

米国の保護主義化と景気・金融市場

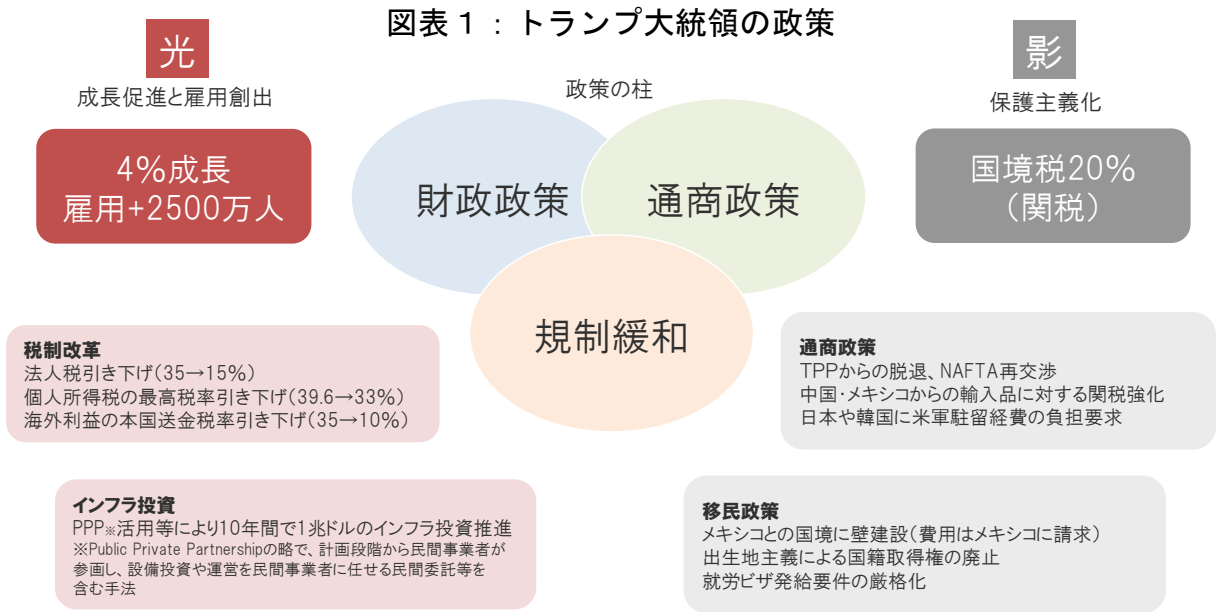
目次

- I. はじめに
- II. 米国の保護主義化が懸念される背景
- III. 保護主義化が世界景気に与える影響
- IV. 金融市場への影響
- V. まとめ

年金運用部 市場分析戦略グループ 調査役補 奥山 浩平

I. はじめに

今年度の内外景気および金融市場を展望する上で、最も重要な鍵を握ると考えられるのがトランプ新政権の動向である(図表1)。大幅減税・規制緩和・インフラ投資拡大など「光」の側面に対する期待がある一方で、保護主義的な通商政策など「影」の側面に対する不安も根強い。米国を中心とした主要国による財政拡張が、長期停滞に陥った先進国経済の「光」となるのか？それとも、米国の保護主義化という「影」に覆われ、新たな経済危機に陥るのか？本稿では、筆者が特に重要と考える「影」の部分にフォーカスし、米国の保護主義化による景気および金融市場への影響について考察する。



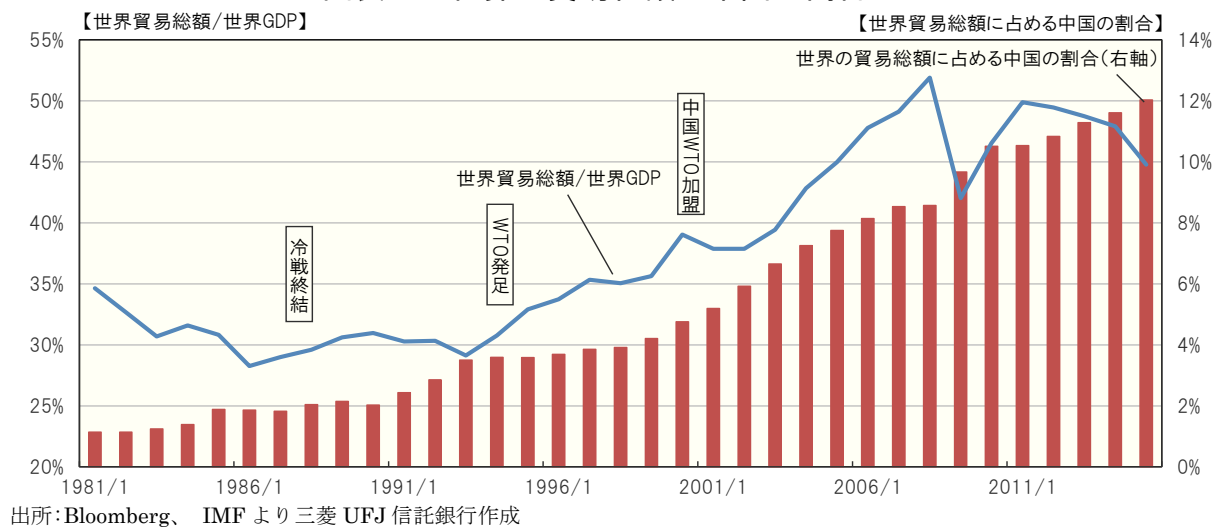
出所：トランプ大統領の公約等をもとに三菱UFJ信託銀行作成

Ⅱ．米国の保護主義化が懸念される背景

1. グローバル化の歴史と中国の台頭

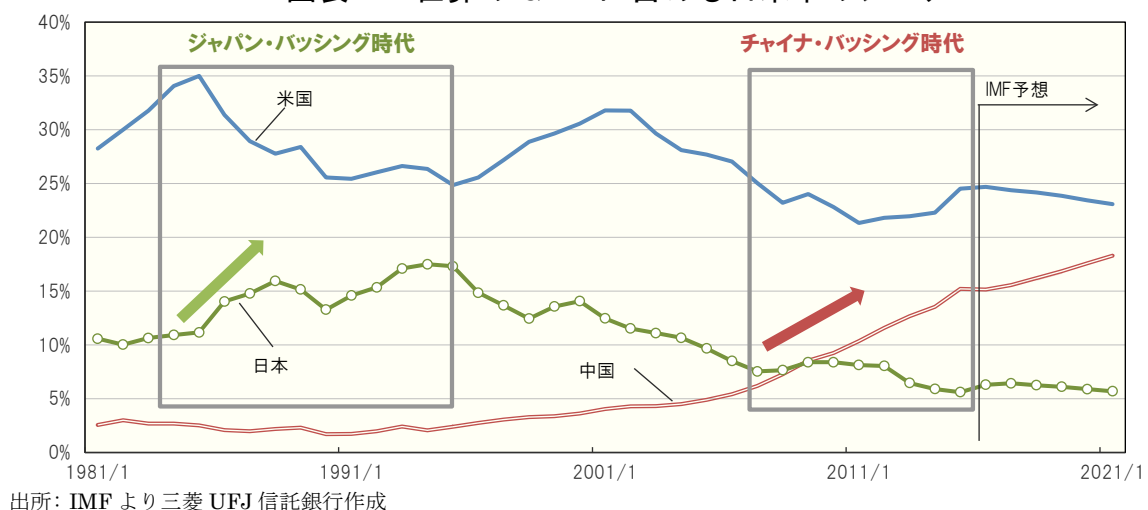
1989年に、資本主義陣営(西側)を率いる米国と社会主義陣営(東側)を率いるソ連が冷戦終結を宣言した。その後、ソ連崩壊とともに多くの東側諸国が資本主義へと体制転換し、西側諸国との市場統合が図られた。また、1995年にはGATT(関税および貿易に関する一般協定)の後継として世界貿易機関(WTO)が発足し、自由貿易が促進されたことで、世界の貿易総額拡大につながった(図表2)。こうしたなか、中国は2001年にWTOに加盟し、先進国と比べて安価な人件費を背景に「世界の工場」としての地位を築いた。

