



日本株月次レポート | 2025年5月

消費する国と貯蓄する国



中塚 浩二
株式、日本CIO

トランプ大統領の関税政策により株式市場は乱高下しています。長期投資の観点からは、目先おきている現象に条件反射的に反応し右往左往するべきではなく、その背後にある本質を認識する必要があります。

トランプ大統領の関税政策は、対中国覇権争い、米国第一主義、製造業・労働者の復活、として解釈されることがあるようです。一部のエコノミストやストラテジストは、年後半には米政権は減税策や規制緩和によって景気を回復させ来年の中間選挙前には有利な景況感をつくりだすという楽観的な見通しをもっていきます。

しかし、この著しく高い関税政策は世界景気を大きく押し下げるだけでなく米国自体も深刻な景気後退に陥るリスクがあるため、楽観論をもって思考停止となるべきではなく、米政権がかかえている問題意識とそれを今回の関税でどう解決させようとしているのか、諸外国にはどのような影響が起ころうのか、考えを張り巡らせておく必要があります。

英国のエコノミスト、アンドリュー・ハント氏（注1）は、米国の関税政策の本質は、米国政府の財政立て直しにあるとし、次のように分析しています。（注2）

米国はコロナ禍において財政支出を拡大させ、不況から短期間で脱することに成功しましたが、ほかの多くの先進国も同様に財政拡大と金融緩和をおこなったため世界的なインフレがすすみました。バッセント財務長官は、これ以上の財政出動が行われると景気刺激効果よりも、インフレが制御不能に陥り米国の財政が破綻してしまうという認識をもっています。ドルの基軸通貨としての信認を守ることが重視されていると考えられます。

過去40年間、世界経済は絶えず拡大する金融市場と自由貿易を通じて成長してきました。「RSGBワールド」（ルービン、サマーズ、グリーンズパン、バーナンキが作り出した成長モデル）が大規模な資本の流れを常態化させ、モラルハザードとも捉えられかねない拡大を継続してきました。RSGBワールドがなかりせば、実質金利はもっと高く、クレジット市場の成長もこれほど高いものではなかったと述べています。

注1) Hunt Economics Ltd. Consultant Economist, Andrew Hunt <https://www.hunteconomics.com/our-team/>

注2) (参考) Andrew Hunt Economics Ltd. 『Global Weekly Review』 10th April 2025, 『Our Bretton Woods Moment』 April 2025

* 当資料及びコメントはあくまでも参考として情報を提供しており、第三者等への配布物用では無い旨ご留意ください。

緩和的金融環境を背景に旺盛な消費が続いた米国（消費する国）に各国が輸出を増やし貿易黒字と対外純資産を積み上げてきました（貯蓄する国）。経常赤字や財政赤字が拡大しても、基軸通貨としての強いドルに裏打ちされた米国債を、外貨を稼いだ輸出国が買い続けてきたため、世界貿易の成長モデルの均衡が保たれてきました。つまり、消費する国を貯蓄する国がファイナンスすることによって、戦後の世界経済の成長が維持されてきたと述べています。そして米国の製造業やそこに従事する労働者はこの成長モデルの蚊帳の外におかれて恩恵を受けていなかったと指摘しています。

数十年にわたり続いてきた自由貿易成長モデルのひずみが顕在化され、景気後退懸念を認識しながらも米国は大胆な関税政策を発表したものとハント氏は指摘しています。関税で税収を増やし、意図した景気減速でインフレと金利を抑え、その後減税で内需を拡大させる、というシナリオを描いていると考えられます。

いままで米国の消費に依存していた国々が自国内での需要を拡大（民間・内需主導）させることでバランスをとる道を模索することが重要になると思います。消費する国と貯蓄する国という二元論からの脱却が必要と感じます。

既存スキームの変革がおこるとき、産業界の新陳代謝も起ころうという前提にたち、上場企業の経営陣との議論を通じて、独自の成長戦略を迅速に実践できる企業を選別することが有効と考えます。

アクティブ運用の銘柄選択力が重要な役割を果たす局面となりそうです。

【ご留意事項】

- ・ 本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズまたはグループ会社（以下、当社）が作成したものです。
- ・ 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- ・ 内容には正確を期していますが、当社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり、特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- ・ 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料には将来の見直し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における当社の見解または信頼できると判断した情報に基づくものであり、将来の動向や運用成果等を保証するものではありません。
- ・ 本資料に記載されている内容・見解は、特に記載のない場合は本資料作成時点のものであり、既に変更されている場合があります。また、予告なく変更される場合があります。
- ・ 投資にはリスクが伴います。投資対象資産の価格変動等により投資元本を割り込む場合があります。
- ・ 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- ・ 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。
- ・ 当社が提案する戦略および運用スキームは、グループ会社全体の運用機能を統合したものであるため、お客様の意向その他のお客様の情報をグループ会社と共有する場合があります。
- ・ 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について

当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行・ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額については、お客様が資産の保管をご契約されている機関（信託銀行等）が決定するものであるため、また、契約資産額・保有期間・運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について

投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させていただきますが、対象とする金融商品及び金融派生商品（デリバティブ取引等）は、金利、通貨の価格、発行体の業績・財務状況等の変動、経済・政治情勢の影響を受けます。従って、投資顧問契約又は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご確認ください。

アリアンツ・グローバル・インベスターズ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第424号一
般社団法人日本投資顧問業協会に加入
一般社団法人投資信託協会に加入
一般社団法人第二種金融商品取引業協会に加入