

ストラテジーブレティン (377号)

川田重信氏と語るトランプ大関税と株価暴落

～トランプ政権サイドから見なければ相場は分からない～

米国株式投資のレジェンド、川田重信氏と対談を行った(4月8日)以下はその概要である。

問 1)トランプ氏の事前の予想を大幅に上回る関税増税発表により、市場は大波乱、世界的株価暴落しています。世論も市場も悲観一色ですね。

市場パニック、だが総崩れではない、対日厚遇の可能性十分にある

武者) 確かに関税の引き上げ幅が想定よりも著しく大きく、特に同盟国に対して大きい、また発表の仕方も唐突、関税の根拠も泥縄で説得力がなく、世界の世論を全部敵に回してしまった。報復関税の応酬が始まっており、リセッション懸念が高まった。また米国の世紀は終わったとの末法論的意見も現れた。株価に割安感が出ているとはいえどこが底値なのか、見当はつきにくい。

この政策の不透明性こそ市場が最も嫌うもの、先物主体の投机売りが、市場を精一杯かく乱できる条件と言える。悪評高い1930年代以来の高関税と、関税引き上げ競争の始まりは、大恐慌の悪夢を呼び起こすのに十分である。しかしよく見ると暴落の中にも、ヒントがある。ドイツなど欧州株は年初の水準を維持している事、債券市場もリセッションの予兆と言えるリスクプレミアムは全く上昇していないこと、などポジティブな要素もある。総崩れではないのである。

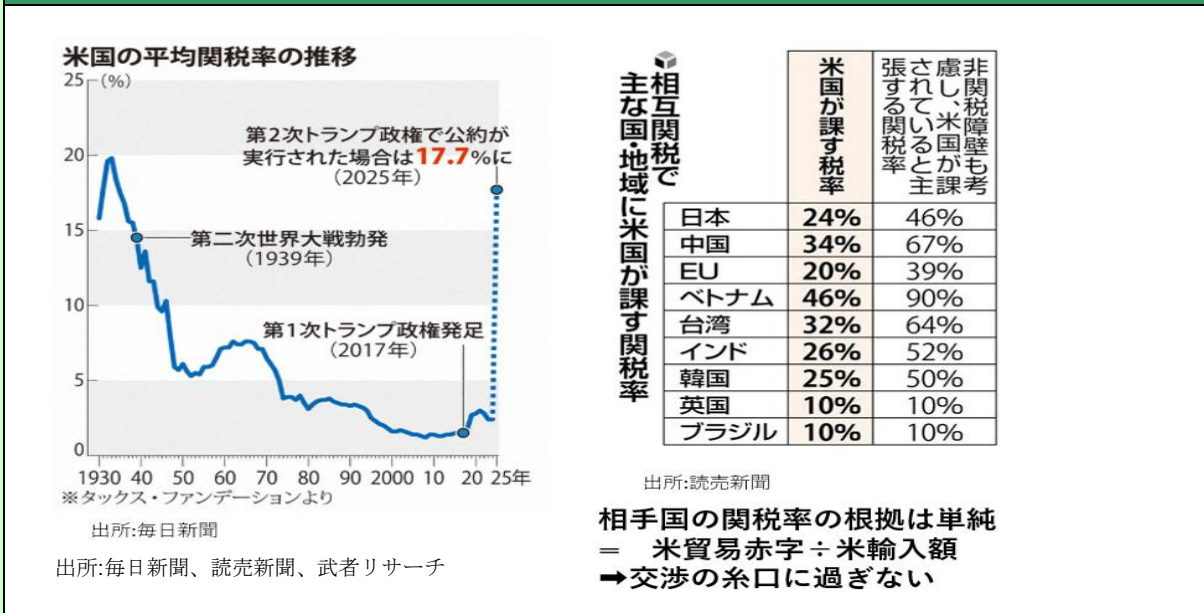
トランプ政権の戦術が見えてきた。中国にことさら高い関税を賦課する一方、日本、韓国、EUなどの同盟国との間では交渉により関税率を引き下げる余地を見せている。日本製鉄によるUSスチール買収の可能性も見えてきた。脱中国サプライチェーン構築の鍵となる対日厚遇の可能性は高い。

