

House-View Report

March 2025

Index 目次

<u>経済・金融政策、主要資産の見通し</u>	p.1
<u>投資環境</u>	p.2
<u>株式投資戦略</u>	p.7
<u>債券投資戦略</u>	p.10
<u>為替・オルタナティブ</u>	p.12
<u>コラム：大倒産時代の到来</u>	p.14
<u>参考指標一覧</u>	p.19
<u>当レポートにおける用語集</u>	p.24

The logo for IFA Leading, featuring the text "IFA Leading" in a bold, sans-serif font. The "I" and "A" are white, while "FA Leading" is black. The text is positioned to the left of a large, glowing white sphere that has a soft gradient and a subtle shadow, giving it a three-dimensional appearance.

Asset Management
with Higher Transparency.

IFA Leading is a financial institution with solid knowledge and ethical attitudes. We pursue truly better financial service through constant reflections and actions. We believe that asset management should make your aspirations come true by not only leveraging your capital but also by understanding your life stories and social trends.

We promise you to protect your assets and make sure you know all the reasoning behind our actions, to guide you through to make truly satisfying decisions. We will always be there as your closest advisor to support your life plans and financial goals. Financial service to enrich your future and our society.

【投資環境】 トランプ政権の全方位保護主義：短期の経済混乱を招く一方、中長期では米国内需の拡大に繋がるかが鍵

- 米国の関税強化は短期的にネガティブ、スタグフレーション懸念が増大
- 生産拠点の米国移転が増加、短期的に本格稼働に漕ぎつけられるかが焦点
- 日本は春闘の賃上げに注目、欧州と中国は不確定要素の見極めが肝要

関税の報復合戦が勃発

やはり、[トランプ大統領の保護主義はただの駆け引き材料ではなかった](#)。3月4日にメキシコ、カナダには25%、中国には追加で10%（計20%）の新たな関税を発動し、世界経済を混乱に陥れている。米国の関税発動は当初からの既定路線ではあるが、メキシコとカナダは発動が1ヶ月延期されたことなどで、[市場参加者の一部では条件次第で発動が見送られるのではという楽観的な期待が織り込まれていたのかもしれない](#)。

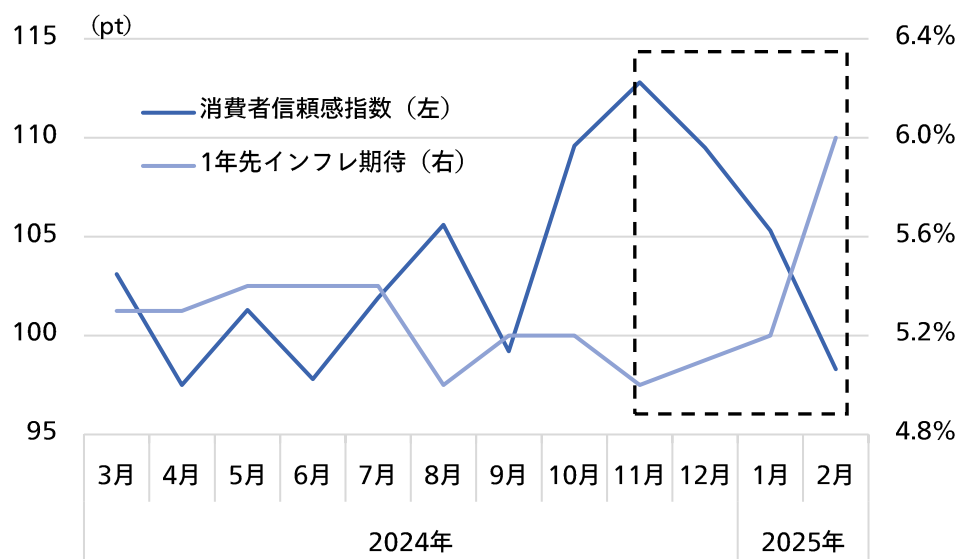
もちろん、米国から関税を突き付けられた各国も黙って手をこまねいているわけではない。カナダは米国からの二輪車やウイスキーなどの輸入品に即時に25%の関税を課すことを表明し、中国は米国産小麦や大豆などに最大15%の追加関税を、メキシコもただちに報復関税を課すことを表明している。さながら「世界関税戦争」といった様相だ。

