

リパトリエーションに向かう世界マネー 外れた「関税＝ドル高」理論、対外純債務の罨

関税により製造業の国内回帰と製造業ルネッサンスを図り関税収益を所得減税の財源に充てるトランプ革命は当初、「関税＝ドル高」理論でインフレ抑止とされたが、関税の「不確実性」と「米国例外主義(US Exceptionalism)」剥落、膨大な対外純債務などを嫌気した海外投資家の「米国離れ」がドル安を促しインフレ再燃と景気悪化を懸念させる。

米対外純債務4100兆円超への未曾有の膨張

あるヘッジファンド幹部によれば、「インフレ増税である関税がドル高を促すどころか、逆にドル安を促す結果となっている理由の一つに『米国例外主義(US Exceptionalism)』剥落と対外純債務国・米国の覚醒、トランプ関税の朝令暮改を嫌気した海外投資家の『米国離れ』がある」という。

事実、年初1月の米議会公聴会でベッセント財務長官は「仮に10%の関税ならば4%のドル高になり、米国民に（関税負担が）そのまま転嫁されるわけではない」と説明していた。米国が関税を発動すれば、相手国は輸出競争力を維持すべく現地通貨安を促すか、輸出が減少し稼いだドルを現地通貨に交換する需要が減るからドル高になるとの理屈だ。

しかし「関税＝ドル高」理論が外れ、米金融大手モルガン・スタンレーは5月末に「米経済の減速や国債利回り低下等にドル安基調が続く、今後1年でドル指数は91まで下落する」と予想する。既に、ドル/円は年初1月の157円台から6月3日時点で143円台、ユーロドルは1.03ドル台から1.13ドル台と急ピッチでドル安が進み、総合的なドルの強さを示す「ドル・インデックス」は99台と昨年末から8%下落した。

つまり、膨大な借金で成長を支える債務・資産の両建てで経済により2008年に10兆ドルだった米政府債務が今や37兆ドルに膨れ上がると共に、2024年末の米国の対外純債務が約4109兆円と未曾有の領域に膨らみ、貿易赤字とその元凶の財政赤字の「双子の赤字」が耐えがたい水準に達したことへの市場の覚醒である。

23年末の対外純債務は約2805兆円だったから何と1年間で46%もの急増であり、この異常な債務膨張に「米国例外主義」の剥落、朝令暮改のトランプ関税「TACOトレード」が金融資本・為替市場を翻弄して外国マネーによるトリプル安「米国売り」が顕在化した。TACOは「Trump Always Chickens Out (トランプ大統領はいつも恐れて退く)」の略で関税などトランプ氏が強硬姿勢を打ち出しても朝令暮改となって直ぐに軟化するから慌ててリスク・オフに便乗する必要がないとの皮肉を込めて英FT紙のロバート・アームストロング氏が名付けた。

そして、金融資本・為替市場を翻弄する「TACOトレード」が実体経済を映し出す米景気指標にまで波乱の痕跡を現出させつつある。その象徴がアトランタ連銀「GDP Now」米4-6月期実質GDP成長率予想の4.6%への大幅な上方修正である。

「第2Q実質個人消費支出の伸びと実質民間国内総投資の伸びがそれぞれ3.3%と-1.4%から4.0%と0.5%に増加した(the nowcasts of second-quarter real personal consumption expenditures growth and real gross private domestic investment growth increased from 3.3 percent and -1.4 percent, respectively, to 4.0 percent and 0.5 percent)」(アトランタ連銀「GDP Now」)。

言うまでもなく、輸入が大幅減少との予想はトランプ関税を控えた駆け込みの反動に

他ならず、米国への輸入が減る一方で、米国からの輸出は増えていない。結局、2期連続マイナス成長は避けられ、4.6%という高成長にも拘わらず、貿易・財政「双子の赤字」を国内貯蓄で賄えず外国資本に頼り純債務国に陥った米国の「国際収支発展段階説」説がある。

経済学者クローサー氏による国際収支「発展段階説」に伴う「債権取り崩し国」という最終段階に米国が位置づけられている現実を市場が覚醒、そこには「トリフィンのジレンマ (Triffin's dilemma)」がある。

世界経済の自立的な成長に伴って、通貨の需要は傾向的に増加する一方、米国がドルの供給量を抑制すれば、通貨価値が持続的に上昇しデフレが発生。デフレ定着で企業や家計は先行きも物価が下落していくと予想、結果、大規模な不況が発生する。米国がドルの供給を抑制しなければ、他国の経済成長に伴い、米国の国際収支の赤字は持続的に拡大、国際収支の累積的な赤字は米国の信用力毀損となってドル基軸通貨としての地位が維持できなくなる。

OECD米25年成長予想3.1%から2.9%に下方修正

「世界経済は底堅い成長と低インフレの時代からより不確実な道程へ移行した ("The global economy has shifted from a period of resilient growth and declining inflation to a more uncertain path.")」一、「我々の最新経済予想は、今日の政策の不確実性が貿易と投資を弱体化させ、消費者と企業の信頼感を低下させ、成長見通しを抑制していることを示している ("Our latest economic outlook shows that today's policy uncertainty is weakening trade and investment, diminishing consumer and business confidence and curbing growth prospects.")」一。

