

みずほマーケット・トピック (2018 年 9 月 19 日)

市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？

米中貿易戦争がいよいよ本番とも言える段階に突入しているにもかかわらず、市場はこれを意に介する様子が全く無い。対中輸入全額に 20%以上の関税がかかる展開も視野に入中、リスク選好が支配的となる現状には強い違和感。米国の対中輸入の多くは「携帯」・「PC」・「通信機器」などに傾斜しており、しかもそれら品目の 4 割強から 7 割弱が中国由来。今後、課税対象を広げていけば、一般物価への波及は免れず、まずは年末商戦への影響などを見定めることに。IMF 分析では貿易戦争で最悪の被害を受けるのは米国という試算だが、現実の市場では株価を筆頭に米国独り勝ちの様相。市場参加者としては IMF 分析とは真逆の実情を映じる市場の読みが不適當なのか、それとも IMF 分析が不適當なのかを判断する瀬戸際に立たされている。筆者は前者が正しいと考える。現在表明されている追加関税が全て実施されれば今度こそ米経済指標にその実害が現れる。市場はそうした「返り血」を見るまで変わらないのだろうか。

～強い違和感を覚えるリスク選好～

米中貿易戦争がいよいよ本番とも言える段階に突入しているにもかかわらず、金融市場はこれを意に介する様子が一切見られない。本邦でも円安・株高が勢いづいており、ドル/円相場は一時 112.39 円と約 2 か月ぶりの高値をつけている。これと平仄が合うようにやはり米金利も上昇しており、米 10 年金利は一時 3.0561%まで上昇している。少なくとも足許の金融市場は米中貿易戦争など恐れるに足らずという雰囲気である。昨日は米 IT 大手企業 CEO が貿易摩擦の先行きに関して楽観的な見通しを口にしたことが相場心理を和らげたというが、対中輸入全額に 20%以上の関税がかかろうとしている最中にリスク選好が支配的となる現状には強い違和感を覚えざるを得ない。

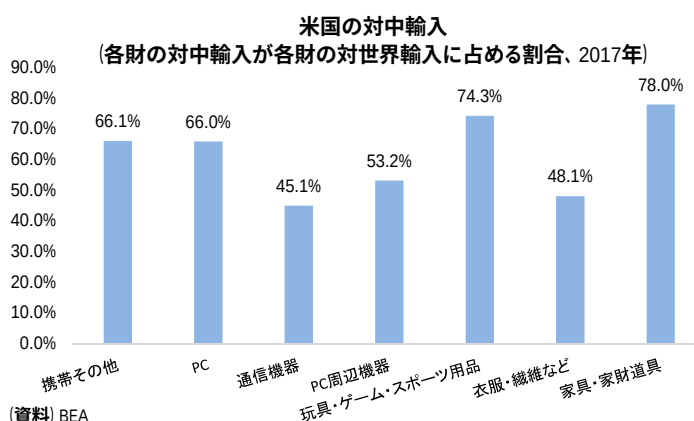
～作戦変更で一気に叩き込む方針に～

現状を整理しておきたい。トランプ米政権は 17 日、通商法 301 条を根拠に対中輸入 2000 億ドルを対象とした 10%の追加関税を来週 24 日に発動すると発表した。これを 7 月 6 日発動の 160 億ドル、8 月 23 日発動の 340 億ドルに続く「第三弾」と報じる向きもあるが、元々トランプ大統領は「当初は 500 億ドルに 25%を課税する。これに報復があった場合は 2000 億ドルに 10%を課税し、さらに報復があるようならば、また 2000 億ドルに 10%を課税する」という三段構えを主張していた。要するに、24 日発動の 2000 億ドルは当初予定に沿った「第二弾」である。第一弾を細切れにして中国の譲歩を狙ったものの思惑通りに動かなかったので、第二弾は一気に叩き込んだというのが実情に近そうである(以下、今回の 2000 億ドルを第二弾と呼ぶ)。なお、この第二弾に係る税率は年内 10%で運用され、2019 年 1 月以降は 25%に引き上げられるという。金額ではなく税率を細切れにすることで譲歩を狙う作戦に切り替えたと読める。いずれにせよ、2017 年の対中輸入額(約 5063 億ドル)の半分に相当する 2500 億ドルがいよいよ実際に制裁関税の対象となる。

これまで同様、中国はすぐさま報復措置で反応しており、昨日、米国産の液化天然ガス(LNG)など 600 億ドル分への関税をやはり来週 24 日に発動するとしている。トランプ大統領は第二弾への報復があれば、追加的な 2670 億ドルへの課税で対応すると宣言しており、これは当初予定(2000 億ドル)から増額している。要するに対中輸入全額を対象とするという意思表示であり、これも近日中に詳細が出てくる可能性がある。3 か月前に 500 億ドルで始まった対中制裁は瞬く間にその規模を拡げているが、金融市場は事態の深刻さについていけないように見える。

～米国も「返り血」は不可避の情勢に～

しかし、対中輸入全額を対象とすると言しながらも、自国の大手 IT 企業が擁する一部製品を除外するとの話も出ており、図らずとも現在の強硬路線に伴う「返り血」を恐れているという胸中也透けて見える。米国の対中輸入に関し、シェアの大きい順に並べると「携帯その他」が 13.9%、「PC」が 9.0%、「通信機器」が 6.6%、「PC 周辺機器」が 6.3%となっているが、米国が輸入するそうした製品の 4 割強から 7 割



弱が中国由来という実情がある(図)。今後、課税対象を広げていけば、やはりこれら製品へ値上げの波が到来することは不可避だろう。まずは年末商戦への影響有無などを見定めることになるだろうか。こうした論点に目をやるだけでも、やはり現在のリスク選好ムードには違和感を覚える。

