

トランプ大統領の貿易戦争

世界の金融市場では、トランプ大統領の通商政策に関する一挙一動に敏感に反応する地合いが続いています。この状況は中間選挙までには収まるとの見方もありますが、事情はそれほど単純ではなさそうです。金融市場の中長期的な視点から、「トランプ大統領の貿易戦争」をいくつかの側面から眺めてみたいと思います。

対EUでは「一時休戦」？

7月25日に行われた米EU首脳会議では、EUが米国産の大豆や天然ガスの輸入を増やし、双方が自動車を除く工業製品の関税を下げる協議を行うことに合意しました。また、通商交渉を続けている間は新たな関税を留保することを申し合わせました。

伝統的な同盟国であるEUとの関係は「一時休戦」の様相ですが、最大の貿易赤字国であり安全保障上の仮想敵国とも考えられる中国に対して米国は依然として非友好的な態度を続けています(図表1)。金融市場の中長期的な視点から「トランプ大統領の貿易戦争」を、①トランプ大統領を止められるのは誰？②大統領と共和党主流派の考え方の違い、③米中貿易戦争の勝者は？という3つの側面から眺めてみたいと思います。

①トランプ大統領を止められるのは誰？

トランプ大統領の独善的かつ敵対的な通商政策を止めることができるのは、「米国民の不満の高まり」もしくは「中国の穏当な対応」だと考えています。

トランプ大統領にとって貿易戦争の究極的な目標が11月の中間選挙、2020年の大統領選に勝つことだとすれば、貿易戦争によって米国民が疲弊したり、株価を下落させては元も子もありません。これまでに対中国で発動された340億ドルの関税対象は主に川上の工業製品でした。しかしこれが2000億ドルに拡大されると、最終消費財も含まれることから、国民の不満が一気に高まることが予想されます。自動車関税に関する公聴会では国内外から反対意見が多数持ち込まれました。ハーレーダビッドソンの工場の海外移転による雇用の喪失や中国の報復関税の農家に対する打撃もこれから顕在化してくると思われます。

図表1 米国の通商政策に関する発表・イベント

月/日	発表・イベント
3/23	米国が通商拡大法232条に基づき、安全保障を理由に鉄鋼、アルミニウムの関税導入を発表。EU、カナダ、メキシコ、韓国、豪州、ブラジル、アルゼンチンは除外
4/17,18	日米首脳会談。茂木経済再生相とライトハイザー通商代表部代表でFFR(自由:Free、公正:Fair、相互的:Reciprocal)協議開始で合意
5/23	米国が安全保障を理由に自動車・部品の関税上げの検討開始を発表
5/29	米国が500億ドルの中国からの輸入製品に25%の関税を課すと再発表
6/1	3/23に発表された鉄鋼、アルミニウムへの関税のEU、カナダ、メキシコへの適用を開始
6/15	米国が中国からの輸入品500億ドルの関税リストを発表。中国も報復関税リストを発表
6/18	米国はさらに2000億ドルへの関税を検討すると警告
6/22	EUの報復関税(米国産のオートバイ、ウイスキーなど)が適用開始
6/25	米ハーレーダビッドソン社が欧州向けオートバイの生産を海外に移転する計画を発表
7/6	米国は340億ドル相当の中国からのハイテク製品などへの関税適用を開始。中国は米国産の大豆、自動車など同額の輸入品への報復関税を適用開始
7/10	米国が対中国の2000億ドルの関税リスト案を発表
7/19	米商務省が自動車関税に関する公聴会を開催。国内外より反対の意見が多数
7/21,22	アルゼンチンでG20財務相・中銀総裁会議。貿易摩擦を回避するために一段の対話が必要との認識で一致
7/24	米国が中国の報復関税の悪影響を受ける農家への120億ドルの支援を発表
7/25	米EU首脳会議で、双方が自動車を除く工業製品の関税を下げる協議を行うことに合意

(注) 時差の関係で日付がずれている場合があります。
(出所) 各種報道より岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

