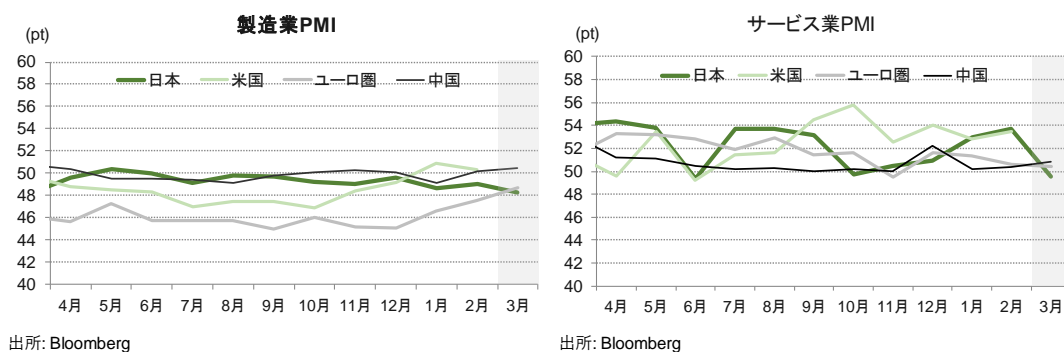




- **マクロ経済展望・主要資産市場動向:** グローバル・マクロ経済は、米国トランプ政権による幅広い国・地域・産品への関税発動の可能性が意識されるなか、今後の見通しが不透明になりつつある。企業センチメント (PMI) は足もとまで急失速しているわけではないが、製造業との対比で高水準を維持してきたサービス業がグローバルにスローダウンしているほか、4 月以降の米国トランプ政権による関税措置が本格化する場合、製造業 PMI の下落は免れないだろう。3 月下旬にはトランプ関税を強く意識して、グローバル金融市場のボラティリティが高まった。株価下落に長期金利の低下、さらには米ドル安をもたらした。4 月以降関税の全体像が明らかになるとともに、各国との交渉が本格化するとみられ、引き続き不透明な状況が続くだろう。
- **注目材料:** 3 月の金融市場はトランプ関税に翻弄された。トランプ関税は米国の期待インフレ率を再上昇させることを通じて個人消費を失速させる「スタグフレーション」シナリオが意識されたことが背景にある。ただし、第一次トランプ政権下の 18 年後半に米国が中国に対する関税措置を強化した時期を確認すると、短期的には市場センチメント低下やマクロ経済のスローダウンが生じたものの、リセッションに陥るほど悪化したわけではない。また、対中関税導入後、インフレ率は鈍化した。インフレ率鈍化の背景には複数かつ複雑な要因が絡み合っていた。依然として関税措置の全体像が不明であるほか、米国の貿易相手国の出方もわからないため、透明感の払しょくには時間がかかるだろうが、関税がスタグフレーションにつながると決まったわけではなく、今後の趨勢を注意深く見守る必要がある。

1. マクロ経済展望 ~ トランプ関税によるグローバルな景気失速懸念が台頭

グローバル・マクロ経済は、米国トランプ政権による幅広い国・地域・産品への関税発動の可能性が強く意識されるなか、見通しが不透明になりつつある。企業センチメント (PMI) を見る限り足もとまで急失速しているわけではないが、製造業との対比で高水準を維持してきたサービス業がグローバルにスローダウン基調にあるほか、4 月以降米国トランプ政権による関税措置が本格化する場合、製造業 PMI の下落は免れないだろう。



米国トランプ政権の関税措置は 2 月下旬あたりまでは金融市場の一時的なボラティリティの要因にはなっていたが、多くの市場関係者は関税発動に対して楽観的だった。実際、米国にとって最も重要な貿易相手国かつ同盟国であるメキシコ・カナダに対する包括関税は事実上 2 か月延期された。一方、米国が目指す関税の主目的の一つは、相手国からの譲歩を引き出すための交渉材料であり、貿易相手国次第で関税発動の可能性は十分に残されていた。例えば、トランプ政権がメキシコに包括関税を強行に主張しているのは、国境警備 (不法移民対策) や中国からメキシコ経由で密輸されていると言われている合成麻薬の取り締まり強化などが目的とされているが、実際は 18 年半ば以降の対中関税発動以降メキシコが中国にとっての関税回避地になっている可能性が高く、当該関税回避策への対抗策

