

4/20 歴史は韻  
を踏む

*Similar with back  
in 2018 stock  
market*



# 今週 言いたい事

今週の表紙：パウエルをにらむ  
トランプ



---

● 関税政策、実は一番影響を受けるのは？

---

● トランプの本音はこれでしょ？

---

● 2018年下期と酷似する現在

---

● 割安ながらも手を出しにくい理由

---



# 先週分のおさらい

- 米中の関税合戦は米国に不利です。これは米国がスマホ、PCなど中国での組み立て工場からの輸入に大きく頼る一方、中国は米国への依存度が低く、主にApple向けのスマホ、PCなどを除くと脱米国が進んでいる為です。
- 一方、米国はスマホ、PC、電子機器の中国輸入依存度が高く、アキレス腱になっています。

## 関税合戦は短期的には米国不利です①

中から米への輸出額		米国の輸入依存度	
すべての製品	5,250億ドル	16%	
スマートフォン	470億ドル	40%	→ 脱中国するには何年もかかる
コンピューター	410億ドル	29%	→ 脱中国するには何年もかかる
その他の商品	220億ドル	17%	
電池	160億ドル	51%	
自動車部品	115億ドル	13%	●電池、玩具、照明(LED)は世界的に中国が非常に高いシェアを有しており、簡単に簡単に切り替えができない。
玩具	105億ドル	56%	仮にできたとしても、中国は価格と品質のバランスが優れており、他国から調達すると高級品が粗悪品を購入する事になってしまい、米国にとって大いにマイナス効果が出る。
照明	95億ドル	98%	
家具	90億ドル	32%	
プラスチック製品	140億ドル	57%	
椅子	80億ドル	30%	
給湯器、ヘアドライヤー、その他の暖房器具	75億ドル	60%	
ビデオモニター	70億ドル	34%	

## 関税合戦は短期的には米国不利です②

米から中への輸出額		米国からの輸入依存度	
すべての製品	1,440億ドル	6%	
大豆	130億ドル	24%	
半導体	87億ドル	2%	
ワクチン	67億ドル	38%	
天然ガス	60億ドル	7%	
原油	60億ドル	2%	
自動車および部品	49億ドル	13%	
半導体製造機械	40億ドル	9%	
医療機器	35億ドル	31%	
銅スクラップ	28億ドル	16%	
エチレンポリマー	26億ドル	14%	

●そもそも米国からの輸入依存度が低く、代替先が確保しやすい物が多い。

大豆、天然ガス、原油はどの国で作っても基本的に同じであり比較的容易に他国に代替が可能。  
中国が米国品に高関税をかけて実質的な輸入禁止にしても、経済が揺らぐようなダメージは無いと思われる。

中国の米国への依存度6%、米国の中国への依存度16%の差は大きく、関税はむしろ米国で中国品を購入する人へのデメリットが大きい。



# 関税への見解

世界中を騒がせている米国の関税政策ですが、実は米国にとってはインパクトは小さいです。なぜなら

米国の輸入依存度はかなり低いからです




# まずは米国の輸入実態を分析

●左図はG7の輸入依存度ランキングです、G7の中では日本と米国が突出して低く、実は両国は外国産品への依存度が低く、国内産業がなんでも作りだせる事が特徴です。

●日本のエネルギーや米国の電子機器など、共に輸入に依存する分野もありますが、基本的には関税が上がっても国内品での代替が比較的容易であることが分かります。

つまり、関税UP＝国民が超絶困る、という構図にはなりにくい事が分かります。

 G7諸国の輸入依存度ランキング（2023年）

順位	国名	輸入依存度（%）
1位	ドイツ	42.97%
2位	フランス	34.90%
3位	カナダ	33.93%
4位	イタリア	33.67%
5位	イギリス	33.41%
6位	日本	約 17%
7位	米国	約 11%

# むしろ困るのは誰か？

●当然ながら米国向けの輸出依存度が高い国は、高い関税をかけられると、他の產品に代替されるリスクがあるので右図の国々にとっては死活問題であり、関税交渉が非常に重要です。