中国は尖閣問題やTHAAD（ミサイル迎撃システム）問題に際して、日本や韓国に対して国民感情に訴える「不買運動」を展開しました。しかし、今回は米国に対してどちらかと言えば「大人の対応」を見せています。政府系メディアに対しても敵対的な感情を煽るような内容を自粛するように呼びかけています。共産党内の権力抗争の一環として、歴代の国家主席を含む「長老」が習近平国家主席の対米政策に批判的な動きを見せているとの報道もありました。8月に予定される政権トップと長老が政策や人事を話し合う「北戴河（ほくたいが）会議」を機に中国が対米姿勢を軟化させるとの噂も流れています。

このように、トランプ大統領の支持基盤を含む有権者からの不満が高まり、中国は「大人の対応」を見せていることから、トランプ大統領はある程度のところまで強硬な態度を軟化させると考えています。足元で好調に推移する株式市場が収益の下方修正などをきっかけに下落することになれば、政策転換の可能性は益々高まると考えています。

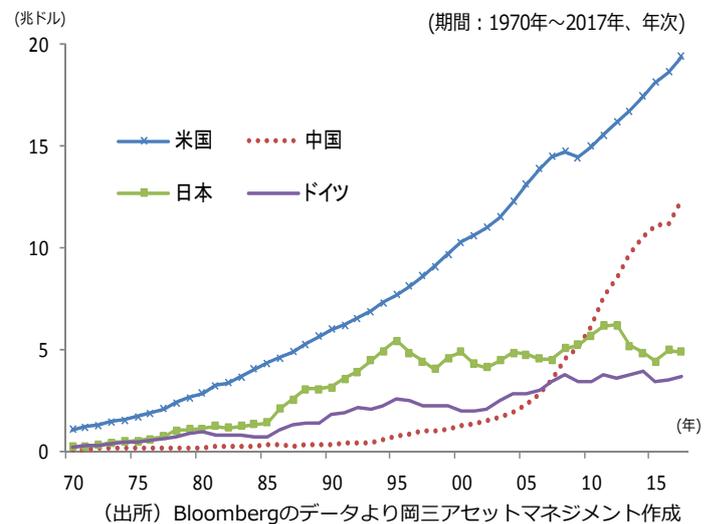
② 大統領と共和党主流派の考え方の違い

米中のにらみ合いは米国の対中貿易赤字が減少すれば決着するという簡単なものではなさそうです。古代ギリシャの歴史家トゥキディデスは世界で覇権国家が交代する局面では、それまでの覇権国家と勃興する覇権国家の間で戦争が不可避であると述べています。米国は、日本が1980年代にドイツを抜き世界第2の経済大国に躍り出ると「日本たたき」を始め、2010年以降に中国が日本を追い抜き、経済力、軍事力で米国に迫ってくると「中国たたき」を始めました（図表2）。歴史は米国と中国の争いが経済のみならず安全保障を巻き込んだ長期戦になることを示唆しています。

ホワイトハウスには2つの異なる考え方が存在すると考えられています。トランプ大統領は中間選挙を控え、貿易赤字を減らすことで有権者の感心を引こうと考えています。一方、米通商代表部のライトハイザー代表やナバロ通商製造政策局長に近い勢力や共和党主

流派は米国の覇権や安全保障の観点から、ハイテクや知的財産の面で中国の脅威を取り除くため、関税以外にも外資規制、技術移転の阻止など様々な政策を打ち出そうとしています。中間選挙までは両グループのベクトルは同じ方向に向かうと思われませんが、中間選挙後は後者の発言力が高まる可能性もあります。東西冷戦時代の「封じ込め」政策に逆戻りするとは思えませんが、米中間の紛争は長期化すると考えられます。

図表2 主要国の名目GDP（世界銀行）



③ 米中貿易戦争の勝者は？

米中が互いに輸入品関税をエスカレートさせる本格的な貿易戦争に突入したら、どちらが勝者になるのでしょうか。「貿易戦争に勝者はない」が通説となっていますが、単純に米中間の貿易額を比べれば、米国が勝利すると考えることもできます。中国から米国への輸出額は5000億ドルを超えますが、米国から中国への輸出額は1300億ドルにとどまります（次頁図表3）。米国が5000億ドル超まで全輸入品に関税をかけても、中国は1300億ドルまでしか関税をかけることはできません。つまり、中国は関税を「かけ負け」してしまうこととなります。