との見方も根強い。対中関税強化を超党派合意の下で目指す米国にとって、中国による関税を迂回するような物流網の構築は頭の痛い問題であるとともに、長年当該状況を放置してきたメキシコ政府が、トランプ政権の要求を素直に飲むかは不透明である。

金融市場は、本格的な関税発動を意識して 3 月下旬以降リスクオフに転じているが、関税がマクロ経済や企業業績に与える影響は、それらがポジティブに作用する可能性は低いものの、極端な負の影響を与えるものか否かは現時点では不透明である。18 年半ば以降、米国が対中関税を強化した際も、金融市場は米中両国のみならず世界的なマクロ経済の失速を意識し、株価下落・金利低下・米ドル下落で反応したが、実際は米国や中国がリセッションに陥るほどマクロ経済が悪化したわけではない。また、関税措置により米国がインフレに再度見舞われるとの懸念も強いが、18 年後半以降対中関税を発動したにも関わらず、その後むしろ米国のインフレ率は鈍化した（詳細は後述）。

結局、トランプ政権による関税措置が、マクロ経済や金融市場に与える影響は、実際にエビデンス（インフレ率、企業業績を含むマクロ経済統計など）が出てくるまで合理的に判断することは難しいとみており、当面の間市場の不透明性は高いままであろう。

なお、米国の足もとの経済指標を確認すると、24 年 10-12 月期の実質 GDP 成長率（確報値）は年率換算で+2.4%（速報値は同+2.3%）に上方修正された。企業利益は好調で第 4・四半期には過去最高を記録した。ただし、背景にはトランプ関税を意識した駆け込み需要が影響している可能性があり、25 年以降の反動減には警戒を要する。2 月のコア PCE デフレーターは前年比+2.8%（2 月は同+2.6%）に加速した。一部ではトランプ関税を意識した値上げが反映されているとの分析もある。いずれにせよ、2 月までの経済活動は引き続き堅調と見られており、関税発動がマクロ経済に与える影響は不透明である。

欧州は、ドイツが歴史的な財政拡張策に転換することでマクロ経済にプラスの影響を与えるとの見方が根強く、株価上昇や国債利回り上昇がみられた。ただし、欧州に対するトランプ政権の関税措置は今後本格化する。とりわけ対米貿易黒字を積み上げているドイツに対するトランプ政権の目線は厳しく、今後自動車に対する関税を含め厳しい要求が出てきた場合、再びマクロ経済への懸念が高まるだろう。

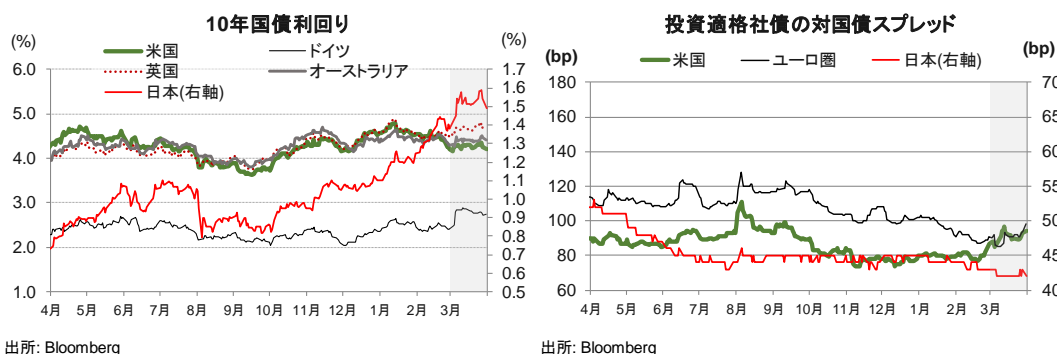
当面の間、グローバル経済動向はトランプ政権の関税政策に一喜一憂する状態が続くとみられており、金融市場のボラティリティも高い状態が続くだろう。金融市場では、依然としてトランプ政権が自動車等の主要産品に対して大規模かつ長期的な関税発動に踏み切る可能性は低い（それまでにマクロ経済への負の影響に鑑み米国も相手国も一定の譲歩をする）との見方が根強いが、前述の通り予断を許さない状況にある。なお、関税がマクロ経済や金融政策に与える影響をネガティブに評価することは簡単だが、18 年の米中貿易摩擦時の動きやその背景にある様々な要因に鑑みた場合、（関税に対して決して楽観的ではないが）過度にネガティブにとらえる必要もないかもしれない（詳細は後述）。