景況感の悪化とインフレ見通しの上昇が同期

言うまでもなく、[これら関税措置の応酬による経済見通しの鈍化や物価上昇への懸念の高まりは、多くの国にとってマイナスの影響を及ぼしている](#)。そして、それは関税措置を主導した米国も例外ではない。たとえば、2月の米国の消費者信頼感指数は98.3ポイントと、1月の105.3ポイントから大幅に悪化し、1年先の期待インフレ率は1年9ヶ月ぶりの水準へと高騰している。

つまり、景況感の悪化とインフレ見通しの上昇が同時に進む、[典型的なスタグフレーションを想起させる動きとなっている](#)。各種PMIも一様の傾向を示しており、本来なら「保護主義政策」により米国内需を活性化させるはずが、むしろ逆効果となる皮肉な結果を生んでいる。

【米コンファレンス・ボード消費者信頼感指数と期待インフレ率】



出所：LSEG Workspace、Bloombergのデータをもとに当社作成

スタグフレーションは金融政策による抑制が困難

スタグフレーションは、単に景気後退を招くだけではなく、金融政策による改善が困難であるという厄介な側面を持つ。というのも、インフレと景気の悪化が同時に進行しているため、仮に利下げを含めた金融緩和を実施すれば、関税による物価上昇を経済回復がさらに押し上げてしまう恐れがあるためだ。

つまり、スタグフレーションが現実には起きれば、FRBはこれまでのように金融緩和政策に頼るのが難しくなるという強いジレンマを抱えることになる。直近の軟調な経済指標を受けて、足元のFedウォッチでは2025年内の利下げ予想が1回から3回へと増加しているが、シンプルに景況感が鈍化したから利下げをすればよい、という軽々な判断は危険だろう。

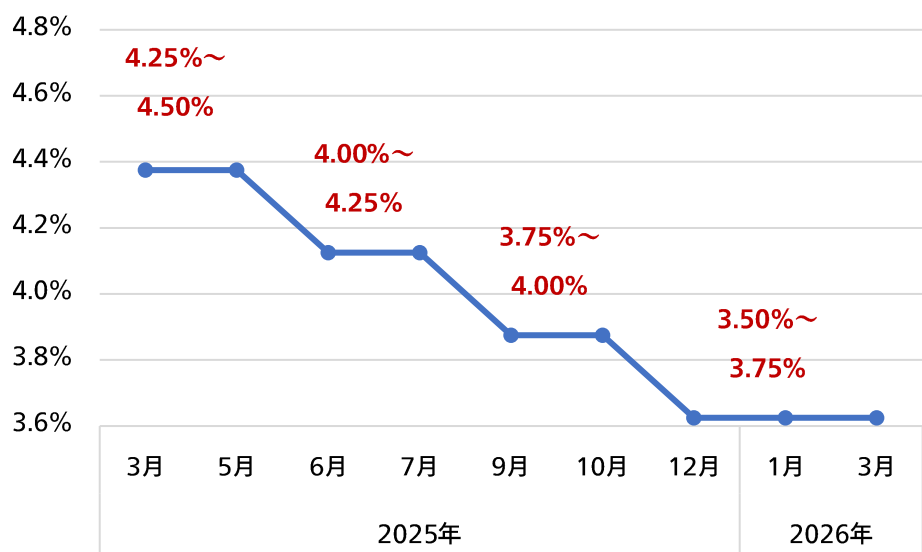
同様に、トランプ陣営が関税政策とセットで進めようとしている大規模な減税策も、景気刺激の一方でインフレ圧力を高める要因となる。内需の活性化によって景気を回復させたとしても、関税による物価上昇はそのまま残るため、実質的な購買力の向上には繋がりにくい。さらに、各国が報復関税を実施し、貿易摩擦が激化すれば、米国経済の成長ドライバーであった強力な内需の持続も難しくなるだろう。