経済協力開発機構 (OECD) Mathias Cormann (マティアス・コーマン) 事務総長は6月3日こう喝破し関税脅威を踏まえ世界経済の成長予測を引き下げた。

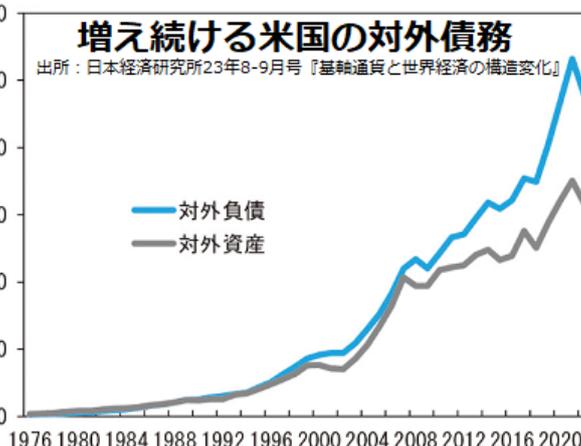
OECDは3日公表の最新「Economic Outlook (経済見通し)」で2025年の世界経済成長率予測を2024年12月の3.3%、2025年3月の3.1%から5月中旬の関税率が26年まで据え置くとの前提で2.9%に下方修正した。当然ながら、米国やその主要な貿易相手国カナダや中国、メキシコ等が関税の影響を最も受け、特に米国の成長率は2024年の2.8%から今年1.6%、2026年1.5%予想へ昨年12月予測2.4%と2.1%から急減速、トランプ関税の悪影響を浮き彫りにした。

トランプ政権が始めた貿易戦争が企業や消費者の信頼感を揺るがし、多くの「不確実性」を生み出し、高関税環境下で物価が上昇することがほぼ確実視されることからインフレ圧力が加わり25年の世界経済は従来予想より成長鈍化が予測される。

一方、第1次トランプ政権時代にFRB理事に任命されたウォラーFRB理事は6月3日、韓国銀行 (中央銀行) がソウルで主催した会議の講演テキストで「実効関税率が私の想定する低関税シナリオに近い水準で落ち着き、基調的インフレ率が2%目標に向けて着実に前進し、労働市場が堅調を維持すれば、年内に『良いニュース』に基づく利下げを支持することになるだろう ("I support looking through any tariff effects on near term-inflation when setting the policy rate, "If tariffs settle in the lower end of the range of possibilities and "underlying inflation continues to

make progress to our 2% goal" with a still "solid" job sector, "I would be supporting 'good news' rate cuts later this year,")」と年内の利下げの可能性に言及した。

ウォラー理事は関税交渉を通じて「低関税」シナリオ (関税率10%) に着地していくシナリオでは関税のインフレに与える影響は一時的で雇用削減は「控えめな規模」にとどまる可能性があるとした。



また、ウォラー氏は韓国銀行総裁との対談で、最近の米長期国債利回り上昇について米財政赤字に対する懸念の高まりが原因と指摘、市場は財政再建に向けた一定の進展を期待していたが連邦財政赤字は今後暫くの間2兆ドル(約287兆円)近辺、GDP比約6%にとどまると見込まれていると語った。トランプ米大統領の利下げ要求に対しパウエル議長は5月FOMC後の会見で様子見を続ける考えを強調した。5月28日公表の議事要旨でも多くの参加者がインフレ高止まりリスクに言及し、次回6月FOMC(17-18日)に控えてウォラー氏のハト発言が注目を集めた。

パウエル氏の任期は26年5月、トランプ氏は利下げに前向きな人物を指名するとされ、候補者はその意向を無視できない。ウォラー氏は第1次トランプ政権で指名され上院で承認され「次の議長」に近い人物であり、当然、ウォラー氏のハト派発言は次の議長ポストを狙った発言との見方が浮上している。

ロックフェラー・インターナショナルのルチル・シャルマ会長は英FT紙3月24日電子版『The end of American exceptionalism goes way beyond Trump(米国例外主義の終焉はトランプを凌駕する)』と題する寄稿文で、「近年、世界の株式市場ファンドに投資された資金の80%以上が米国に流入した。過去10年間で米国株の保有額を20兆ドルへと3倍超に増やした外国人投資家は現在、米国株式市場の30%を占めに至り過去最高を記録している(In recent years, more than 80 per cent of the money invested in stock market funds worldwide went to the US. Having more than tripled their American equity holdings to \$20tn over the past decade, foreigners now own 30 per cent of the US stock market, a record high)」と揺らぐ「米国例外主義」を懸念してみせた。

物価高や金融引き締めをもろともしない米国経済の突出した強さが「米国例外主義」と評され、米上場企業の時価総額が24年に何と22年ぶりに世界の5割に達し、米S&P500指数が23年+24%、24年+23%と2年連続で2割を越え「米国一強」を見せつけた。しかし、今や米国株に蝟集した世界の投資マネーはリパトリエーション(国内回帰)へと向かいつつある。



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。