

今回も「ピンチはチャンス」なのか トランプを翻意させた米債市場の非常事態

三井住友DSアセットマネジメント
チーフグローバルストラテジスト 白木久史



4月9日にトランプ大統領が相互関税の発動を一時凍結すると発表したことを受けて、ニューヨーク株式市場は急反発に転じました。同日、ダウ工業株指数は7.87%、S&P500種指数は9.52%、ナスダック総合指数は12.16%の急騰となりましたが、翌4月10日の東京株式市場でも日経平均株価は前日比2,894円97銭（9.13%）高の急騰となり、1日の上昇幅では史上2番目を記録しました。そんな、世界の株式市場の急反発のきっかけとなったトランプ大統領の突然の「翻意」の背景には、米国債市場の不可解な値動きがあったようです。

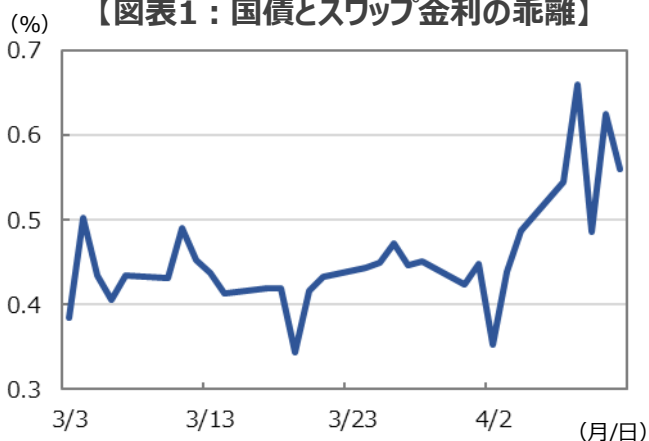
1 米国債市場急変の深淵（しんえん）

- トランプ大統領による予想を超える厳しい相互関税の発表を受け、世界の株式市場は激震に見舞われる一方、安全資産である米国債には逃避資金が集まり、4月2日には4.2%台だった米10年国債利回りは2日後の4月4日には一時3.89%まで急低下（債券価格は上昇）しました。しかし、その後、米長期金利はこれといった材料もない中で上昇に転じ、4月9日に相互関税の一時凍結が発表される直前には一時4.51%まで上昇し、わずか3営業日で0.6%を超える異常な金利の急騰が起こりました。

不可解な米長期金利の急騰

- こうした米長期金利の急騰が市場関係者を驚かせたのは、0.6%という金利の上昇幅もさることながら、①弱い経済指標が相次ぎ米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げ期待が高まる中で金利上昇であったこと、②市場の金利見通しを反映する10年物スワップ金利と10年国債利回りの乖離が急拡大したこと（図表1）、③この間、市場が織り込む長期の期待インフレ率は概ね横ばいで推移していたこと、④景気悪化懸念が高まる中で10年債と2年債の利回りスプレッドが急拡大してイールドカーブが不自然にスティープ化したこと（図表2）、そして、⑤市場参加者が限られ通常は値動きが穏やかな東京時間に米長期国債利回りの急騰が生じたことでした。

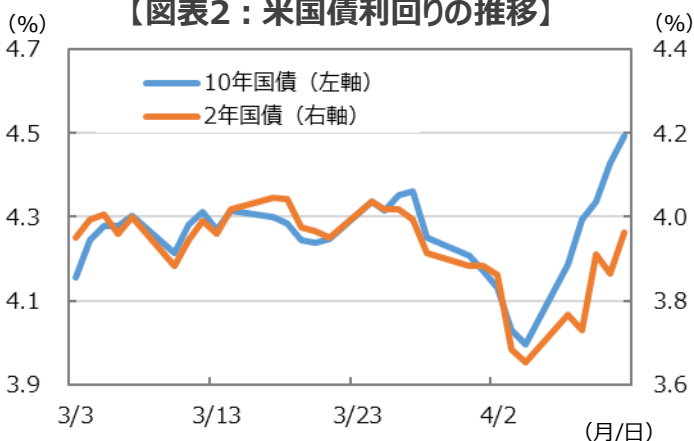
【図表1：国債とスワップ金利の乖離】



（注）データは2025年3月3日～2025年4月11日、国債利回りは米10年国債、スワップ金利は翌日物変動金利と10年固定金利を交換するOIS（Overnight Index Swap）レート。

