

みずほマーケット・トピック(2019年5月7日)

追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～

10 連休中の為替相場では懸念された年初のようなフラッシュクラッシュこそなかったものの、連休入り前と比較すれば、本日時点では 110 円台で推移しており、円高・ドル安で帰ってきた。連休中、2.50%台にあった米 10 年金利も 2.40%台で推移している。そのほか株価なども見れば、リスク許容度が毀損した 10 日間だった。とりわけ日本時間 6 日深夜にトランプ大統領が対中制裁関税の引き上げを表明したことが為替・金利・株の 3 市場をはっきりと動揺させている。米中貿易交渉が無難な着地を見ることが年初来の相場の大前提であり、4 月に入ってから各種報道もそれを補強するような情報が支配的であったため、こうした反応は当然であろう。「協議の進行中は関税の引き上げはない」という約束を一方的に米国から反故するという今回の動きを受け、中国の対米不信感は強まり、態度は硬化、合意は遠ざかったという可能性を感じざるを得ない。ISM 景気指数を筆頭にソフトデータ主導で実体経済が顕く展開を警戒すべき。

～円高で帰ってきた 10 連休～

10 連休中の為替相場では懸念された年初のようなフラッシュクラッシュこそなかったものの、連休入り前(4月26日、111.50円付近)と比較すれば、本日(5月7日)時点では 110 円台で推移しており、円高・ドル安で帰ってきた。連休中、2.50%台にあった米 10 年金利も本日時点では 2.40%台で推移している。そのほか株価なども見れば、リスク許容度が毀損した 10 日間だったと言える。

最も警戒された FOMC(4月30日～5月1日)の直前、トランプ米大統領が「例えば 1 ポイント程度の幾分かの下げが実施され、幾分かの量的緩和が実施されれば、米経済はロケットのように上昇する可能性がある」などとツイートし、再び FRB に緩和を強いるような言動を行ったが、もはやこうした発言は金融市場ではスルーされた。その後、米 4 月雇用統計(5月3日)が極めて良好な結果に終わったことで年内利下げは現実的なシナリオではなくなった感が強いが、一方で緩慢な平均時給の伸びは変わらず、「49 年ぶりの低失業率」というヘッドラインの迫力ほどドル相場が騰勢を強めるような展開には至っていない。このまま無事に 10 連休を抜けるかと思われたが、日本時間の 6 日深夜、トランプ米大統領がこれまで執行を手控えていた対中輸入 2000 億ドルに対する制裁関税に関し、5 月 10 日をもって 10% から 25% へ引き上げる方針をツイッター上で表明した。これを受け株価は急落、為替市場では円相場が急伸し、6 日のドル/円相場は一時 110.29 円まで値を落としている。なお、4 日には北朝鮮による短距離ミサイル実験も行われるという動きがあり、ドル/円相場は連休終盤にかけてリスクオフイベントに捕まった格好である。ツイートの最後には「中国との貿易合意(The Trade Deal with China)は継続中だが、中国が再交渉しようと試みており、遅すぎる。ノー！」などと述べており、強まっていた楽観ムードを一蹴する姿勢を強調している。米中貿易交渉が無難な着地を見ることが年初来の相場の大前提であり、4 月に入ってから各種報道もそれを補強するような情報が支配的であったため、金融市場の動揺は無理もない。

トランプ大統領によるこうした挙動は、今週 8 日からワシントンで予定される閣僚級協議を前にした牽制球とこの見方がもっぱらである。この動きを受けて中国が協議自体の中止も検討していると報じられ、金融市場が激しく動揺したのが 6 日の出来事だった。しかし、昨日から本日にかけては中国の劉鶴副首相が 9～10 日にワシントンを訪れてやはり協議に臨むとの報道がなされており、株価が戻りを強める中、ドル/円相場も 110 円台後半へ値を戻している。とはいえ、各種報道を見る限り、協議開催が確かな情報なのかは判断がつかかねる現状である。いずれにせよ 8～10 日開催の協議に対し「10 日に引き上げる」と言っているのだから、合意を意識した脅迫以外何物でもない。

～半年間の努力はどこに～

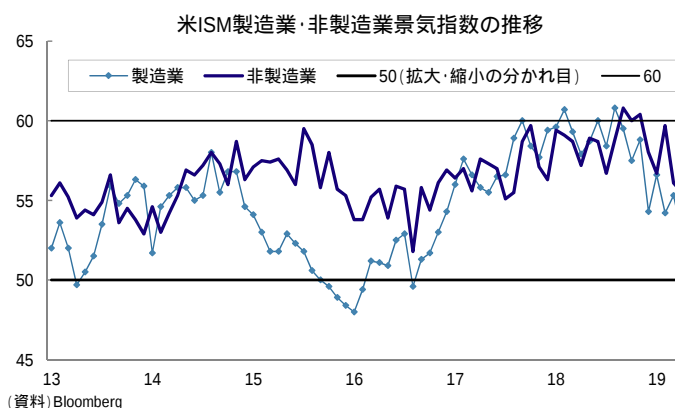
問題のツイートにおいて、トランプ大統領はまだ制裁関税の対象となっていない 3250 億ドルについても「速やかに 25%になる (will be shortly, at a rate of 25%)」と述べている。この「速やかに」が 5 月 10 日なのかどうかは現時点で定かではないが、今後はこれが新しい交渉カードになると思われ、「速やかに」と言いつつ、決断は引っ張るだろう。それにしても昨年 12 月以来の約半年間で積み上げられてきた交渉努力は一体どこにいったのかと思わせる決断である。なお、「協議の進行中は関税の引き上げはない」という約束だったはずだが、これをトランプ政権から一方的に反故した格好である。中国の対米不信感は強まり、態度は硬化、合意は遠ざかったという可能性を感じる。