図表2：世界の貿易総額と中国の割合



かつて日本が「ジャパン・アズ・ナンバーワン」と評価され、世界経済における地位を急激に高めていた局面では、日米貿易摩擦が激化した(図表3)。日本の輸出攻勢に対し米国が輸入制限・為替調整・構造改革を強硬に迫る、所謂「ジャパン・バッシング」で対応したことで、日本は生産体制をアメリカにシフトせざるを得なくなり、その後のバブル崩壊に繋がった。今次局面は、中国の経済規模が米国に迫りつつあり、米国による中国批判が強まっている状況である。

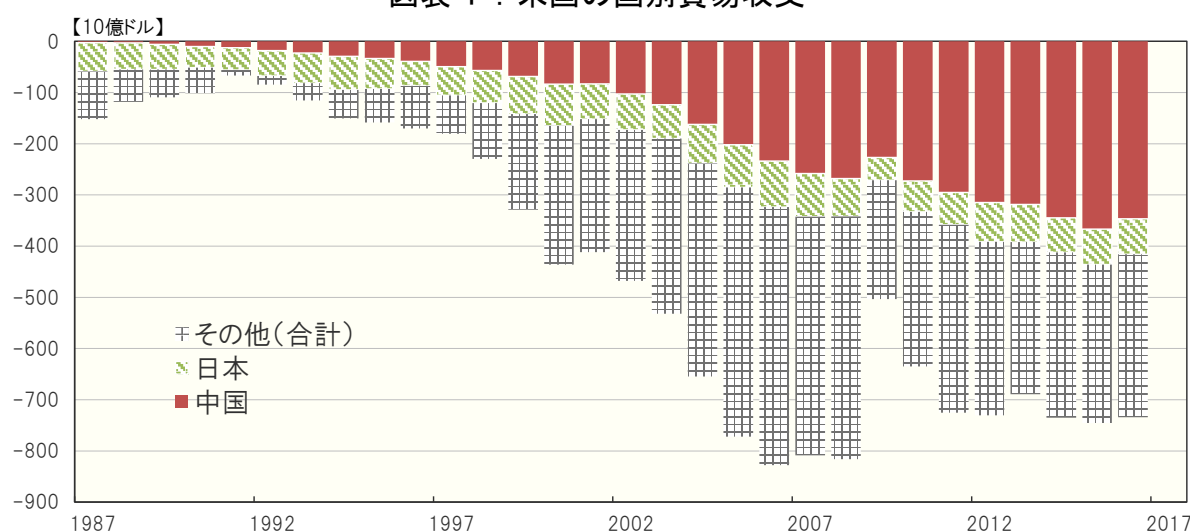
図表3：世界のGDPに占める日米中のシェア



2. 米中の貿易関係

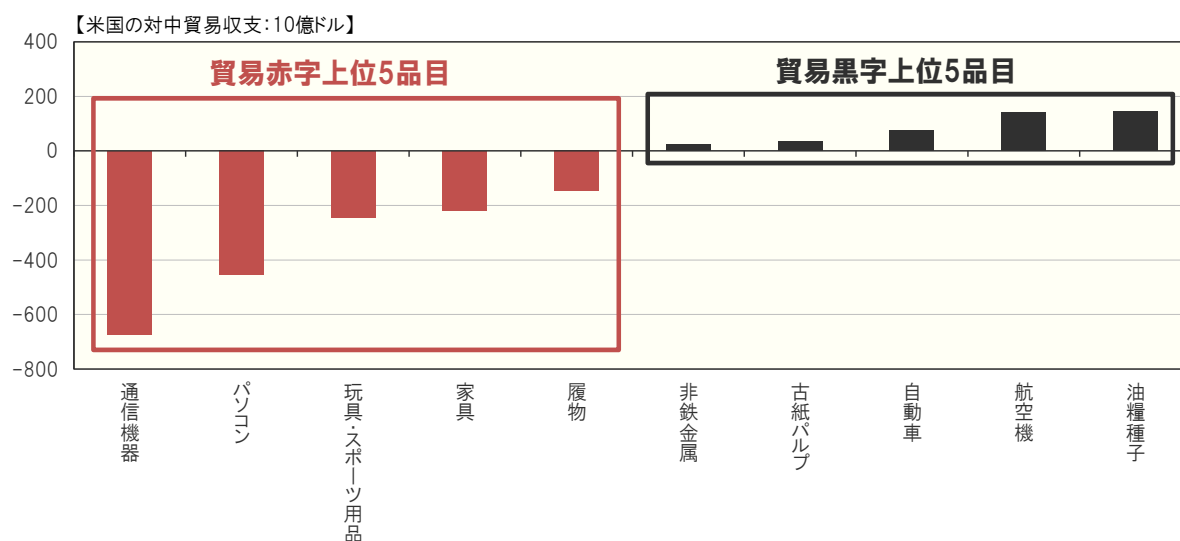
米国では、2000 年以降、中国からの輸入が急拡大した。この結果、対日貿易赤字の全体に占める割合が縮小する一方、対中貿易赤字の占める割合が拡大しており、直近 2016 年末時点では全体の約半分におよび水準となっている(図表 4)。トランプ大統領は、不公正な貿易を行っている国として、中国・メキシコ・日本・ドイツを名指しで批判しているものの、中国との貿易不均衡が突出している状況である。また、対中貿易収支の製品別内訳をみると、通信機器、パソコン、玩具、家具、履物などの赤字幅が大きく(これらの 5 品目で全体の約半分以上)、米中貿易摩擦の主戦場になることが想定される(図表 5)。

図表 4 : 米国の国別貿易収支



出所: 米商務省より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 5 : 米国の対中財別貿易収支 (2016 年)



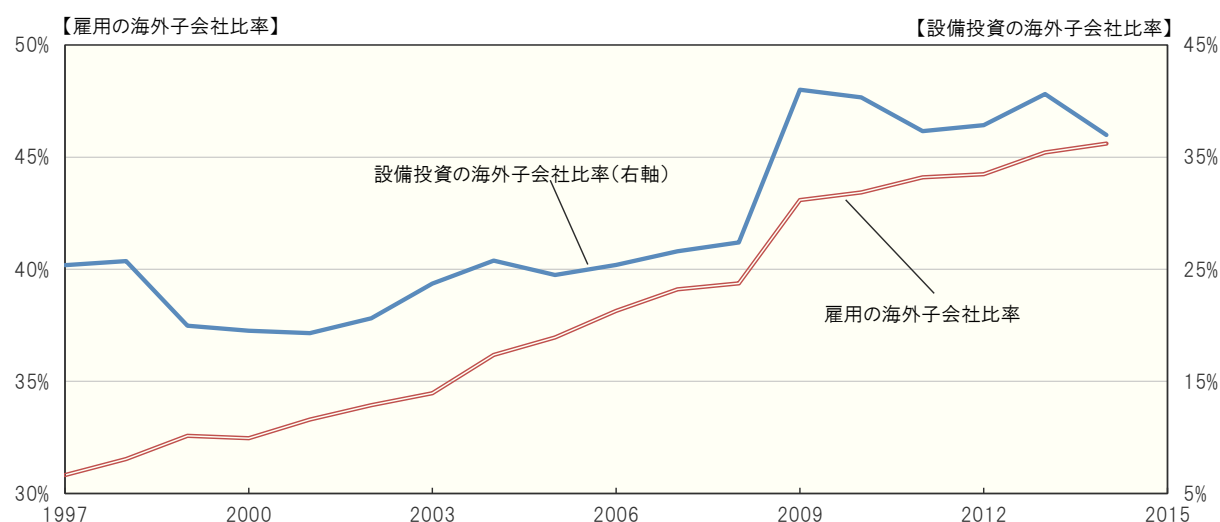
出所: 米商務省より三菱 UFJ 信託銀行作成

3. グローバリズムの副作用が顕在化した米国

中国が「世界の工場」になるとともに市場経済化を進めるなか、米企業の多くは安い労働力を求めて中国へと進出した。実際、米多国籍企業の雇用・設備投資の海外子会社比率をみると、趨勢的に上昇傾向にあり(図表6)、米国内から雇用・投資が流出している側面は見逃せない。