（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：米国債利回りの推移】



（注）データは2025年3月3日～2025年4月11日。

（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

- こうして見ると、市場金利を大きく動かすような材料がほとんど見当たらない状況で、突如長期国債利回りだけが急上昇していたことになります。そんな「不可解」な米長期国債価格の急落（金利の上昇）を目の当たりにして、市場では「世界第2位の米国債保有国である中国が金融市場で報復に出た」との観測が広まる事となりました。
- ちなみに、取引所を経由した売買が中心となる株式市場と異なり、証券会社が相対で取引を仲介する債券市場にあって、証券会社は「誰が」「いつ」「どのような」売買に関わったかを知る立場にあります。このため、不可解な取引の詳細を米政府が把握することは、比較的容易と言えそうです。
- 1997年6月、当時の橋本首相が日米交渉へのいら立ちから「米国債を売却する可能性」について言及しましたが、当時の米政府の関係者は、「米国債を売れば宣戦布告とみなす」と怒りをあらわにしました。今回の異常な米長期金利の急騰の後、トランプ政権は事態の鎮静化のため相互関税の発動を一時凍結すると同時に、中国に対する関税を145%へ引き上げること決めました。債券市場の混乱の背景を知る立場にあると思われるトランプ政権のこうした「尋常ならざる怒り」を見るにつけ、米長期金利の不可解な急騰（債券価格は下落）の背景が透けて見えてくるように思えてきます。

2 債券市場の緊急事態で露（あらわ）になったこと

- 今回の債券市場の急変と米国側の対応を見て改めて認識させられたのは、トランプ政権は、①国益を犠牲にしてまで関税政策に固執することはしないこと、②中国の抑え込みが国家としての最優先課題であること、そして、ディールを通じて③同盟国と連携を図りながら中国の封じ込め策を推進していく、といったところではないでしょうか。

覇権国の屋台骨としての米国債券市場

- 米国は世界各国が外貨準備として保有する基軸通貨・米ドルの発行国としての立場をフル活用して、世界中から巨額の資金をかき集めて世界最強の軍事力を整備するとともに、自国民の贅沢な消費生活を支えています。こうした米国の振る舞いを金融面で支えているのが米国債であり、米国債市場の動揺・変調は覇権国としての屋台骨を揺るがしかねない事態といえそうです。そして、今回のトランプ大統領の関税措置についての朝令暮改は、大統領自身が米国の国益や米国債市場の重要性を正しく理解し、ひとたび危機の兆候が現れれば事態に対処することへの機動性と柔軟性を有していることを示しているように思われます。

対中戦略に集中する米国

- 中国に高率の報復関税を課す一方、それ以外の国には相互関税の発動を凍結したことから、関税を含むトランプ政権の戦略上の主目的が「中国の抑え込み」であることが伺い知れます。第一次トランプ政権下、米国の覇権に挑戦する姿勢を隠さなくなった中国に対し、米政府は大規模な関税措置を繰り出しました。しかし、中国は製造拠点をメキシコ、カナダ、ベトナムなどに移して対米ビジネスを継続することで、米中貿易摩擦の激化による致命的なダメージを回避してきました。

