

みずほマーケット・トピック(2025 年 10 月 15 日)

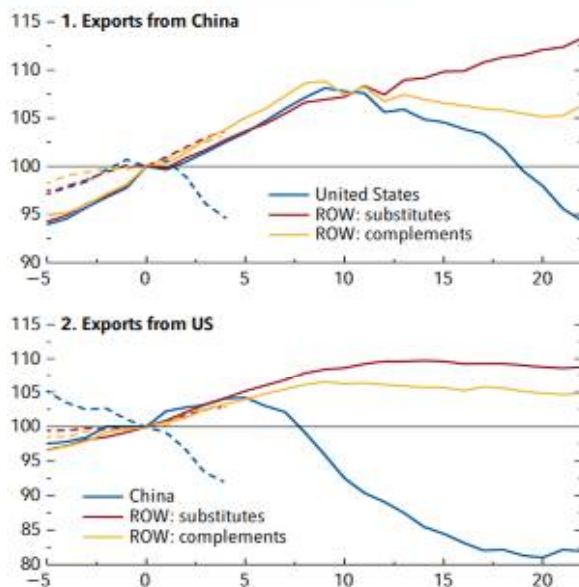
スピードアップするデカップリング～トランプ関税分析～

IMF から秋季世界経済見通しが公表されている。第 1 章 BOX 欄では 18～19 年に観察された米中貿易戦争と今回の相互関税の影響が比較分析されており、現時点で把握可能な前回との相違点が炙り出されている。世界経済の現状と展望を推し量る上で重要な論点となる。結論から言えば、18～19 年と今回の違いは極めて多く、そもそも関税の対象となる国や品目からして何もかも違う。現状、確認できる大きな事実は前回対比でデカップリングのスピードが極めて早いという事実である。18～19 年は米中貿易摩擦もしくは USMCA に絡んだ影響を分析することにとどまっていたが、今回は変数が劇的に増え、必然的に構造変化の質や速度も変わっている。米中共に互いの貿易取引を縮退しつつ、代替先の確保も既に済ませているといった状況が透ける。現在見られている動きが持続的再配置の兆候と判断するのは時期尚早だが、今回のトランプ関税が前回のそれと比べて世界規模かつ制約の強いものになっているのは事実であり、その長期的影響が前回と異なってくることはある程度間違いない。

～前回よりも早いデカップリング～

既報の通り、10 月 14 日には IMF から秋季世界経済見通しが公表されている。成長率の現状や展望については今朝発行している通貨ニュース『IMF 世界経済見通し:2025 年の成長率見通しを小幅ながら上方修正』を参照して頂くとして、今回の本欄では WEO 第 1 章における BOX 欄「Trade Reallocation in Response to Tariffs: Will This Time Be Different? 」を取り上げてみたい。ここでは 2018～19 年に観察された米中貿易戦争と今回の相互関税の影響が比較分析されており、現時点で把握可能な前回との相違点が炙り出されている。世界経済の現状と展望を推し量る上で重要な論点となるため、簡単に要旨を掴んでおくの良いだろう。結論から言えば、2018～19 年と今回の違いは極めて多く、そもそも関税の対象となる国や品目からして何もかも違う。現状、確認できる大きな事実は前回対比でデカップリングのスピードが極めて早いという事実である。2018～19 年は米中貿易摩擦もしくは USMCA に絡んだ影響を分析することにとどまっていたが、今回は変数が劇的に増え、必然的に構造変化の質や

Figure 1.1.1. Exports by Destination Country Type and Tariff Episode
(Index, Feb. 2018 and Feb. 2025 = 100; solid = Feb. 2018 tariff episode, dashed = Feb. 2025 tariff episode)



Sources: Fajgelbaum and others 2024; Trade Data Monitor; and IMF staff calculations.

Note: X-axis value 0 corresponds to the tariff start dates February 2018 and February 2025, respectively. Each series is normalized to its respective date 0, at which the value equals 100. Countries are classified as substitutes or complements to China based on how their exports respond to tariffs on Chinese goods. Substitutes (complements) are countries whose exports increase (decrease) when Chinese exports are taxed, reflecting positive (negative) substitution elasticity with respect to China. See Fajgelbaum and others (2024) for details. Changes are calculated using 12-month rolling sums to smooth seasonal fluctuations. ROW = rest of the world.