～IMF分析 vs. 金融市場～

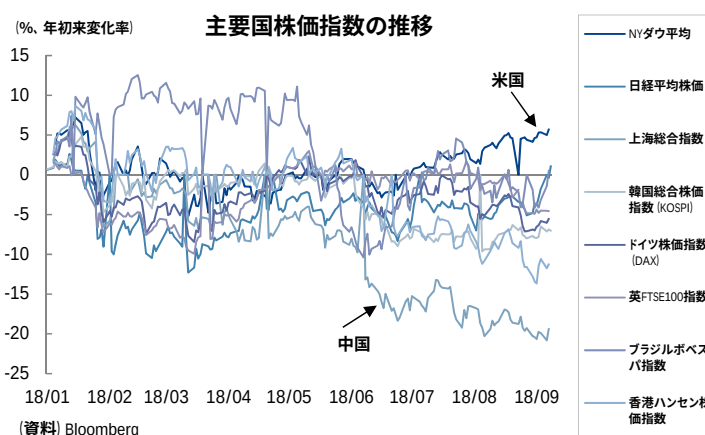
7 月には IMF が貿易戦争の影響度を分析した報告書を公表し注目された。これは厳密には 7 月 21～22 日にブエノスアイレスで開催された G20 財務相・中央銀行総裁会議に合わせた討議資料『G20 Surveillance Note』の別添資料(Annex)「貿易戦争の国際的な影響(The Global Impact of Escalating Trade Actions)」の数字であった。広く報じられている通り、最も深刻なシナリオが実現した場合、最大の影響を受けるのは米国で GDP は 1 年目で▲0.8%減少すると試算された。そのほか世界 GDP は▲0.4%、アジア新興国は▲0.7%、日本と中南米は▲0.6%、ユーロ圏は▲0.3%と試算されている。ちなみに「最も深刻なシナリオが実現した場合」というのは、他にも想定すべきシナリオがあるからであり、IMF は大別して 4 つを示している。それは①Adopted Tariffs(発動済みの関税)シナリオ、②Additional Tariffs(追加関税)シナリオ、③Car Tariffs(輸入自動車関税)シナリオ、④Confidence Shock(信用危機)シナリオである。

具体的に①は米国による鉄鋼(25%)&アルミニウム(10%)と通商法 301 条に基づく対中輸入関税 500 億ドル(いわゆる第一弾関税 25%)&中国の対米輸入関税 500 億ドル(25%)、②は対中輸入関税 2000 億ドル(いわゆる第二弾関税 10%)&これに対する中国の報復措置、③は輸入自動車に対する追加関税(25%)&これに対する各国の報復措置である。④は貿易戦争への懸念が企業心理などを大きく毀損し、世界的に投資意欲が減退してしまう状況である。なお、試算ではこ

れら追加関税は「恒久的に (permanently)」実施されることを前提としている。

シナリオ①から④へ進むにしたがって状況は悪くなるが、既に現状は②まで来ている。いや、第二弾関税が年明けには 25%へ引き上げられる恐れがあり、さらに 2670 億ドルの追加関税発動も示唆されている事実を踏まえれば、正確には②と③の間と考えるべきかもしれない。この IMF 分析では「全てのシナリオで損をするのは米国のみ」という結果になっており、シナリオ③までの事態ならばユーロ圏や日本はむしろ「漁夫の利」を得て基本シナリオ対比プラスだという結果になっている。これは当然の話だ。喧嘩を多方面に仕掛けた米国は多方面から報復を受けるので(少なくとも試算上は)最も大きな下押し効果を食らうことになる(これを the “hub and spoke” nature と報告書では呼んでいる)。一言で言えば因果応報、自業自得といった結果である。

だが、現実の金融市場では米国だけが利上げを続け、米金利は上昇、株価に至っては「米国株独り勝ち」が続いている(図)。市場参加者としては IMF 分析とは真逆の実情を映じる市場の読みが不適當なのか、それとも IMF 分析が不適當なのかを判断する瀬戸際に立たされていると言える。筆者はやはり前者と考えたい。上記分析に伴いラガルド IMF 専務理事はブログで「結局は全ての国の状況が貿



易摩擦で悪化すると見込まれるが、国際貿易の非常に多くの部分が報復措置の対象となる米経済が特に脆弱」と述べているが、この見解が本件に係る最も端的かつ正確な理解ではないか。2000 億ドルそして 2670 億ドルと追加関税が発動されていけば、今度こそ米経済指標にその実害が現れるはずである。仮にトランプ政権の先鋭化した保護主義が後退するとしたら、そうした「返り血」を見て悔い改める展開くらいと思われるが、こうした米中間の争いが保護主義・自由主義というイデオロギーを超えたハイテク産業の覇権争いにあるのだとすれば、そのような状況に至っても尚、報復合戦が続く可能性も秘めている。かかる状況下、金融市場が楽観に傾斜している理由はどうにも理解できないのだが、こうした懸念を歯牙にもかけない値動きが長らく続いている。予想を策定する上ではこれに流されないことが重要だと考えたい。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版「ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～」
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユニケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議 (FFR) を前に～」
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～敵寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年7月分)
2018年8月17日	週末版 (2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルディオックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版 (BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版「ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～」
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議 (FFR) の関係性
2018年7月20日	週末版「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～」
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットスプレッドは着実に拡大中～」
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混乱を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける険路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	またも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版「ECB政策理事会を終えて～APPIはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～」
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版「外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～」
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版「イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン經由南米行き？」
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を読むべきか？
2018年5月18日	週末版「続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～」
2018年5月17日	軟化するユーロ相場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版「ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～」
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向 (2018年3月分)
2018年4月20日	週末版「日米首脳会談を終えて～「古く新しい問題」とライトハイザー対策～」
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～
2018年4月16日	為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～