2. 主要資産市場動向

① 債券市場 ~ トランプ関税に一喜一憂

3 月の債券市場（長期金利）は、前半から半ばまで日米を中心に上昇基調だったが、下旬にかけて下落した。背景には、米国トランプ政権による関税措置が本格化し米国のインフレ率が再び上昇することを通じて個人消費センチメントが悪化すると懸念（スタグフレーション）、および、トランプ関税により米国のみならず世界的に企業業績やマクロ経済が悪化すると懸念（報復関税の可能性を含む）がある。社債の対国債利回り格差（スプレッド）は、マクロ経済や企業業績の懸念が台頭したため、2 月までの歴史的にタイトな水準から大幅にワイド化した。本邦社債市場でも、自動車関連銘柄を中心にスプレッドのワイド化が生じた。

米国は、3月以降再び長期金利が上昇基調に転じた。背景には、底堅い雇用や高止まりするインフレ率を主因にFRBが当面は利下げを見送るとの見方がある。加えて、トランプ関税がインフレを再燃させるとの懸念もあろう。ただし、トランプ関税がインフレを再燃させる場合、個人消費の悪化を通じてマクロ経済への下押し圧力が生じ、結果としてインフレ率は鈍化するとの見方も根強い。実際、3月下旬に向けて米国債利回りは急低下した。



日本の長期金利は、3月中旬までは上昇基調となった。2月下旬以降、米国トランプ政権が日本に対し円安修正を要求するのではとの見方が台頭したほか、植田総裁や審議委員が、食料品の価格上昇が国民のインフレ期待を高める可能性に言及するなど、債券市場が総じてタカ派と意識する材料が多かった。また、3月末に大半の債券投資家が本決算を控えるなか債券市場の需給が悪化したことも金利上昇に拍車をかけたとみられる。債券市場では、次回の金融政策決定会合（4月30日～5月1日）にも追加利上げが実施されるのではとの見方が出てきているほか、政策金利の上限を1.5%超に上方修正する動きも見られた。足もとのCPIは、欧米版コア（食品・エネルギーを除く総合）が底堅く推移しているほか、米を中心に食料品価格の高止まりが続いている。米を含む食品価格の高騰は天候不順（気候変動）に因るとみられ（中長期的には人口動態も影響）、それ自身がインフレの基調とはいいがたい側面もあるが、米は日本国民の主食であるほか食料品の購入頻度は高く、国民のインフレ期待を上方修正させる効果が生じるとの見方も根強い。トランプ政権による円安誘導批判もあり、日銀が次回会合で利上げする可能性は一定程度存在するとみている。

ただし、日銀の利上げペース加速が政策金利の上限（利上げのゴール）を上方修正させる力を持つかは不透明である。例えば、利上げペースの加速の反面、米国経済が本格的にスローダウンするとすれば、円高・株安に伴い日銀の利上げに逆風が吹く可能性があるほか、円安修正が進めば米国政府からの圧力も低下する可能性もある。

当面の債券市場の注目材料は、米国トランプ政権の政策、および日銀の金融政策判断になろう。

② 株式市場 ～ トランプ関税が株価下落の主因なのか？

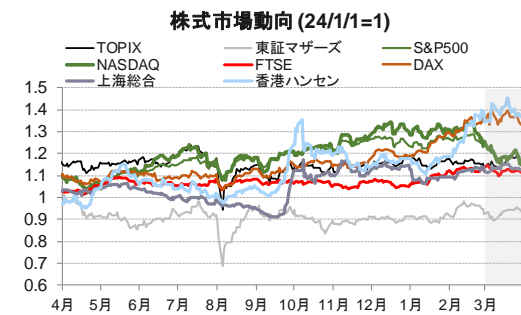
3月の株式市場は、地域間でまちまちの動きになった。米国は下落基調となった半面、中国や欧州は底堅く、また日本も日経平均は続落したがTOPIXは底堅く推移した。

米国は、半導体指標の低迷を主因にしたSOX指数の不安定化やAI関連銘柄の下落が引き続き重石となった。また、3月下旬にはトランプ政権による関税措置への懸念が高まり、売りは幅広い業種に拡大した。ただし、3月末までの業種別の株価を確認すると、関税影響が大きいとされる自動車および自動車部品はすでに25年3月初旬までに大幅な下落を経験しているほか、比較的輸入比率が高い生活必需品セクター（Consumer Staples）の株価も底堅かった。前述の通り全世界で株価が変調をきたしているわけではないことも含め、3月末時点で株式市場はトランプ関税とそれに伴うマクロ経済への懸念を過度に抱いているわけではないとみている。

