

解放記念日のトランプ関税：最初のチェック



MONICA DEFEND
Head of Amundi
Investment Institute



VINCENT MORTIER
Group Chief Investment
Officer



ALESSIA BERARDI
Head of Emerging Macro and
Strategy Research - AII*



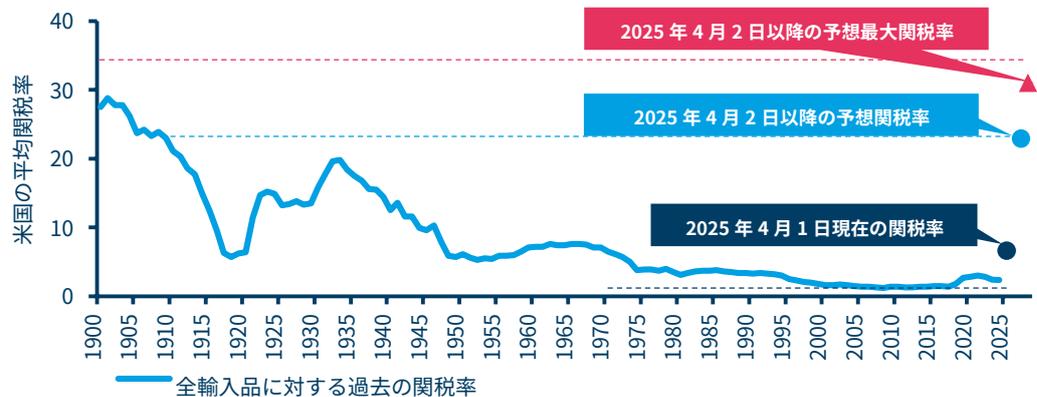
AIDAN YAO
Senior Investment
Strategist, Asia, AII*

- トランプ大統領は予想以上に関税を上げ、既存の貿易体制の「無害化」に向けた大きな一歩を踏み出した。10%の基本税率に加え、主要貿易相手国に対して最大49%の相互関税を課し、さらに自動車輸入には25%の関税をかけることが確定された。米国の実効関税率は20%以上に上昇し、過去100年間で最高水準になると予想される。交渉は激化し、特にカスタマイズ関税が実施される4月9日まで不透明感が高まると予想される。
- 影響を受ける主な国：**アジアが最も高い関税率に直面し、中国だけでなく韓国や東南アジアの大半の国々が影響を受ける。長期的には、グローバル化の鈍化が続き、サプライチェーンの再編が進み、新たな地域連合が生まれることとなろう。
- 米国経済の減速：**関税は、短期的にはインフレ率を急上昇させる可能性があるが、実際に大きな影響が出るのは経済成長率であろう。政策の不透明感が高まる中、米国経済は、すでに大幅な減速に直面しており、実際、米国の景気後退のリスクは高まっている。しかしながら、現段階で景気後退を予想するのは時期尚早であろう。
- 投資見通し：**このような大幅な関税引き上げは、これまで市場に織り込まれていなかったため、まず、ボラティリティの上昇という反応が見られた。交渉に意味のある進展が見られ、新たな貿易の枠組みが具体化しない限り、この傾向は今後数週間続き、この間、市場のボラティリティは高止まりするであろう。コストの上昇（人件費と生産コスト）によって、収益の伸びが圧迫される可能性がある。金融レジームが揺らぐ可能性も高まっているため、株式の見通しを引き下げた。引き続き、株式へのヘッジと金投資を継続することが重要と考える。米国株については、中小型株は恩恵を受ける可能性がある一方、メガキャップへの影響がより顕著になろう。株式の地域配分では、引き続き、新興国を選択的に組み入れるなど、分散を重視する。デュレーションについては、欧州はポジティブ、米国は中立に近いスタンスで、引き続き、アクティブな姿勢を継続する。為替については、予想した通り、米ドルには引き続き圧力がかかると恐れ、円が、経済環境が急激に悪化した場合のセーフヘイブンとしてより機能するであろう。

発表された関税の内容

トランプ大統領は、世界貿易システムに対して、この100年近くで最も重大な挑戦に着手した。一律10%の基本税率に加え、米国の最大貿易相手国のいくつかに対して10%から49%の相互関税（次ページの表参照）が導入されるが、これは、市場の想定、さらには就任前の選挙運動中の公約さえも上回っている。自動車輸入に対する25%の関税も確定した

図表 1 | 米国の平均関税率, %.



