

May 2025

Monthly Report

- 米国経済
- 日本経済
- コラム

米国経済

■大きな混乱を招いた米相互関税

米トランプ大統領が「解放の日」と称した2025年4月2日以降、金融市場は大きな混乱に見舞われました。

従来より、米国よりも高い関税を課している貿易国に対し、米国も同水準まで関税を引き上げるという「相互関税」を提唱していたトランプ政権はこの日、各貿易相手国に対する関税を発表しました。各国の「対米輸出額に対する対米貿易赤字額」に比例する計算式となっていた相互関税は、金融市場の想定よりもはるかに厳しい水準となりました(表1)。原則として4月5日から10%の一律関税を導入したうえで、57か国・地域に対しては上乗せとなる分の関税を4月9日に課すとされ、対米実効関税率がわずか数パーセントと言われている日本に対する関税も24%と発表されました。また、4月3日には予定されていた自動車輸入に対する25%関税が発動されました。

最初に厳しい内容を発表し、その後の交渉を有利に進めようという、いつものトランプ政権の手法だという楽観論が根強い一方で、これだけの数の貿易国と早々にデールがまとまりそうもなく、延期や撤回が無い場合は経済への影響が甚大なものになるとして、市場のボラティリティが高まりました。米国時間引け後の発表となったため、翌3日のアジア株式市場は急落し、日経平均株価は一時1600円超下落しました。

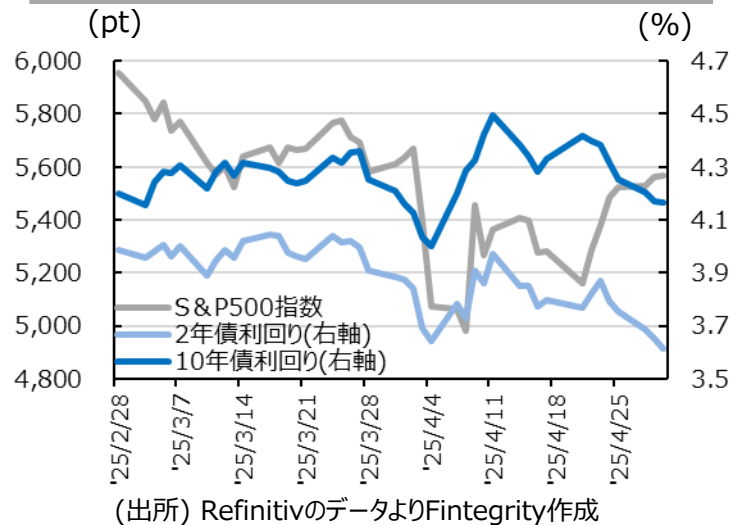
関税はトランプ政権にて経済諮問委員会議長を務めるミラン氏が提唱してきた目玉政策であり、またトランプ大統領が減税などの経済政策のため安定的な歳入源を必要としていることから、関税の完全撤回は見込みにくいという点も危惧されました。米S&P500指数は4月2日から8日までの4日間で、12.1%(終値基準)下落しています。

中国財政省は4日、対抗措置として米国製品に34%の追加関税を課すと発表したほか、米国向けレアアース輸出の一部を規制するなどの措置を導入しました。これを受け8日には米国が中国に対する関税率をさらに引き上げ、累計で104%とすることを発表しています。最終的に米国の対中関税は145%、中国の対米関税は125%まで引き上げられており、米中の貿易戦争がエスカレートしていることが懸念されました。

(表1)主な国や地域への相互関税の税率

対象国	相互関税 (%)	対象国	相互関税 (%)
日本	24	インドネシア	32
カンボジア	49	スイス	31
ラオス	48	南アフリカ	30
ベトナム	46	インド	26
ミャンマー	44	韓国	25
スリランカ	44	マレーシア	24
タイ	36	EU	20
中国	34 (54)	フィリピン	17

S&P500と米国債利回りの推移



上乗せ関税が発動する4月9日が近づくにつれ、株や米ドルだけでなく、リスクオフ時に安全資産として買われやすいはずの米国債の価格が下落してきました。金融機関のポジション巻き戻しや海外中央銀行による国債売却、米利下げ見通し後退による売り圧力や市場参加者による有事の現金化など、金利が上昇した原因は様々ですが、その動きが急かつ比較的大きかったため、流動性ショックの様相を呈し始めた市場に不安が広がりました。

債券市場の混乱を受け、結局その半日後には中国を除く国に対する上乗せ税率の適用を90日間延期することが発表されました。これは一定の安心感を市場にもたらしたものの、朝令暮改の米政治に対する不信感から、米国資産離れの動きが完全に巻き戻ったとは言えない状態です。

