

みずほマーケット・トピック(2025年7月10日)

追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～

トランプ関税に関し、あたかも日本が追い込まれているような報道は目立つが、本当にそうなのか。本稿執筆時点で最終的な合意が発表されているのは英国とベトナムの2か国だけだ。停戦的な合意に至っている中国を入れても3か国だけである。法外な税率をふっかけ、期限を区切れれば多くの国々は一方向的であっても要求を飲むはずだという目算があったはずだが、そうはなっていない。中間選挙が近づくほど関税由来のインフレを顕在化させるわけにはいなくなるため、これを見越したTACOトレードは優勢になりやすい。恐らく、8月に25%で発効しても「どうせTACOになる」の思惑から4月のような悲観相場にはなるまい。こうした中、日本企業が対米投資を積み上げるというトランプ大統領が喜びそうな材料も出にくいはずである。短期的に25%関税が発効しても計算上は5%程度の円安・ドル高で打ち返せる。その間、国民はインフレを被るが、一時的な痛みとして耐える価値はあるか。追い込まれているのは米国も一緒である。

～本当に追い詰められているのは・・・～

依然、金融市場の争点は8月1日に発効が見込まれる相互関税の話題で持ち切りである。昨日の本欄でも論じたように、日本では基本税率10%に15%を上乗せした25%が予定されており、これを相殺するための円安をどこまで政府・日銀が許容できるかは1つの注目点ではある。

しかし、日本国内の報道だけを見ていると、あたかも日本が追い込まれているように見えるものの、本当にそうなのだろうか。約60の主要貿易相手国を対象として4月2日に発表された相互関税は、早々にその執行が90日間延期され、その間にトランプ大統領が得意とする「ディール」を重ねる展開が期待された。日本が一番手として選ばれたのは「実績を挙げやすい大国」として適任だったからという見方もある。しかし、本稿執筆時点で最終的な合意が発表されているのは英国とベトナムの2か国だけだ。強いて言えば、一部の関税撤廃を含む停戦的な合意に至っている中国を入れても3か国だけである。法外な税率をふっかけ、期限を区切れれば多くの国々は一方向的であっても要求を飲むはずだという目算があったはずである。「90日間も猶予を与えて満足行くディールは3か国だけ」という状況を踏まえると、追い込まれているのはむしろ米国ではないだろうか。

もちろん、昨日も議論したように、日本にとって25%関税は自動車産業を中心に多くの輸出企業を採算割れに追い込む可能性がある。しかし、それ以上に振り上げた拳を降ろす場所を見失ったトランプ政権は事態収拾の糸口が掴めなくなっている印象も受ける。トランプ大統領は「8月1日以降の延長はない」というが、それは7月9日についても言われていた話であり、もはや市場参加者で信じる方がマイノリティだ。それは堅調な株式市場が雄弁に物語っている。文字通り、「TACO (Trump Always Chickens Out:トランプ大統領はいつもビビって退く)」トレードが展開されている。

～今後の米国は？～

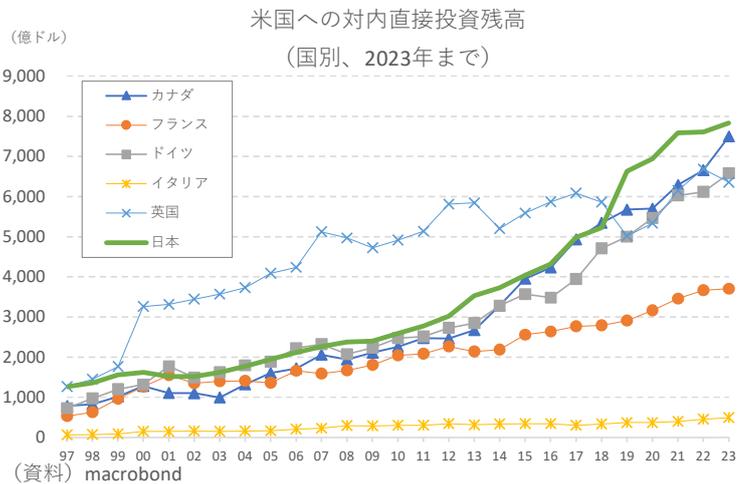
今後の米国はどう動くか。トランプ大統領が何と言おうと、市場予想の中心は何らかの理屈をつけ

