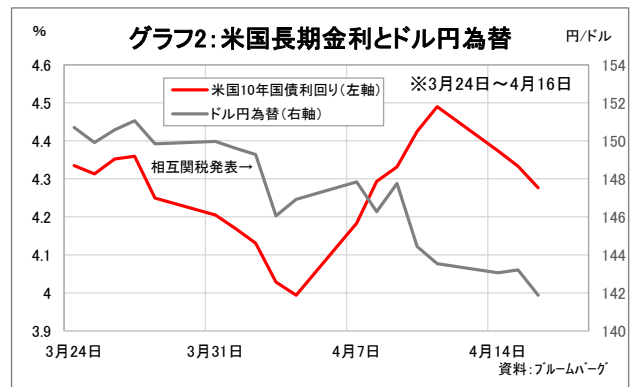
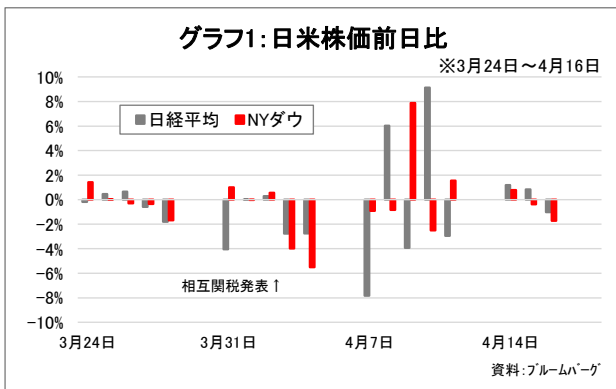


トランプ大統領の関税攻勢と金融市場

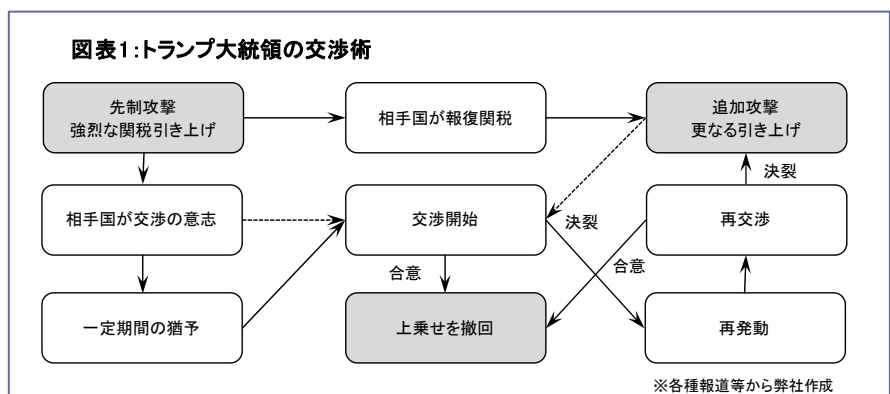
1. 金融市場が大混乱

トランプ大統領は1月20日の就任直後から矢継ぎ早に強硬な政策を打ち出しています。なかでも4月2日に発表された「相互関税」は予想をはるかに上回る規模となり世界を驚愕させました。当然ながら金融市場にも波及し、グローバル市場で株価は急落した後に乱高下するという不安定な展開が続きました。グラフ1は3月第4週からの日米株価の前日比騰落率です。日米とも先週は「日替わり」で急騰、急落を繰り返しました。ただし今週に入り幾分落ち着いたようにみえます。とりあえず投資家の短期的な「整理」は一段落し、先行き不透明な状況では動きづらく様子見に入ったということかもしれません。一方債券市場では米国長期金利が低下した後に急上昇と株式市場同様に不安定な動きとなりました。為替市場ではドル安円高が継続しました。



2. トランプ大統領は「まず発動しその後交渉」

通常、社会や経済に大きな影響を与える政策変更は相手国と交渉したうえで発動（合意、決裂を問わず）となる場合が多いと思います。ところがトランプ大統領の場合はまず強硬な政策を打ち出し即刻発動、相手国が報復すれば更に攻撃、



何らかの譲歩の姿勢を示せば一部を猶予し交渉に入るというスタイルのようです。単なる「脅し」ではないことを示し優位に交渉を進めたいということでしょう。

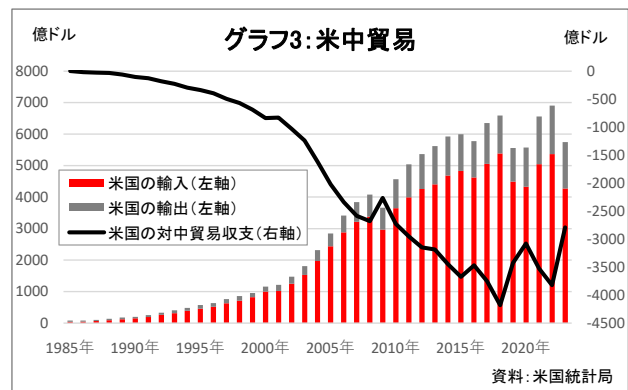
このスタイルでは国際社会はもちろん金融市場としても全く先が見えず、トランプ大統領の SNS 等の発言で振り回されることとなります。市場参加者としては数時間後に何が起きるかわからないためリスクテイクに慎重にならざるを得ません。その結果市場の流動性が低下し価格変動が増幅されてしまいます。

