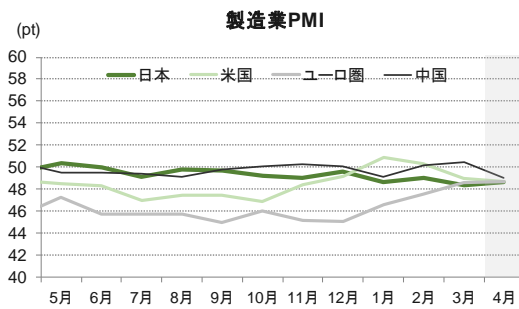




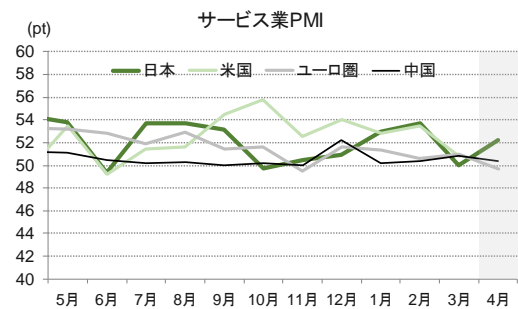
- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、米国トランプ政権による幅広い国・地域・産品への関税発動に伴い、今後急速に減速する可能性が高まっている。米トランプ政権による関税措置は金融市場の予想に比べ高い関税率であり、また幅広い国への関税措置となったことで、製造業を中心に今後の企業業績に対する不透明感が台頭したほか、関税率の価格転嫁や関税導入による他国から米国への輸出減などを通じ、米国内のインフレ率を急速に高め個人消費が失速する「スタグフレーション」に陥るとの見方が台頭した。関税措置発動後世界的に株価が急落したほか、米国では「トリプル安」の様相を呈するなど、金融市場のボラティリティは増加した。4月中旬以降、金融市場は落ち着きを取り戻しつつあるが、依然として関税を取り巻く環境は不透明で、今後も関税に関するヘッドラインで一喜一憂する状態が続く可能性が高い。
- **注目材料:** 4月中旬以降、世界の金融市場は今後トランプ政権による関税率の「譲歩」が顕在化するとの見方に傾いているが、関税は相手国の出方次第であるほか、政治家の思惑に大きく左右される点で決して予断を許さない「厄介なもの」である。なぜトランプ政権は世界から批判されるような関税措置を導入しようとしているのか、および米国がターゲットにする「中国」の現状を確認することを通じて、当該楽観論のリスク（不透明性）に焦点を当てた。

1. マクロ経済展望 ~ トランプ関税がもたらす不透明感一色に

グローバル・マクロ経済は、米国トランプ政権による幅広い国・地域・産品への関税発動に伴い、今後悪化する可能性が高まっている。米トランプ政権は4月2日に、貿易相手国の対米貿易黒字額、関税率および非関税障壁などを踏まえ、自国の関税を引き上げる「相互関税」を導入することを発表し、一部は既に実施されている。日本には24%（基本税率10%に加え追加税率14%）、中国は34%、EUは20%としたほか、東南アジア諸国（例えばベトナムは46%）への関税率は高めに設定された。また、中国は米国に対して報復関税を課したことで、両国間では報復関税合戦が展開されており、4月末時点では双方関税率は100%を超えている。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

金融市場は3月以降関税に対する警戒感を強めていたが、発表された内容は金融市場の予想に比べ高い関税率であるほか、幅広い国への関税措置となったことで、製造業を中心に今後の企業業績に対する不透明感が台頭し、また関税の価格転嫁や関税導入による他国から米国への輸出減などを通じて米国内のインフレ率を急速に高め個人消費が失速することを通じて「スタグフレーション」に陥るとの見方が強まった。このため、4月7日には世界的に株価が急落したほか、米国では米株安・米ドル安・米金利上昇（債券安）の「米トリプル安」の様相も呈した。

4月中旬以降は、（トリプル安への警戒感が背景にあるとみられるが）ベッセント米財務長官などが今後貿易相手国との個別交渉を通じて関税率を引き下げる可能性に言及したほか、