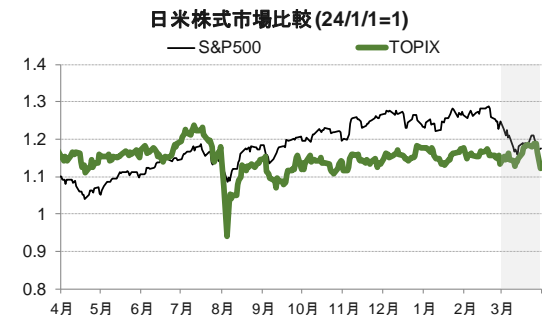
欧州は引き続きドイツを中心に底堅い展開となったが、3月末に向けて米国トランプ政権

の関税発動を意識して相場は下落基調になった。ドイツの対米貿易黒字は、今後トランプ政権からターゲットになる可能性が高く、とりわけ自動車に対する関税発動は時間の問題になりつつある。3月中旬までのドイツの株式市場は、第二次世界大戦以降緊縮財政を維持してきた政府方針の大幅な転換を背景に、財政拡張がマクロ経済や企業の事業基盤にポジティブな影響を与えるとの期待のもとで上昇してきた。しかし、財政支出の多くは軍事費やインフラ投資に使われる可能性が高く、ドイツのGDPに与える影響は不透明である。

日本は、米国株の下落とともにじり貧となったが、一部の値高株の動きに左右されがちな日経平均に対しTOPIXは底堅く推移した。自動車を中心に輸出産業が不調な反面、内需関連株（建設、金融など）を中心に底堅い株価形成になったことが影響した。ただし、3月下旬にかけてトランプ関税に対する強い不透明性が生じたことで、株価は大幅な下落となった。



出所: Bloomberg

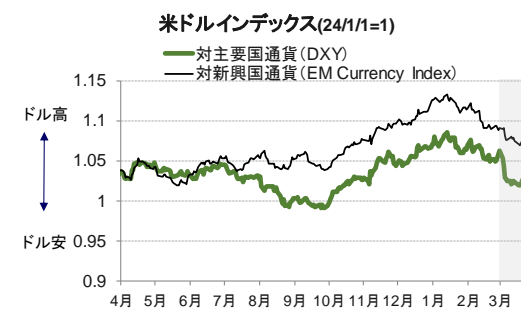


出所: Bloomberg

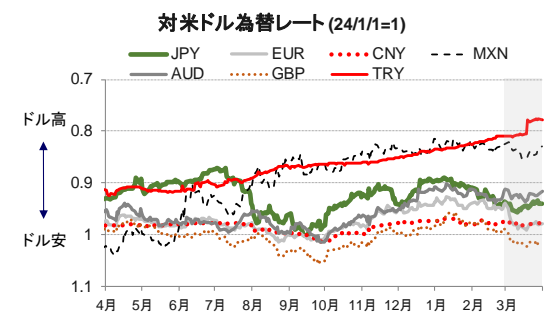
当面の株式市場の注目材料も、米国トランプ政権による「関税」等になるだろう。関税については既に「鉄鋼・アルミニウム」に対する関税導入が予定されているほか、メキシコ・カナダへの包括関税、さらには貿易相手国全体に対する相互関税も示唆されており、4月初旬以降に順次内容が発表される。その後、相手国との交渉を経て本格的な関税発動に至る例もみられるだろう。ただし、関税が企業業績に与える影響は、企業やセクターによっても異なる可能性が高い。例えば、高付加価値の財・サービスを提供する会社にとって、関税によるコストプッシュを最終価格に転嫁しても、負の影響が大きくなる可能性もある。関税が企業業績やマクロ経済に与える影響は複雑かつ複数要因が背景にあるため、不透明性を誘発しやすいが、一方向に負の影響しか出ないと決めつけた投資意思決定も危うい。当面は関税関連のヘッドラインに一喜一憂する展開が予想される。

③ 為替市場～ 関税懸念の中での米ドル安

3月の為替市場は、総じて米ドル安基調になった。米国トランプ政権による関税措置が本格化すると懸念を背景に金融市場が総じてリスクオフ（株価下落・長期金利低下）に転じ、米ドルも米国におけるインフレ再燃が意識されるなかで下落した。