●台湾は主要株式指数が10%近い急落で過去最大の下げを記録するなど、今回の騒動に対する市場の動揺が大きい。

## us 米国への輸出依存度が高い国ランキング（2023年）

順位	国名	米国向け輸出割合（対総輸出比）
1位	メキシコ	約80%
2位	カナダ	約78%
3位	ベトナム	約70%
4位	アイルランド	約65%
5位	台湾	約60%

# 私の考察(トランプの本音はこれか)



●米国が輸入依存度の高いスマホ、PC、電池などはAppleの収益に大きく影響し、恐らく関税緩和して米国へのダメージを極力小さくすると思います。

●一方、米国依存度の高い前述の国々は大きく譲歩を迫られる事になり、例えば米国から20%関税賦課されたら、敢えて20%商品値引きしてバランスを取るなどの対策が考えられます。

これをすると、米消費者は商品のインフレ影響を受けずに、米政府が関税分だけを徴収できるので「米国にとって美味しい取引」となります。

⇒つまり、インフレを起こさずに貿易赤字だけを是正する作戦ではないかと思います。

# トランプ第一期から今を読み解きます



●左図はトランプ一期目の際の米中関税摩擦が強まった時の大きな株式市場下落のタイミングです。

実はこの時(2018年下期)と現在が驚くほど環境が似ているのです。

	2018年下期	2025年上期
景気	米国以外は悪化中	米国以外は悪化中
米中	関税により悪化中	関税により悪化中
為替	主要通貨に対し円高	主要通貨に対し円高
株式	大きく下落中	大きく下落中
CPI	ピークを打って下落中	ピークを打って下落中
FRB	政策金利を高止まり中	政策金利を高止まり中