トランプ大統領によるパウエル FRB 議長への批判も鎮静化するなどもあり、月末にかけて金融市場は落ち着きを取り戻しつつある。

ただし、仮に日本を含む同盟国等で関税率が大幅に引き下げられるとしても、米国にとって最大の貿易相手国の一つである「中国」との間では高水準の関税率（大統領選の公約では 50-60%程度など）が残る可能性を否定できない。今般の相互関税は実質的に全世界関税であるため、18 年当時とは異なり、中国が関税回避のための迂回輸出（例えばベトナムやメキシコを経由して米国に輸出するなど）をすることが難しい可能性もある。すでに中国のネット通販大手 SHEIN は今後米国で最大 377%の値上げを実施すると表明するなど、企業は関税迂回をあきらめ関税によるコストプッシュを価格転嫁（米国の消費者に負担させる）することを想定している。

4 月末時点ではトランプ関税が米国を含む世界のマクロ経済にどの程度の負の影響を与えるかを予測することは困難で、金融市場は大きな不透明性に覆われている。不透明な市場環境は、投資家や企業のアクティビティを委縮させており、この状況が長期化すれば市場流動性の低下を伴いファンダメンタルズとは大幅に乖離した価格変動が生じる可能性もある。4 月中旬以降、金融市場は楽観論に傾きつつあるが、引き続き予断を許さない展開が予想され、この状況が長期化するほどマクロ経済に対する負の影響も大きくなる。

特に、関税影響がマクロ経済やインフレ率に影響するまでに時間を要する可能性が高く留意を要する。米国のインフレ率は 3 月までは鈍化基調ながら、駆け込み輸入が行われ米国内に関税影響のない在庫が積み増されているため、関税による影響が生じるまでに 2 か月以上要するとの見方もある。米国の 1-3 月実質 GDP 成長率は前期比年率▲0.3%とマイナス成長に転じたものの、関税前の大幅な輸入超過が大きく影響したほか、個人消費も天候不順が効いた可能性が高く、これらの特殊要因を除けばトランプ関税前までの米国経済はむしろ堅調だったことがわかる。関税前までの「バックミラー」が映したマクロ経済状況は安定的ながら、4 月以降の予想に際しほとんど意味がないことも認識すべきであろう。

また、トランプ関税によるマクロ経済の不透明性の高まりは、日銀の金融政策にも影響を及ぼしつつある。5 月 1 日、日銀は政策金利の据え置きを決定したが、2%の物価安定目標の実現時期を従来想定よりも先送りした。「展望レポート」でも、今後の実質 GDP 成長率および消費者物価（コア）見通しをいずれも下方修正した。

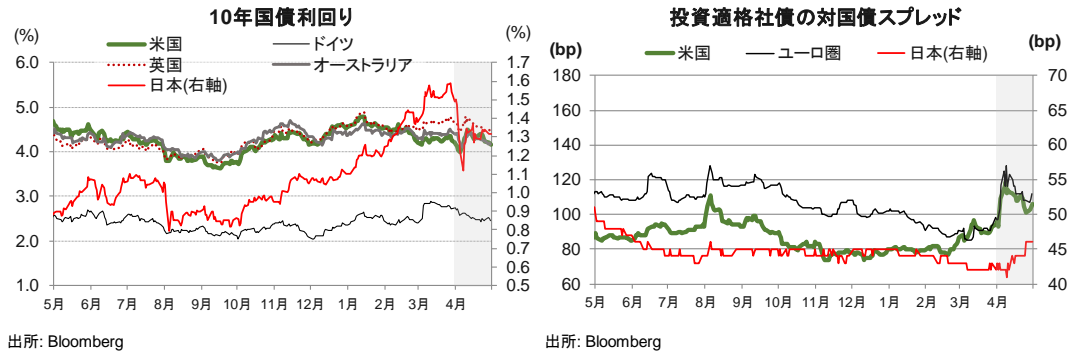
2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ~ 米トリプル安が注目材料に

4 月の債券市場（長期金利）は、米国政府による相互関税発表直後は大幅上昇（金利低下）となったが、その後は米金利上昇に伴い主要国長期金利も上昇に転じる場面があるなど、上下双方に大きく動いた。また、マクロ経済に対する悪影響を懸念する見方に傾くなか、社債の対国債スプレッドは大幅にワイド化した。