米国・日本経済

■最も厳しいシナリオの場合は景気後退へ

米国の強硬な貿易政策は、言うまでもなく米国の物価に上昇圧力をかける上、米国含む世界経済にマイナスの影響をもたらします。

物価に関しては、関税による影響の一部が企業の利益圧縮により吸収される可能性はある反面、米国内の製品が便乗して値上げされる可能性もはらんでいます。本来であれば物価に対する関税の影響は一時的で、金融政策に大きな変化をもたらすものではないものの、導入・撤回が繰り返される貿易政策の不透明感がインフレ期待を押し上げる恐れがあり、FRB(米連邦公開市場委員会)にとっても難しい判断を迫ることになるでしょう。

なお、トランプ大統領はパウエルFRB議長を「判断が遅すぎる」「一刻も早く解任すべき」と批判し、圧力を強めています。関税による景気への悪影響を金融緩和により下支えしたいという思惑が垣間見えますが、中央銀行の独立性を損なう発言は副作用が大きくなります。弊社は、2026年5月には任期を迎える予定のパウエル議長を今すぐ解任するために政治リソースを割くとは考えていません。しかしトランプ大統領の言動は、市場が不安定な中、政府と中央銀行間の対立を意識させるものであり、また2026年に就任する新議長の人選に対して懸念を抱かせることになります。

90日の猶予期間を経てなお当初の相互関税が導入される場合、米経済は景気後退に陥ると予想しています。民間消費が関税による打撃を受けるだけでなく、金利高止まりや根強い先行き不透明感により、企業の設備投資意欲が冷え込み成長への下押し圧力となるでしょう。

■メインシナリオは貿易強硬策の軟化

とはいえ、市場の混乱を受けてトランプ政権は足元で態度を軟化させており、弊社は相互関税の上乗せ分に関しては、中国を除き撤回される可能性が高いと想定しています。半導体や医薬品など特定物品に対する関税は導入・維持されるものの、この場合は米国の景気後退入りは避けられ、物価への影響も緩和されることで、当初の見通し通り年後半にはFRBによる2回の利下げに道を開くと考えています。

●スティーブン・ミラン氏の経済理論

トランプ大統領の経済政策を理解するにあたり、大きな影響を及ぼしているミラン氏の考えを知ることが有用です。2024年11月に発表された彼の論文から、一部をご紹介します。

✓米国は基軸通貨ドルを世界に提供している。そのせいで通貨が過大に評価され、貿易赤字が膨らみ国内の雇用減少などにつながってきた

✓米国が金融市場の安定や安全保障を担保していることで利益を得ている国々から対価を得るべきである

✓関税はその意味で有効な手段であり、各国は関税を払ってでも米国が構築してきたシステムに残ることが合理的になる。それを断るようならより高い関税を課せばよい

✓100年物の米割引国債を発行し、各国の通貨当局に購入してもらおう案や、FRBが財務省をバックアップし単独で為替介入をする案も良いだろう

■日銀は利上げ見送りへ

日銀は5月会合において、市場予想通り政策金利を据え置きました。3月の全国消費者物価指数(生鮮食品除)が前年同月比+3.2%と高水準で推移しているにもかかわらず、公表された展望レポートで25-26年度の物価見通しが下方修正されたことがハト派と解釈され、市場は円売り金利低下で反応しました。

米国の状況に影響される余地は大きいものの、弊社は6月および7月の会合においても利上げが見送られると想定しており、当面の間は明確なフォワードガイダンスが示されることはないと考えています。

日銀政策委員の見通し(1月からの変化含)

前年度比	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2024年度	+0.5% → +0.7%	+2.7% → +2.7%
2025年度	+1.1% → +0.5%	+2.4% → +2.2%
2026年度	+1.0% → +0.7%	+2.0% → +1.7%
2027年度	+1.0%	+1.9%

※当該数値は中央値

(出所) 日本銀行「経済・物価情勢の展望」よりFintegrity作成

コラム『「沈む巨艦」からの変革』

今月の山岡コラム

懐かしいテレビCM「この〜木、なんの木」では「日立グループ1059社」とグループ企業数を誇っていた日立製作所(6501)は、2009年には約7,900億円の赤字という国内製造業で過去最大の赤字を計上し、「沈む巨艦」とまで言われました。しかしその後、多岐にわたる大変革を行い、今では見事復活を果たしたと言えるでしょう。日立の取り組みは以下のようなものでした。

1. 事業構造改革とポートフォリオの見直し

経営危機を乗り越えるため、日立は事業ポートフォリオの大幅な見直しを行い、非中核事業の売却や再編を進めました。その結果、社会インフラや産業インフラをデジタル技術で変革する「社会イノベーション事業」へと注力する体制を構築しました。この取り組みにより、伝統的な製造業から先進的な企業への飛躍を遂げました。