【図表3：ベトナムの対米輸出】



(注) データは2016年1月～2024年11月、月次。

(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

- こうした反省点を踏まえて第二次トランプ政権下では、中国による迂回輸出の拠点とされるカナダ、メキシコ、東南アジアに対して網羅的に相互関税を課すことで、中国包囲網を構築しようとしているように見受けられます。そして、メキシコやベトナムといった国々が、米国とのディールを通じて対中政策への協力を申し出ているようです。そう考えると、米国の同盟国であり、地政学的にも対中戦略の最前線に位置する日本については、米国による関税政策を過度に心配する必要はないように思われます。
- もちろん、石破政権が米政府との「ディール」の過程で致命的なミスを犯したり、日本の政権中枢にある有力政治家による対中有和（ゆうわ）姿勢がトランプ政権の不興を買うリスクには注意が必要でしょう。とはいえ、日本政府が米中を天秤にかけるといった誤ったメッセージを送らない限り、米国自身の国家戦略を危うくしかねない「日本の弱体化」につながるような政策を強行するリスクは限定的と思われ、「国難だ」と国会で大騒ぎする様は夏の選挙を前にした政治的なパフォーマンスと考えておいた方が良さそうです。

3 今回も「ピンチはチャンス」なのか

- 短期的には金融市場の不安定な状況がしばらく続くように思われますが、仮に、トランプ政権が①関税政策について国益を重視した政策変更を柔軟に行い、②日本を含む同盟国との連携を通じて、③対中戦略を最優先に推進していくのであれば、金融市場でくすぶる米経済や日本企業に対する懸念は杞憂に終わり、むしろ、過度な悲観や狼狽は長期的な観点からは有望な投資機会をもたらす可能性が高まります。

長期投資家のバーゲンハンティング

- 過去の金融市場の混乱にあって、ピンチはチャンスと隣り合わせであったことが少なくありませんでした。例えば、リーマンショックでは、世界の主要な金融関連株が金融システム不安の直撃を受けて大きく値を下げましたが、危機のさなかに米大手投資銀行ゴールドマン・サックスに投資を行った米著名投資家のウォーレン・バフェット氏は、その後の回復局面で巨額の投資リターンを手に入れました。
- また、三菱UFJフィナンシャル・グループは同じく金融危機のさなかに米大手投資銀行モルガン・スタンレーに約9,000億円の投資を行いました。同社が保有するモルガン・スタンレー株の時価は現在約5.5兆円（4月11日時点）にまで膨れ上がっています。
- このように、短期的には混乱の渦中であって傍目にはピンチにしか見えない企業であっても、長期投資家にとっては格好の「バーゲンハンティングのチャンス」となることが少なくありません。そうした観点から現在の日本の株式市場を眺めていくと、長期的には有望な投資機会が少なくないように思われます。

国際優良銘柄がPBR1倍割れの異常事態

- 昨今の東京証券取引所による株価純資産倍率（PBR）改革を通じて東証株価指数（TOPIX）のPBRは上昇傾向にありましたが、今回の市場の調整で1.1倍台まで低下しています。そして、自動車関税の行方に気をもむ株式市場の不安を映して、日本を代表する自動車会社であるトヨタ自動車のPBRは再び1倍を割り込んでいます（図表5）。