株式会社 武者リサーチ
代表
武者 陵司

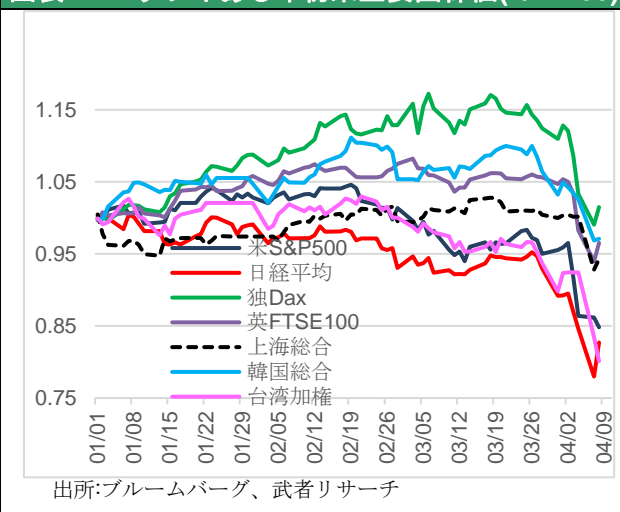
E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

〒108-0075
東京都港区港南 2-16-7

図表 1: 100年振りのトランプ政権による米国関税大増税



図表 2: パラツキある年初来主要国株価(1/1=100)



図表 3: 主要株価指数年初比、過去最高比

4/8 末現在	最高値比	年初来
米 S&P500	-18.3	-15.2
日経平均	-19.3	-17.3
独 Dax	-13.2	1.5
英 FTSE100	-11.6	-3.5
上海総合	-7.2	-5.7
韓国総合	-12.6	-2.9
台湾加権	-21.8	-19.9

注中国上海指数のみ本年中最高値比、他は史上最高値比
出所:ブルームバーグ、武者リサーチ

問 2)米国株投資 40 年のレジェンド川田様、米国市場の現状は楽観できるのか、絶望的なのか、それとも中間なのか、ご卓見を賜りたいと存じます。

悲観の必要ない、今回程度の下落？過去にもあった

川田)基本的には楽観できるだろうと考えている。S&P500 指数は 2 月 19 日の史上最高値から直近 4 月 8 日(火)まで 18.3%下落した。またナスダック 100 はその間に-23.9%と大きい。しかし一連のトランプ大統領の経済政策は一見、無茶苦茶に見えてもちゃんとした理由がある。つまり、長期のアメリカの繁栄のためには、米国の経常赤字の是正や、製造業の国内回帰を促す大胆な取り組みが必要だ。だから今ここで「荒療治」をやることは、大変に重要な意味があるということだ。

私が記録を取りながら資産運用を始めたのは 2005 年だから今年が 21 年目だ。図表 4 に見るように、その間に今回程度の下落は何度かあった。例えばほんの 4 年前のコロナ禍では、S&P500 指数は短期で 34%も下落している。ちなみにその時の私は、無用な売買で、後で大きく後悔することになったが。

マーケットの基本的シナリオが変わる時や、景気後退が懸念される時には、これくらいの変動はするものなのだ。私の視点はいつも株式投資を使った資産形成だ。そして株式市場は乱高下がつきものだ。だから長期投資で資産形成をするなら、その乱高下に「鈍感」になってもらうのがいいと思う。

図表 4: S&P500 指数の暴落場面



市場は景気後退を織り込む動きへ

現在の市場は景気後退が起きた場合のリスクを織り込もうとしている。1950年以降、高値から10%超の下げは56回あった（直近は18.3%）。これらの調整局面（＝10%超の下落）から12カ月後に株価が上昇したのは49回だ。反発のなかった7回のうち6回は景気後退の最中だった。

恐怖感の高まりは底打ちが近い兆候か

市場はさらに悲観的かもしれない。景気後退の場合、株式市場の下落率の中央値は24%なので、市場は景気後退の可能性を70%程度とみているようだ。ただし、市場にパニックの兆候が現れていることは良い兆しだ。S&P500指数のオプションの状況を数値化したシカゴ・オプション取引所（CBOE）のボラティリティー指数（VIX指数）は、4日に45以上に急上昇した。これは通常の2倍以上の水準で、過去数カ月では最大だ。また、プット・コール・レシオ（コール・オプションの建玉に対するプット・オプションの建玉の比率）は、過去1年の最高に達した。これは恐怖心が少し出てきているということを意味するので、相場の底打ちを宣言しているわけではない。それでも恐怖感が高まった時に市場が底を打つのは事実だ。

問 3)やはり鍵は、この大規模関税引き上げが米国並びに世界経済を大不況に導くものなのかどうかですね。その点で武者リサーチはどう見えていますか。

関税引き上げ合戦にはならない、大恐慌時とは全く異なる

武者)関税引き上げの応酬、世界経済ブロック化に結び付けば、1930年代の悪夢再現と言うこともあり得る。しかしその可能性は小さいと考える。第一に世界的需要不足の1930年代と違い、現在は需要過多・インフレ環境にあること、第二に関税の目的は自国の需要を困らせない近隣窮乏化ではなく、真の狙いは米中対立にあること（後述）、第三にトランプ政権は同盟国と中国との間で交渉後の着地に大きく差をつけると考えられる事（カナダ、EUも米国の事情を理解し妥協点を探るだろう）。各国は対米輸出減による需要不足を内需振興で補うだろう。第四に米国では関税による巨額の税収を原資にした減税、米国生産増加効果、規制緩和効果などの政策面でのプラス要因が予想されること、等が時を置いて発現する。エコノミストによるリセッション確率は関税発表前の30%から60%まで跳ね上がったが、利下げの余地も大きく武者リサーチは依然、リセッションの懸念は小さいと考えている。