これまでの経緯を簡単に振り返れば、まず、昨年 12 月の米中首脳会談で通商交渉が開始され、これと共に制裁関税の 90 日延期、具体的には 2019 年 3 月 1 日を期限として米国が中国に構造改革(5 分野: 強制的な技術移転、知的財産権の保護、非関税障壁、サイバー攻撃、サービス・農業)を迫るという展開になった。例えば外資系企業に技術移転の強要を禁じる などについて、中国は 3 月の全国人民代表大会で「外商取引法」を成立させて米国への誠意を示していた。米国もこうした姿勢を評価はしていた模様だが、トランプ大統領は折に触れて制裁関税が全面的に解除される(つまりは米中貿易戦争が完全に解決する)可能性は否定していた。漏れ伝わってくる報道を見る限り、米国が中国に構造改革を求め、中国がこれに合意をしたとしても、その履行状況を検証する方法や不履行の場合の罰則の在り方を巡って埋め難い「溝」がある模様である。

現在入手可能な情報を踏まえる限り、当初期待されていた 5 月中の最終合意は愚か、「25% 関税」が新しい常態として横たわる未来も覚悟せねばならないのではないのか。米中貿易協議については「いずれ軟着陸する」という見立てが多く、筆者もその可能性が高いとは考えるが、その軟着陸が「制裁関税の完全撤廃」なのかどうかは分からない。自由貿易を自明の前提とする時代は終わり、ある程度は「関税ありき」という時代になる可能性もあるのではないのか。

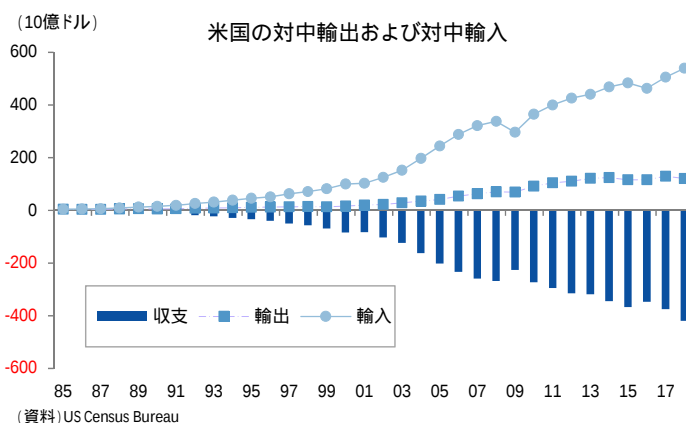
～米経済に余裕があるのか？～

だが、米国経済の現状と展望に鑑みれば、このようなことをしている余裕があるのか不安もある。5 月 1 日に発表された米 4 月 ISM 製造業景気指数は 52.8 と 2 年ぶりの水準に低下し、その後 3 日に発表された



4月ISM非製造業景気指数も上昇予想に反して低下、2017年8月以来の低水準をつけている(前頁図)。共に新規受注の落ち込みなどが目立っており、米中貿易摩擦への懸念があることは想像に難くない。米企業部門のセンチメントはお世辞にも良いとは言えないのが現状であろう。関税それ自体の弊害もさることながら、「今後どうなるか分からない」という不透明感が民間部門の消費・投資意欲を削ぐ展開が警戒される。

さらに言えば、一連の措置を通じてトランプ政権は米国の対中貿易赤字削減を企図しているが、2018年の赤字額は過去最大に達した(図)。もちろん、実際に関税が課され始めたのは2018年7月からであり、2019年以降、本格的に関税が引き上げられる前に駆け込み輸出が加速したという一時的な側面もあるだろう。だが、中国からの輸入品に課税したからといって、米国がその中国製品を自国生産で



完全代替できる保証はない。 そうなると米国の消費者は割高な財の購入を強いられるケースも出てくることが予想される。それはマクロ的には実質所得環境の悪化という話でもある。元より2019年に関しては、年後半には減税効果の剥落に伴って米国の景気が失速する一方、中国は景気対策の効果が年後半に顕在化し復調するという見方が強い。その上で、今後については米国側の決断に対し中国が報復的に対米輸入関税の引き上げを決断する可能性も視野に入れねばならない。

かかる状況下、米国が制裁関税で浴びる「返り血」も決して小さいものではないかもしれないという覚悟は持ちたい。 確かに、「残り3250億ドルへの制裁」という大きな一手を持つ分、貿易協議自体は基本的に米国の方が有利だろう。だが、半ば交渉が振り出しに戻ったような今回の動きを受け、ISM景気指数に代表されるようなソフトデータ主導で実体経済の悪化が始まる可能性は見逃せない。過去の本欄でも言及したように、景気の悪化は往々にして消費者心理の悪化などからスタートすることが多い。今回の決断がその引き金になる恐れは否定できない。

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
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～賭けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか？
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追随する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)