

みずほマーケット・トピック(2025 年 2 月 5 日)

関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～

金融市場は関税相場の様相。日経平均株価指数はメキシコ、カナダへの追加課税延期が好感され反転しているが、先週末から値が戻っているわけではない。2 月中旬頃を目途に新たな関税措置を検討しているとも報じられており、両国に対する追加関税の延期期限である 1 か月後はもちろん、当面はファンダメンタルズよりもヘッドラインが優先される時間帯が続きそう。為替市場の観点からは追加関税にまつわるヘッドラインは基本的に円安材料と解釈したいところ。米国内の財・サービス物価が押し上げられるため米金利上昇を意味する材料であると同時に、市場混乱の原因にもなっているため、日銀の利上げを制約する材料でもある。現状では日本が追加関税の直接的な対象になっているわけではないが、だからこそ日米首脳会談がどのような展開に至るのかは注目。日本の対米貿易黒字を直接的に削ぎ落すような議論が現実味を帯びてきた場合、元より拡大傾向にある日本の貿易赤字はさらに悪化することになる。

～関税相場の様相～

金融市場は関税相場の様相を呈している。まず、2 月 1 日、メキシコとカナダに対して 25%、中国に対して 10%の追加関税を課す大統領令に署名が行われた。これを受けた 3 日の金融市場は大荒れとなり、日経平均株価指数も前日比▲1000 円以上の下げを強いられた。しかし、4 日から発効予定だったメキシコおよびカナダ向けの関税は 1 か月間の実施延期が決まった。メキシコは、米国の求める合成麻薬フェンタニルおよび不法移民の流入対策として(メキシコが)1 万人の警備隊を配置することで延期を勝ち取った格好である。カナダも同じように国境管理の強化を企図して 1 万人の警備隊を配置した上でフェンタニル流入対策の責任者を任命することなどを約束して、やはり延期を勝ち取っている。片や、中国には 4 日、予定通り、10%の追加関税が課されており、中国はこれに報復関税を課す方針を発表、10 日から発効の予定と報じられている。

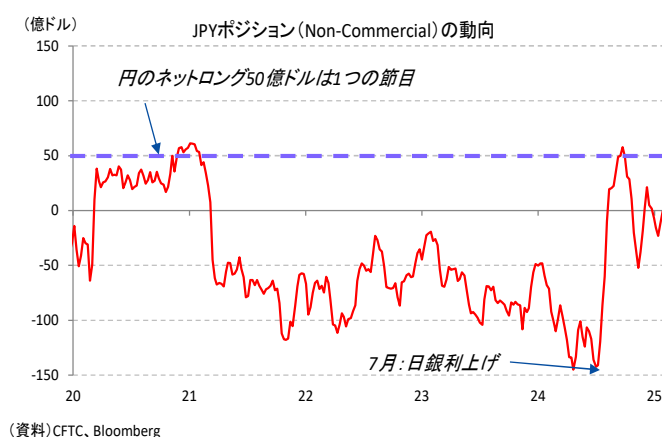
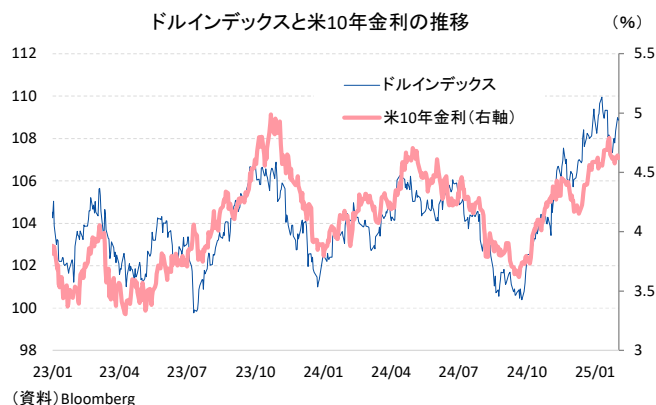
こうした中、昨日の日経平均株価指数はメキシコ、カナダへの追加課税延期が好感され反転しているが、先週末から値が戻っているわけではない。トランプ大統領は 2 月中旬頃を目途に半導体、医薬品、鉄鋼、アルミニウム、銅、石油・天然ガスに関連する関税措置を検討しているとも報じられている。メキシコやカナダに対する追加関税の延期期限である 1 か月後はもちろん、今後も紆余曲折が不可避でありファンダメンタルズよりもヘッドラインが優先される時間帯が続きそうである。