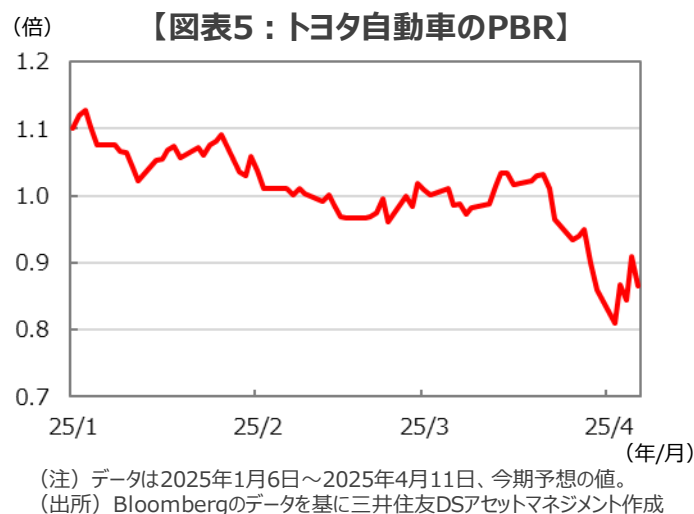
【図表4：モルガン・スタンレーの株価推移】



(注) データは2008年12月1日～2025年4月11日、2008年12月1日を100として指数化。

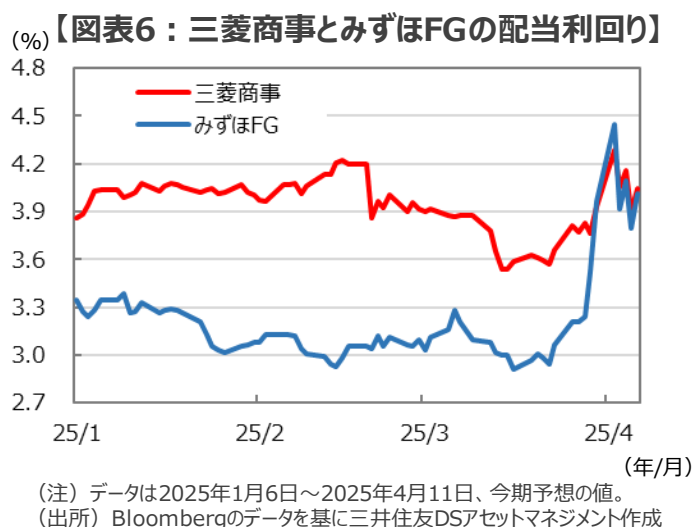
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

- 高収益のハイブリッド車の販売が好調なトヨタ自動車の足元の業績は堅調ですが、同社は米国で販売する自動車の約54.5%を米国内で生産しています（2024年米国販売台数約233万台、米国生産台数約127万台）。このため、米国への輸出が25%の関税を課されることになると、日本、メキシコ、カナダなどからの輸出が影響を受ける一方、米国販売の半数以上を生産する米国内の工場は、関税のメリットを受けることになります。
- トヨタは先日、長期的に自己資本利益率（ROE）20%を目指すとして報じられ市場で話題となりましたが、長期的な視点に立てば、そんなトヨタが解散価値であるPBR1倍を下回る水準で取引されていることに、違和感を感じる人も少なくないでしょう。



バフェット銘柄やメガバンクの高配当利回り

- こうした違和感は、配当利回りにも見ることができます。日本企業は増配や自社株買いによる株主還元の強化を積極化させてきていますが、足もとの株価の調整を受けてTOPIXの配当利回りは一時3%を超える水準まで上昇しています。
- 個別銘柄を見ても、例えば、先月バフェット氏が追加投資を明らかにした三菱商事の配当利回りは、ここもとの株価の調整で一時約4.3%まで上昇しました。また、日本の金利上昇が追い風となるみずほFGの配当利回りも、一時約4.4%を超える水準まで上昇しています（図表6）。こうした高い配当利回りについて、市場で吹き荒れる嵐が過ぎ去った後に「あの時の株価はおかしかった」と振り返ることになるかもしれません。