前述のとおり、米国政府による関税措置はグローバル・マクロ経済に負の影響を与える可能性が高くそれ自体は金利低下要因になる。一方、米国では関税によるインフレ懸念が台頭していることに加え、米国政府による事実上の「全世界関税」が米国の信認を低下させるとの見方も台頭するなか、4 月中旬には米国で株安・債券安（金利上昇）・ドル安の「トリプル安」が生じ、主要国の債券市場のセンチメントを大幅に悪化させた。米株安・米ドル安の反面、米金利上昇が生じたのは、一部では米国の信認低下によるグローバル投資家からの米国債売りが指摘されているが、実情は別の要因が絡んでいるとみている（ベースス取引に代表されるファンド勢による大規模なアンwindなど）。米国が世界にしかけた「喧嘩」により米国の信認が低下しているとの見方は否めないが、米ドルの基軸通貨性（≒米国の信認）が急速かつ大規模に低下する可能性も低いだろう。米ドル建て資産を売ったところで、代替投資先が見当たらない限り米国資産からの逃避との見方は短期間で終

了するだろう。米債券市場も時間をかけつつも、最終的にはファンダメンタルズに収れんとみている。



日本の長期金利も、米長期金利同様に上下に大きく動いたが、4月中旬以降は相場の落ち着きとともに緩やかに金利低下に転じた。金利低下の背景には、トランプ関税によるグローバル経済や日本経済への不透明感の高まりを背景に、日銀が利上げ時期を先送りするとの見方も含まれていた。実際、5月1日に日銀は政策金利の据え置きを決定したほか、今後のマクロ経済・インフレ率見通しを下方修正した。植田日銀総裁は、決定会合後の記者会見において、今後のグローバル経済の不透明感を強く意識していた。一方、「展望レポート」では中期的な物価見通しは2%を維持しており、トランプ関税による足もとの警戒感を示しつつも、中期的な利上げ路線とも矛盾のない姿勢を示したことも注目しておきたい。

今後も債券市場は、関税に関するヘッドラインで一喜一憂する状況が続くだろう。米国のインフレ率上昇やその後のマクロ経済状況が各国の政策金利や長期金利の水準を決めていくことになるだろうが、そこに至るまでの不透明感は根強くかつ長い時間残ることになるため、引き続きボラティリティの高い展開が予想される。

② 株式市場 ～ トランプ関税に一喜一憂

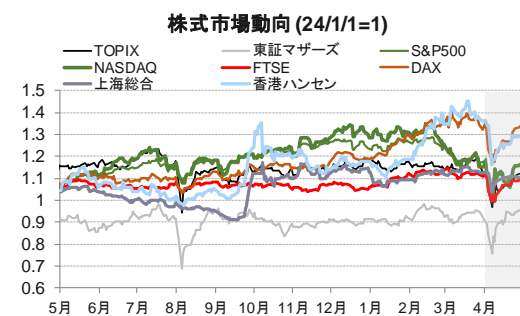
4月の株式市場も、米国政府による関税措置に一喜一憂する展開となった。

米国政府による相互関税が発表されてから数日間、世界の株式市場はフリーフォールに近い状態で下落した。一方、4月8日以降は若干のボラティリティを伴いつつも、ほぼ一方方向で相場は回復した。

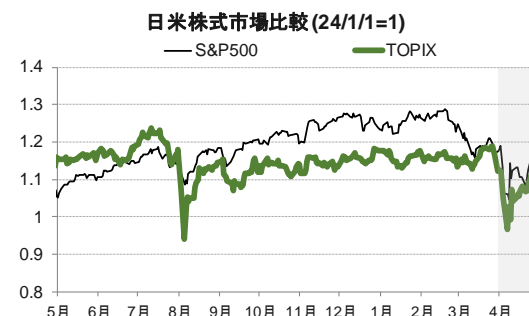
関税率が固まらず不透明性が残るなかでの急速な相場回復の背景には、①米トリプル安に伴いベッセント財務長官をはじめ政府高官から今後の関税率引き下げをにぞろず発言が生じたこと（いざとなれば財政・金融による支援が期待できるとの見方）や、②トランプ氏がパウエルFRB議長を解任しない可能性が高まったこと、などがある。