マサチューセッツ工科大学のオウター教授の研究では、中国からの輸入品増加により、競合する国内産業が衰退し、1999年～2011年の間に約200～240万人の米国民の雇用が失われたと推計されている。

図表6：米多国籍企業の雇用・投資の海外子会社比率



出所：米商務省より三菱UFJ信託銀行作成

また、オウター教授は、中国からの輸入増が米国政治にも重大な影響を及ぼしていると指摘している。2010年のアメリカ議会選挙を分析した研究によれば、中国からの輸入品との競争に強くさらされた選挙区では、排外主義を掲げる候補への支持が拡大したとされている。

更には、トランプ大統領が勝利した2016年の米大統領選においても、仮に中国からの輸入が半分であれば、ペンシルベニア、ウィスコンシン、ミシガンといった接戦州でトランプ大統領が敗退していた可能性が高いと分析している(図表7)。グローバル化によって雇用を奪われた米国民の不満が、「米国第一主義の下、海外から富と雇用を取り戻す」と主張するトランプ大統領の勝利につながったとの見方である。

図表7：マサチューセッツ工科大学の分析(中国からの輸入と米大統領選の投票結果)

	実際の 選挙結果	中国からの輸入が現在の水準よりも少なかった場合に想定される選挙結果		
		▲10%	▲25%	▲50%
ジョージア州	5.28%	4.97%	4.51%	3.74%
アリゾナ州	4.12%	3.78%	3.27%	2.41%
ノースカロライナ州	3.78%	3.03%	1.89%	0.01%
フロリダ州	1.27%	1.07%	0.77%	0.27%
ペンシルベニア州	1.24%	0.89%	0.37%	-0.50%
ウィスコンシン州	0.81%	0.37%	-0.28%	-1.38%
ミシガン州	0.27%	-0.08%	-0.61%	-1.49%
ニューハンプシャー州	-0.37%	-0.94%	-1.80%	-3.22%
ミネソタ州	-1.49%	-1.84%	-2.36%	-3.23%
トランプ氏の獲得選挙人	306	290	280	260
クリントン氏の獲得選挙人	202	248	258	278

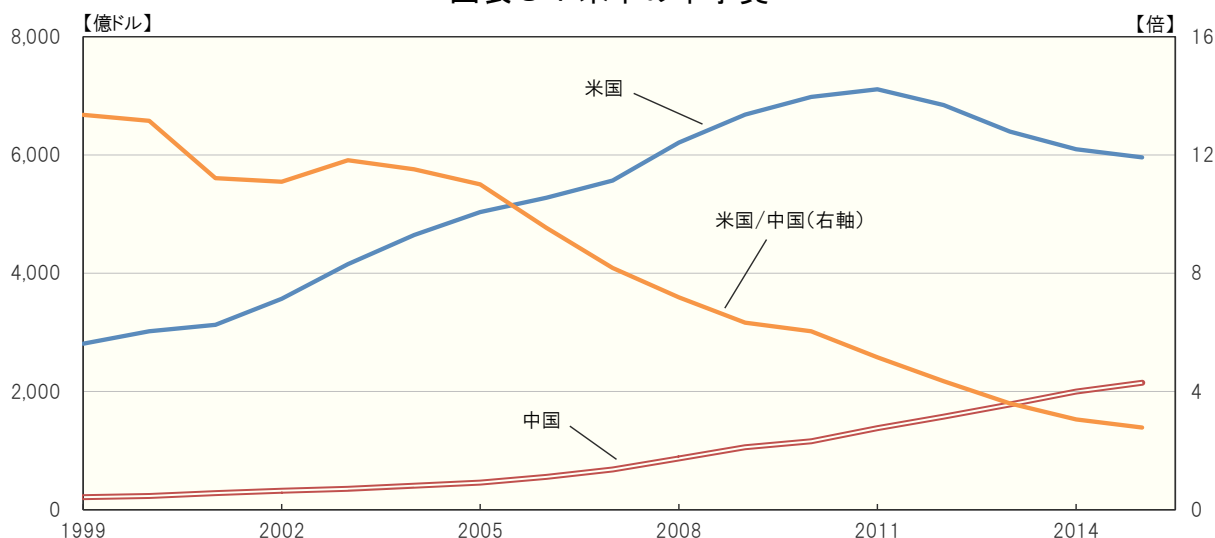
※棒グラフの数字(%)は、トランプ氏支持の票差(トランプ支持ークリントン支持)が投票総数に占める割合

出所: David H.Autor (2017) "A Note on the Effect of Rising Trade Exposure on the 2016 Presidential Election" より
三菱UFJ信託銀行作成

4. 米中対立の行方

このように、今次局面は、グローバル化を背景に台頭した中国と、自国産業がグローバル化を進めてきた副作用が顕在化している米国との対立が強まっていく恐れがある。習近平総書記は今秋に共産党大会を控え、自らの権力基盤強化のために、米国の保護主義的な措置に対して断固とした対抗手段をとる可能性がある。また、中国は近年、軍事費増強により交渉力を強めているとみられ(図表8)、地政学リスク拡大を伴う米中対立の長期化が景気・市場の懸念材料である。なお、世界有数の政治リスク調査会社ユーラシアグループも2017年の10大リスクとして保護主義化による「米国の孤立」と「中国の強硬」スタンスを指摘している(図表9)。

図表8：米中の軍事費



出所: スtockホルム国際平和研究所より三菱UFJ信託銀行作成

図表9：2017年の10大リスク

- 
- ・ **米国の孤立**
 - ・ **中国の強硬**
 - ・ メルケル政権の弱体化
 - ・ 進まない構造改革
 - ・ テクノロジーと中東の政治不安定化
 - ・ 中央銀行への政治関与
 - ・ ホワイトハウスとシリコンバレーの軋轢
 - ・ トルコ
 - ・ 北朝鮮
 - ・ 南アフリカ