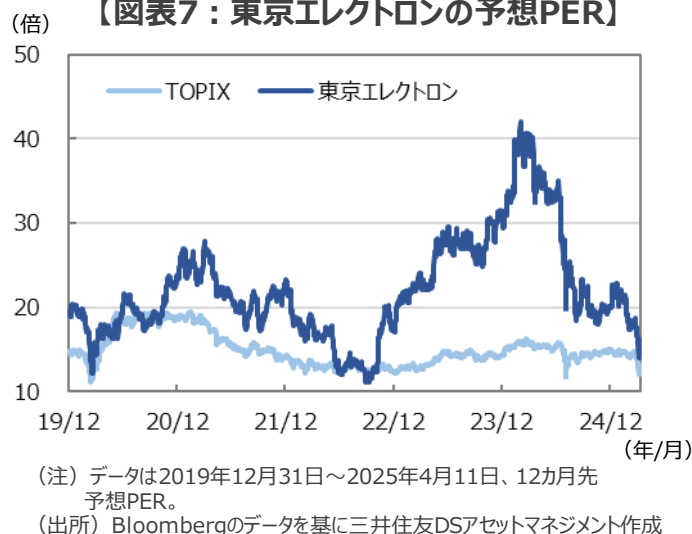


世界的なハイテク株安が生む長期の投資機会

- 4月11日に米政府はスマートフォン、パソコン、半導体製造装置などについて、相互関税の対象から除外すると発表しました。今後の詳細は来週中にも発表される模様ですが、米中による覇権争いの最前線となってきた半導体業界は、これまで大きな売り圧力にさらされてきました。このため、米フィラデルフィア半導体株指数の12カ月先予想PERは一時16.4倍まで低下し、長期的な利益の成長性で見劣りするS&P500種指数の平均値を下回っています。そして、その余波は日本の半導体関連株にも及んでいて、日本最大の半導体製造装置メーカーである東京エレクトロンの予想PERも、一時14倍台をつけるなど大きく低下しています（図表7）。

- 日本の半導体製造装置メーカーについては、東京エレクトロンやアドバンテストなど得意分野で高い世界シェアを誇る会社が少なくありません。しかし、こうした銘柄の足元の株価水準を見ると、短期的な悪材料に目が奪われるあまり、今後の情報技術の進化がもたらすビジネスチャンスや、個社の高い競争力などが過小評価されているように思えてなりません。

【図表7：東京エレクトロンの予想PER】



まとめに

米債券市場の変調を受けて、トランプ大統領は中国への猛烈な報復関税に踏み切りました。その背景には、債券市場の値動きの背景を知る立場にあるトランプ政権の、尋常ならざる「怒り」が参んでいるように思われます。

米債券市場の変調へのトランプ政権の対応により、関税政策についての柔軟性や中国の抑え込みを最優先とする米国の国家戦略が、改めて浮き彫りになったように思われます。

トランプ政権が関税政策に固執せず、日本をはじめとする同盟国と連携して対中戦略を推進していくのであれば、米経済や日本企業への懸念は杞憂に終わる可能性が高まりそうです。そうした不安に駆られて調整した株式市場については、長期的には魅力的な投資機会となることが少なくないようです。

※ 個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

ここも
チェック！

2025年4月8日 マージンコールで底が抜けた株式市場 需給で暴落した市場との付き合い方
2025年4月4日「米国の自滅」に身構える金融市場 トランプ関税と日本株投資へのインプリケーション

■ 当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■ 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■ 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■ 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■ 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■ 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■ 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。



三井住友DSアセットマネジメント

Be
Active.

取り扱い金融商品に関する留意事項

●商号等:岡三証券株式会社 岡三オンライン証券カンパニー/金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 53 号

第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業、投資助言・代理業

●加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

●リスク:【株式等】株価変動による値下りの損失を被るリスクがあります。信用取引および株価指数証拠金取引(以下、「株価指数 CFD」)では、投資金額(保証金・証拠金)を上回る損失を被る場合があります。株価は、発行会社の業績、財務状況や金利情勢等様々な要因に影響され、損失を被る場合があります。投資信託、不動産投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等は、裏付け資産の評価額(指数連動型の場合は日経平均株価・TOPIX 等)等、株価指数 CFD は対象指数等の変化に伴う価格変動のリスクがあります。外国市場については、為替変動や地域情勢等により損失を被る場合があります。上場投資信託(ETF)および指数連動証券(ETN)のうち、レバレッジ型・インバース型の価格の上昇率・下落率は、2 営業日以上の場合、同期間の原指数の上昇率・下落率に一定の倍率を乗じたものとは通常一致せず、それが長期にわたり継続することにより、期待した投資効果が得られないおそれがあります。上場新株予約権証券は、上場期間・権利行使期間が短期間の期限付きの有価証券であり、上場期間内に売却するか権利行使期間内に行使しなければその価値を失い、また、権利行使による株式の取得には所定の金額の払込みが必要です。株価指数 CFD では建玉を保有し続けることにより金利相当額・配当相当額の受け払いが発生します。【FX】外国為替証拠金取引(以下、「FX」)は預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象通貨の為替相場の変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。外貨間取引は、対象通貨の対円相場の変動により決済時の証拠金授受の額が増減する可能性があります。対象通貨の金利変動等によりスワップポイントの受取額が増減する可能性があります。ポジションを構成する金利水準が逆転した場合、スワップポイントの受取から支払に転じる可能性があります。為替相場の急変時等に取引を行うことができず不測の損害が発生する可能性があります。【各商品共通】システム、通信回線等の障害により発注、執行等ができず機会利益が失われる可能性があります。

