

グローバル・エクイティ・オブザーバー

## 新しい関税の状況

インベストメント・インサイト | インターナショナル・エクイティ運用チーム | 2025年5月

ドナルド・トランプが大統領執務室に復帰してから1ヶ月間は、ニュース記事に事欠くことはありませんでした。就任後30日間で、米大統領は70以上の大統領令に署名しましたが、移民問題と関税が優先事項のトップに挙げられているようです。

4月2日を“解放の日”と称し、新たに公表された関税措置は、(多少の例外はあるものの)米国に輸出するすべての国や地域を対象に基本の関税率を設定し、一律で10%を課すとしています。さらに、国や地域ごとに異なる税率を上乗せする形で設定し、EUや中国、日本などの米国の主要な貿易相手国に対しては、20%以上の高い関税を課すことを明らかにしました。貿易相手国が報復措置を取るか、関税率を引き下げるために米国と交渉をするなど、各国の様々な動きが見られ、状況は非常に流動的です。関税が現在の形態に近いままである限り、米国と世界経済に著しいスタグフレーション的な影響をもたらし、経済成長を鈍化、更なる物価上昇を引き起こす可能性があります。

ファンダメンタル分析を行い、ボトムアップで銘柄選択を行う投資家として、私たちはこのような政府の動きがポートフォリオの投資先企業に与える潜在的に重要な影響の分析に努めています。以下では、関税の導入に至った歴史的背景を振り返りながら、投資先企業への潜在的な影響（直接的な影響と、微妙で複雑な影響の両方）について考察します。

### 「自由貿易」体制からの転換

「関税及び貿易に関する一般協定」(GATT)は、第二次世界大戦後の世界平和を促進し、国際貿易を停滞させていた関税や関税割当制度（一定量を超えると高関税）などの保護主義政策からの転換を図るため、1947年に締結されました。制度が開始した1948年初頭に米国はこの協定に参加しましたが、その当時の米国の貿易収支は黒字であり、協定によって米国は、大きくて成長する市場に、より参加し易くなりました。<sup>1</sup> 第二次世界大戦後、日本のような多くのGATT加盟国は、魅力的な輸出品のおかげで、急速な経済成長を遂げることができましたが、それを輸入する米国は貿易赤字となりました。その後は、米ドルは他国通貨に対して強くなる傾向（1980年代に始まり、現在まで続いている）が見られ、少なくとも米国の消費者にとっては、輸入品は魅力的となり

<sup>1</sup> 出所：世界貿易機関 (WTO)



筆者



BRUNO PAULSON  
マネージング・ディレクター



MEGAN MCCARTHY  
シニア・アソシエイト

ましたが、結果として、米国の製造業は安価な海外製品との過酷な国際競争に苦しむことになったのです。

過去40年間、米国の貿易赤字は平均して国内総生産（GDP）<sup>2</sup>の約3%で推移していますが、世界において、米国の製造業が占める割合は2002年の28%から現在は16%<sup>3</sup>まで低下しています。トランプ大統領の選挙運動における関税の大幅引き上げの公約は、現在の経済システムに不満を抱くブルーカラー層から支持され、さらに重要なことは、大統領選挙で得票の一助になった可能性が高いということです。トランプ大統領は、自身が提案する関税が米国企業を守り、製造業を米国に戻し、米国の労働者に雇用を創出するとともに、長年続いている貿易赤字を縮小する助けになると信じていると発言しています。しかしながら、関税は消費者にとってインフレを引き起こすでしょうし、企業にとっては、過去数十年にわたって続いてきた自由貿易体制に比較して不安な影響を与える可能性があるため、全体的な影響は依然として不確実な状況です。このことから、消費者の信頼感を悪化させ、経済成長を鈍化させる可能性があります。ピーターソン国際経済研究所は、米国が10%の普遍的な関税を課し、貿易相手国から報復があった場合、関税を導入してから2年間で、米国の経済成長は1%低下し、その後も経済成長に対して、継続的な減速を引き起こすだろうと提言しています。<sup>4</sup>

関税が米国経済の改善の手段として効果的かどうかは議論の余地がありますが、すでに発表された関税引き上げは、以前の自由貿易体制からの明確な転換を意味しています。ポートフォリオ全体に対する関税の潜在的な影響を分析すると、大まかに直接的な影響と不確実のある微妙で複雑な影響に分けることができます。

## 直接的な影響

現況では、クオリティを重視する私たちのポートフォリオの構成銘柄は、モノを扱う企業よりもサービスを扱う企業に偏っています。この点から、多くの保有銘柄は関税の直接的な影響を受けにくくと考えています。また、ポートフォリオのモノを扱う企業では、現地生産や高い粗利益率、価格決定力によって、関税の影響が軽減される可能性があります。

私たちの高クオリティ企業で構成されるポートフォリオ全体を見渡してみると、消費者関連企業と米国以外の半導体企業（運用戦略によってポートフォリオに含まれている場合）は、トランプ政権が発表している保護主義的な政策から、何らかの直接的影響を受ける可能性が高いといえます。