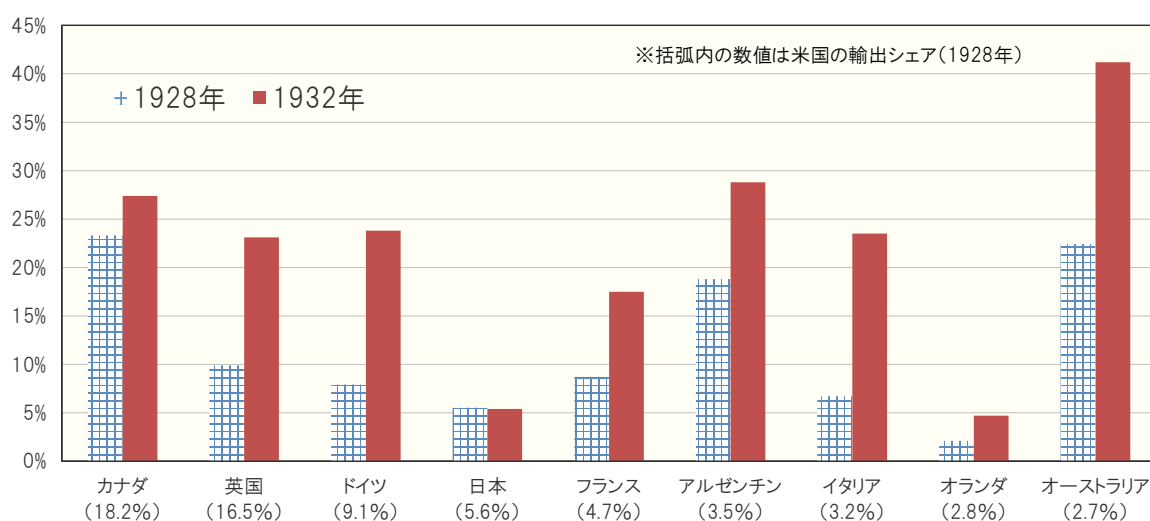
出所：ユーラシアグループより三菱UFJ信託銀行作成

Ⅲ．保護主義化が世界景気に与える影響

1. 歴史の教訓

今後、米国の保護主義化に加え、ポピュリズムの動きが拡大している欧州などにおいても反グローバル化の動きが拡大する場合、世界景気への下押し圧力が懸念される。この点、歴史の教訓として、1930年に成立したスムート・ホーリー法が参考となる。スムート・ホーリー法とは、1929年からの大恐慌の最中、フーヴァー米大統領(共和党)が国内産業を保護する目的で、約2万種類の輸入品目を対象に関税を大幅に引き上げた政策である。しかし、米国の主要な貿易相手国が報復措置として関税引き上げに踏み切り(図表10)、グローバルな貿易総額の減少につながった。

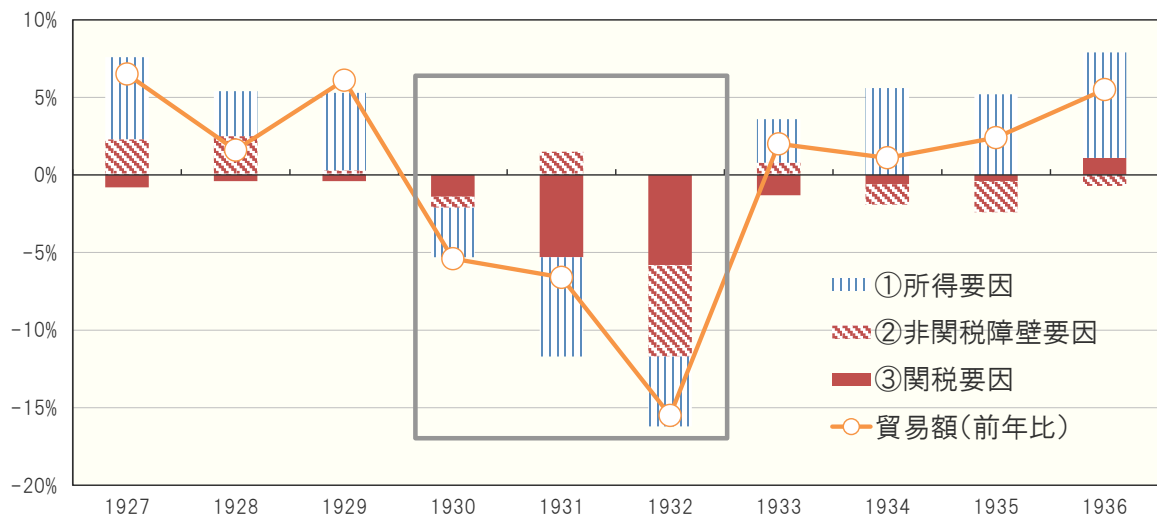
図表10：主要国の米国に対する関税の水準
(1930年のスムート・ホーリー法に対する報復措置)



出所：各種資料より三菱UFJ信託銀行作成

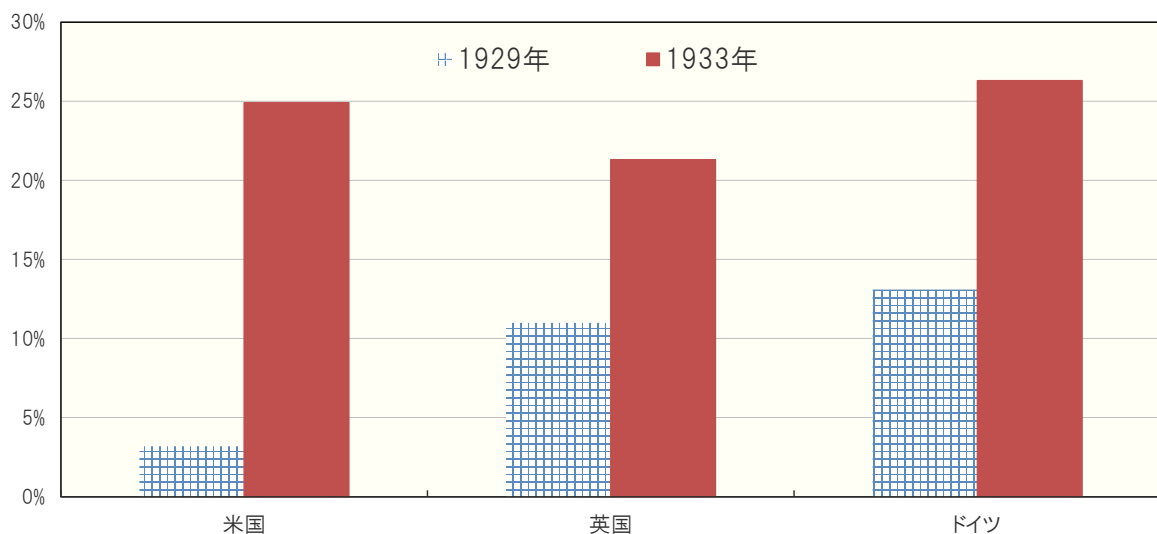
図表 11 では、スムート・ホーリー法成立前後における世界貿易の変化率を、①所得要因、②非関税障壁要因、③関税要因に分解した。1930 年以降の3年間で約▲25%（累積）落ち込んだ貿易額のうち保護主義による影響（＝②＋③）は▲16%（累積）に及んだ。また、世界大恐慌に苦しんだ当時の米国、英国、ドイツではいずれの国においても失業率が 20%を超える水準まで悪化した（図表 12）。これは、米国の保護主義化および諸外国による報復措置がグローバルな経済危機を悪化させた歴史の教訓であるが、米国において過度な保護主義化が再び実現した場合、1930 年代同様に貿易数量の規制（＝非関税障壁要因）や輸入関税引き上げ（関税要因）を通じた世界貿易総量の減少・世界経済の下押しが想定される。

図表 11：大恐慌前後の世界貿易の要因分解



出所：Jakob B Madsen “Trade Barriers and the Collapse of World Trade During the Great Depression (2001)”
より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 12：米・英・独の失業率（1929 年と 1933 年）