鍵となるのは保護主義による生産の移転と本格稼働

では、このまま米国をはじめとした主要国の経済は、自縄自縛のスタグフレーションの未来から逃れられないのだろうか。短期的には、景気減速と物価上昇に対する懸念が市場のセンチメントを悪化させる可能性が高い。しかし、少なくとも米国に限っては、トランプ政権の主張する「保護主義」さえ花開けば、一見すると八方塞がりにもこの状況を打破できるかもしれない。そして、その兆候はすでに見え始めている。

例えば、製薬大手のイーライリリーは米国に新たに4つの生産拠点を増設する計画を発表した。これは、トランプ政権が2月後半に米製薬大手の幹部をホワイトハウスに招き、海外の生産拠点を米国内へ移転するように警告したことを受けた対応とみられる。この拠点拡充により、製薬会社自体の業績向上に加え、エンジニアや科学者など3,000人以上、1万人近い建設関連の雇用創出が見込まれるようだ。

【Fedウォッチによる政策金利の見通し】



注：データは2025年3月7日時点
出所：CME、Bloombergのデータをもとに当社作成

拠点はすぐに完成するものではないが・・・

しかしながら、現状では新たな生産拠点の場所すら決まってもいない段階であり、複数の州と交渉を進めながら、年内に正式な立地を発表する予定となっている。今年中に着工したとしても、医薬品の製造開始までには5年程度かかるとされており、当然すぐに効果が見込めるものではない。

とはいえ、イーライリリーは2020年以降、米国内の製造拠点を強化しており、今回の関税措置は既存の事業投資をさらに加速・拡大させる契機となった。関税による米国製医薬品の需要増加は、同社の設備投資による恩恵を一層大きなものにする可能性がある。

TSMCの生産拠点増強は台湾にも大きな恩恵

加えて、半導体の委託生産で世界首位の台湾のTSMCも、米国内の生産拠点の増強で1,000億ドルの追加投資を発表した。新たに5つの半導体工場と研究開発施設を建設する予定だ。これは先述した事例とは異なり、米国の関税強化に対して海外の企業が対応して動き始めたケースだ。ラトニック米商務長官も、このTSMCの動きは補助金ではなく関税の効果であることを強調している。

TSMC側にとっても、今回の関税強化に伴う生産拠点の増強は、決して悪い話ではないだろう。米国内の半導体需要を一手に引き受ければ、競合のサムスン電子などに対して優位に立つことができるうえ、燻り続ける中国による台湾進攻の脅威に対して米国の防衛を引き込むカードとなるかもしれない。トランプ政権はこの点について徹底して明言を避けているが、本件を発表した会見では台湾に対して友好的な立場へと転身している。

日本企業も米国への生産移転を加速へ

日本企業も、本田技研工業がシビックの生産をメキシコから米インディアナ州へ移転、いすゞ自動車は米サウスカロライナ州に生産拠点を新設するなど、自動車業界を中心として米国での生産体制の強化を表明している。

短期的には混乱が避けられないものの、米国が掲げる保護主義の大義によって撒かれた関税強化の「種」から、国内外から米国での投資が少しずつ「芽」を出し始めている。この「芽」をいかに早期に育て、本格的な生産稼働という形で「開花」させ、企業業績の向上や内需消費の活性化という「果実」を結実させられるかが、今後の見通しを左右する鍵となろう。

【米国への生産回帰や拠点構築を決定、検討している企業の例】

企業名	詳細
イーライリリー（米）	270億ドルで米国に新たに4つの生産拠点を増設
ファイザー（米）	海外拠点から国内の既存工場に移す可能性を示唆
アップル（米）	AI向けサーバー生産や開発に5,000億ドル超を投資
TSMC（台）	米国での半導体の製造拡大へ1,000億ドル投資
LG電子（韓）	生産拠点の移転と現地拠点の生産能力の調整を検討
本田技研工業（日）	次期シビックのHVを米インディアナ州で生産
いすゞ自動車（日）	米サウスカロライナ州に約2.8億ドルの新工場建設
マツダ（日）	関税発動を受けて生産体制の見直しに言及