出所: Bloomberg



出所: Bloomberg

米ドルインデックスは対主要国通貨での下落幅が大きかったが、その大半はユーロを含む欧州通貨の上昇（対米ドル）で説明できるだろう。欧州では、トランプ政権の要請もあり、

軍事費増強を軸にした財政拡張策に転じようとしている。財政拡張は国債需給悪化やソブリンの信用力悪化を想起させるが、市場ではそれらよりも、財政拡張に伴うマクロ経済回復への期待が根強く、ユーロや英ポンド等の欧州通貨高（対米ドル）につながった。

米ドル円相場は、2月末の149円台後半から概ね行って来いの展開となった。3月上旬は日銀による利上げ加速や長期金利の急上昇により日米金利差縮小が意識され円高基調になったが、それ以降は米国長期金利の上昇に伴い円安基調になった。しかし3月末に向けてグローバルなリスクセンチメントの悪化が生じ、米長期金利低下とともに円高基調になった。

当面の為替市場の注目材料は、他市場同様に米国トランプ政権の主要政策になろう。「関税」を交渉材料にして、各国に異なった要求がされる可能性があり、当該要求への反応次第で、通貨に与える影響も異なるとみている。無論、米国の交渉相手国の反応や状況よりも、米国自身のマクロ経済状況が重要であるが、関税が米国のマクロ経済に与える影響は（他所でも論じた通り）複雑かつ複数の要因が絡むため予測が難しく、それゆえに市場にとっての不透明要因になる。メインシナリオは、自動車を含む主要産品に対し大規模かつ長期的な関税発動は避けられ、3月末に生じたリスクオフは一時的なものになる可能性が高いとみているが、当面は関税関連のヘッドラインに一喜一憂する展開が続くとみる。