# 2019年に相場V字回復した理由



## <利下げ>

●米中摩擦、イギリスのEU離脱などネガティブニュースが相次ぎ、FRBは2019年に3回の利下げを実施。

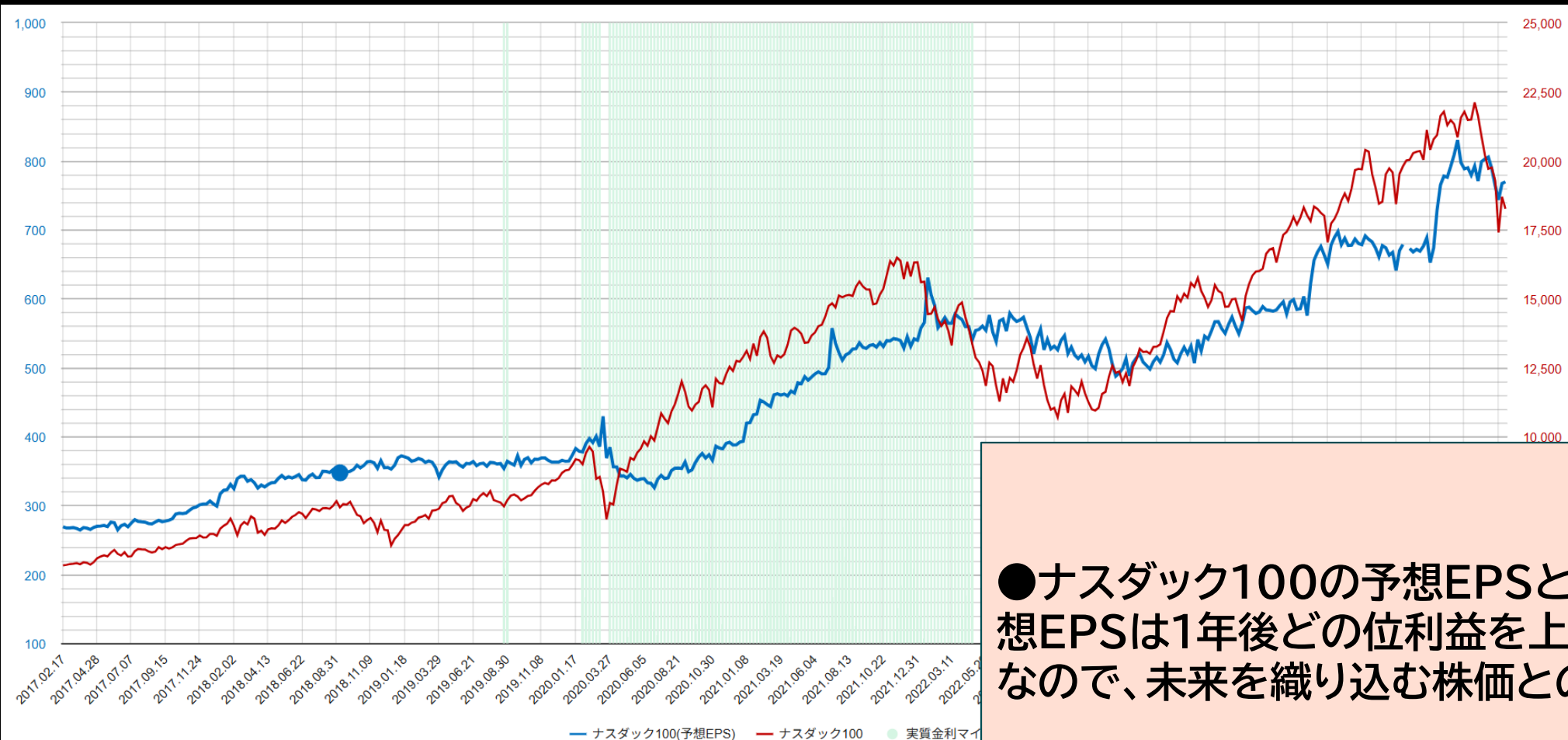
## <米国企業業績>

●市場は下がると思っていたが、実は下がらず上昇を続けた事で株価が好感。

## <長期金利>

●3.2%⇒1.4%まで大幅下落、リスク資産からリスク避難先として米国債券に資産が流入。

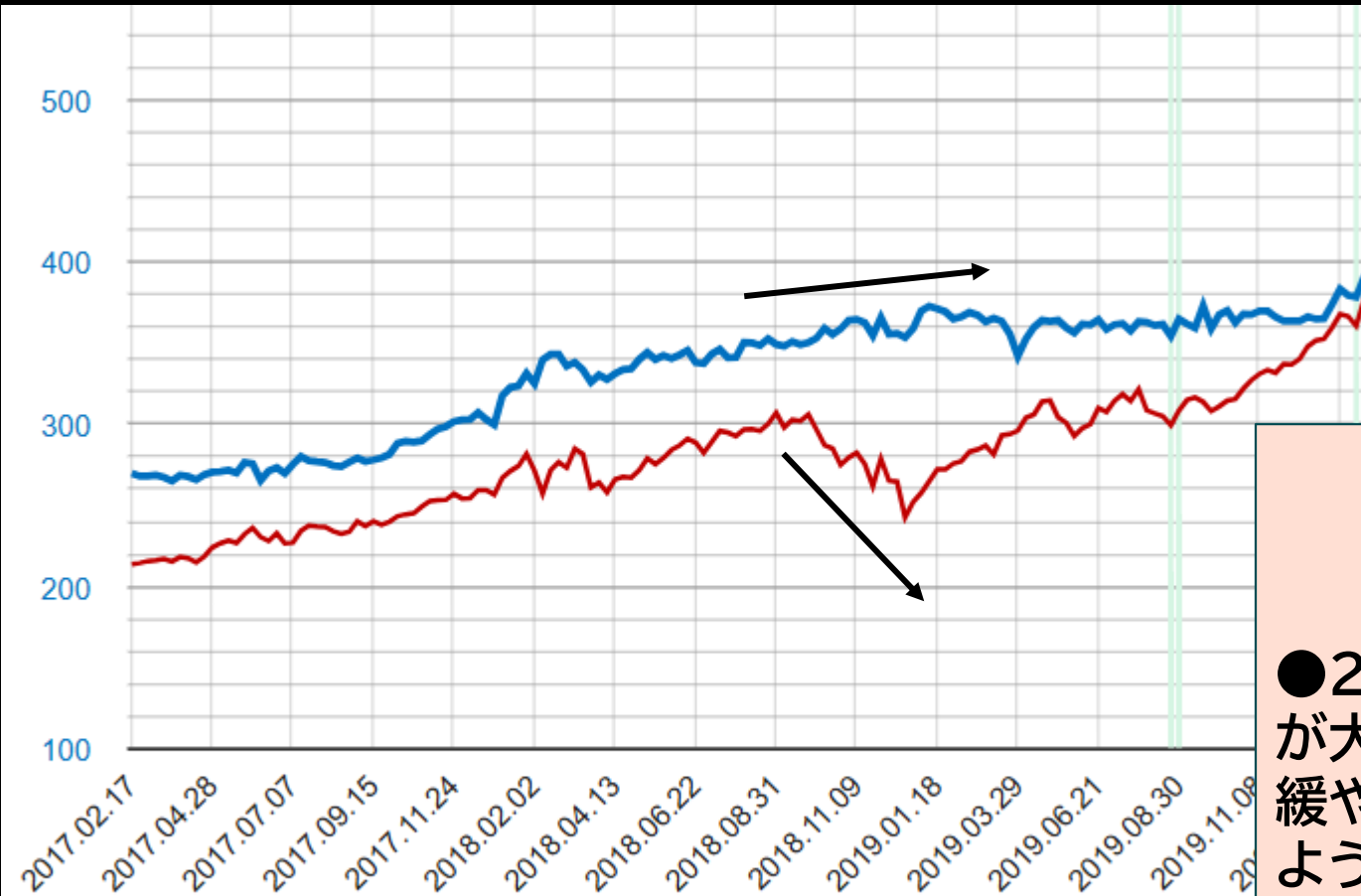
# 企業業績推移(予想EPSから考察)



●ナスダック100の予想EPSと実際の株価の推移。予想EPSは1年後どの位利益を上げるかを示すデータなので、未来を織り込む株価との相関性が高い。

次ページで2018年から2019年をズームアップ。

# 企業業績推移(2018年の株価下落時)



●2018年下期は米中摩擦の経済不確実性から株価が大きく下落(赤線)。しかし、米国企業業績はむしろ緩やかに上昇し、その後、株価の方が動きを修正するように反転回復した。