本来、通商関連は議会在権限を有するわけですが、1977年に施行された「国際非常時経済権限法」を法的根拠とし大統領権限で進めています。多くの専門家が異論を唱えています、議会のみならず司法にも大きな影響力を有する大統領を止めることはできないようです。

3. 「われわれは大きなことをしようとしている」発言の背景

米国の一部保守系メディアを除いて今回の関税に対する批判は高まる一方です。関税率の異常な水準への引き上げは相手国のみならず米国民にも大きな打撃となります。ただし手法はともかくとしてトランプ政権の主張も全く理解不能ということではないと思います。

冷戦が終了しグローバル化が進展するなか 2001年に中国は世界貿易機関（WTO）への加盟を認められました。その際の条件は「国内経済を改革し、市場に介入せず開放する」というものでした。当時は近い将来に中国も民主化するという漠然とした期待が高かったと思います。しかし2012年の習近平政権誕生とともに権威主義的色彩を強めています。グラフ3のように中国がWTOに加盟した後、米国への輸出は急増し米国の対中貿易



赤字は急拡大しました。WTOは2024年7月に発表した報告書で中国の「国内産業への補助金に関する透明性の欠如」を指摘しました。

中国の安い労働力を背景とした安価な中国製品の流入により、グローバルでインフレは抑制され金利低下を後押ししました。その一方で「Magnificent 7」と称されるテクノロジー関連企業の躍進で「米国一強」を生み出しました。ところがその裏側で中国製品に席卷され空洞化が進むなか、取り残された米国労働者の不満が高まりトランプ政権誕生の原動力となったわけです。第一期目でも中国に対する厳しい関税政策を打ち出しました。関税政策だけの効果ではないとしても米国の対中赤字拡大には歯止めがかかりました。第一期目では中国のみに照準を絞ったため、東南アジア諸国やメキシコ等を迂回した中国製品が米国に流入しました。トランプ大統領は「われわれは大きなことをしようとしているのだから過渡期はある」と発言しています。今回は迂回ルートも遮断しようとして相互関税導入に至ったと思われます。

世界銀行によると2024年の中国の生産は世界の32%を占める一方で消費は12%に過ぎません。もちろん同じ条件であれば必ずしも批判にはあたらないのですが、「不透明な補助金」が後押ししているとすれば異なります。トランプ大統領は大きな代償を払ってでも「荒療治」に乗り出したのかもしれません。

4. 今後の注目点

① 関税による物価上昇は一時的か

関税は毎年引き上げられるものではなく物価への影響は一時的で、景気減速を招くためむしろ低下させるという見方があります。しかし中国製品に天文学的な関税が継続した場合、米国の中国からの輸入は急減するはずで、それを埋め合わせる国は見当たらず、トランプ大統領の目論見通り自国製品に置き換えることが仮に可能としても非常に長い時間が必要となります。その場合、供給が需要に追いつかず持続的な物価上昇を招くことも否定はできません。パウエルFRB議長にはコロナ後の物価上昇を一時的として利上げ開始が遅れた記憶がまだ新しく、関税により景気がある程度減速したとしても利下げには慎重な姿勢を示すと思われま

② 90日の猶予で合意に至るのか

本日（日本時間4月17日）、日本が先陣を切って米国との交渉を開始しました。トランプ大統領はSNSで「日本の代表団との間で大きな進展」と投稿しましたが具体的な内容は本原稿作成時点では明らかになっていません。トランプ大統領によると75カ国以上と交渉するとのことで90日でまとめることは簡単ではないでしょう。

③ ドル円為替が材料とされるのか

第1回の日米交渉で為替の話題は出なかったと報じられています。ただし今後の交渉過程で対象となることも考えられ特に金融市場としては大きな注目点となります。

本レポートは筆者の個人的見方であり弊社の公式見解ではありません。

債券運用第一部シニアストラテジスト 菊池 宏

※ 2025年2月以降のレポート

- 2月 3日号 1月の市場動向と2月の注目点
- 2月 14日号 ドル円為替は米国金利、ときどき米国株
- 3月 3日号 2月の市場動向と3月の注目点
- 3月 7日号 欧州が動き始めた
- 3月 19日号 欧州が動き始めた その2
- 4月 1日号 3月の市場動向と4月の注目点
- 4月 3日号 トランプ大統領が事前予想を上回る「相互関税」を発表
- 4月 7日号 2024年度の金融市場
- 4月 9日号 2024年度第4四半期の市場動向と今後の注目点

三菱UFJアセットマネジメント株式会社

登録番号 金融商品取引業者
関東財務局長（金商） 第404号

一般社団法人日本投資顧問業協会会員
一般社団法人投資信託協会会員

〒105-7320 東京都港区東新橋一丁目9番1号

電話 03 - 4223 - 3134

*本資料に含まれている経済見通しや市場環境予測はあくまでも作成時点における弊社ストラテジストの見解に基づくもので、今後予告なしに変更されることがあり、また弊社商品における運用方針と見解が異なることがあります。

*本資料は情報提供を唯一の目的としており、何らかの行動ないし判断をするものではありません。また、掲載されている予測は、本資料の分析結果のみをもとに行われたものであり、予測の妥当性や確実性が保証されるものでもありません。予測は常に不確実性を伴います。本資料の予測・分析の妥当性等は、独自にご判断ください。

*なお、資料中の図表は、断りのない限りブルームバーグ収録データをもとに作成しております。