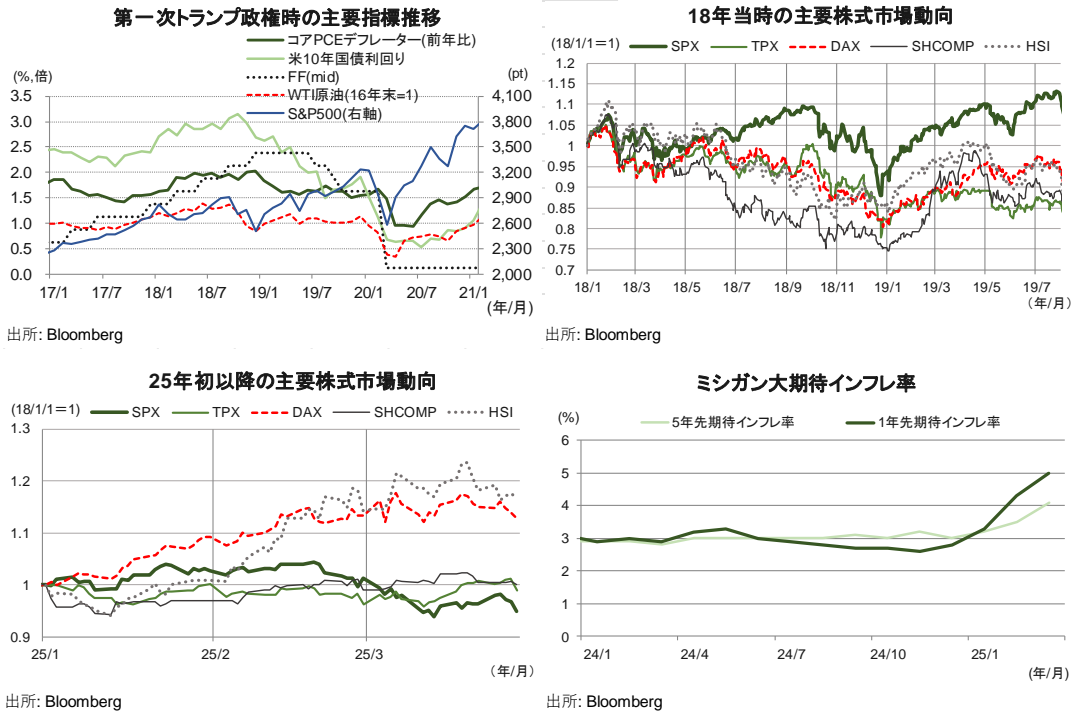
3. 注目材料: トランプ関税は米国のスタグフレーションを引き起こすのか

3月のグローバル金融市場は、米国トランプ政権による関税発動を警戒し、月末にかけて急速にリスクオフに傾いた。株価下落、債券利回り低下に加え、米ドルも下落した。金融市場では関税により米国内のインフレ期待が再燃し、GDPの約7割を占める個人消費を減速させることを通じて、マクロ経済の失速、強いては「スタグフレーション」の可能性が高まるとの指摘もある。3月のFOMCで公表された経済見通し（SEP）では、25年の米国の実質経済成長率見通しを+1.7%（前回公表比▲0.4%）に引き下げた一方で、インフレ率（PCEデフレーター）は同+2.7%（同+0.2%）に上方修正した。物価の安定と雇用の最大化という2つの目的から遠ざかる内容で、金融政策運営の難しさが増している。すなわち、物価を重視して利上げすると、景気に負の影響を与える。一方、景気に配慮して利上げを見送れば、物価上昇が加速する可能性がある。FOMC後の記者会見においてパウエル議長は、物価高が26年には落ち着くFOMC見通しが基本シナリオだと指摘し、関税などによる一時的な物価上昇は政策決定で考慮しないことが適切な場合もあると説明した。ただし、パウエル議長は21年に高インフレが加速した際、インフレは一時的と主張し続けたこともある。今回、仮に「一時的」ではない場合、足もとの債券市場が織り込んでいない「再利上げ」の可能性すら浮上しかねず、景気失速懸念から株価が下落するのは理にかなっているように見える。

一方、今般の「トランプ関税騒動」は、いくつかの視点から異なった見方も出来る。これを第一次トランプ政権下での米国による対中関税発動期（18年後半）と比較することで確認する。

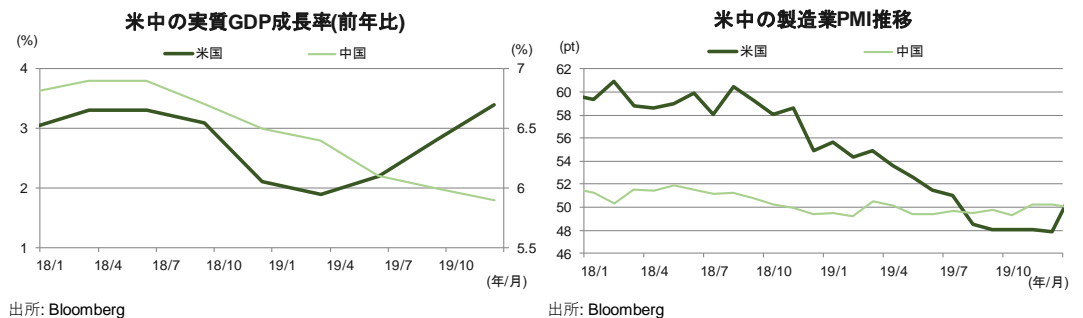
18年後半の米国のマクロ経済・金融市場動向を確認すると、米国が対中関税を発動した18年7月以降、株価は大幅下落となり、長期金利もその後下落に転じた。注目のインフレ率（コアPCEデフレーター）も2.0%付近から19年央に向けて+1.5%程度まで減速した。当時の株式市場をグローバルに確認すると、米中貿易摩擦が本格的に懸念されるようになった18年9月以降、米中両国以外のほぼすべての主要株式市場で株価は急落していることがわかる。18年当時、金融市場では、GDPで世界一位と二位の米中両国間の貿易摩擦は、米中双方のマクロ経済に甚大な負の影響を与えることを通じて、世界経済にも打撃を与えるという予想が主流で、株式市場や債券市場の動きは当該予想に整合的である。一方、当時は米中貿易摩擦で米国のインフレ率は上昇するとの見方も根強かったが、対中関税発動後インフレ率はむしろ鈍化した。

一方、足もとでは、確かに米国を中心に株式市場は不調に陥っているが、ドイツや香港など相対的に安定的な市場もあり、市場間でパフォーマンスのばらつきがみられる。また、ミシガン大 1 年後期待インフレ率は 18 年当時とは異なり足もとで大幅な上昇に転じている。