ただし、4月末時点では依然として関税に関する不透明感は強く、特に「中国」との間で今後どのような会話を通じ、どの程度の関税率に収まるかは、全く予断を許さない状況が続いている。米国が関税交渉開始に向け中国に秋波を送っているものの、中国側が強硬姿勢を崩さないのは、中国の米国経済からのデカップリングの進展や中国政府によるマクロ経済支援期待などがある。第一次トランプ政権時の18年以降、米中分断は不可逆的となっており、すでに中国は米国経済からのデカップリング、具体的には、サプライチェーンの内製化を通じた米国依存からの脱却（半導体、機械類など）や、販売先の米国からの分散（東南アジア、南米、アフリカなど）を進めている。4月の上海総合指数が、世界の主要株式市場の中で最も安定したパフォーマンスを示したのは、このような中国による自信の表れと言えるのかもしれない。

その他、4月の株式市場では Mag7 と呼ばれる米国ハイテク銘柄の不調が目立った。トランプ関税による負の影響に加え、半導体市況の悪化や、中国勢の台頭（DeepSeek など）も影響したとみている。



出所: Bloomberg

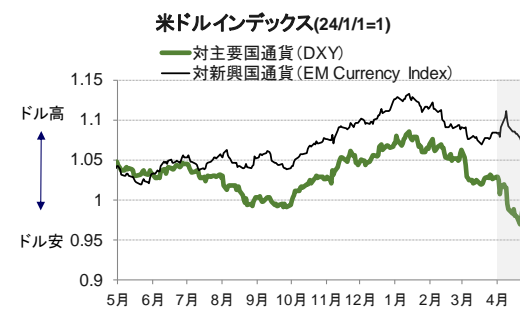


出所: Bloomberg

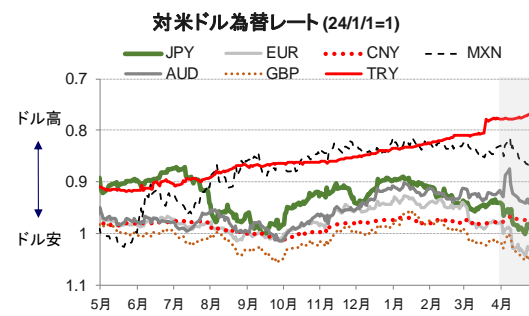
当面の株式市場の注目材料も、米国トランプ政権による「関税」になる。4月末時点の株式市場は、今後関税率は大幅に引き下げられることを前提にしているように見えるが、前述のとおり対中関税や自動車・自動車部品などの特定製品については、大幅な関税率引き下げは期待できないと考えるべきではなかろうか。3月までの米国内の在庫積み増しもあり、関税影響がマクロ経済指標やインフレ率などに表れるまでに一定の時間を要することも、市場を楽観論に誘導している可能性もある。しかし、関税は相手国の出方次第であり、また、政治家の思惑次第でもあるため、市場の期待を裏切る結果になる可能性があることを肝に銘じておくべきであろう。

③ 為替市場～ 米ドルの信認は低下するのか？

4月の為替市場は、総じて米ドル安基調になった。米国政府による相互関税が発表された直後は、米ドルは主要国通貨比で急落したが、新興国通貨比では上昇した。しかし月央以降は、新興国通貨比でも米ドル安基調が鮮明になった。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

このようななか、為替市場でも「米トリプル安」が話題になった。米金利上昇と米ドル安が生じるという「市場の分断」を説明する材料として、米国の信認低下による米トリプル安がわかりやすいストーリーになったという側面もある。実際は、米国マクロ経済に対する懸念が高まるなかで、米株安・米ドル安が生じた（単純なリスクオフ）一方、債券市場では大規模なポジション巻き戻し（ベースス取引解消など）が生じたことにより金利上昇（特に長期・超長期ゾーン）が生じたとみており、「トリプル安」が過度に懸念されたわけではないだろう。