# 長期金利が下がらないと株価には厳しい



●2018年は1年かけて長期金利が下落。

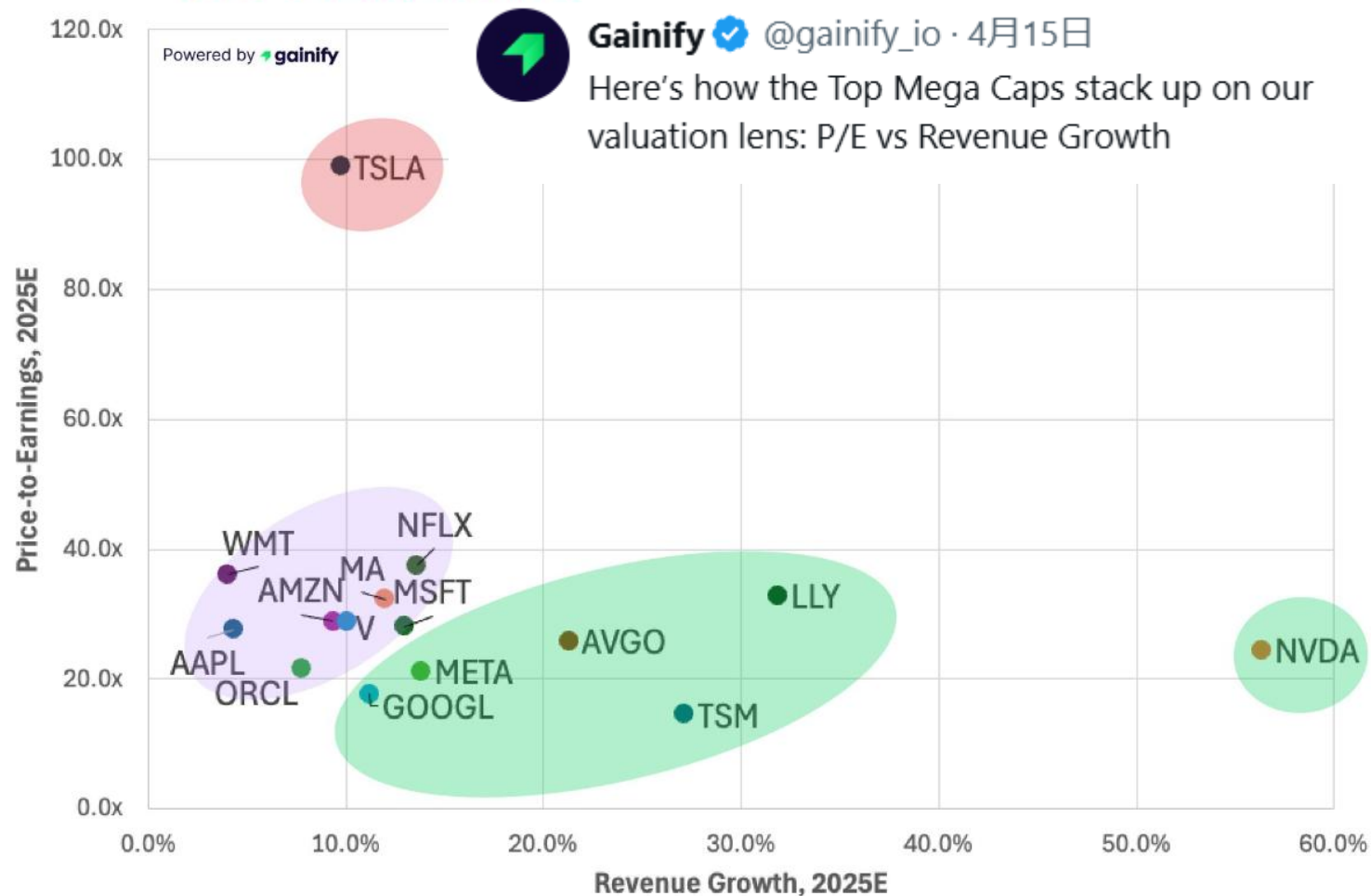
●2025年はむしろ長期金利が上昇してる為、株式有利な展開になっていない。

⇒トランプが利下げを訴えるのはこのためか。



# MAG7、テック系が比較的割安に

## TOP MEGA CAPS: P/E vs. Revenue Growth



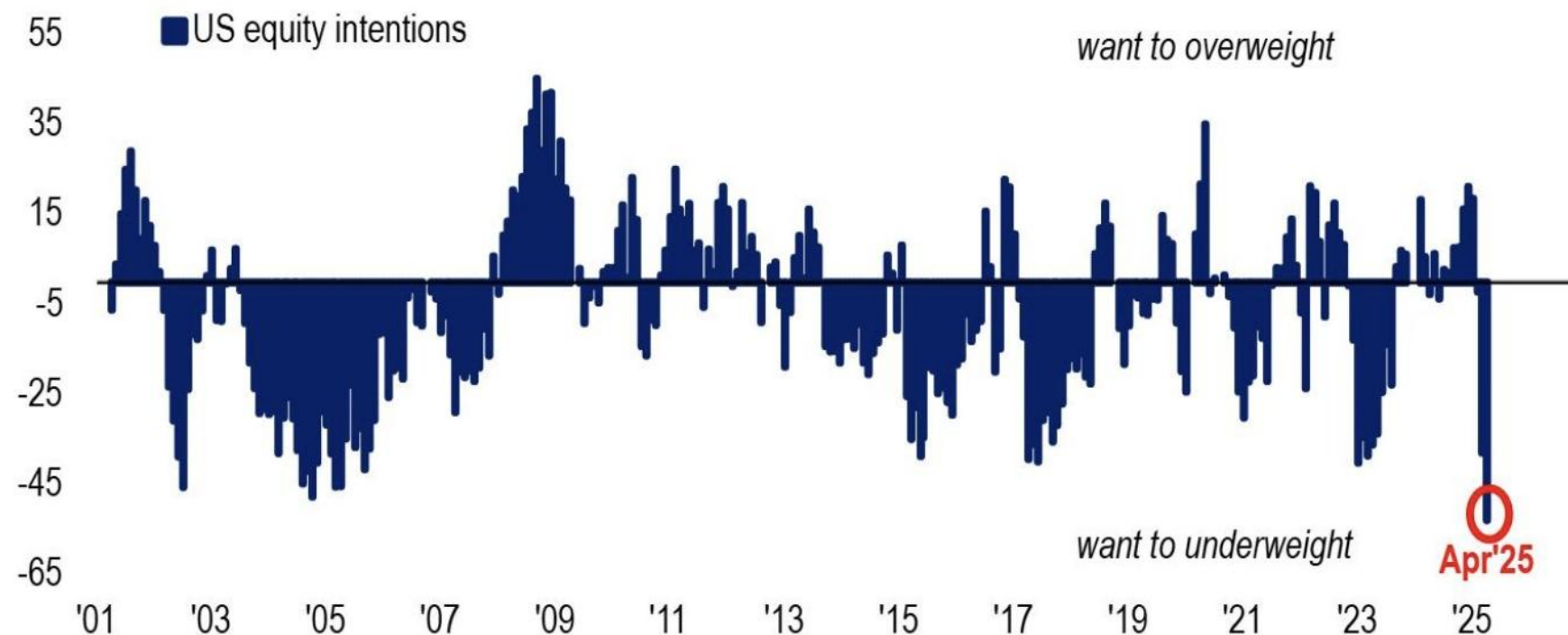
●右に行く程高成長企業、上に行く程割高企業。右下が高成長の割に割安という企業になる。

●比較的割安ゾーンに入ってきたが、この辺りで買いの勢が入ってくるかどうか。。。

# 市場参加者は米国株式ポジを落としたい

Chart 1: Record number of FMS global investors intending to cut US equities

US equity intentions: want to overweight vs underweight



Source: BofA Global Fund Manager Survey

BofA GLOBAL RESEARCH