このように、今般の相場変動を 18 年当時と比較した場合、株式市場のリセッション織り込みは小さく、一方、インフレ期待は高いという特徴がある。

では、今後果たして米国経済はスタグフレーションに陥るのか。その主因の一つとされるインフレ率の再上昇が生じるのか。18 年頃のマクロ経済動向を確認すると、米国および中国の実質 GDP 成長率は 18 年後半の関税措置本格化以降鈍化しているが、米国と中国では異なった動きになった。米国の実質 GDP 成長率は 18 年後半に鈍化したものの、鈍化は一時的で 19 年以降は再び拡大した。一方中国は、18 年後半の鈍化ペースは鈍かったが、19 年以降も鈍化が続いた。当時の製造業 PMI（市場センチメント）は両国とも悪化が顕著だったが、リセッションに陥るほど鈍化したわけではなく景気減速程度にとどまった。



米国のインフレ率が鈍化したことはどう説明できるか。関税発動により米国の対中関税は引き上げられ、実際に中国に対する実効関税率は上昇した（米国企業にとってコストプッシュ要因）が、その後のインフレ率が安定的～鈍化したのは複数の背景要因がある。その代表的なものが「関税回避」である。中国から米国に直接輸出すると関税対象となるが、

中国からベトナム経由（もしくはメキシコ経由）で米国に輸出すれば、関税回避が可能であった（現在も同じ）。実際、中国から米国に対する輸出額は関税発動後減少したが、ベトナム発およびメキシコ発の対米輸出は 18 年以降増加した。また、米ドル高（元安）や資源価格（原油など）の下落もコスト削減余力の回復とともに米国内で関税分を価格転嫁する圧力を低下させたほか、リセッション懸念が台頭するなかで企業が関税によるコスト増を価格転嫁できなかったこともある。

19 年以降米国の実質 GDP 成長率が回復したのは、上記のように関税によるインフレ率上昇が確認できなかったこと、および景気センチメントが大幅に悪化したことに伴い FRB が 18 年 12 月に利上げを停止し 19 年以降の利下げ方針を強く示唆したことで、株式市場が力強く回復するとともに経済活動の活性化をもたらした可能性がある。

以上の考察を参考にして今後を考える。まず、昨年 10 月以降のいわゆるトランプ相場、すなわちトランプ政権下で米国景気が堅調かつインフレ期待の高まりもあり、米ドル高・米金利上昇・米株上昇が生じるとの見方は既に修正を余儀なくされている。3 月は米国長期金利がインフレ期待再燃に伴い上昇したものの、3 月末にかけて概ね 2 月末の水準まで低下したが、これは景気減速が意識されるなかで「スタグフレーション」よりも 18 年後半と同じようなインフレ率鈍化の可能性を一定程度織り込んだ動きとみている。また、世界の株価パフォーマンスにばらつきがあるほか、厳しい追加関税措置が実施される中国本土や香港の株価パフォーマンスが相対的に安定的であることに表れているように、もはや対中関税の強化が中国経済を悪化させる可能性を市場は織り込んでいないようにも見える。

関税措置がマクロ経済や企業業績、そしてインフレ率に与える影響は、18 年当時の分析をみても明らかなように複雑な要因が絡んでおり単純に判断すべきではない。マクロ経済統計や企業業績などの「エビデンス」が確認できるまでは、市場も不透明性が払しょくできず、市場のボラティリティ上昇とともにリスクセンチメントも悪化したままとみている。一方、FRB の利下げ余地が十分にあること、欧州や中国における財政拡張策が世界経済に一定のポジティブな効果を与える可能性があることなどは留意すべきである。関税による米国経済への影響についても、米ドル高のバッファー、資源価格下落の恩恵、そして FRB による利下げ余地が大きいことなど、関税影響に対するバッファーも大きく幅広い。当件は、関税措置の概要を確認したうえで、再度分析・議論することになる。

(了)

本資料は投資環境等に関する情報提供を目的として作成したものです。本資料は投資勧誘を目的とするものではありません。

本資料は金融専門業者に外部委託して作成しております。内容は執筆者の個人的見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。

有価証券等の取引には、リスクが伴います。投資についての最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。当社は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。

記載された意見や予測等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく変更されることがあります。

上田八木短資株式会社

登録金融機関 近畿財務局長（登金）第 243 号

東京本社 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 1 丁目 2 番 3 号 tel : 03-3270-1711
（代表）

大阪本社 〒541-0043 大阪府大阪市中央区高麗橋 2 丁目 4 番 2 号 tel : 06-6202-5551
（代表）

加入協会 日本証券業協会