米ドル円相場は、3月末の150円近辺から140円台後半まで下落（円高）したが、月末にかけて急速に戻した。5月1日には日銀が政策金利を据え置いたほか、経済見通しを下方修正したこともあり円安が加速した。

当面の為替市場の注目材料は、他市場同様に米国トランプ政権の関税政策になる。短期

的には日本を含む同盟国との個別交渉結果が、金融市場の楽観論を持続させる可能性があるが、関税政策の最大の関門は「中国」であり、また「自動車・自動車部品」や「半導体」などの個別産品であることを忘れてはならない。20%を超える関税率が残りと、関税迂回措置が使えなければ、関税によるコストプッシュ分を最終価格に転嫁することを通じて、インフレと個人消費減速が同時に生じる可能性（スタグフレーション）が残る。この場合、米ドルは一方的に下落するのではなく、ボラタイルに動く可能性が残りと留意を要する。

3. 注目材料: トランプ関税の背景と頑なな中国

前述のとおり、米国による関税措置は事実上の「全世界関税」であり、関税率も金融市場の一般的な見方・期待を大幅に上回るものになった。一方、4月中旬以降、世界の金融市場は今後トランプ政権が関税率の「譲歩」をするとの見方に傾いている。しかし、関税は相手国の出方次第であるほか、政治家の思惑に大きく左右される点で、決して予断を許さない「厄介なもの」である。ではなぜ、トランプ政権は世界から批判されるような関税措置を導入しようとしているのか。

トランプ政権の関税政策の目的は、①相手国との交渉材料、②貿易赤字の縮小・国内への製造業回帰、および③財政赤字縮小の3つとの見方が根強かった。特に①を通じて関税措置はマクロ経済に過度な負の影響を与える可能性が低いのではとの期待が高かった。一方、足もとまでの様々なヘッドラインや、トランプ政権の関税政策に大きな影響を与えているオレン・キャス氏（保守系シンクタンク「アメリカン・コンパス」のチーフエコノミストで、バンス副大統領やルビオ国務長官などと近い関係を持つ重要人物）の主張をみるにつれ、関税措置の背景には根強い米国の「不満」、または「怨恨」に近い「思い込み」があるとみられる。

オレン・キャス氏の主張の根本には、いわば「ブレトンウッズ体制の見直し」がある。第二次世界大戦後、世界は米国を中心とした自由貿易圏と、ソ連（当時）を中心とした共産主義圏が対峙する「冷戦」構造下にあった。米国は自由貿易圏の拡大を目指し、日本やドイツなどの戦後復興のための産業政策を推し進めるとともに、彼らが製造したものを低関税率（米国は1930年代に関税率を引き上げた歴史がある）で購入した。この構造が、その後の米国内の産業空洞化や白人中間層の没落を招いたほか、自由貿易圏に引き込もうとした中国が米国側にはつかず、むしろ日本やドイツをはるかに上回る力で米国を脅かす存在になった。オレン・キャス氏は、これらの責任は米国ではなく、貿易相手国にあると主張する。一方、貿易相手国側は、米国は冷戦構造崩壊後圧倒的な繁栄を謳歌しており、白人中間層の没落は米国内の再配分政策の失敗と認識している。この問題が難しいのは、冷戦構造下での自由貿易圏の拡大は米国が意図したものであるが、その結果として日本やドイツの戦後復興が加速し経済力を回復したのも事実だからである。

これに加え、米国にとって厄介なのは「中国」である。米国内では、中国への高関税は超党派の合意の下で行われており、貿易摩擦の勝者は米国と信じられているように見える。対中関税自体は第一次トランプ政権時の18年にまでさかのぼり、米国が中国に対して関税措置を発動し米中貿易摩擦が本格化した。また、中国の通信機器製造大手ファーウェイは米国市場で制裁を受け、事実上米国市場から撤退を余儀なくされたほか、米国の最先端半導体やOS（Android）へのアクセスも制限された。一方、中国はその後マクロ経済はリセッションに陥ることなく、また、ベトナムやメキシコ等を使った事実上の関税迂回策も使いつつ、米国に対する輸出は（関税迂回地からの米国への輸出を含めれば）大幅に減少することもなかった。その背景にあるのが、18年以降、中国政府が推し進めてきた「脱・米国依存」である。

