

トランプ関税に身構える金融市場 「**大国の特権**」を駆使するトランプ政権

三井住友DSアセットマネジメント
チーフグローバルストラテジスト 白木久史



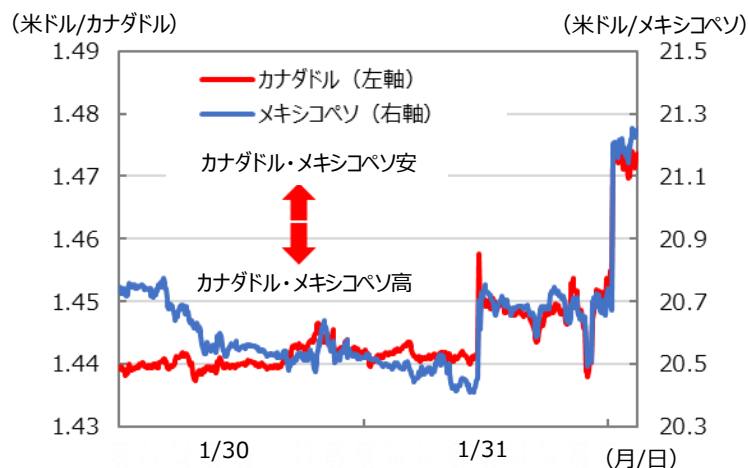
トランプ大統領がカナダとメキシコに対して25%、中国に対して10%の追加関税を2月4日から課す大統領令に署名しました。これを受けてカナダ政府やメキシコ政府は報復関税の発動を表明し、市場では「報復合戦」や「貿易戦争」がエスカレートすることへの懸念が高まっています。

貿易赤字、不法移民、合成麻薬問題などへの対応として、まさに「公約通りの措置」に打って出たトランプ大統領ですが、週明けの東京市場では株価が大きく調整するなど、世界の金融市場は少なからず動揺を見せています。

1 トランプ関税に広がる動揺

- トランプ大統領によるカナダ、メキシコ、中国への追加関税が発動されました。カナダのような同盟国も含まれる追加関税については、「どうせ脅しだろう」「ギリギリで回避されるのではないか」といった見方をする市場参加者も少なくなかったことから、世界の金融市場に動揺が走る結果となりました。
- 週明けの東京株式市場は大きく反応し、日経平均株価は前週末比1,052円40銭安（▲2.66%）の38,520円09銭に下落しました。また、米S&P500種指数先物は一時2%超の下落となるなど、米国経済の先行き不透明感の高まりが嫌気され大きく調整しました。そして、外国為替市場では、追加関税による景気悪化への懸念からカナダドルやメキシコペソが急落し（図表1）、特にカナダドルは対米ドルで2003年以来22年ぶりの低水準に下落しました。

【図表1：カナダドルとメキシコペソ】



（注）データは2025年1月30日9時～2025年2月3日10時40分、10分毎のティックチャート。
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

2 「大国の特権」を振りかざすトランプ政権

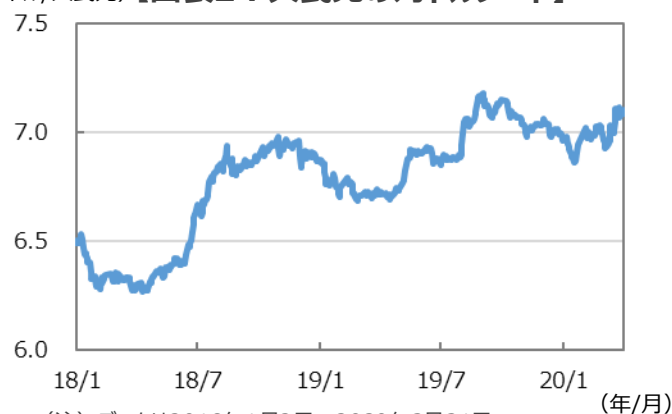
- 今回のトランプ関税の発動を受け、市場では報復合戦がエスカレートすることによる世界経済への影響や、米国のインフレ懸念への警戒感を指摘する向きが多いようです。しかし、こうした懸念には肝心な部分への認識不足や、行き過ぎがあるように思えてなりません。というのも、トランプ政権がこうした関税を武器として利用する背景には、米国のような国にのみ許される「大国の特権」があるからです。
- 関税に関する経済学の基本をおさらいすると、通常は輸入品に関税がかけられた場合、その分①価格が上昇して消費者は損失をこうむり、②政府は税収が増加し、③生産者は安い輸入品の流入が減って利益を得ることとなります。そして、価格の上昇で輸入国の消費量が減少することにより、この①～③の合計がマイナスになることで、「関税は経済全体にとってマイナスになる」とされています。