図表4の関税引き上げ(4月4日時点)の経済への影響をご覧いただきたい。米国の関税引き上げ想定額は6600億ドル、その全てが輸入商品の販売価格に転嫁されればGDPを2.1%引き下げる。しかし同額の税収増加が減税や公的支援に回されれば、経済への打撃は最小に抑えられる（ちなみにGDPに対するマイナスの影響額は中国1.3%、日本0.8%、EU0.6%、ドイツ0.7%と計算される）。よって、1)関税引き上げ合戦にならないこと、2)心理悪化による自己実現的な需要収縮が回避されること、の二つさえ起きなければ米国経済がリセッションに陥る公算は小さい、と言える。

図表5: 関税引き上げ(4/4日時点)の各国経済への影響(米輸入関税額/GDP)

米国影響額		日本影響額	
年間輸入額	3.3兆ドル	対日本輸入額	1500億ドル
想定関税率	22%⇒20%引き上げ	想定関税率	24%
想定関税賦課(A)	6600億ドル	想定関税賦課(A)	360億ドル
年間GDP(2025E)(B)	30.6兆ドル	年間GDP(2025E)(B)	4.3兆ドル
負担率(A/B)	2.1%=税収増	負担率(A/B)	0.8%
中国影響額		EU(ドイツ)影響額 (内ドイツ)	
対中国輸入額	4397億ドル	対EU輸入額	6091億ドル(1610億ドル)
想定関税率	54%(10+10+34)	想定関税率	20%
想定関税賦課	2374億ドル	想定関税賦課(A)	1218億ドル(332億ドル)
年間GDP(2025E)	18.9兆ドル(B)	年間GDP(2025E)(B)	19兆ドル(4.6兆ドル)
負担率(A/B)	1.3%	負担率(A/B)	0.6% (0.7%)

問4)川田さんは武者リサーチの楽観的な見方をどう考えますか。市場参加者の観点から違和感があるとなれば、ご指摘ください。

偉大な大統領になるには中間選挙が大事

川田)トランプ大統領はとにかく自分が「世界でナンバーワン」の人だ。だから当然に歴史に名を残す偉大な大統領を意識している。任期3期目の有無はさておき、その偉大な大統領に名を連ねるためには、来年11月の中間選挙での勝利が必須だ。

トランプ政権の政策は「MAGA (米国を再び偉大な国に)」の方針に沿っている。減税や規制緩和がこの後打ち出されるのだろうが、その前に、相互関税、ロシア・ウクライナ戦争の停戦、ハマス・イスラエルの紛争、さらには移民送還などの外交問題を優先している。今回はこの「相互関税」が大きくマーケットに影響している。例え痛みを伴っても、「手術」にも例えられる大仕掛けができるのは今しかないという判断だ。そのためには多少(?) 株価が下がろうが、景気後退も含めた波乱には我慢をしてもらうということだ。