て「9 月以降に発効を遅らせること」にあるし、筆者もその可能性をメインシナリオとしたい。多くの市場参加者が「TACO」を前提に動いているのでトランプ関税を材料にした押し目は訪れなくなっている。恐らくだが、仮に 8 月 1 日に予定通りに関税が発効されても「どうせしばらくしたら引き下げか撤回に動く」との思惑が先行し、4 月のような悲観相場は訪れないと考えたい。

頻繁に指摘されるように、一連のディールが 2026 年 11 月の中間選挙を視野に入れた点数稼ぎだったと仮定すれば、どの道、選挙前に関税由来のインフレ輸入を顕在化させるわけにはいかないので、トランプ政権は自ら修正に動くしかない。そう考えれば日本を含め多くの国にとって拙速な譲歩は避けた方が賢明である。少なくとも金融市場の大勢はそう考えていそうだ。交渉の詳細は当事者にしか読めないが、日本政府もそのように考えた上で、頑なに自動車関税の特例扱いを主張し続け、交渉を「生かさず殺さず」の状況にしている可能性はある。昨日の本欄でも論じたように、本件で日本側の譲歩不足、ましてや一担当者の赤澤大臣を批判するのは筋違いであろう。

～関税に対する自動制御～

なお、書簡には米国に投資するなら関税はないとの趣旨も明記されていた。要するに交換条件であり、ここに交渉の余地を残している。この点、既に対米直接投資残高で世界最大となる日本は、トランプ政権にとって模範的なカウンターパートのはずだが、何故かこの事実への言及はない(図)。こうした非論理的で不誠実な態度が各国からの反感を買っていると言える。率直に「もっとくれ」ということなのだろうが、日本に限らず世界が対米投資を進めてきた理由は米国が世界で最も開かれた、最も規模の大きな市場だったからだ。ドルの基軸通貨性を含めて排他性を強めようとするトランプ政権の挙動はその理由を根底から否定するものであり、今後、日本企業に限らず米国への大型投資は躊躇する企業は増えるのではないかと。



昨日の本欄における議論の延長でもあるが、この期に及んでは「25%になっても乗り切れる方法」を考えておいた方がよい。もちろん、メインシナリオは TACO なので可能性は低いですが、短期的には 25%の局面が続くかもしれない。昨日も確認したように、結局、それは円安が対症療法となる。日本の世界向け輸出(約 107 兆円)の約 20%が米国向け(約 21 兆円)であり、その全てに 25%が課せられるとすれば、日本の輸出金額に対し 5%部分(金額で言えば約 5 兆円)の負担が輸出企業に発生する。これは言い換えれば、マクロ的には 5%の円安・ドル高で 25%関税を乗り切れるイメージにはなる。本稿執筆時点(146 円)を起点とすると、153 円程度までの上昇だ。この程度の値動きであれば自然にそうなるもおかしくはない。というのも、現状の金融市場は「トランプ関税の発動→不透明感の拡大→日銀利上げ観測の後退→円安・ドル高」と反応するため、関税に対する自動制御が効くような状況でもある。企業からすれば排他性の強まる米国経済に賭けるよりも、円安に賭け

て様子見する方が合理的な判断になる。筆者は日銀の利上げを支持する立場（厳密に言えば利上げしたところで大して円高にはならないという立場）だが、実際その難易度は高いだろう。

もちろん、円安インフレを意図的に受け止めるという選択は日本にとって簡単なものではない。上述の議論の通り、トランプ関税を円安で相殺して助かるのは日本の企業部門であって家計部門ではないため、「トランプ関税によって米国だけではなく、日本の一般物価も上昇する」という奇異な構図が発生することになる。それは日本国民にとっては許しがたい現象には違いない。とはいえ、TACO をメインシナリオ（25%に至ってもその持続性は小さい）と考えるのであれば、その構図も永続的なものではない。「追い詰められているのはむしろ米国」という視座に立ち、日本として最適な立ち回りを考える冷静さが求められそうである。

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9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
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	日銀会合プレビュー～「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	新しい対内直投目標の読み方～「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政策理事会プレビュー～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	米国債格下げの影響～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～デュアルマニデートの拮抗～
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・ベッセント会談プレビュー～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)
	日米通商交渉プレビュー～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J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	日銀会合プレビュー～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」～