- しかし、米国のような「大国」が関税をかける場合、普通の国とは事情は少なからず変わってきます。なぜなら、貿易相手からすれば米国のような大国は「大のお得意様」なので、関税を課された周辺国は輸出価格を下げて販売数量を維持しようとする。また、米国で売れなくなったものが大量に国際市場に流れ出すことで、商品価格が下落する事態も想定されます。
- つまり、大国が関税を導入する場合、通常とは異なり輸入価格はあまり上昇しないため、①消費者は損失を免れ、②政府は税収が増加し、③生産者は大きな影響を受けず、消費される数量にも大きな変化が生じないため、経済全体としてプラスとなることが少なくないのです。更にトランプ政権は、関税により手にした財源を法人税や所得税の減税に使うことで、経済活動を更に押し上げることができます。
- このため、「大国による関税は周辺国・小国とは異なり経済にマイナスになるとは限らず、適度な関税はむしろ経済全体にとってプラスになる」とされています。こうした「大国の特権」をフル活用して、自分の懐は痛めることなく周辺国に効果的にプレッシャーをかけようとしているのが、トランプ大統領にとっての関税とすることが出来そうです。

3 第一次トランプ政権時代の教訓

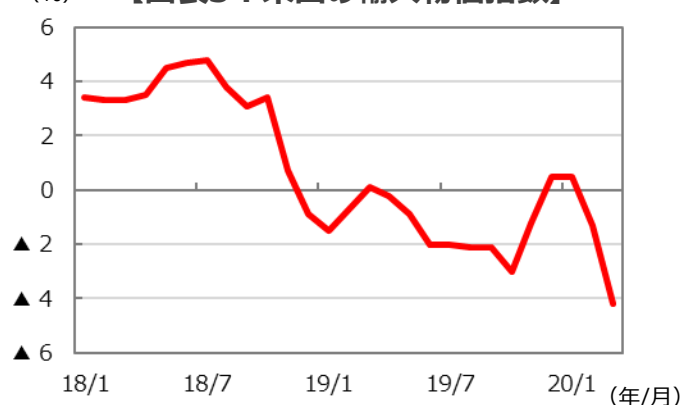
- 先に見たように米国が関税に関する「大国の特権」を有していると仮定すると、関税の発動後に輸入価格が大きく上昇する可能性は限定的といえそうです。加えて、関税を課された周辺国の通貨は、今回のカナダドルやメキシコペソのように、経済への悪影響が相対的に大きいこともあって下落圧力にさらされることとなります。当然、通貨が下落すればカナダやメキシコからすれば輸出競争力が増しますので、関税による米国内での需要減少を回避するため、為替差益を活用して輸出価格を下げようとする。
- このように、米国がカナダやメキシコからの輸入品に関税をかけても、①輸出国による値下げ、②国際市場での余剰・価格下落、そして③周辺国の通貨安から、米国のインフレ圧力の高まりは限定的なものに留まる可能性が高そうです。
- こうした推測の背景には過去の関税にまつわる経験、記憶があります。それは、第一次トランプ政権下で実施された中国に対する大規模な関税措置です。当時のトランプ政権は2018年7月から計4回にわたり段階的に関税の引き上げを実施し、合計約3,600億ドル（当時の為替レート、1ドル＝110円換算で約39.6兆円）分の中国からの輸入品に10～25%の追加関税を課しました。

(米ドル/人民元) 【図表2：人民元の対ドルレート】



(注) データは2018年1月2日～2020年3月31日。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

(%) 【図表3：米国の輸入物価指数】



(注) データは2018年1月～2020年3月、対前年同月比。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

- しかしこの間、人民元は中国経済への懸念から対ドルで大きく下落し、米国の輸入物価もまったく上昇しませんでした（図表2、3）。もちろん、現段階では今後の「報復関税合戦」や「貿易戦争」がエスカレートする可能性は否定できないでしょう。とはいえ、こうした経験則に照らせば、今回の関税発動による米国経済への影響は限定的なものに留まる可能性が高く、足元の市場の反応は行き過ぎに感じられます。

まとめに

トランプ大統領の関税発動を受けて、金融市場に動揺が走っています。もちろん、双方の出方によっては「報復合戦」がエスカレートする可能性はありますが、足元の市場の反応は冷静さを欠いているように思えてなりません。

米国が持つ「大国の特権」を考えると、関税措置により輸入品の価格が上昇する可能性は限定的で、米国のインフレや個人消費への懸念は行き過ぎと思われます。さらに関税収入を財源とした所得税や法人税の減税により景気浮揚が図られるようなら、米国経済や米国に依存する世界経済にとっても、そのネガティブな影響は限定的なものに留まる可能性が高いのではないのでしょうか。

ここも
チェック！

2025年1月17日 衰退する帝国のトランプその2 加速する日米互惠関係と投資機会
2025年1月16日 衰退する帝国のトランプその1 米国の覇権維持にフルスイングするトランプ

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。