出所：各種報道により当社作成

日本は為替でトランプ政権の逆鱗に触れる

一方、現在のところ日本は米国から関税を強化されておらず、自動車などメキシコでの生産に依存している一部の製造業を除けば、直接的な影響を限定的だ。しかし、トランプ政権は日本が中国とともに「通貨安を誘導している」と批判し、対抗策として関税の強化をちらつかせている。

現在、日本は利上げ局面にあるため、通貨安を意図的に誘導しているとは考えづらい。また、関税の実施によるインフレ懸念と金利の高止まりを招いている米国から批判されるだけの合理的な根拠は見当たらないように思われる。しかし、米国側がそのような認識である以上、現在のドル円水準が円高方向に修正されない限り、日本も関税強化の対象とすることは現段階では避けられそうにない。

日銀は緩やかな利上げの継続を想定

そして、その円の動向の鍵を握る日銀の金融政策について、足元で審議委員からのタカ派的な発言が目立っている。1月の展望レポートでも、「2026年度にかけてコアCPIの上昇率が2%に向けて落ち着いていく」との見方が示されており、言い換えれば、日銀は2026年度までは引き締めを継続していく可能性が高いと考えるのが整合的だ。

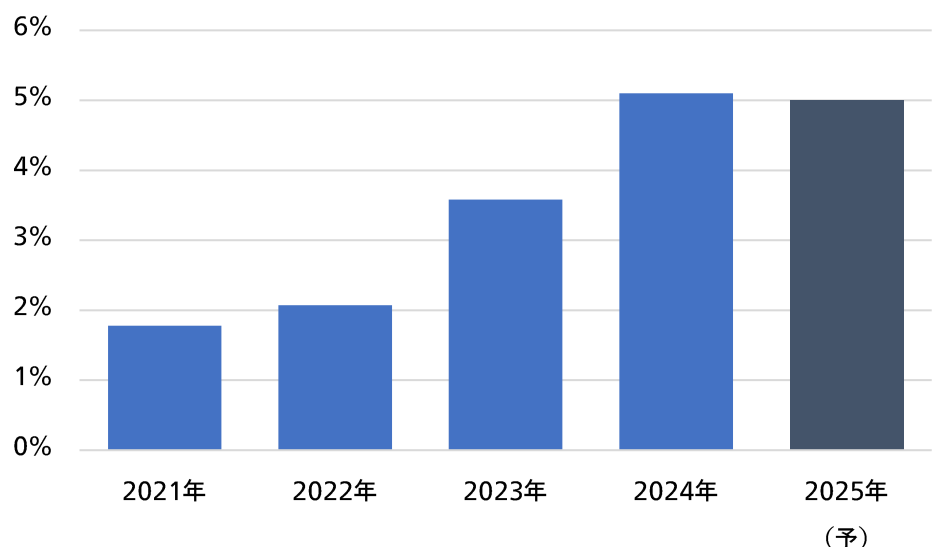
無論、米価格の高騰などで物価が不安定に推移する中で利上げを急ぐ必要はないため、各種統計データを確認しつつ半年に一回の間隔での利上げをしていくとの見方が大勢だ。コンセンサスとしては、次回は2025年は7月に、その後は2026年1月の実施が見込まれているようだ。

春闘の結果次第では利上げの前倒し、加速も

一方で、これから本格化する春闘への期待も大きい。市場参加者からは5%超の賃上げを達成した2024年に引き続き、2025年も力強い賃金の伸びが見込まれている。各調査機関の予想値を集計すると、中央値は5%程度と昨年並みの伸び率を見込んでいるようだ。ただ、春闘（春季労使交渉）の要求水準が約6.1%となるなど、昨年に引き続き賃上げの機運は高まっている。