～円相場への影響～

追加関税にまつわるヘッドラインは基本的に円安材料と解釈して差し支えない。実際、追加関税で米国内のインフレ圧力が焚きつけられるとの思惑から米金利とドルが相互連関的に上昇している(次頁図)。ごく短期的にはリスクオフムードが強まる中、円ショート巻き戻しが起きやすくなっているため、ドル買い・円買いが併発され、ドル/円相場が膠着感を強めている側面も見受けられるが、あくまでごく短期的な相場つきと考えておきたい。なお、追加関税によって米景気が落ち込み、利

下げに至るという経路も当然考えられるものの、初期反応としては「今年の追加関税」は「今年の米国の財・サービス価格を押し上げる」という関係性を重視しておきたい。ほかならぬトランプ大統領自身が消費者に関税コストが転嫁される可能性に言及していることもあり、米金利とドルの相互連関的な上昇は当面、勝算の高いトレードになりそうである。

ちなみに上で円ショート巻き戻しについて言及したものの、1月28日時点のIMM通貨先物取引の状況を見ると、円ショートはわずか▲0.8億ドルとほぼ中立である(右図)。昨年7月末から8月の混乱では一気に円ショートが巻き戻され、円相場の急騰が演出されたが、足許の円ショートは大して積み上がっていない。さらに言えば、昨年7月末から8月の混乱では「これから日米金利差は顕著に縮小する(FRBは利下げ局面、日銀は利上げ局面に突入する)」という思惑が円買いを招いた。しかし、追加関税は米金利上昇を意味する材料であり、市場混乱の原因にもなっている以上、日銀の利上げを制約する材料にもなるだろう。どちらかと言えば「これから日米金利差の縮小は止まる(FRBの利下げ局面、日銀の利上げ局面はともに停止する)」という思惑を強めそうな材料であるため、最近2～3日のドル/円相場の膠着感は持続せず、やはり円安リスクに配慮したい。



～日米首脳会談で警戒される直接被弾～

既報の通り、明後日(2月7日)には石破首相とトランプ大統領の日米首脳会談がワシントンで開催されることになっている。現状のところ、カナダやメキシコに生産拠点を構える日系自動車メーカーへの影響は懸念されるものの、日本への直接的な関税措置は控えられている。しかし、米国の貿易収支において、日本は輸入額で5位、貿易赤字額で7位に位置する。遅かれ早かれ、追加関税の槍玉に挙げられる展開は不可避と考えるのが妥当だろう。冒頭で論じたように、2月中旬には半導体、医薬品、鉄鋼、アルミニウム、銅、石油・天然ガスの輸入品に関税を課すと表明しているが、日本がその対象になる可能性はあるし、これに限らず、従前から謳われてきた一律関税(universal tariff)10%の話もある。特に、自動車などは狙われやすいはずだ。

しかし、日本には抗弁すべき余地が非常に大きい。かねて本欄では論じているように、確かに米国は日本に対して大きな貿易赤字を背負うが、米国の対内直接投資残高トップは日本であり、その潤沢な残高から得られる果実が日本の第一次所得収支黒字ひいては経常黒字を構成している。そして、その第一次所得収支黒字の小さくない部分は投資先国に再投資されている。日本の国際収支統計を子細に分析するほど、米国はその恩恵を享受する国である。この点は別の機会に改め

て論じるが、日米首脳会談では世界で最も大きな対米投資実績を堂々と誇り、追加関税に伴うダメージをしっかりとコントロールして欲しいと思う。既報の取り、トランプ大統領は、NATO 加盟国の軍事予算を従前目安とされてきた「名目 GDP 比 2%」から「名目 GDP 比 5%」まで引き上げるよう主張しており、既に英国は公式に 2.5% への引き上げに同調している。石破首相の得意分野である安全保障分野とも密接に結びつくため、首脳会談では NATO 非加盟国でありながら、日本が従前目安とされてきた「名目 GDP 比 2%」を実現することがアピールされるのではないかとと思われる。それも重要な論点ではあるが、トランプ大統領には日本が誇る巨大な投資実績の方が響くようにも思う。

日米首脳会談を経て、日本の対米貿易黒字を直接的に削ぎ落すような議論が現実味を帯びてきた場合、元より拡大傾向にある日本の貿易赤字はさらなる悪化に追い込まれることになる。現状、追加関税は対岸の火事で済んでいるが、日本が当事者になるリスクは依然として払拭できない。日米首脳会談が為替市場の材料として注目されるケースは多くないが、今回は要注目である。

金融市場部
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
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一株の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分)
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「ブラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのパリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結賃金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分)
	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～