速度も変わっている。具体的に見て行こう。例えば 2018～19 年には中国の対米輸出が 2 年間で約▲6 %も減少した代わりに、中国輸出の代替先(substitutes)となるアジアや USMCA 諸国(メキシコ、カナダなど)が米国で市場を拡大する動きが見られている。前掲図の起点(ゼロ地点)は 2018 年 2 月と 2025 年 2 月を意味しているが、これを見る限り、今回の WEO が分析対象とする 2025 年の初期データ(2025 年 2～4 月、図・上の青点線)は 2018～19 年よりも迅速にデカップリングが進行しており、中国の対米輸出は既に明確な失速が見られる。同じく米国の対中輸出も 2018～19 年に比べて迅速な減少に転じている(図・下の青点線)。ちなみに 2018～19 年を例に取れば、米中共に時間をかけながら第三国(substitutes)向け輸出を増やすことで乗り切ってきたが、この点についても既に動きが活発化していることが分かる(両図の赤点線)。米中共に互いの貿易取引を縮退しつつ、代替先の確保も既に済ませているといった状況が透ける。

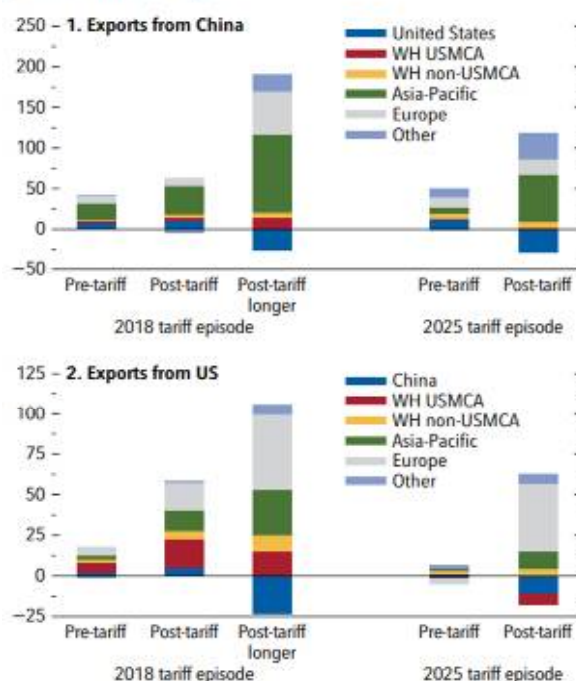
～「置き換え」は前回よりも素早い～

図に示されるように、中国は 2018～19 年と同様、対米輸出減少をアジアや欧州向け輸出の増加で相殺しているが、関税実施後の 3 か月間(図中の Post-tariff)に限って言えば、やはりその「置き換え」スピードは今回の方が早い。片や、米国も対中輸出減少を EU など他地域への輸出で埋め合わせているが、前回との最大の違いとして USMCA が「置き換え」対象から外れ、むしろ減少していることが挙げられる。トランプ政権は第一期時代に迂回輸出が抜け穴として多用された反省を活かし、第二期の関税政策では原産地規則の厳格化や迂回輸出の取り締まり強化などを徹底している。これによりサプライチェーンの再構築はより複雑性を増しており、現在見られている動きが持続的再配置の兆候と判断するのは時期尚早である。しかし、今回のトランプ関税が前回のそれと比べて世界規模かつ制約の強いものになっているのは事実であり、その長期的影響が前回と異なってくることはある程度間違いないだろう。2018～19 年の経験に照らせば、今後 2 年間は当初 3 か月間で見られた傾向が延長される格好で強まっていくはずだが、今回は米国の意向もあって為替相場の変動も激しく折り重なっているため、その確証は持てない。

～貿易転換か、迂回貿易か～

ちなみにマクロ全体で見ると、「中国の第三国向け輸出の増加は、対米輸出が減少したのと同じ製品群で起きているとは限らない」という興味深い指摘も見られている。つまり、トランプ第一期時代

Figure 1.1.2. Change in Exports by Destination Region and Tariff Episode
(Billions of US dollars)



Sources: Trade Data Monitor; and IMF staff calculations.

