

みずほマーケット・トピック(2025年7月9日)

関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～

既報の通り、トランプ大統領は8月1日から日本に25%の相互関税を適用する方針を表明。参院選後に事態が急遽動き出す可能性には留意したいが、自動車関税の撤廃で譲らない日本の交渉姿勢を踏まえる限り、楽観は禁物。現時点では25%関税を前提に、日本の企業部門が被る影響についてイメージを作っておくべき。この点、交渉決裂に合わせて円安・ドル高が進んでいることは不幸中の幸い。内閣府調査によれば、輸出企業全体の採算レートは130.1円、自動車を含む輸送用機器に限れば124.7円とさらに下がる。現在の145円ならば16%までの追加関税は吸収可能という計算になる。もちろん、それでも採算割れを起こすのだから問題には違いないが、高止まりするドル/円相場の水準がトランプ関税の緩衝材になっていることは間違いない。こうした状況下、日銀の政策運営が非常に窮屈な状況に追い込まれているという実情をどう考えるべきか。輸出企業にとって25%の追加関税は25%の円高・ドル安と同じなのだから、裁量的なマクロ経済政策での対応は一考に値する。利上げ路線への影響に注目したい。

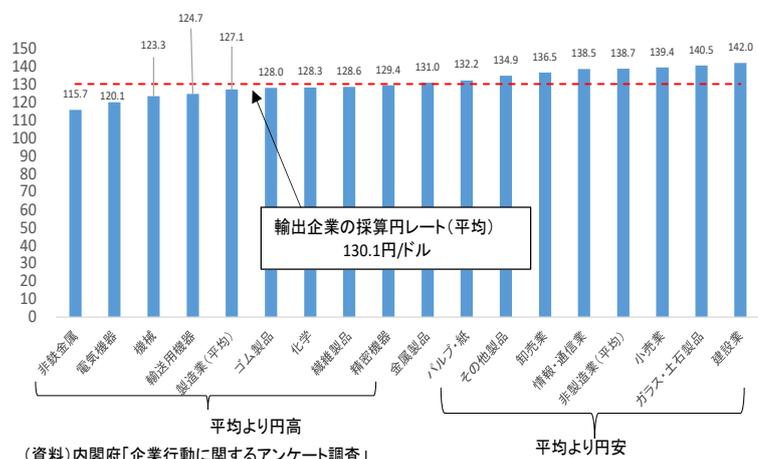
～選挙後に事態は動くのか～

既報の通り、トランプ大統領は8月1日から日本に25%の相互関税を適用すると明らかにした。発動済みの基本税率10%に15%が上乘せされることになる。各国に送付された書簡は国名と首脳名、税率以外は全て同じ文面で、交渉の経緯には全く触れられていない。同時に「米国内で生産するなら関税はかからない」と交渉の余地も示唆されるが、3か月間、赤澤経済財政担当大臣を中心として足しげく渡米し、交渉を重ねてきたにもかかわらず、交渉前の税率(24%)対比で+1%ポイント高い25%で着地するという結果は「完敗」と表現せざるを得ない。とはいえ、従前指摘されているように、米国の主張は根拠薄弱であり、日本の交渉力不足と責めることも気が引ける。ベッセント米財務長官からは「参院選が合意に向けた制約になっている」との発言も見られており、7月20日以降に事態が急遽動き出す可能性は留意したいところだろう。依然、全く気は抜けない。

～緩衝材となる円安～

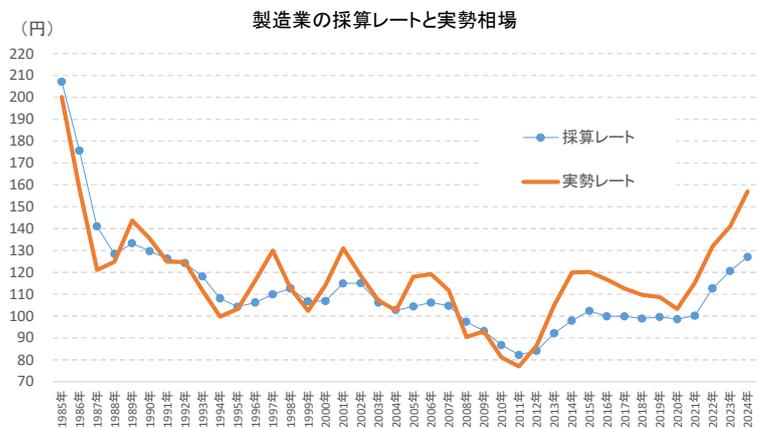
今後について金融市場では楽観ムードが漂うものの、赤澤大臣は「自動車分野での合意がなければ全体の合意はない」との姿勢を崩していないため、進展は期待できそうにない。現時点では25%が課された場合、日本の企業部門が被る影響についてラフなイメージを作っておくべきだろう。この点、交渉決裂に合わせて円安・ドル高