例えば、ファーウェイは18年には最先端半導体やOSへのアクセスを禁じられたため、両者を内製化する決断をし、驚異的なペースでそれらを実現した。OSについては「Harmony OS」として19年にリリースされ、足もとでは中国国内で販売されるEVやス

マホの標準 OS になっている。ファーウェイは通信機器に加え、スマホ、タブレットを含む幅広い電化製品や EV 領域にも進出しているが、技術面でそれらを支えているのが内製化された半導体である。23 年には 7 ナノメートルの先端プロセス（製造技術）に基づくスマホ向けロジック（演算）IC を自力で完成させたとの報道もある。最先端技術領域では、例えば NVIDIA の GPU と同等のものを中国が国内で製造することは難しいようだが、そのすぐ次の領域では市場シェアを確保しつつある。

中国企業の強みは、圧倒的な開発スピードと低コスト化による価格競争力にある。無論、半導体を含む複数の領域は、中国政府による「中国製造 2025」を旗印にして政府支援が行われており、当該支援により低価格での製品提供を実現している側面もある。しかし、足もとでは中国国内での部品の内製化によるコストダウンも無視できなくなっている。

製品の販路についても、米国依存からの脱却が進んでいる。先述のとおり、対米輸出の「迂回」を目的とした東南アジア諸国への直接投資が増加しているほか、00 年代から深く関与するアフリカ諸国への輸出も増加している。

以上を背景にして、中国国内では対米貿易摩擦に対して強気な意見が聞かれており、上海総合指数の回復にも中国の自信が表れている。

中国は米国から鉱物性燃料（主に天然ガス）や機械類などを輸入しているほか、最先端医薬品なども米国に依存しているとみられ、米国との貿易が途絶えることを避けたいとの思惑もある。しかし、20 年以降のコロナ禍において、政府による補助金無しで欧米主要国以上に長期にわたり厳しいロックダウンを行った実績等に鑑みれば、貿易摩擦の「根競べ」になれば、中国が有利になるとの見方は侮れない。

以上のように、トランプ関税の背景要因や、米国にとって最重要である中国の変化に鑑みれば、金融市場が期待するような楽観論には相当大きな不透明性があるとみている。

今後の米中貿易摩擦を考えるうえで、特に注目すべき材料は以下と考えている。

- 米国がどのようなカタリスト（きっかけ）で妥協するか：基本的にはマクロ経済失速、米トリプル安を含む長期金利上昇、金融不安の発生などが考えられる。
- 中国とインドの関係：両国間は政治としては険悪なようにみえるが、すでに民間部門では相応の交流が実現しているとの見方もある。中国とインドの関係強化は、米国にとって圧倒的な脅威になりうる。インドは八方美人的な側面があり、必ずしも「親米」ではない。
- 中国市場における海外企業の動向：例えば電気自動車（BEV）領域では、トヨタやドイツ企業（Audi など）は中国国内での製造・販売を目指しているほか、マツダは中国で製造した BEV を海外に輸出することを予定するなど、一部の製品では中国を中心に回りつつある。中国を中心にした製品展開は、米国政府による米国内への製造業回帰シナリオに冷や水を浴びせることになる。
- 関税迂回：米国が全世界関税を掲げるなか、一般的には中国による関税迂回は困難になるとの見方があるが、物流の世界は奥深く、関係者の努力の下で中国が関税迂回策を実現させる可能性もある。この場合、米国による対中関税は「ざる」になり、米国政府が目論むような効果が発現しないことになる。

(了)

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

本資料は金融専門業者に外部委託して作成しております。内容は執筆者の個人的見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

有価証券等の取引には、リスクが伴います。投資についての最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。当社は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。

記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。

上田八木短資株式会社

登録金融機関 近畿財務局長（登金）第 243 号

東京本社 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 1 丁目 2 番 3 号 tel : 03-3270-1711
（代表）

大阪本社 〒541-0043 大阪府大阪市中央区高麗橋 2 丁目 4 番 2 号 tel : 06-6202-5551
（代表）

加入協会 日本証券業協会