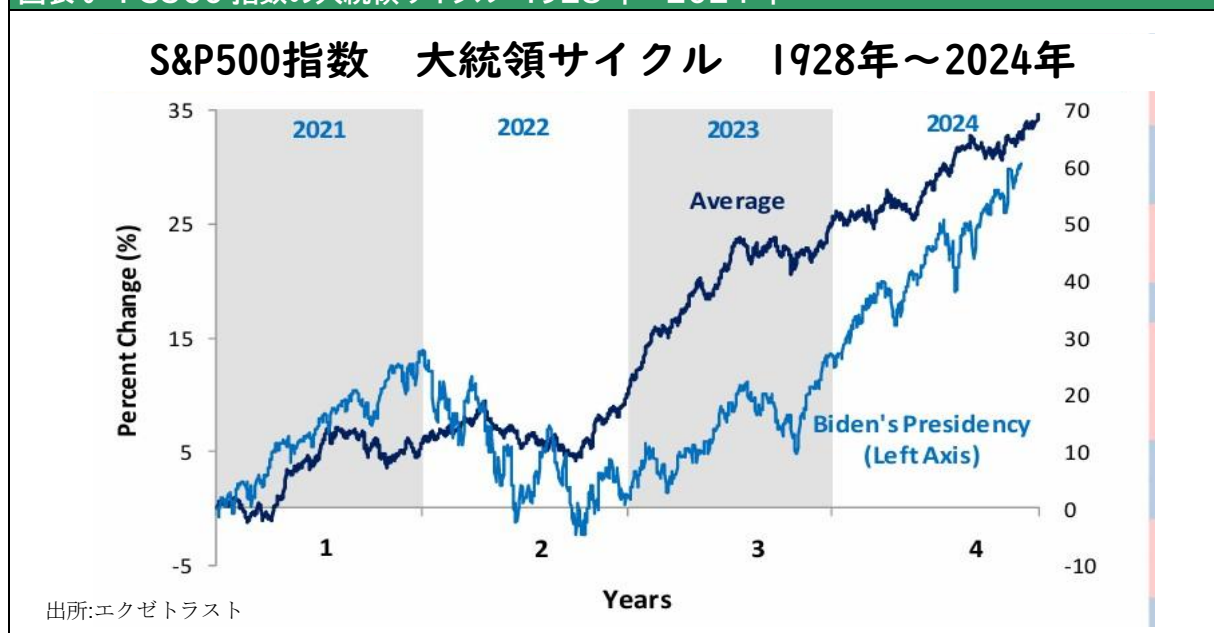
大統領任期2年目の株価は不安

中間選挙を乗り切るには、大統領サイクルが示唆するような、2026年に株価が軟調になってしまうことを意識することになる。そのためには、今年をあえて株価の上昇エネルギーを溜め込むことを意識しているのかもしれない。それはつまり、来年と再来年の企業業績と金利水準を想定して、株価バリュエーションが今後は割安になるような政策だ。もっとも、今後景気後退に突入し、マーケットが低迷したままなら、来年秋の中間選挙まで投資家そして国民の支持を繋ぎ止めておくことは殊更難しくなる。どこかで大規模な経済刺激と株価対策が打ち上げられるだろう。

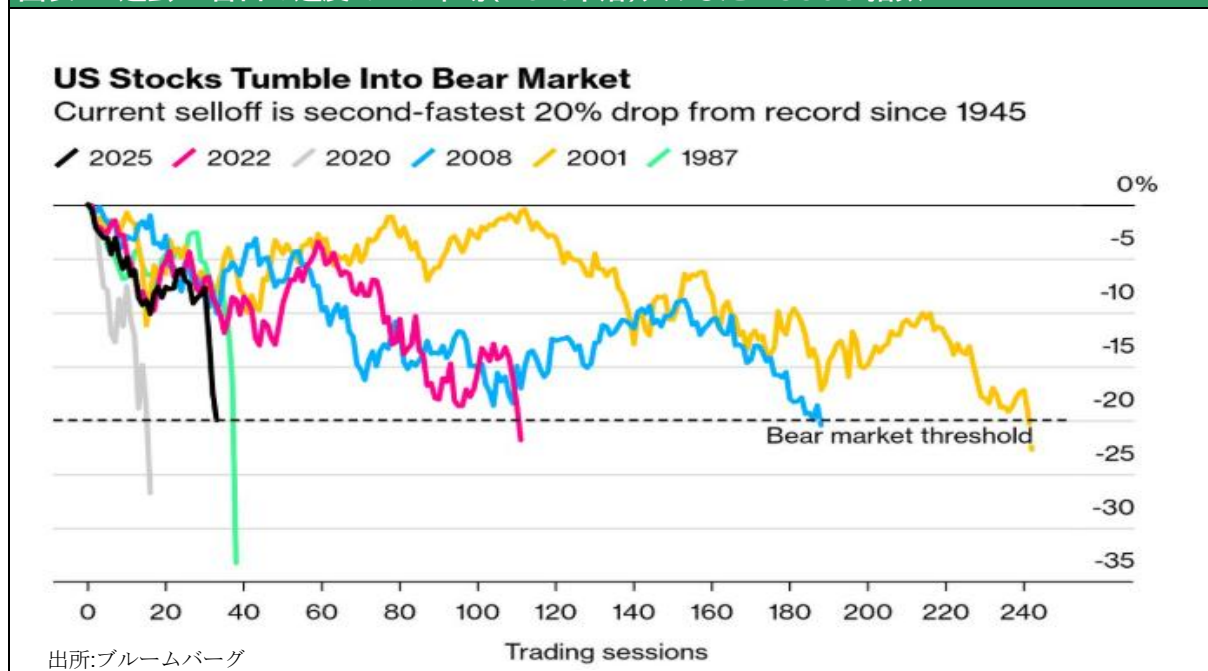
米国株式のレジリエンス(「回復力」「復元力」「弾力性)」を信じる

今回、S&P500指数は一時弱気相場入りへ、過去2番目に速いペースで下落した。7日のS&P500指数は日中に一時3.5%下落し、約2カ月前に記録した最高値から20%下落した。この間はわずか33営業日だ。1945年以降の14回の弱気相場のうち、2番目に速いペースでの弱気相場入りとなる。ただし、過去に20%下落した後に買うと、その3年後には例外なく、プラス圏に浮上している。私の中では、何度も何度もこういう場面を経験することで「米国株式に売り無し」との信念が刷り込まれてきた。その上で、年間10%(配当込み)で米国株式は上昇してきた。したがって、今回の下落で弱気になれと言う方が私にとっては難しい。