業種別 輸出企業の採算円レート



が進んでいることは不幸中の幸いではある。昨日のドル/円相場は 146 円台と 2 週間ぶりの高値圏にある。このレートをどう解釈すべきか。今年 1 月に発表された内閣府「企業行動に関するアンケート調査」によれば、輸出企業全体の採算レートは 130.1 円、製造業全体では 127.1 円と実勢相場よりもかなり円高方向にあり、自動車を含む輸送用機器に限れば 124.7 円とさらに下がる(前頁図)。輸送用機器を例にとった場合、156 円(≒124.7×1.25)以上の円安であれば 25% 関税でも利益が出せるという計算になる。また、現在の 145 円でも 16% (124.7×1.16≒145) までの追加関税ならば吸収できるという計算になるが、確かに採算割れを起こすという意味では問題はある。ちなみに 10% の基本税率であれば、137 円(≒124.7×1.1)以上の円安で利益が確保できる計算になる。もちろん、これらは内閣府のサーベイを用いた簡易的なマクロのイメージに過ぎず、セミマクロ、ミクロと解像度を上げていけばより精緻な評価が可能になるだろう。しかし、高止まりするドル/円相場の水準がトランプ関税の緩衝材になっていることは間違いないはずである。

ちなみにリーマンショック後の超円高局面を振り返ると「採算レートが 80 円台や 90 円台ということもあった。25% 関税でも吸収できるのではないのか」と考える向きもあるかもしれない。真の採算レートがどこにあるのか。筆者には知る由もないし、それは個別に異なるはずなので軽々に論じることは避けるが、実勢レートが円安に振れると原材料コストも押し上げられるので事業全体の採算ラインが押し上げられ



(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、macrobond

るという事情もあると推測する。実際、採算レートと実勢レートは歴史的に連動している(図)。また、そもそも 2010 年代と現在では労働者も含めた生産要素の価格が全く異なるので為替レートの水準だけを同一視して比較することはフェアではない。特にトランプ関税の場合、輸出時だけ円高の悪影響を受け、輸入時の円高メリットは享受できないので、採算レートの考え方はより複雑になる。

～日銀はインフレ抑制か、関税抑制か～

こうした状況下、日銀の政策運営が非常に窮屈な状況に追い込まれているという実情も透ける。元より日銀はトランプ関税にまつわる不透明感から利上げを見送る姿勢にあるが、これは「不透明感の強さから家計・企業の消費・投資意欲が減衰するかもしれない」という見通しに立っている。しかし、上で確認したように、利上げを温存して円安・ドル高を下支えすることはトランプ関税の悪影響を抑制することにも繋がる。本当に 8 月 1 日以降に 25% 関税が避けられないとすれば、輸出企業の採算確保のために利上げを先送りする誘因は生まれる。こうした政策運営は「金融政策の通貨政策化」と揶揄されそうな事案だが、輸出企業にとって 25% の追加関税は 25% の円高・ドル安と同じなのだから、裁量的なマクロ経済政策で対応しても不思議ではない。現実の為替市場で 25% の変動が短期間で起きた場合、高確率で為替介入の対象になるはずだ。とはいえ、トランプ関税に対して円売り為替介入で抗戦するわけにはいかないのだから(火に油を注ぐようなもので、追加

関税の引き上げもあり得る)、せめて利上げを温存することで悪影響を緩和するという発想はあり得る。

とはいえ、である。それは目下国内で問題視され、参院選の争点にもなっている物価高に目を瞑るという政策運営でもある。中央銀行として痛恨の選択であり、基本的には正当化されないし、超長期債市場を中心とした円金利の上昇を勢いづかせてしまう恐れがある。ラフに言えば「物価の安定」という大義に目を瞑って「輸出企業を守るのかどうか」という状況と言えるだろうか。しかし、25%関税を受けて日本の屋台骨である自動車産業の収益が劇的に目減りした場合、利上げの根拠とされてきた「賃金・物価の好循環」は断ち切れる恐れも出てくる。そこまで見越した上で利上げは温存すべきという結論も十分考えられるだろう。繰り返しになるが、非常に窮屈な政策環境である。

難しい判断だが、筆者はそれでも利上げを選択し、国内のインフレ圧力を押さえることに尽くすべきではないかと考える。トランプ関税を巡る状況は流動的であり、その対応として金融政策を割り当てることは必ずしも適切ではない。極端な話、追加関税が急に引き下げられたり、撤廃されたりした場合でも、持続的な円安を背景として押し上げられた国内のインフレ期待はもう戻らないかもしれない。昨日、小枝審議委員は食料価格の想定以上の上振れを指摘した上で「わが国のインフレ実感や家計の予想インフレ率、ひいては基調的なインフレ率に与える二次的な影響の可能性」に警戒を示した。制御不能なインフレに陥るリスクに注意を払った発言と言えるだろう。

かかる状況下、急いで利上げをする必要はないものの、追加関税のカウンターとして金利を低位誘導することは、諸刃の剣であることは留意したい事実である。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貫かれなかった「べき」論～優しさの代償は？～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分)
	週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合レビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直接投資の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会レビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国価格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分)
	週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンドートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談レビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分)
	日米通商交渉レビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領は「カーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に広がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適応する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合レビュー～現状維持が基本に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安ははずるい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
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～近づくと「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