ただ、今後、以下の3つの理由から、株価が今週にみられたようなペースでの上昇を続ける可能性は小さいとみられます（図表3の左側をご覧ください）。第1は、今後公表される4月分以降のハードデータでは、米国景気の減速を示唆するデータが増えると思われる点です。第2は、トランプ政権が医薬品や半導体その他エレクトロニクス製品についての分野別追加関税率を公表する見通しである点です。第3は、マグニフィセント7を除く大型株については、2月19日につけた史上最高値の水準に大きく近づき、底値からのリバウンドによる株価上昇の勢いを維持しにくくなる点です。米国は景気後退こそ回避できる公算となりましたが、景気の悪化が引き続き視野に入っています。こうした中で、テック以外の銘柄群の株価が割安とはいえない水準に達するのであれば、その株価上昇ペースは減速する可能性が高いと考えられます。

（図表2）米国：S&P500種指数の主要セクター別騰落率



（注）MAG7はマグニフィセント7のことであり、エスビディア、マイクロソフト、アルファベット、アップル、アマゾン・ドット・コム、メタ・プラットフォームズ、テスラの7銘柄を指す。
（出所）ブルームバーグよりインベスコが作成

3つのサポート材料

それでも、グローバル株式市場では、今後、以下の3つのサポート材料が顕在化することから、トランプ政権の関税政策が想定外に強硬にならない限りは、株価の大幅な下落が回避され、今年後半には株式市場における前向きな動きが強まる公算が大きいと見込まれます（図表3の右側をご参照ください）。第1が、米国が主要な貿易相手国との間で通商ディールを結ぶことで、米国のインフレ率が大きく上振れるとの警戒感が低下するとみられる点です。締結されたディールによる米国輸出の増加や米国向け直接投資の増加による経済効果が今年末までには徐々に強まるとみられる点も、米国株式市場をサポートするとみられます。第2が、FRB（米連邦準備理事会）の利下げが年内に実施される可能性が高い点です。私はこれまで6月ないしは7月における利下げの再開を予想してきましたが、直近で米中合意などディールの動きが進捗していることや、現段階でFRB高官が利下げ再開に距離を置いた発言を繰り返していることを受けて、今年後半に2回の利下げが実施されるとの見方に変更したいと思います。第3が、米国での減税や欧州での防衛・インフラ支出増加策などの積極的財政政策の発動が視野に入る点です。トランプ関税や米政権とのディールは貿易相手国・地域での景気にマイナス効果をもたらすことがほぼ確実な情勢になってきました。これに対して、欧州だけではなく、日本や中国、その他新興国では財政政策を起動させる動きが強まってくると考えられます。

（図表3）グローバル株式市場で想定される今後の材料

ネガティブ材料	サポート材料
メインシナリオで想定する材料	
米景気減速を示唆するデータの発表	ディールの進捗による米追加関税引下げと景気へのプラス効果
分野別追加関税の発表	FRBによる利下げの兆し
	財政政策の発動（米国の減税策、欧州の防衛支出増加など）
メインシナリオでは想定しない材料	
米インフレの想定以上の上振れ（スタグフレーションリスクの台頭）	米中間の貿易摩擦の想定外の鎮静化
米景気後退を示唆するほどのデータの悪化	

（出所）インベスコ

「グローバル・ビュー」の既刊タイトル一覧（最近分）

※下記レポートは以下のリンクからご覧いただけます。

<https://www.invesco.com/jp/ja/insights/global-view.html>

発行日	タイトル
5月8日	5月FOMC：予想通り政策金利を据え置き
5月1日	日銀会合：インフレ目標達成時期を先送り
4月24日	米追加関税の日本市場へのインパクトと今後
4月17日	追加関税、米景気、FRBについての直近の見方
4月10日	米相互関税は90日延期。次の注目点は？
4月3日	米相互関税のグローバルな影響についての第一印象
3月27日	グローバル景気・市場についての見方を変更
3月21日	FRB、日銀はともにトランプ政策を見極めるスタンス
3月13日	米景気後退懸念と追加関税に揺れるグローバル市場
3月6日	中国全人代：財政刺激策の効果と成長リスク
2月27日	トランプ政策・米景気についての市場の見方が変化
2月20日	日本株：短期的には悪材料が重なりやすい
2月13日	過去半世紀の歴史に学ぶ、米追加関税策の本質

当資料ご利用上のご注意

本書は情報提供を目的として、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」といいます。）に属するグローバル・マーケット・ストラテジスト（以下、「作成者」といいます）が作成した資料です。本書は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。また過去の運用実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘資料はありません。本書に記載された一般的な経済、市場に関する情報およびそれらの見解や予測は、作成者の資料作成時における見解であり、いかなる金融商品への投資の助言や推奨の提供を意図するものでもなく、また将来の動向を保証あるいは示唆するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。本文で詳述した本書の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。当資料について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長金商第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会