図表6: PS500指数の大統領サイクル 1928年~2024年



図表 7: 過去 2 番目の速度でベア市場(20%下落)入りした PS500 指数



問 5)それにしてもトランプ政権の政策の真意が全く伝わっていませんね。何故でしょうか。今後トランプ政策への支持は増えていきますか、またトランプ政策は成功しますか。

中国工業力の脅威は放置できないという危機意識

武者)トランプ政策の分りにくさの最も大きな理由は、トランプ政権が感じている(このままでは米中覇権争いに負けるという)危機感が共有されていないことだろう。武者リサーチはトランプ氏の危機意識は正しいと考える。実は米国経済がこれほどまでに危険な状態にあることが理解されていけば、ギャップは縮まる。実際中国の台頭は意外なほど強烈で、米国は臨戦態勢、超法規的措置まで動員しないと勝てない、と言うトランプ氏の認識は、武者リサーチは間違っていないと考える。

つるべ落としの米国経常収支の赤字拡大が続いている。図表 8 に見るように、コロナパンデミック直前 2019 年の 4417 億ドルから 2024 年には 1.133 兆ドルと 2.5 倍増となり、増加ペースに弾みがついている。

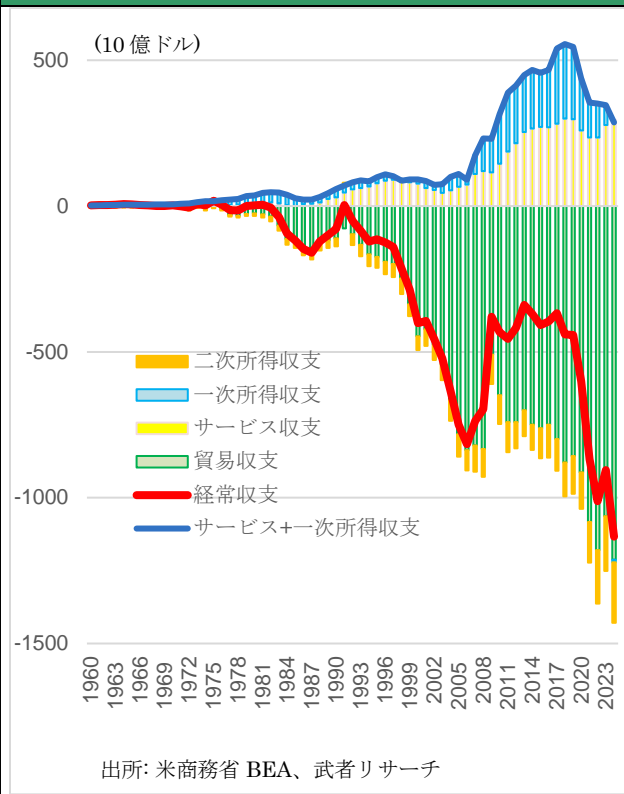
これに対して中国の貿易黒字は増加の一途をたどっている。2024 年の輸出 3 兆 5,772 億ドル(前年比 5.9%増)、輸入は 2 兆 5,850 億ドル(1.1%増)、貿易黒字は 9,922 億ドル(20.5%増)となった。中国の貿易黒字は米中対立が勃発した 2018 年が 3510 億ドルであったから、この 6 年間に 2.8 倍に増えたのである(図表 9)。相手国別ではかつての欧米依存から脱し、ASEAN や新興国向けの増加が顕著である。輸出輸入ともに ASEAN が最大の相手国となっており、中国を核とした新興国内でのサプライチェーンが形成されつつあるとも考えられる。

2018 年の対中制裁発動後の 6 年間に中国の世界製造業におけるプレゼンスは大きく高まった。世界人口比 17%の中国は、圧倒的工業大国になった。世界製造業における中国シェアは 4 割弱へと上昇し、米国の 3 倍、日本の 5 倍の生産力を持つに至った。粗鋼生産シェア 5 割(2024 年)、造船受注シェア 7 割(2023 年)と重厚長大で圧倒的シェアを持つのみならず、先端グリーンエネルギーで世界を制覇してしまった。ソーラ発電、風力発電設備、ドローン、EV、バッテリーで 6~9 割の独占世界シェアを確保している。更にバッテリーなどに使用するレアメタルの利権を各資源国で確保し、大半のレアメタルの精錬で過半の世界シェアを獲得している。唯一遅れていた半導体でも輸出規制の対象外であった既存(レガシー)分野での大投資により、生産シェアを大きく高める見通しとなっている。