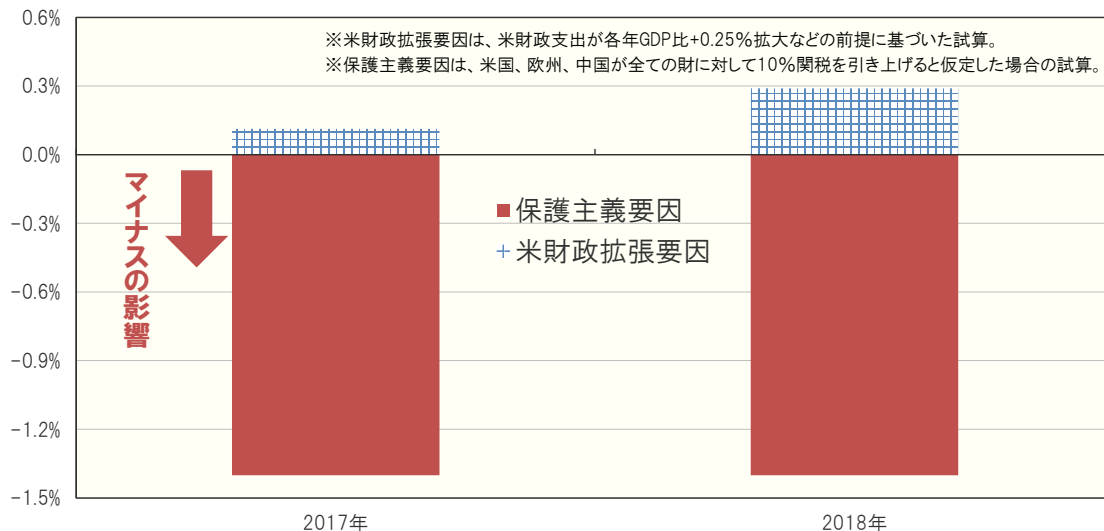


出所：宮崎犀一「近代国際経済要覧」より三菱 UFJ 信託銀行作成

2. グローバル景気へのインパクト

トランプ大統領は2国間で貿易交渉を進める方針を示しており、その具体的内容は明らかでないものの、米国の保護主義的な措置に対しては、相手国も対抗手段をとることが想定される。OECD(経済協力開発機構)の試算によれば、こうした通商摩擦が発生するシナリオにおいては、米財政拡張による景気刺激効果を減殺する悪影響が発生するとされている(図表13)。

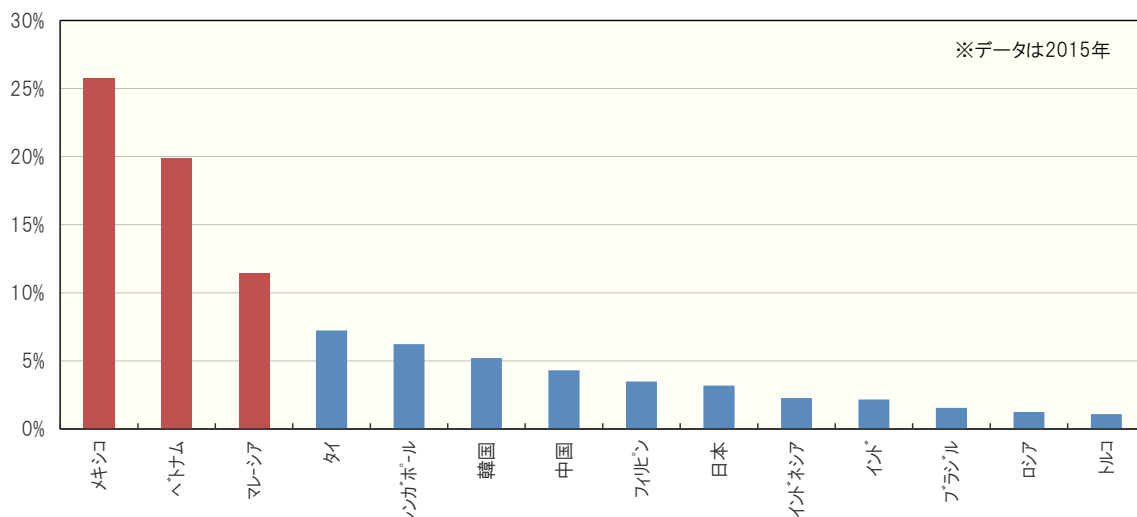
図表 13：保護主義化と米財政拡張が世界の成長率に与える影響



出所:OECD より三菱 UFJ 信託銀行作成

世界各国の GDP に占める米国向け輸出比率をみると、メキシコのほかアジア諸国が大きく、新興国中心に米国の保護主義化による影響が相対的に大きくなると推測される(図表14)。また、アジア諸国は多くの製品を中国など他国経由で最終需要地の米国に輸出しているため、米国が関税引き上げなどの保護主義的な措置を強化した場合、米国との直接的な貿易関係から推測される規模以上に景気下押し圧力が強まる見込みである。

図表 14：各国の GDP に占める米国向け輸出



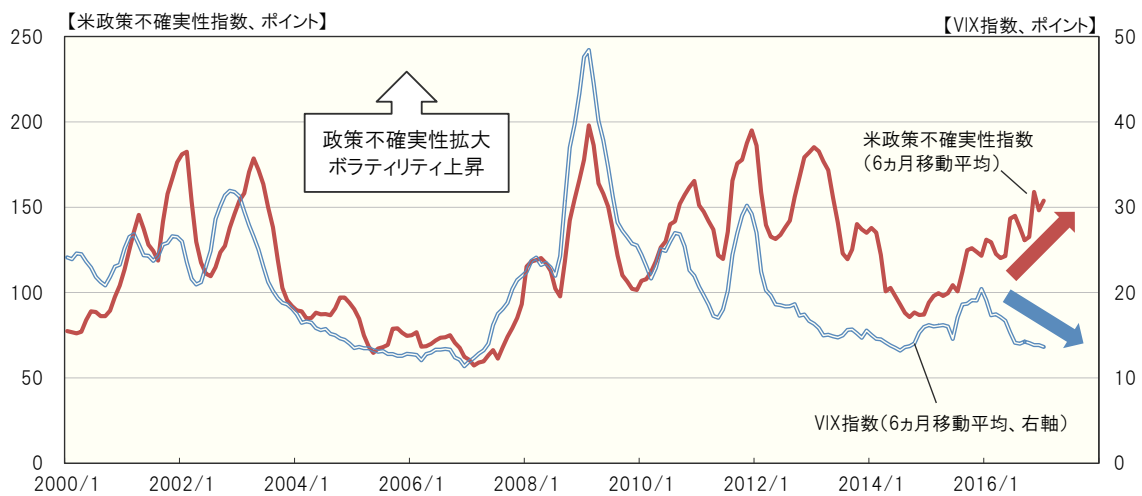
出所:IMF、Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

IV. 金融市場への影響

1. 米国株式への影響

米国の保護主義化に対する懸念が熾るなか、米国の政策不確実性指数(新聞記事等をもとに政策の不確実性を指数化、先行き不透明感が高まると上昇)は上昇を続けている。一方、市場のボラティリティ指数(VIX 指数)は低位推移しており、米国の保護主義化が進むリスクを軽視している可能性がある(図表 15)。このため、トランプ政権が中国を筆頭とした対米貿易黒字大国に対する強硬姿勢に踏み切る場合、市場の反応は大きくなる可能性がある。

図表 15：米政策不確実性指数と VIX 指数



出所: Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

また、株式市場の長期的な評価に用いられるイェール大学シラー教授の PER(以下、シラーPER)をみると、米国株の割高感が警戒される。シラーPER は、通常の PER(株価÷予想利益)と異なり、過去 10 年の実績利益を用いて算出するバリュエーション指標である。実績利益の平均を用いることで景気循環の影響が調整され、株価の割高・割安を判定するのに適しているといわれている。足下、シラーPER は 29.8 倍と 1881 年以降の歴史的な高値圏にあり、米国の保護主義化による株価大幅調整リスクには警戒が必要である(図表 16)。