仮に想定以上の賃金の伸びが確認された場合は、インフレ進行の懸念とともに日銀の引き締めが前倒しになり、利上げの回数が増加するリスクもある。その際は、急速な円高の進行に注意が必要となるだろう。

【過去の賃金の伸び率と2025年の予想】



出所：連合、予想は各調査機関の公表値を集計

欧州は関税ではなく
防衛問題に揺れる

他方、トランプ政権の外交に絡んで、欧州も揺れている。こちらは、ウクライナの防衛問題だ。トランプ政権が軍事支援の見返りとして求めていたウクライナ国内の鉱物資源の権益交渉が、口論の末に破談した。

そもそも、この権益交渉は当初から両者の主張が食い違っており、米国は過去の軍事支援の見返りを、ウクライナは今後の安全保障を求めていた。トランプ政権は前提としてウクライナからの軍事の縮小または撤退を望んでいたため、この決裂は起こるべくして起こったものだ。この結果を受け、米国はウクライナへのすべての軍事支援の一時停止を決定した。

防衛関連株の株価と
金利が急上昇

しかし、これに対する欧州への投資家の反応は意外なものであった。[欧州域内の地政学リスクの高まりによって防衛費の増加から経済成長が促されるとの見方が強まり、関連企業の株価が一斉に急騰したのだ](#)。防衛支出増に伴う政府の借入急増の可能性から欧州各国の国債利回りも急上昇しており、銀行株も軒並み上昇を見せるという現象が発生している。

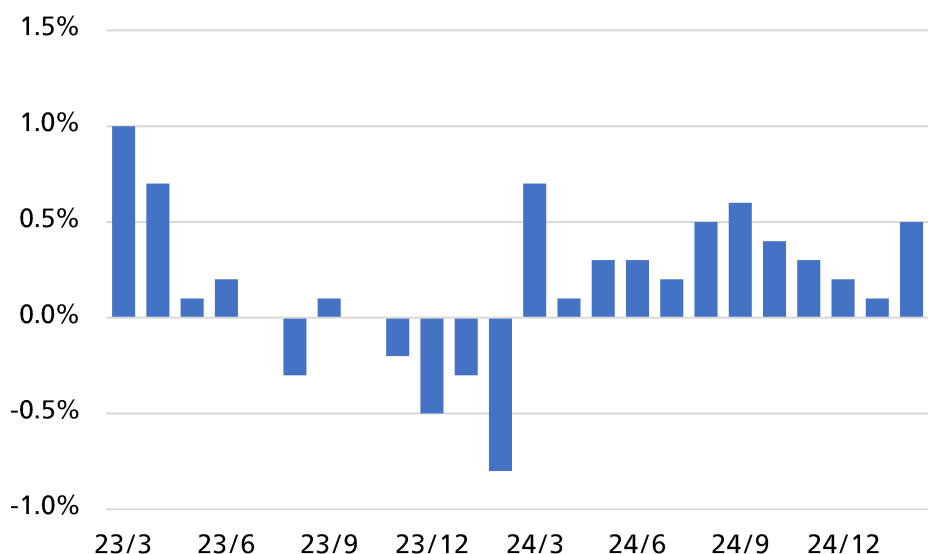
とはいえ、継続的な利下げにも関わらず欧州景気は低迷を続けており、特にフランスの2月のPMI（購買担当者景気指数）は44.5と、好不況の節目の50を大きく下回ったままだ。加えて、ウクライナと米国の再交渉が検討されているとの報道もあり、今後の軍事費の急増が景気回復の一手となると断じるのは早計だ。日々目まぐるしく変化する情勢を、慎重に見極める必要があるだろう。

中国はデフレ回避、
景気も底入れの兆しか

中国は、1月のCPIの伸びが加速し、PMIも再び製造業、非製造業ともに50を上回るなど、最悪期を脱したかに思える状態が継続している。3月5日に開幕した全国人民代表大会（全人代）における内需のテコ入れ策への期待も高まっている。しかし、米国からの関税や制裁など、直接的な摩擦状態にある中で、現状は長期的な明るいビジョンを描くことは難しい。