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

しかし、トランプ大統領の貿易戦争が世界に波及し、世界中の国が輸入品に高関税をかけるようになると、企業を取り巻くビジネス環境はこれまでとは全く異なった姿になると考えられます。これまでは資本・労働力・モノの自由な移動や「比較優位」の原則に基づいて、企業は最もコストが低く、最も効率的にモノが作れる国で生産を行い、その製品を関税を気にせず最終消費地に運び、そこで消費されました。この動きを象徴するのが企業の国境を越えたサプライチェーンであり、このような流れを私たちは「グローバルイゼーション」と呼んできました。しかし、各国が輸入品に高関税をかけ合う世界では、消費される国、需要のある国で生産することが最も効率的なビジネスモデルとなります。グローバルイゼーションの世界では、企業は技術革新が盛んで生産性（TFP）が高まる国、労働市場が柔軟かつ効率的で人件費を抑えられる国に生産拠点を構えてきました。一方、高関税が一般化した世界では、市場（需要）のある国に生産拠点が置かれ、そこで雇用が生まれることとなります。この世界では、国による生産性を高めるインセンティブがなくなり、企業も効率化を追求できなくなってしまいます。この世界で最も恩恵を受けるのは市場が大きい（多くの人口を抱える）中国であり、この考え方によれば、米中の貿易戦争の勝者は長期的には中国になると考えることもできます。

図表3 米国の貿易（2017年）

	輸入			輸出			貿易収支		
		金額 (千ドル)	ウェイト		金額 (千ドル)	ウェイト		金額 (千ドル)	ウェイト
1	中国	526,188,490	21.8%	カナダ	282,471,681	18.3%	中国	-395,818,960	45.9%
2	メキシコ	316,990,613	13.2%	メキシコ	242,988,663	15.7%	メキシコ	-74,001,950	8.6%
3	カナダ	307,181,925	12.7%	中国	130,369,530	8.4%	日本	-72,164,294	8.4%
4	日本	139,860,186	5.8%	日本	67,695,892	4.4%	ドイツ	-66,681,835	7.7%
5	ドイツ	120,174,593	5.0%	英国	56,328,789	3.6%	ベトナム	-40,262,997	4.7%
6	韓国	73,171,235	3.0%	ドイツ	53,492,758	3.5%	アイルランド	-38,335,373	4.4%
7	英国	54,090,529	2.2%	韓国	48,276,642	3.1%	イタリア	-33,079,620	3.8%
	世界	2,409,480,182	100%	世界	1,546,732,881	100%	世界	-862,747,301	100%

（出所）International Trade Centreのデータより岡三アセットマネジメント作成

マクロ経済・金融市場への影響

トランプ大統領が指向するような、世界各国が内向き姿勢を強め、関税をかけ合う世界が実現するとは考えていません。しかし、万一この世界がやってきたら、多国籍企業が生産拠点を最も効率的な国からマーケット（需要）のある国に移す動きが加速すると思われる。企業が生産性や収益性を犠牲にしてこれらの移転を進め、各国政府も企業を呼び込むための努力を怠るようなれば、世界中で生産性の伸びが減速し、生産そのものが減少するばかりでなくモノの値段も上昇します。国際通貨基金（IMF）は最悪のシナリオで、GDP成長率は米国で0.8%、アジア新興国で0.7%低下すると予想しています。関税の物価への影響については、一般的な推計では5000億ドルの輸入品に25%の関税をかければ、米国のCPI（消費者物価指数）は0.4%程度上昇すると考えられています。

結論としては、貿易戦争に勝者はなく、トランプ大統領は国内外の反発を受けてある程度のところで矛を収めることになると考えています。それでも金融市場は、中間選挙までは同氏の過激な言動に付き合っていかなければならないと考えます。それ以降は2020年の大統領選挙に向けて強硬な通商政策を続ける可能性も残りますが、それとともに安全保障を巡る両国の真剣勝負に市場の焦点が当たりやすい展開がしばらく続くと思われる。

以上 （作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入価額×購入口数×上限3.78%(税抜3.5%)
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担

純資産総額×実質上限年率1.991088%(税抜1.8436%)程度

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額×上限年率0.01296%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号: 岡三アセットマネジメント株式会社
 事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号
 加入協会: 一般社団法人 投資信託協会 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)