ポートフォリオの高クオリティの消費者関連企業については、高い粗利益率と価格決定力により、同業他社に比べて、相対的に有利

なポジションにあると考えています。高い粗利益率によって、関税の影響を緩和するための必要な値上げが小さくて済みます。そして仮に値上げが必要な場合には、価格決定力によって値上げを行うことが比較的容易です。例えば、保有している高級品ブランドや美容ブランドの企業は、欧州で製造された商品を米国に出荷しているため、関税の影響を受ける可能性がありますが、高い粗利益率の恩恵を受けています。また顧客層は、これらのブランドのファンであり、比較的富裕層であることから、当該企業は強い価格決定力を持っています。ポートフォリオで保有する米国の自動車関連商品の小売企業も、その強力な価格決定力を考えると、大きな影響を受ける可能性は低いでしょう。同社は、海外から一定の商品を調達していますが、それらは大抵必要不可欠な商品であるため、同社の価格決定力が強く及びます。それでもやはり、特定の産業については、関税の影響を受けることは認識しています。例えば、国際的な飲料、蒸留酒、ビール業界は、生産地から米国へ輸入するコストの上昇に直面しています。また、米国外市場では、米国ブランドの商品が消費者によるボイコットや報復的な行動を受けている状況です。

私たちが保有している米国以外の半導体関連の銘柄（運用戦略によって保有している場合）は、関税の影響を受けるか、あるいは米国内の生産と米国への投資を増やして罰則を回避するだろうと予想しています。また、関税が発生した場合でも、私たちが保有する半導体企業は市場において非常に強力なポジションを確保しているため、少なくとも初期段階では、当該半導体企業の顧客はコスト上昇による値上げを受け入れざるを得ないでしょう。しかし構造的には、関税によって業界全体の半導体チップの需要が低下し、長期的には業界の設備投資が減少する可能性があります。なおそれよりも、生成AIの導入に向けた、より予測不可能な行く末が、おそらく、より大きな不確実性の根源であると言えるでしょう。

## 不確実のある、微妙で複雑な影響

関税の二次的および長期的な影響はさらに不確実であり、微妙かつ複雑である可能性が高いといえます。他国が報復措置を取る可能性もあり、例えばEUは米国の巨大テクノロジー企業を報復のターゲットとするかもしれませんし、中国は米国のテクノロジー企業が必要とする製造部品の輸出を禁止するかもしれません。また、マクロ経済的な影響もあります。インフレ上昇は金利を引き上げ、そのため経済サイクルにおける信用回復が遅れることから、特に住宅ローンの貸出に関して、金融機関に間接的に影響を与える可能性があります。インフレは企業の利益率を引き下げますが、ポートフォリオの保有銘柄は価格決定力があるため、利益率が維持できると考えます。

<sup>2</sup> 出所：米国セントルイス連邦準備銀行

<sup>3</sup> 出所：世界銀行

<sup>4</sup> 出所：「The Economist」誌掲載記事、The Peterson Institute for International Economics（ピーターソン国際経済研究所）

## 大きな未知の要素

関税の影響は、今後どのように進展していくのでしょうか？関税がインフレを引き起こす限り、米国の消費者や企業の利益率に圧力が掛かることになります。米国大統領の「戦略的に曖昧な」政策によって不確実性が高まっているにもかかわらず、現在の株式市場は大きな期待に特徴付けられています。もし関税や他の政策によって、中国の強烈な反発を招いたり、または歴史的な同盟国との関係断絶に向かった場合、このような地政学的な問題の発生は、市場にとって歓迎できないサプライズとなる可能性があります。より広い視点から考えると、米国の関税が、例えば貿易戦争を引き起こすことによって経済全体の減速を招く場合でも、歴史的を見て、私たちの高クオリティ企業によって構成されたポートフォリオは、投資先企業の価格決定力と継続的な売上によって、その利益が市場全体よりも遥かに耐久性があることが、再び証明されることでしょう。

本書は、モルガン・スタンレー・インベストメント・マネジメントが2024年12月に海外で発行したレポートを邦訳したものです。本書と原文（英語版）の内容に相違がある場合には原文が優先します。

本書はグローバル・フランチャイズ運用戦略に関する情報提供を目的として作成したものであり、法令に基づく開示書類ではありません。本書は信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、その正確性や完全性をお約束するものではありません。本書の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることもあります。本書中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。また、特定の銘柄及び市場等全般の推奨や価格の上昇又は下落を示唆するものではありません。

当社の事前の許可無く、本書を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

## 重要事項

本書は、当社の投資一任契約および投資顧問契約に関する業務に関連して提供されるものであり、特定の金融商品の取引や申込みの推奨や勧説を目的とするものではありません。また、弊社は、本投資戦略によって運用されている金融商品の取引や申込みの推奨や勧説を行うものではありません。