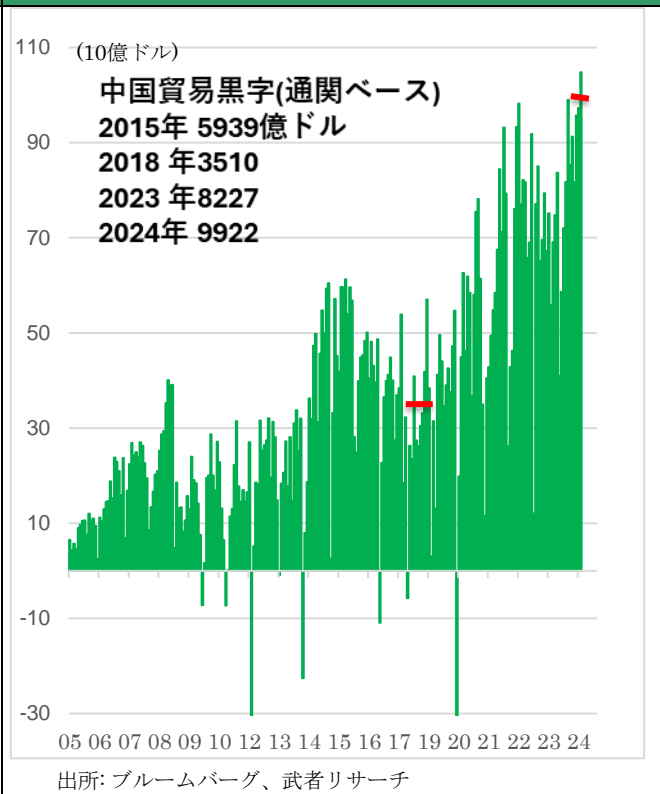
詳細はストラテジーブレティン 376 号(4/1/2025)参照 https://www.musha.co.jp/short_comment/detail/376

今までとは全く異なる対策が必要、中国のプレゼンスを引き下げるためには、より強烈な関税、貿易規制が必要、ということが分かる。

図表 8: 拡大する米国経常赤字



図表 9: 急増してきた中国貿易黒字



問 6)米国ウォッチャーとして多くの投資家や情報に接している川田さんは、トランプ政策の支持は広がっていくと考えていますか、またトランプ政策は成功し、トランプ氏の言う「米国の黄金時代が始まる」は実現されるとお考えですか。

政策の支持が広がるかどうかは鍵

川田) 支持が広がるかどうかは、経済政策の成功にかかっていると思っている。彼の「言動の偏り」や「不規則発言」に国民はもう慣れっこになっている。それでも今の経済的苦境を打開してくれるのは「この人」だと思って、彼を選らんだ。したがって、彼の政策の成功が一番大事でこれほどの政権にも通ずると思います。

トランプの米国「黄金時代」は実現できるか

私はその可能性は高いと思っています。それを米国と言う国の体質から考えたい。

まず「**勤労に対するリスペクト**」。長年米国を観察して思うのは、何と云っても、彼らは働きものです。米国の建国の歴史がそうさせるのかどうかは分かりませんが、とにかく「働き者」という印象が私の中では非常に強いです。次に「**創造的破壊**」。根っからの「創造的破壊」主義者があの国のリーダーは多くいます。トランプ氏にしる、イーロン・マスク氏にしる、異端かもしれませんが、こと仕事（ミッションと置き換えられるかもしれませんが）に投入するエネルギーはとてつもなく大きいです。

第三に「**オーナーシップ**」。それと株式がちゃんと「所有者」のものという文化が根付いているので、所有者の権利意識も強い。そのことが責任の所在を明確にしていることも、私はアメリカの強さだと思っています。

「依然として米国は経済、軍事、ソフトパワーで圧倒的な国力」です。(具体的には*エリート層が合理的思考で勤勉、禁欲的、国内外の英知結集を促す寛容性とインセンティブ、既存秩序の刷新に使命感＝人類の“進歩”信じる、ビジネスを“戦場”と心得え世界中から戦利品、他者との意思疎通に弛まぬ努力、自らが“普遍的”と信じる価値観の普及にことさら熱心等)