かつて20社以上あった子会社は、売却や完全子会社化で2022年度にはゼロになりました。また、約1000社あった事業子会社数も2024年3月期時点で600社未満まで減少しています。

2. デジタル変革（DX）の推進

日立は、デジタル技術を活用した変革(DX)を推進しています。特に、ITとOT(Operational Technology)を融合させたプラットフォーム「Lumada」を中心に、デジタルセントリックな企業への転換を図っています。これにより、社会イノベーション事業の成長を持続的に加速させることを目指しています。

3. 人材戦略と組織文化の変革

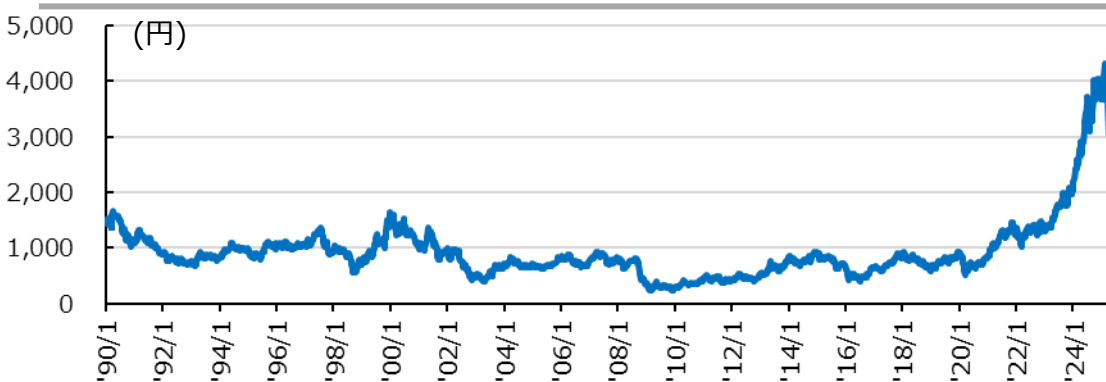
日立は、経営戦略と連動した人材戦略を展開しています。具体的には、ジョブ型人材マネジメントへの転換、多様な人材の活用(Diversity & Inclusion)、学びを称賛し挑戦と成長を促す組織風土の醸成などを進めています。これらの取り組みにより、変化に強い組織基盤を構築しています。

4. グローバル化の推進

日立は、グローバル市場での競争力強化を目指し、海外事業の拡大や人材の多様化を進めています。2023年3月期の決算では、連結売上収益10.8兆円、従業員数32万2,000名のうち、60%が海外の従業員となっており、多様な人材が新たな日立文化を創出しています。

これらの取り組みにより、日立製作所は経営危機からの脱却を果たし、持続的な成長を実現しています。今後も、デジタル技術の活用や人材戦略の深化を通じて、社会課題の解決に貢献する企業としての進化を続けていくことが期待されます。

日立製作所(6501)株価チャート



(出所) RefinitivのデータよりFintegrity作成

Disclaimers

- ・本資料は、ご参考のためにFintegrity株式会社が独自に作成したものです。
- ・本資料は、投資判断の参考となる情報の提供を目的としており、有価証券の購入または売却を勧めるものではありません。また、本資料によって何らかの行動を勧誘するものでもありません。また、将来の投資成果を保証するものでもございません。銘柄の選択、投資の最終決定はご自身のご判断で行ってください。
- ・本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。
- ・本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、Fintegrity株式会社はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。
- ・また本資料のいかなる部分も一切の権利はFintegrity株式会社に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

金融商品取引法に基づく表示事項

広告等の規制（金融商品取引法66条の10）

金融商品仲介業者 Fintegrity株式会社

登録番号 近畿財務局長（金仲）第482号

【所属金融商品取引業者等】

あかつき証券株式会社金融商品取引業者関東財務局長（金商）第67号

【加入協会】

日本証券業協会 一般社団法人金融先物取引業協会 一般社団法人日本投資顧問業協会

【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上場する株式（売買単位未満株式を除く。）の場合は約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。）。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます（購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む。）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」といいます。）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます。）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等の取扱商品等に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

商号等の明示（金融商品取引法66条11）

- ・弊社は所属金融商品取引業者等の代理権を有しておりません。
- ・弊社は、いかなる名目によるかを問わず、その行う金融商品仲介業に関して、お客様から金銭若しくは有価証券の預託を受けることはありません。
- ・所属金融商品取引業者等が二以上ある場合、お客様が行おうとする取引につき、お客様が支払う金額または手数料等が所属金融商品取引業者等により異なる場合は、商品や取引をご案内する際にお知らせいたします。
- ・所属金融商品取引業者等が二以上ある場合は、お客様の取引の相手方となる所属金融商品取引業者等の商号または名称を商品や取引をご案内する際にお知らせいたします。