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグのデータ（2025年4月3日現在）。

「完全に実施されれば、米国の平均関税率は20%を超え、過去100年間で最高水準となる。」

With the contribution of
MAHMOOD PRADHAN,
Head of Global Macroeconomics, AII*

LAURA FIOROT
Head of Investment Insights and Client
Division, AII*

*Amundi Investment Institute

2025年4月2日に発表された主な相互関税

相互関税			相互関税		
国	米国からの輸入品への関税率(含む為替操作、貿易障壁)	相互関税	国	米国からの輸入品への関税率(含む為替操作、貿易障壁)	相互関税
China	67%	34%	Peru	10%	10%
European Union	39%	20%	Nicaragua	36%	18%
Vietnam	90%	46%	Norway	30%	15%
Taiwan	64%	32%	Costa Rica	17%	10%
Japan	46%	24%	Jordan	40%	20%
India	52%	26%	Dominican Republic	10%	10%
South Korea	50%	25%	United Arab Emirates	10%	10%
Thailand	72%	36%	New Zealand	20%	10%
Switzerland	61%	31%	Argentina	10%	10%
Indonesia	64%	32%	Ecuador	12%	10%
Malaysia	47%	24%	Guatemala	10%	10%
Cambodia	97%	49%	Honduras	10%	10%
United Kingdom	10%	10%	Madagascar	93%	47%
South Africa	60%	30%	Myanmar (Burma)	88%	44%
Brazil	10%	10%	Tunisia	55%	28%
Bangladesh	74%	37%	Kazakhstan	54%	27%
Singapore	10%	10%	Serbia	74%	37%
Israel	33%	17%	Egypt	10%	10%
Philippines	34%	17%	Saudi Arabia	10%	10%
Chile	10%	10%	El Salvador	10%	10%
Australia	10%	10%	Côte d'Ivoire	41%	21%
Pakistan	58%	29%	Laos	95%	48%
Turkey	10%	10%	Botswana	74%	37%
Sri Lanka	88%	44%	Trinidad and Tobago	12%	10%
Colombia	10%	10%	Morocco	10%	10%

出典:CNBC、ホワイトハウス、2025年4月2日

ほぼ即時に発効（基本税率は4月5日、相互関税は9日）するこれらの措置により、米国の実効関税率は現在の6.6%から20%を超え、過去100年で最も高い水準になると推定される（図表1）。カナダとメキシコに対する保留中の措置や特定のセクターに対する措置が実施されれば、30%に達する可能性がある（図1の予想最大関税率）。

最も影響を受けるのは誰か？

「アジアは最も高い関税率に直面し、中国だけでなく韓国や東南アジアの大半の国々に影響が及ぶ。」

トランプ大統領が世界貿易システムのリバランシングを目的としていることから、関税は特に「アジアの工場」（中国だけでなく、ASEAN¹や韓国も）を直撃している。ラテン・アメリカと欧州は比較的影響が少なく、カナダとメキシコはUSMCA²の議論が並行して進んでいるため、取り上げられていない。

ラテン・アメリカは輸入関税が「わずか」10%で、相対的な勝者として浮上している。メキシコは今のところ相互関税の対象から外れている。すべての外国車に25%の税金がかかるが、メキシコからの自動車部品は免除されているようだ。さらに、アメリカにとって重要な素材であるチリの銅も、この関税から除外されているようだ。

アジアに関しては、いくつかの疑問が残る：現在の自由貿易協定（FTA）はどうなるのか？台湾とその対米チップ輸出にはどのような影響が出るのか？台湾の大手半導体企業は、すでにアリゾナで