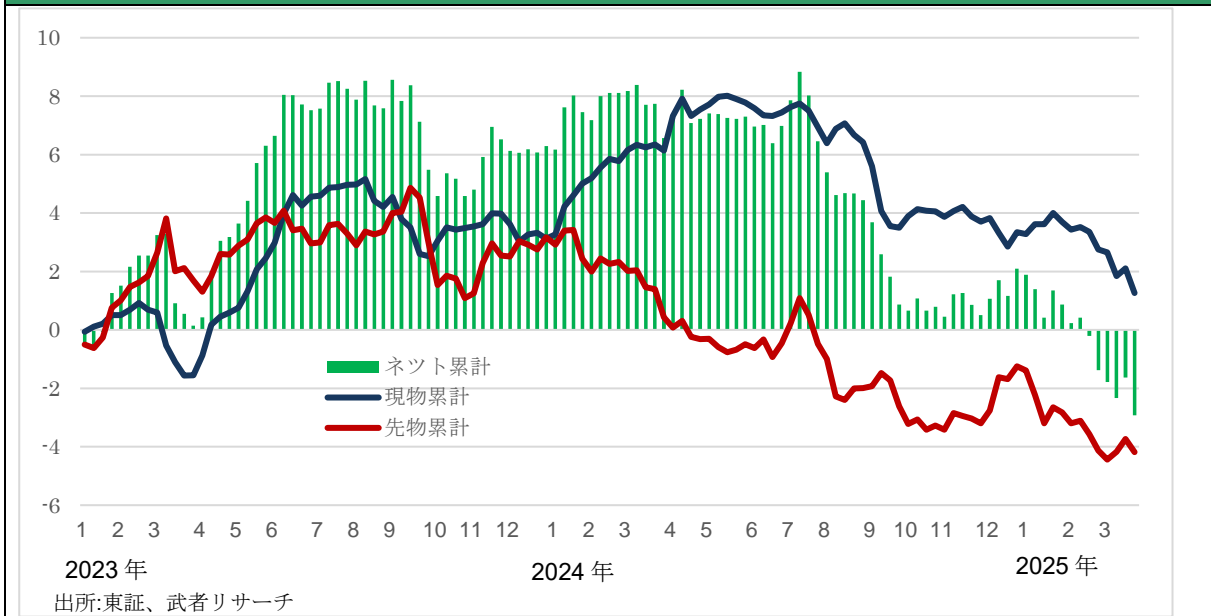
過去の急落局面でも、メディア情報だけだと絶望的な気持ちになります。このような局面は過去に何度もありました。しかしこれまで例外なくそこが投資チャンスでした。

問 7) それにしても日本株と日本政府の対応には失望を禁じ得ません。なぜ日本株が突出して下落しているのか。また米国に最も近いはずの日本の関税率が全く考慮されていないとは、意外ですが。