●保証金・証拠金:【信用】最低委託保証金 30 万円が必要です。信用取引は委託保証金の額を上回る取引が可能であり、取引額の 30%以上の委託保証金が必要です。【株価指数 CFD】発注証拠金(必要証拠金)は、株価指数ごとに異なり、取引所により定められた証拠金基準額となります。Web サイトで最新のものをご確認ください。【FX】個人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所 FX では、取引所が定める証拠金基準額に選択レバレッジコースに応じた所要額を加えた額とし、店頭 FX では、取引金額(為替レート×取引数量)× 4%以上の額とします。一部レバレッジコースの選択ができない場合があります。法人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所 FX では、取引所が定める証拠金基準額とし、店頭 FX では、取引金額(為替レート×取引数量)×金融先物取引業協会が公表する数値とします。発注証拠金に対して、取引所 FX では、1 取引単位(1 万又は 10 万通貨)、店頭 FX では、1 取引単位(1,000 通貨)の取引が可能です。発注証拠金・取引単位は通貨ごとに異なります。Web サイトで最新のものをご確認ください。

●手数料等諸費用の概要(表示は全て税込・上限金額):【日本株】取引手数料には 1 注文の約定代金に応じたワンショットと 1 日の合計約定代金に応じた定額プランがあります。ワンショットの上限手数料は現物取引で 3,300 円、信用取引で 1,320 円。定額プランの手料は現物取引の場合、約定代金 200 万円以下で上限 1,430 円、以降約定代金 100 万円ごとに 550 円加算、また、信用取引の場合、約定代金 200 万円以下で上限 1,100 円、以降約定代金 100 万円ごとに 330 円加算します。手数料プランは変更可能です。信用取引手数料は月間売買実績により段階的減額があります。信用取引には金利、管理費、権利処理等手数料、品貸料、貸株料の諸費用が必要です。【上場新株予約権証券】日本株に準じます。【中国株】国内取引手数料は約定金額の 1.1%(最低手数料 5,500 円)。この他に香港印紙税、取引所手数料、取引所税、現地決済費用等の諸費用が必要です。売買にあたり円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【株価指数 CFD】取引手数料は、セルフコースは 1 枚につき 330 円、サポートコースは 1 枚につき 3,300 円です。【投資信託】換金時には株式投信の場合、基準価額に対して最大 0.50%の信託財産留保金をご負担いただく場合があります。公社債投信の場合、換金手数料として 1 万口につき最大 110 円をご負担いただきます。信託財産の純資産総額に対する信託報酬(最大 2.42%(年率))、その他の費用を間接的にご負担いただきます。また、運用成績により成功報酬をご負担いただく場合があります。詳細は目論見書でご確認ください。【FX】取引所 FX の取引手数料は、セルフコースはくりっく 365 が無料、くりっく 365 ラージが 1 枚につき 1,018 円、サポートコースはくりっく 365 が 1 枚につき 1,100 円、くりっく 365 ラージが 1 枚につき 11,000 円です。店頭 FX の取引手数料は無料です。スプレッドは、通貨ごとに異なり、為替相場によって変動します。Web サイトで最新のものをご確認ください。

●お取引の最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書等および Web サイト上の説明事項をお読みいただき、ご自身の判断と責任で行ってください。