図表 16：シラーPER と S&P500

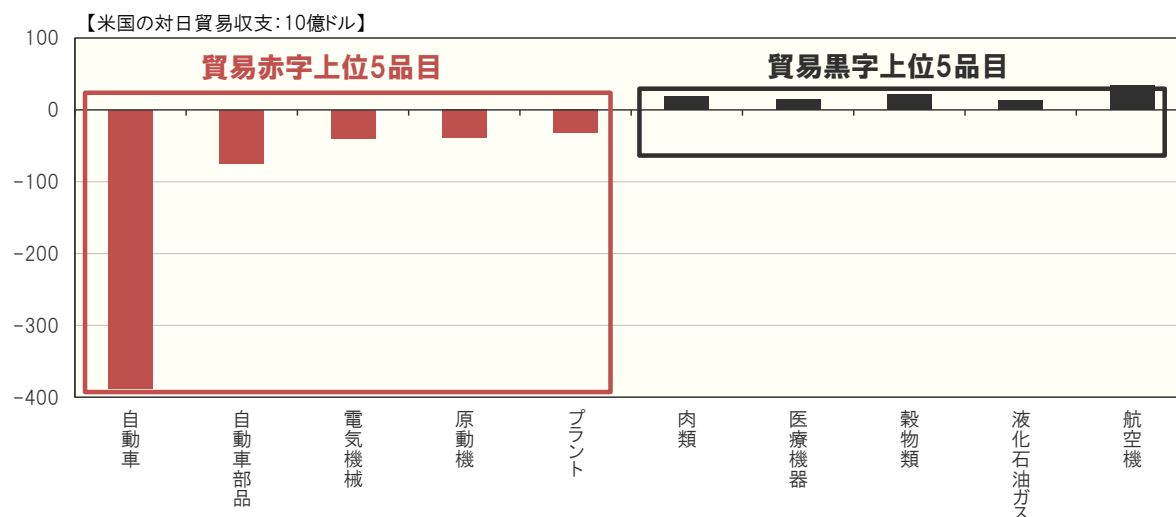


出所: ONLINE DATA ROBERT SHILLER より三菱 UFJ 信託銀行作成

2. 国内株式への影響

国内株式も、米国の保護主義化を受けて調整を余儀なくされることが懸念される。前述のとおり、米国の対日貿易赤字は対中貿易赤字の約5分の1まで減少しているが、製品別では自動車・自動車部品に集中している(図表 17)。このため、自動車セクターが米国の保護主義化の影響を最も大きく受ける可能性が高い。

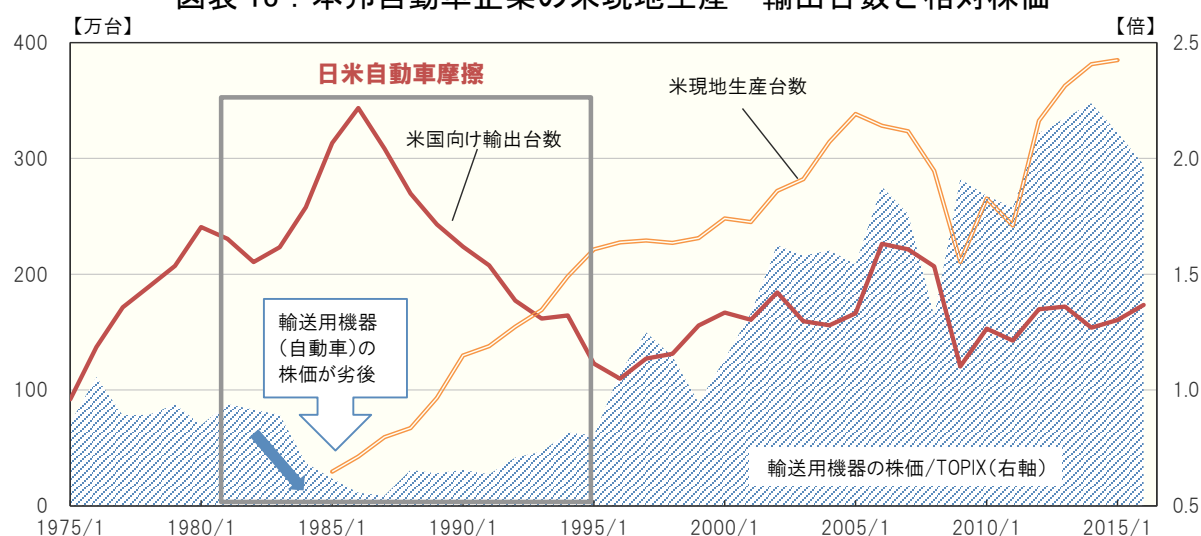
図表 17：米国の対日財別貿易収支(2016 年)



出所:米商務省より三菱 UFJ 信託銀行作成

日米自動車摩擦が激化した 1980 年代から 1990 年代半ばを振り返ると、米国向け輸出台数が減少するなか、輸送用機器(自動車)の株価は東証株価指数(TOPIX)に相対劣後した(図表 18)。その後、本邦自動車企業は米現地生産拡大や魅力的な新車種開発などに取り組むことで業績を回復させ、株価は TOPIX 対比で優位となった。今次局面も、米国の保護主義化が強まる場合、長期的には企業の「自主努力」による業績拡大が期待されるものの、短中期的には業績・株価の下押し圧力となることが懸念される。

図表 18：本邦自動車企業の米現地生産・輸出台数と相対株価



出所:日本自動車工業会、Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

さらに、円高リスクにも警戒が必要である。ムニューシン米財務長官は、不公正な貿易取引を行っているとして4月に中国を為替操作国に認定する構えである(図表 19)。しかし、日本に対しても円安批判が強まるリスクは依然として燦々している(為替操作国認定条件は任意に変更可能であり、条件に抵触していなくても為替操作国認定は可能)。

図表 19：米国の為替操作国認定3条件と日中の実績(2016年)

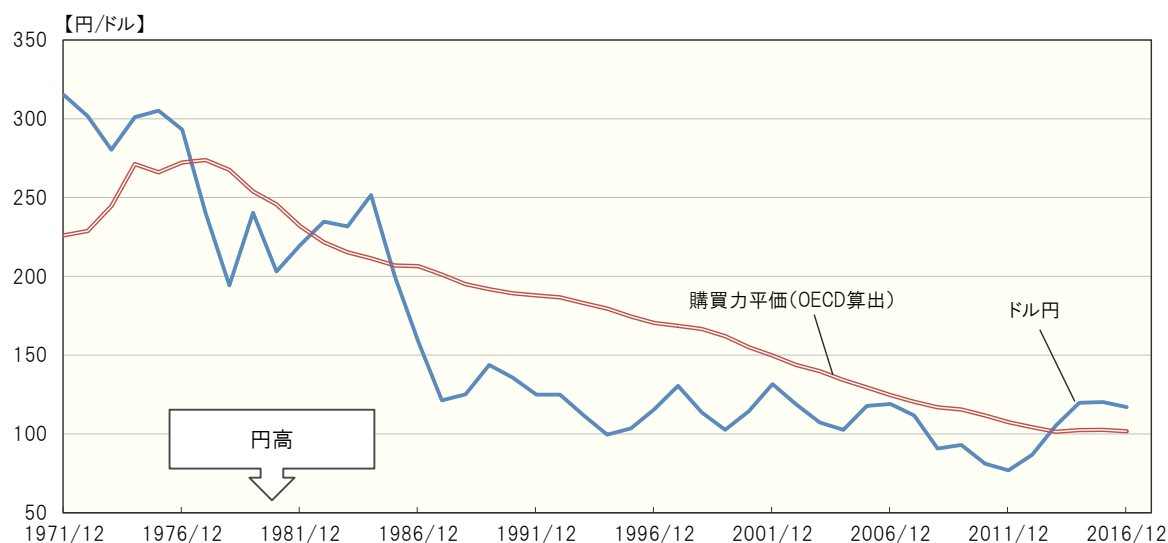
抵触基準	対米貿易黒字額 (200億ドル)	経常黒字 (GDP比3%)	為替介入 (過去1年間で GDP比2%)
中国	約3470億ドル △	約2.4% △	あり (元買いドル売り) △
日本	約689億ドル △	約3.7% △	無し