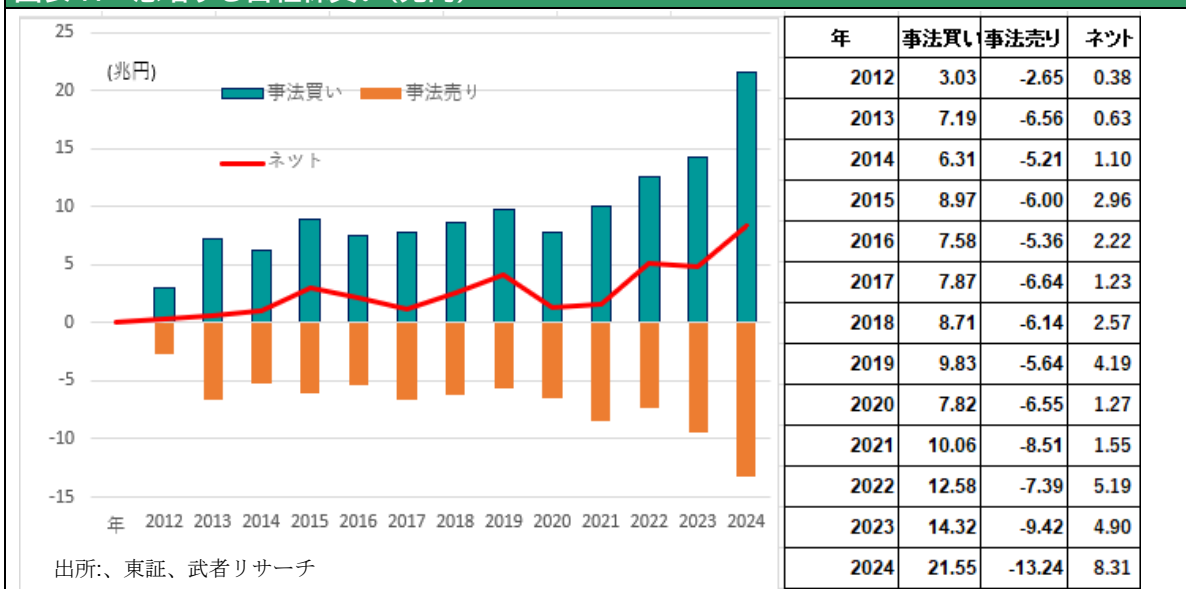
政治の不手際、外国人投機家に翻弄される日本株式

武者) 日本市場のヘッジファンド投機筋に支配されている実情が如実に示された。外国人の日本株売りは強烈、昨年来の日本の政策に対する失望が日本株を一層脆弱にした。図表 10 は東証売買シェア 7 割の海外投資家の累積売買動向であるがこの間の下落はほぼすべて外国人投資家の売りであることが分かる。図表 2 に見る日本株式の突出した弱さの原因はここにある。しかし他方図表 11 に見るように外国人の売りを上回る自社株買いの急増が進行している。今後日本株の割安さと売りすぎたことによる日本株の年後半の好需給をもたらす。対中封じ込めで最も重要で頼りになる日本に対するトランプ政権のリスクは大きい。日本に対する厚遇はいずれははっきりしてくるだろう。万一政権交代と抜本的リフレ策への政策転換が実現すれば、日本株は 5 万円に向けて騰勢を強めるだろう。

図表 10 海外投資家累積投資額(先物+現物) 2023.1~2025.3 末迄

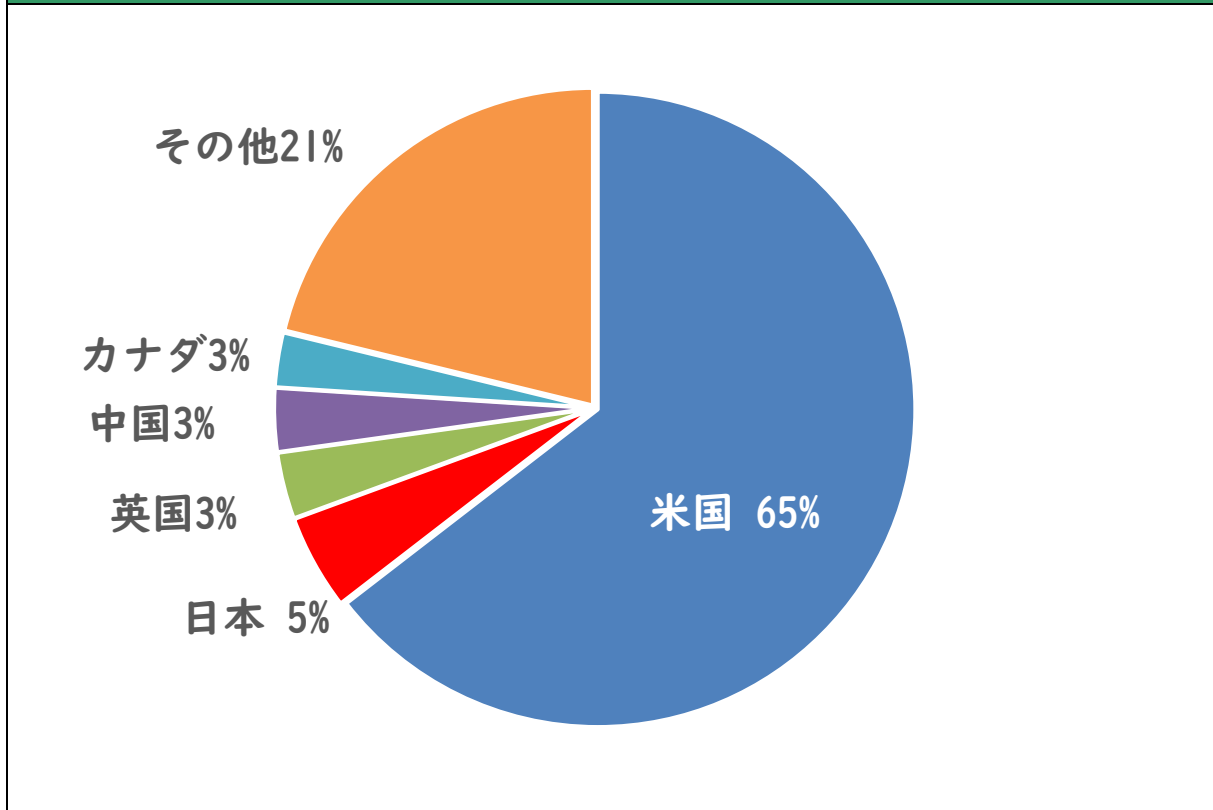


図表 11: 急増する自社株買い(兆円)



問 8)川田さんは米国などグローバルな視点から見て日本株をどのように評価していますか。

川田)世界の株式市場の時価総額に占める比率は米国が65%で日本が5%だ。株式市場という富の「創出、増殖、分配」の仕組みを日本は上手く、使いこなしていると思っている。だから、ほんの少し工夫すれば、もっともっと魅力ある投資対象になるのに、といつも残念に思っている。

図表 12 圧倒的米国シェア (MSCI2025年3月)**問 9)ありがとうございました。**

著作権表示©2023 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するもので

はなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。