全人代でも米国への批判は影を潜めており、ウクライナ問題でトランプ政権の支持を表明するなど、米国との関係改善の糸口を探るかのような姿勢もみられる。とはいえ、欧州同様に事態は極めて流動的で、投資対象として積極的に評価するには、なお一層の材料が必要だろう。

【中国の消費者物価指数（CPI）の対前年比の推移】



注：データは月次で直近値は2025年2月
出所：LSEG Workspace、Bloombergのデータをもとに当社作成

Disclamers

* 本資料は、有価証券の購入又は売却を勧めるものではありません。また、本資料によって何らかの行動を勧誘するものでもありません。

* 本資料は、株式会社 IFA Leading が一般的な情報を提供することを目的としています。
これは推奨に該当するものではなく、特定の投資目的、財務状況又は要望を考慮しているものではありません。

* 本資料に基づき行動をする場合は、その前にそれらがお客様の特定の状況に当てはまるか否かを考慮に入れるべきであり、必要とあれば専門家の助言を求めてください。

* 本資料において引用されておりますものは、税務あるいは会計あるいは法律上の助言を提供するものではなく、行おうとする投資やご提案についてご自身の税務あるいは会計あるいは法律顧問に相談されるようにお勧め申し上げます。なお本資料の内容は予告なく変更される場合があります。

* 本資料のいかなる部分も、当社の事前の書面による同意を得ることなくいかなる方法による複写、写真複製、又は再配布も許されません。

* 本資料に記載されかつ添付されている情報は、秘密、法律上の秘匿特権、又はその他の保護の対象になっている可能性があり、また受取者による使用のみが意図されています。

* 当該資料の第三者への配布又はそれに基づいていかなる行為を行なうことも明確に禁止されていることに、ご注意下さいますようお願いいたします。

- ・ 当社は、所属金融商品取引業者の代理権は有しておりません。
- ・ 当社は、いかなる名目によるかを問わず、金融商品仲介業に関して、お客様から金銭や有価証券を預かりをすることはありません。
- ・ お客様が行おうとする取引について支払う金額又は手数料等は、当社の所属金融商品取引業者により異なります。

広告等補完書面 金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示事項

金融商品仲介業者の商号 株式会社 IFA Leading

登録番号 金融商品仲介業者 関東財務局長（金仲）第 959 号

金融商品取引業（投資助言・代理業） 関東財務局長（金商）第 3422 号※
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会
※弊社の投資助言・代理業務は、スマートプラス社に対する投資助言に限ります。

<所属金融商品取引業者等>

楽天証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号

【加入協会】 日本証券業協会 一般社団法人金融先物取引業協会 日本商品先物取引協会一
般社団法人第二種金融商品取引業協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

あかつき証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 67 号

【加入協会】 日本証券業協会 一般社団法人金融先物取引業協会 一般社団法人日本投資顧
問業協会

東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号

【加入協会】 日本証券業協会 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 一般社団法人日本投資顧問業協会 一般社団法人日本STO 協会

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号

【加入協会】 日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会 一般社団法人金融
先物取引業協会 一般社団法人日本暗号資産等取引業協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

Jトラストグローバル証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 35 号

【加入協会】 日本証券業協会

株式会社スマートプラス 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 3031 号

【加入協会】 日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会 一般社団法人
日本投資顧問業協会

* この紙面は、所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し広告又
は広告類似配布物と一緒にお客様にお渡しする書面です。

【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上
場する株式（売買単位未満株式を除く））の場合は、約定代金に対して所属金融商品取引業
者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等およ
び銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただく場合が
あります。（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ご
とに異なるため本書面では表示することができません。）債券を募集、売出し等又は相対
取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます。（購入対価に別途、経
過利息をお支払いいただく場合があります。）

また外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む）の悪化等、それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

Thank You.