※△は抵触している条件

出所:Bloomberg より三菱UFJ信託銀行作成

また、米財務省が各通貨の割高・割安の判断材料として参照している国際通貨基金(IMF)の購買力平価¹は102円台であり、足下の水準(平成29年3月20日時点:112.58円)は大きく円安方向に乖離している状況である(図表 20)。

図表 20：ドル円相場と購買力平価

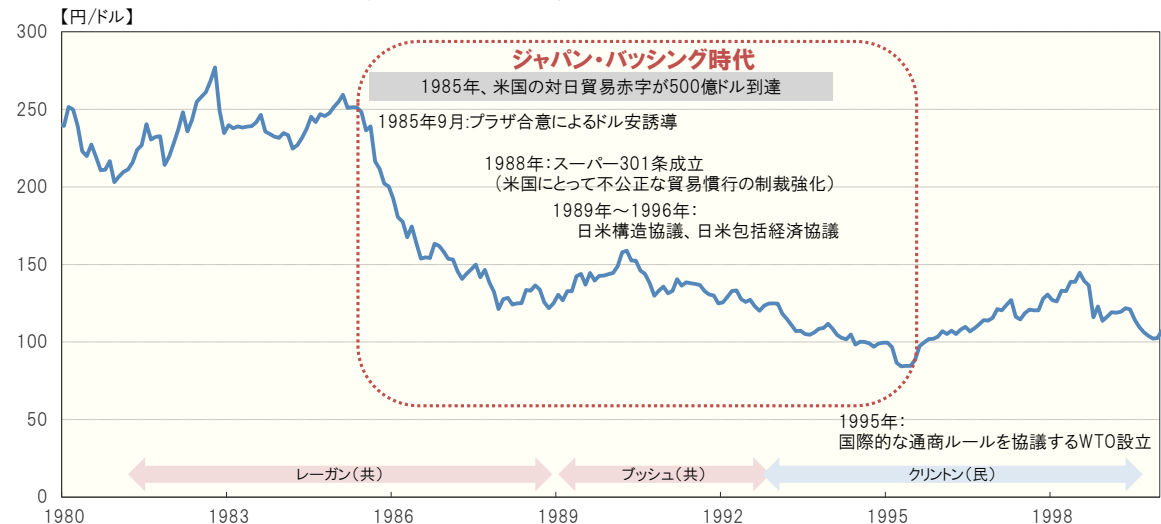


出所:Bloomberg、OECD より三菱UFJ信託銀行作成

¹ 購買力平価とは、自国通貨と外国通貨の購買力が均衡する為替レートを言う。例えば、米国では1ドルで買えるハンバーガーが日本では100円で買えるとき、1ドル=100円が購買力平価となる。

こうした環境下、日本の対米貿易黒字が問題視され円安批判が強まれば、日米金利差拡大(円安要因)にも関わらず、日米貿易摩擦が激化した 1980 年代から 90 年代と同様に円高が進行する恐れがある(図表 21)。

図表 21：日米貿易摩擦時のドル円相場



出所: Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

3. 米国金利への影響

保護主義による米国金利への影響を考える上では、国境税調整による輸入品価格上昇を通じた物価上昇圧力が注目される。国境税調整とは、国内で購入した投入財と輸入した投入財を区別し、輸入投入財に 20%課税する制度である。このため、国内売上を輸入投入物に 100%依存しているケースでは 20%の税金が発生し、小売業者が収支を一定にするには、小売価格を約 20%引き上げる必要(国内売上は 100 から 120 に上昇)がある(図表 22)。

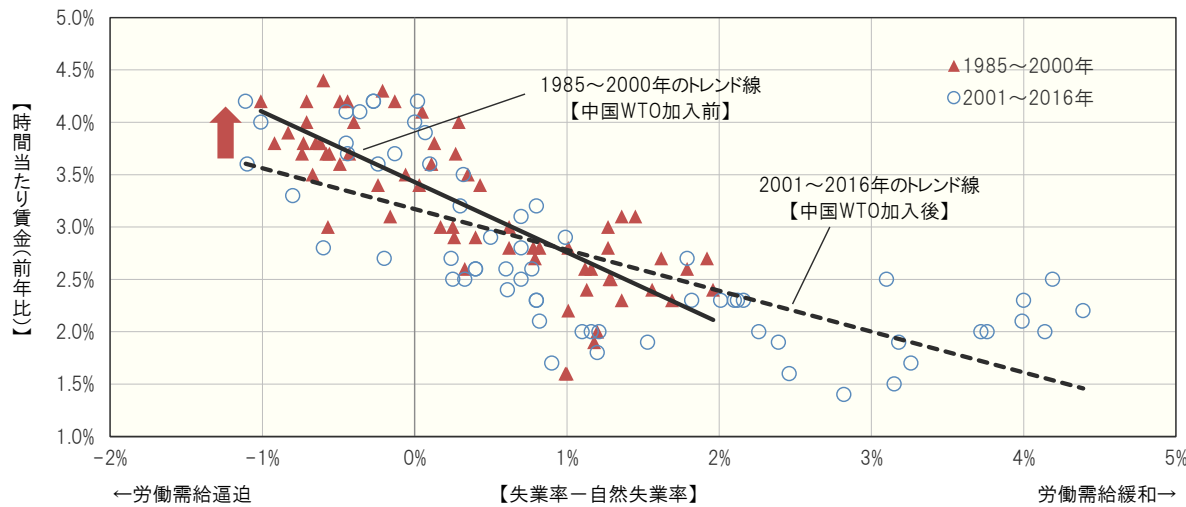
図表 22：国境税調整が実施された場合のイメージ図

	国内売上	国内投入物	輸入投入物	税額	収支
現在	100	-	100	0	0
国境税調整	100	-	100	20	-20

出所: 三菱 UFJ 信託銀行作成

加えて、トランプ大統領が移民抑制等を打ち出せば、労働市場逼迫に伴う賃金上昇などを通じて物価上昇圧力が強まると予想される。図表 23 では、労働市場の需給を示す「失業率－自然失業率(景気やインフレ率の影響を受けない長期的失業率)」と賃金上昇率の関係(フィリップス曲線)を示した。グローバル化加速の契機となった中国の WTO 加盟(2001 年)前後のフィリップス曲線を比較すると、グローバル化が加速して以降のフィリップス曲線の傾斜は緩やかになっている。これは米国の労働者が移民や新興国の労働者に代替され、賃金交渉力が低下したことが影響したとみられる。したがって、今後、移民抑制策が打ち出されれば、企業は再び相対的に高賃金の白人労働者等を雇用することから、フィリップス曲線が徐々に上方シフトしていく可能性がある(2001 年以降のトレンド線から 2000 年までのトレンド線に回帰)。

図表 23：米国のフィリップス曲線



出所: Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

このように、保護主義的な政策は、米国の物価上昇圧力を高める見込みである。現状、市場は、年内残り 2 回程度の米利上げを想定しているが、今後の政策次第では米利上げペース加速が意識される可能性があり、米金利の上振れリスクには留意が必要である(図表 24)。

図表 24：米政策金利と市場の利上げ予想(12 ヶ月先)