Note: Bars show the total change in exports within each tariff period (2018 and 2025, respectively). Segments indicate contributions from each destination market. Changes are calculated using 12-month rolling sums to smooth seasonal fluctuations. "Pre-tariff" refers to the change from $t - 3$ months to $t - 1$; "Post-tariff" refers to the change from $t = 0$ to $t + 3$ months; and "Post-tariff longer" refers to the change from $t = 0$ to $t + 22$ months (available for 2018 only). USMCA = U.S.-Mexico-Canada Agreement; WH = Western Hemisphere.

に見られた迂回貿易が行われているとは限らないという話である。正確には迂回貿易も行われているが、それだけとは限らない、という状況認識が必要になっている。

現時点で得られるデータに基づけば、既に一部の重要産業(自動車・部品、鉄鋼・アルミなど)の貿易取引はアジアや欧州に重点がシフトしており、それは迂回貿易ではなく貿易転換の可能性を感じさせる。しかし、特定産業において中国からの輸入が増加している第三国ほど、同一産業におけるほかの国・地域(米国や欧州など)への輸出も増加している傾向が確認されているという。これ自体は迂回貿易の可能性を感じさせる。つまり、起きていることは製造拠点の修正を含む実際の貿易転換(reallocation)と迂回輸出の可能性を含む経路変更(rerouting)の両方であり、表面的な貿易統計だけではその底流で起きている構造変化を読めないというのが IMF の現状認識である。

主要中銀の金融政策運営ではトランプ関税にまつわる不透明感を理由に政策変更が逡巡されることが日常茶飯事となっているものの、実際に起きていることは相当に深淵であり、その事実を判断するには年単位の時間が必要であることを感じさせる分析である。

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.mizuhobank.co.jp/forex/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年10月14日	「貧すれば多党化」～欧州化する日本政治～
2025年10月10日	週末版
2025年10月9日	フランスリスクはユーロリスクに発展するか？
2025年10月8日	利上げを助ける高市トレード
2025年10月7日	史上最高値を更新したユーロ/円相場
2025年10月6日	高市政権誕生と今後の論点整理
2025年10月3日	週末版(外貨準備構成通貨の近況について(2025年6月末時点))
2025年10月2日	25年度上半期レビュー～主役の欧州通貨、悲惨な円～
2025年10月1日	いよいよ終焉を迎える「現預金50%」時代
2025年9月26日	週末版
2025年9月24日	ユーロの基軸通貨性を再考する～global euro～
2025年9月22日	日銀金融政策決定会合～10月利上げは堅いのか？～
2025年9月19日	週末版
2025年9月18日	FOMCを終えて～可視化される独立性毀損～
2025年9月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～自動車、読めず～
2025年9月16日	日米財務大臣共同声明の読み方～2つの論点～
2025年9月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～基本は現状維持、利上げの機を窺う～)
2025年9月11日	警戒すべき「貴い事故」～海外からの財政リスク相場～
2025年9月10日	円相場の需給環境について～頭打ちとなるヒト関連～
2025年9月9日	誰が首相になっても「変わらぬ3つの論点」
2025年9月8日	続・対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年9月5日	週末版
2025年9月4日	遂に「利上げ再開」の兆しも出始めたECB
2025年9月3日	対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年8月28日	週末版
2025年8月27日	円金利上昇の背景はどこに～円安終わらず～
2025年8月25日	ジャクソンホール経済シンポジウムの読み方
2025年8月22日	週末版(「ユーロ圏の「人手不足」はどうなったのか？～「需要不足」への問題意識は高止まり～)
2025年8月20日	4～6月期、「米国離れ」の真相～TICデータ～
2025年8月19日	上半期の円の需給環境について～改善傾向～
2025年8月18日	欧州の外交成果が垣間見えた米露首脳会談
2025年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年7月分)
	週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念～「海外→国内」のローテーションはあるか？～)
2025年8月14日	ニクソン・トランプ比較論～争点は「覇権国の管理コスト」～
2025年8月13日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月12日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響
2025年8月8日	週末版
2025年8月5日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月4日	遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
2025年7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分)
	日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
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～
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	貰けなかった「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	微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～)