¹ASEANとは東南アジア諸国連合のことで、ブルネイ、カンボジア、インドネシア、ラオス、マレーシア、ミャンマー、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムを含む。

²USMCA: 米国・メキシコ・カナダ協定。

生産能力を拡大しているが、この延長線で、米国に移転する企業に対する免除措置が検討されているようだ

同時に、いくつかの数値は、依然、不明確なままとなっている。例えば、いわゆる「チャイナ・ディスカウント」は本当の意味でのディスカウントではない。トランプ政権は、現在、合計 54% (34%+20%) の関税を検討している。さらに、トランプ大統領は別の大統領令で、中国からの小口の出荷に対するデミニミス (少額については対象としない) での免税措置を撤廃しようとしており、これはオンライン・プラットフォームを通じて行われる中国の販売業者から米国の顧客への直接販売に影響を及ぼすことになる。(2018~21 年度のデミニミスでの輸入の 64%は中国からで、1490 億ドルに達している。)

「トランプ大統領は、報復の可能性を低下させ、交渉の可能性を開こうとしている。」

これから何が起きることが想定されるか？

この発表によって関税の不透明感はある程度解消されたが、他の国々が交渉で、どのように対応するか、また報復措置が取られた場合にトランプ大統領がどのような反応を示すかを見極める必要があり、状況が完全に明らかになったわけではない。

トランプ大統領は、『われわれは、あなた方が、われわれに課税している額の半分しか課税していない』と述べることで、報復の可能性を低下させようとしている。しかし、米国製品は、中国から 67%、EU から 39%の関税を課されていると主張する米国の関税評価に、中国と EU が同意する可能性は低い。この評価は、各国の対外バランスに基づくものであり、非貿易障壁、為替操作、その他の差別的措置も評価の一部になっていた可能性が高いため、実質的な関税率とは言えない。したがって、この評価には交渉の余地が残されている。

トランプ大統領はまた、「貿易赤字がもたらす脅威が...改善され、解決され、軽減されたと判断するまで」関税を継続することを示唆している。英国やシンガポール等から交渉案が出始めており、今後数日間、ニュースの流れは非常に流動的なものになると予想される。

4月5日に設定される10%の世界共通関税は、期限も近く、世界レベルでの再交渉も難しいことから実施される可能性が高いが、4月9日に向けて発表されたカスタマイズ関税は、交渉の余地がかなり大きく、変更される可能性もある。

現在展開されていることは、既存の貿易・金融レジーム体制を再編しようとするトランプ大統領の取り組みの第一波に過ぎないと考える。「長期的な利益のための短期的な痛み」という理念に基づけば、経済と金融市場のある程度の調整は最初の一步として許容されるかもしれない。やがて、新たな財政出動と減税の可能性が、経済と金融市場の双方に新たな勢いをもたらすことになる予想される。

関税は経済にどのような影響を与えるか？

米国経済は、主に、極端な政策の不透明感に影響され、わずか3ヶ月前の市場予想を上回るスピードで減速している。差し迫る、予想以上の関税は、失業率上昇への懸念の高まりとともに、すでに急低下しているように見える企業や消費者のセンチメントを、さらに悪化させることになる。関税は短期的には間違いなくインフレ率を上昇させるであろうが、中期的な影響は、成長に、よりマイナスになるとアムンディは考えている。実際、関税は、インフレよりも、成長への大きな懸念となっている。

米国の景気後退リスクは高まっているが、現時点で景気後退を予想するのは時期尚早である。FRBは今年後半にも利下げを再開すると予想され、原油価格も引き続き低迷している。加えて、家計と企業のバランスシートは過度に拡張した状態にはなっていない。要するに、景気後退の典型的なト

「関税は成長とインフレのバランスを悪化させる。」

リガーは存在していない。しかし、高いインフレ上昇圧力は継続し、今年の成長率は潜在成長率を下回る大幅な減速が予想される。アムンディの予想に対する主なリスクは、継続する政策の不確実性に起因するものであろう。