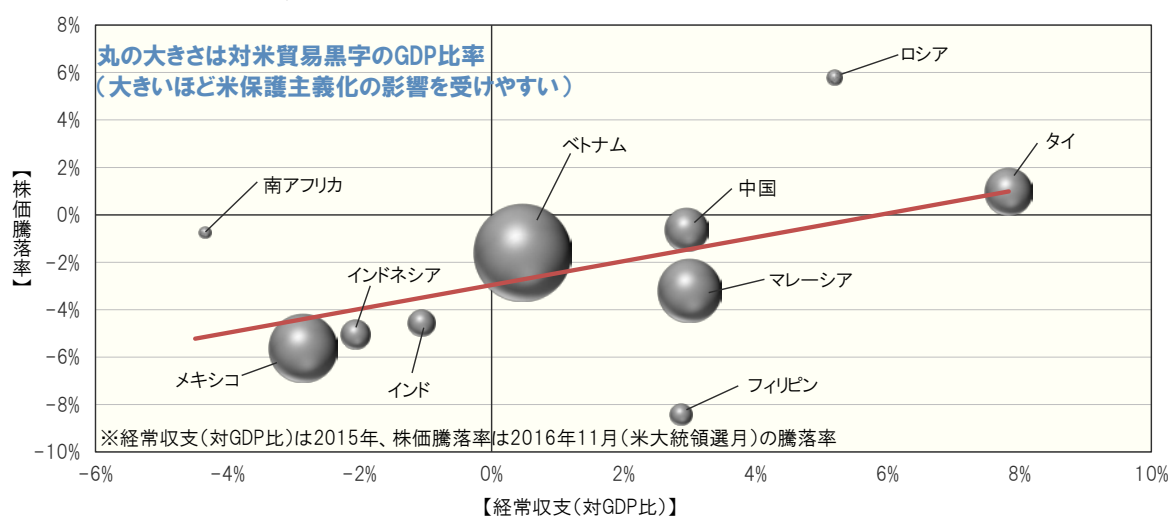


出所: Bloomberg より三菱 UFJ 信託銀行作成

4. 新興国市場への影響

米大統領選後、新興国市場では、経常赤字国を中心に株安・通貨安・債券安が進行した。今後、米国の保護主義化が強まるケースでは、経常赤字国で対米貿易黒字が大きいメキシコなどが悪影響を受ける一方、経常黒字国で対米貿易黒字が小さいロシアなどへの影響は限定的となる見込みである(図表 25)。引き続き、新興国市場は二極化が進展することとなる。

図表 25：主要新興国の経常収支・株価騰落率



出所: Bloomberg、IMF より三菱 UFJ 信託銀行作成

V. まとめ

このように、経済のグローバル化が進んだことで中国が「世界の工場」としての地位を築く一方、米国の対中貿易赤字が急拡大しており、米中貿易摩擦の激化が懸念される。

また、米国においては、金融危機以降、低成長が長期にわたって継続していることで、企業が雇用・投資の一部を海外に移転したことに対する国民の不満が強まりやすい状況にある。そのような状況下、政治的な多数意見として保護主義が支持されやすく、今後、米国の保護主義化という「影」が一段と濃くなることは決して杞憂ではないだろう。

また、米国が保護主義に向かえば、貿易相手国も報復措置に踏み切ることが予想され、「影」は世界全体に広がる恐れがある。とりわけ、欧州においては、今年予定されている選挙でポピュリズム(大衆迎合主義)政党が躍進すれば、保護主義が席卷しやすい。グローバルな保護主義化は、貿易減少や企業・家計のセンチメント悪化を通じて、深刻な景気後退を招くというのが歴史の教訓である。

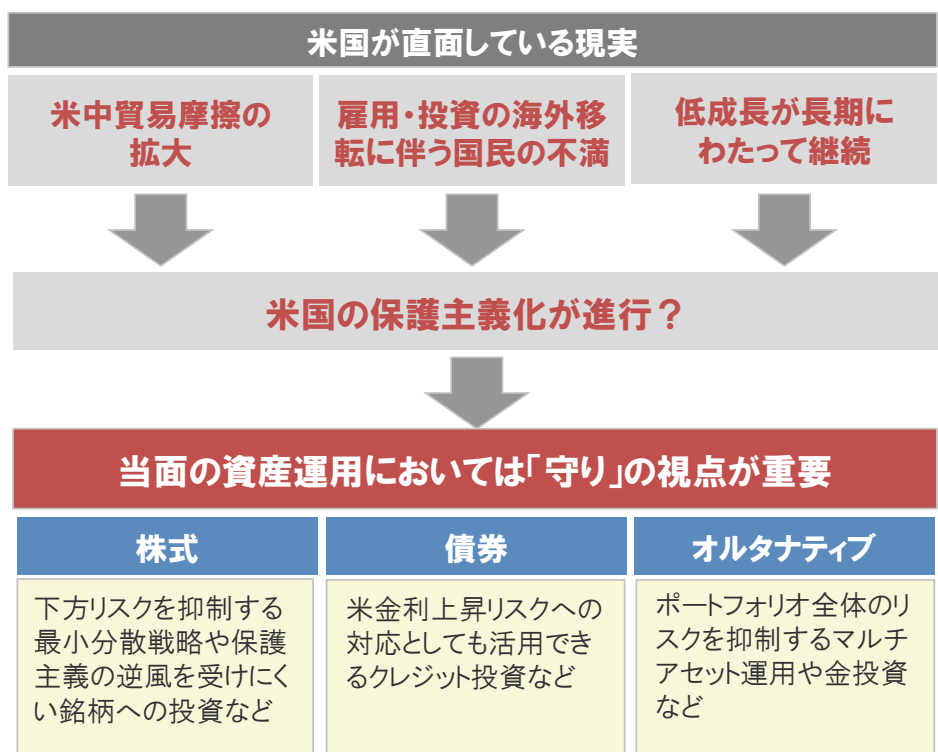
しかし、金融市場においては、米国の保護主義化というリスクが軽視されているように見受けられる。それだけに、ひとたびリスクが顕在化すれば、株式市場は大幅調整を余儀なくされる恐れがあり、当面の投資環境は決して楽観視はできない。

こうした点を踏まえると、資産運用においては「守り」の視点が重要である(図表 26)。株式運用では、下方リスクを抑制する戦略として広く認知されている最小分散戦略のほか、保護主義の逆風を受けにくい(あるいは、逆風に打ち勝つ)業種・銘柄を選別して投資する「目利き」(α戦略)の有効性も増すと考えられる。

次に、債券運用においては、米金利上昇リスクが燦るなか、クレジット投資が金利上昇対応としても活用できる(クレジットスプレッドは金利との逆相関性が期待できるため)。また、ベンチマークからの自由度を高めたアンコンストレインド運用や、ショート取引の活用も安定収益確保に寄与すると考えられる。さらに、オルタナティブも伝統4資産とリ

スク特性が異なるため、ポートフォリオ全体のリスクをヘッジする効果が期待できる。
グローバルな保護主義化に備えて、運用戦略を再考してはいかがだろうか。

図表 26：資産運用における対応法



出所：三菱UFJ信託銀行作成

(平成29年3月21日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・ OECD Economic Outlook No100 (28 November 2016)
- ・ David H.Autor (2016) “The China Shock: Learning from Labor—Market Adjustment to Large Changes in Trade”
- ・ David H.Autor (2017) “A Note on the Effect of Rising Trade Exposure on the 2016 Presidential Election”
- ・ Jakob B.Madsen (2001) “Trade Barriers and the Collapse of World Trade During the Great Depression”
- ・ Douglas A.Irwin (1998) “From Smoot-Hawley to Reciprocal Trade Agreements: Changing the Course of U.S. Trade Policy in the 1930s”
- ・ Eurasia group (2017) “Top Risks 2017”
- ・ 宮崎犀一 近代国際経済要覧 東京大学出版会
- ・ 木村福成編 国際経済学のフロンティア 東京大学出版会
- ・ 石黒一憲 世界貿易体制の法と経済 慈学社

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）