### 1. 投資一任契約の概要

投資一任契約は、お客様の資産の運用に関し、お客様があらかじめ運用の基本方針を定めた上で、有価証券の価値等の分析に基づく投資判断のすべてを当社に一任し、当社がこれを引き受けます。お客様は投資を行うのに必要な権限を当社に委任し、当社は委任された権限を使用するにあたっては、当社の投資判断に基づきこれを行い、お客様は個別の指示を行わないものとします。

### 2. 元本損失が生ずることとなるおそれ

受託資産の運用には、受託資産に組入れられた株式その他の有価証券等の価格変動リスク、株式その他の有価証券等の発行体の信用リスク及び株式その他有価証券等を売却あるいは取得する際に市場に十分な需要や供給がないため、十分な流動性の下で取引を行えない、または取引が不可能となる流動性リスク等による影響を受けます。また、外貨建て資産に投資するため為替変動リスクの影響を受けます。受託資産の運用による損益はすべてお客様に帰属し、元本が保証されているものではなく、元本損失が生ずることとなるおそれがあります。

### 3. 投資一任契約締結に際しての留意事項

受託資産の運用は、個別の受託資産ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、投資一任契約を締結する際には、契約締結前交付書面をよくご覧ください。

## リスクについて

当運用戦略は主に海外の有価証券等を投資対象とするため、当該有価証券の価格の下落により投資元本を割り込むことがあります。また、外貨建ての資産は為替変動による影響も受けます。従って、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はお客様に帰属します。投資する可能性のある金融商品等には、価格変動リスク、信用リスク、流動性リスク、為替変動リスク、デリバティブ取引に伴うリスク、カントリーリスク等のリスクを伴います。

## 費用について

### 投資一任契約に基づいて直接投資をする場合の費用

#### 投資顧問料率

25億円までの部分に対して	0.880% (税抜 0.800%)
25億円超50億円までの部分に対して	0.825% (税抜 0.750%)
50億円超100億円までの部分に対して	0.770% (税抜 0.700%)
100億円を超える部分に対して	0.715% (税抜 0.650%)

※ 表記の料率は年率表示です

※ 上記以外に投資一任契約に基づいて投資信託に投資する場合の報酬体系は上記と異なる場合があります

※ 契約資産の性質・運用方法等により、お客様と協議の上、最低受託額、受託額及び投資顧問料率を別途取り決めることができます

※ 税込料率は法律に定められる税率が適用されます

また、投資一任契約に基づく組入資産の売買手数料、保管費用等をお客様にご負担いただきます。（当該手数料等につきましては、運用状況等により変動するため、事前に料率やその上限額等を表示することができません。）

## 最低受託金額

効率的な運用を実現するという観点から、個別口座の最低受託金額を50億円と設定しております。

## 《ご注意》

上記に記載している費用項目につきましては、一般的な投資一任契約を想定しております。受託資産の運用に係るリスクや費用については、投資一任契約を締結する際に、事前に契約締結前書面をご覧ください。

## 投資一任契約に基づいて投資信託に投資する場合の費用

組入れ予定の投資信託は、弊社がお客様と締結する投資一任契約に基づいて投資を行うための専用ファンドであり、当該目的での利用に限定しております。

## 投資顧問料率

一律 0.825% (税抜 0.75%)

組入れる投資信託で弊社が運用報酬を受領する場合、上記料率から控除して投資顧問報酬額を算出します。

- 組入れ予定の弊社設定投資信託から弊社が受領する運用報酬はございません。したがって、投資顧問報酬額は上記の年率 0.825% (税抜 0.75%) で計算されます。
- 表記の料率は年率表示です。
- 契約資産の性質・運用手法等により、お客様と協議の上、別途報酬額を取り決める場合があります。
- 税込料率は法律に定められる税率が適用されます。

## 投資信託にかかる費用

信託報酬 年率 0.055% (税抜 年率 0.05%)

内、委託者報酬 (運用報酬) ありません

信託財産留保 (相当) 額 基準価額に 0.20% を乗じた額 (解約時)

- 販売手数料はございません
- 当該投資信託に関する以下のその他の費用を、投資信託財産で間接的にご負担いただきます
  - 組入有価証券を売買する際に生じる取引費用
  - 外貨建資産の保管費用
  - 信託事務の処理に要する諸費用
  - 受託会社の立替えた立替金の利息
  - 投資信託財産に関する租税
  - 投資信託財産に係る監査報酬
  - 法律顧問に対する報酬
- 投資信託約款および受益者に対する報告書の作成、印刷および交付に係る費用
- 公告および投資信託約款の変更および解約に関する書面の作成、印刷および交付に係る費用
- 投資信託振替制度に係る手数料および費用等

(上記その他の費用については、当該投資信託の運用状況等により変動するため、事前に料率やその上限額等を表示することができません)

上記投資顧問報酬 (税込 0.825%) と上記投資信託の信託報酬 (税込 0.055%) の合計は、0.88% (年率、税込) となります。

## モルガン・スタンレー・インベストメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第410号

加入協会：日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

ウェブサイトでは様々なレポートを掲載しています

[www.morganstanley.com/im/jp](http://www.morganstanley.com/im/jp)