世界的に見て、昨日の発表とその規模で、交渉の出発点が確立された。今後の展開（報復、他国との貿易同盟、例えば中国-韓国-日本、譲歩...）とそのタイミングを予想することは難しい。これらの要因は、様々な成長およびインフレの動向に直線的な、および非直線的な影響を及ぼすことになる。

市場の反応はどうだったか？

市場の反応は、特に株式市場全体においてネガティブで、本稿執筆時点で米国株式指数は 4~5% 急落、ストックス・ヨーロップ 600 は 2.6%、日経平均は 2.8% 下落して引けた。米国 10 年国債利回りは年初来最低水準を下回る 4.05% に達した。2 年国債利回りは 3.73% で、市場が 3 回の利下げを織り込んでいることを反映している。債券投資家にとって、成長への懸念は、引き続きインフレ懸念以上となっている。主に、金、円、国債のデュレーションといったセーフヘイブン資産がメリットを享受している。一方、ドルの役回りは変化し、これまで想定してきた不透明な局面でのセーフヘイブンではなく、むしろ「米国のリスクの代表者」のように見られてきている。

投資への影響は？

「パンドラの箱は開かれた。今は、株式と金利の両方で、ボラティリティが高まり、乖離した動きが増えると予想すべき時であろう。」

パンドラの箱は開かれた。今は、株式と金利の両方で、ボラティリティが高まり、乖離した動きが増えると予想すべき時であろう。

米国経済減速の影響、アジアで芽生えつつある新たな同盟関係、トランプ大統領のモーニングコールに対する欧州の反応を市場が見極める中、米ドルへの圧力は続くだろう。このような背景から、アムンディは、年初にお伝えした 2025 年の見通しを再確認する：

- 経済成長の方向性について高い確度を持つには時期尚早だが、米国の景気後退の可能性は、依然、低いと引き続き考えている。しかし、関税は、主にコスト（特に生産者価格と人件費）の上昇を通じて利益率を圧迫し、企業収益に影響を与えると予想される。さらに、関税の影響を最も受けやすいセクターは、さらなる後退に見舞われる可能性がある。大企業が最も大きな打撃を受ける可能性がある一方で、中小型株はより高い回復力を発揮する可能性がある。
- 金融レジームが下降局面に向かう可能性が高まっているため、株式の見通しを引き下げた。株式については、選別しながらも、新興国（例えば、経済支援のために財政支出を増加させる予定の中国やインド）と欧州への分散したエクスポージャーを 선호する。
- 成長だけでなく、インフレ圧力に対するリスクも高まっているため、デュレーションへのアクティブなスタンスの継続がカギとなる。アムンディは現在、欧州のデュレーションを 선호する一方、米国のデュレーションについては中立のスタンスを継続している。
- アムンディは、金での分散投資の強化に引き続き注力し、業績見通しがさらに悪化する可能性に備えて米国株のヘッジも継続する。同時に、経済環境が予想よりも早く悪化した場合に備えて円が最適なヘッジであると考えられることに変わりはない。

Amundi Investment Institute

In an increasing complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Investment Institute. This independent research platform brings together Amundi's research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella; the Amundi Investment Institute. Its aim is to produce and disseminate research and Thought Leadership publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.

Discover more from Amundi at www.amundi.com or visit us on



Definitions

- **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

Important information

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of 11 March 2025. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

Date of first use: 3 April 2025.

Document ID: 4376482.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 91-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

CHIEF EDITORS	EDITORS
<p>MONICA DEFEND Head of Amundi Investment Institute</p>	<p>CLAUDIA BERTINO Head of Investment Insights, Publishing and Client Development, Amundi Investment Institute</p>
<p>VINCENT MORTIER Group CIO, Amundi</p>	

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、予想意見等(以下、見通し等)は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務(直接的、間接的を問わず)を負うものではありません。弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号: 関東財務局長(金商)第 350 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

日本証券業協会 一般社団法人第二種金融商品取引業協会

4378387