●市場センチメント悪化によって、米国株のポジションを今後減らしたいと考える割合が過去最多を更新。

⇒これが低下しないと継続した上昇になりにくい

# 見解) 現在の局面について

雇用)失業率は4.2%、少しずつ悪化中、緩やかな悪化は問題ない。  
インフレ)短期的には低下中、中期的には上昇するという見立てが強い。前述通り、関税政策次第では上昇回避も可能。  
経済・決算)2018～2019年になぞらえると、企業業績が悪化しなければ株価の回復もありえる。

# 今週のイベント 決算本格化

月曜: 景気先行指数

火曜: テスラ決算、カシユカリ総裁発言

水曜: 米PMI、G20会議、ウォラー理事発言

木曜: GOOGL決算

金曜: GDP Now更新





# 注意事項

- このレポートでは主にニュース、経済指標などの分析を行い、株式、為替などのアセットに対し、私なりの見解と解説を行い、易しく説明を行うものです。
- ここで解説することには、できる限り精査を行いますが、個人の分析の限界があり、その正確性までは担保致しかねます。
- また、投資は自己責任なので、特定の銘柄を推奨する意図はなく、各々の責任の下、行っていただけるようにお願いします。
- また、レポートに出てくる画像、アニメ画は全て A I による架空の挿絵ですので実際の人物、団体には関係がありません。