



コラム

# 「柏原延行」の Market View

## #43 集中か、偏りか

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで調査グループ長を務めます柏原延行です。

いよいよ、トランプ氏が米国の大統領となり、就任演説を行いました。この演説がどのようなプロセスを経て策定されたかを把握することは（私には）困難ですが、一般的には「つぶやき」より、十分に時間を掛けて、トランプ大統領、及び新政権のキーマンが作成したものであると思われます。

そして、このような重要な演説があった場合は、どの課題・テーマに、どの程度の分量が割り振られているかを分析することで、政権の課題・テーマに対する優先順位をある程度予測できると考えます。

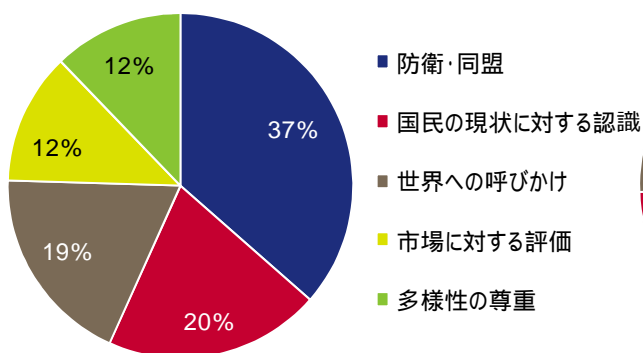
もちろん、演説には多義的に解釈できる部分があり、この「分類項目自体」や「割合」の推定は主観的（あるいは恣意的）なものにならざるを得ないのですが、8年ぶりの米大統領の就任演説に敬意を評して、「トランプ大統領」と「8年前のオバマ前大統領」の就任演説について、私なりの分類・分析を行ってみました。

当然のことながら、大統領の就任演説では、「国民に明るい未来を連想させ、国民を鼓舞する表現（過去の米国の偉大さなどを含む）」や「前任者や関係者への感謝の言葉」など、政治的に必要であるが、内容としては抽象的と思われる部分が含まれます。

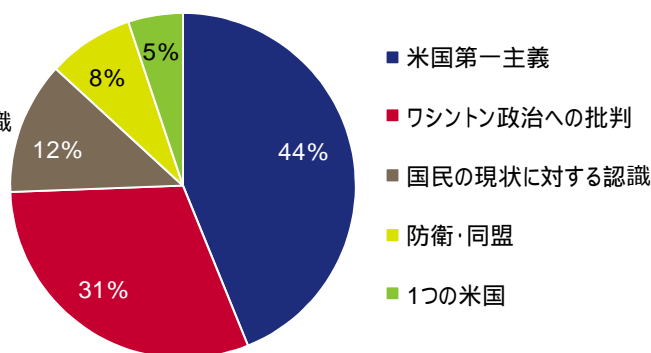
政治家の演説としては、この部分が重要と考えますが、本コラムは経済・投資環境の分析を目的としていますので、思い切ってこの部分を削ぎ落とした上で、割合をみてみましょう（図表1）。

図表1：米大統領就任演説における課題・テーマ別単語数の割合

### オバマ前大統領



### トランプ大統領



出所：各種報道を基にアセットマネジメントOneが作成。

分類項目および単語数の割合は筆者の主観によるもの。

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

まず、8年前のオバマ氏の演説は、防衛・同盟問題に一定の割合が割かれ、世界を意識したものであると思われま。内容を見ても、オバマ氏の演説の中には、「米国のような豊かさを享受している国は、もはや国境の外の苦しみに無関心であることはできない (to those nations like ours that enjoy relative plenty, we say we can no longer afford indifference to suffering outside our borders)」とのフレーズがあり、「米国第一主義 (America first)」との対比が鮮明です。

一方、今回のトランプ大統領の演説では、①米国第一主義が約4割と圧倒的な大きさを占め、ワシントンの既存政治システムへの批判が続きます。この内容は、トランプ大統領の選挙キャンペーン内容と一致するものと考えます。この優先課題・テーマに対する考え方が、トランプ大統領の支持層の経済困難を改善することに集中した突破力のあるものとするか、(対外的な関係においても) 偏ったものであるかが、まさに今回の選挙での論点になった部分であるとの印象を持ちます (筆者の政治的な意見表明をするものではありません)。

どちらにしろ、上記の分析のとおり、トランプ政権においては、「米国第一主義」、及び「その重要な柱のひとつであると思われる通商政策 (貿易の不均衡などの解決など)」は、優先順位の高い課題であることは疑いがないことであり、採用される政策の影響分析は、経済・投資環境をみるうえで、欠かせないものになると思われま。

当たり前のことですが、貿易不均衡の是正には、貿易赤字国である米国の (相対的な) 「輸出増」、「輸入減」が必要です。そして、この手段としては、黒字国の輸入規制緩和、黒字国の内需拡大、黒字国の輸出自主規制、黒字・赤字国の両方の合意による通貨調整、赤字国 (米国) の関税強化などの手段が考えられます。

このうち、(WTOなどが定めた国際ルールに反する可能性はあるものの) 赤字国の一方的な意思のみで実行可能な政策手段は、関税強化です。かつ、この政策は、米国では一定の範囲内で、(議会の承認なく) 行政府の長である大統領の意思により発動することが可能です。

それでは、(懲罰的な) 関税はどのような場合に有効な手段となり得るのでしょうか。

例えば、日本は原油などの鉱物性燃料を大量に輸入していますが、これに関税をかけたとしてもいいことはありません。なぜなら、日本は輸入量に相当するような大量の鉱物性燃料を生産することができないからです。

すなわち、関税は、赤字国の中に、そのモノを生産できる手段があり、かつそのモノの競争力を関税によって国内生産製品に有利に誘導できるモノに関して有効な手段となります。

また、全製品への関税強化は、相手国との関係でもあまりにも収まりが悪く、かつ国内物価の上昇要因となるため、特定のモノにのみ関税強化することが、採用しやすい手段であると思われま。

トランプ大統領は、日本との貿易不均衡にも言及していますが、上記の関税の性質から、日本の自動車は、ターゲットとなりやすいように私には思われます。

ご承知のように、米国には、ビッグスリーと呼ばれる自動車産業があり、自動車というモノの生産が可能です。そして、関税により日本から輸入する自動車の販売価格を引き上げれば、ビッグスリーの競争力が増します（加えて、自動運転（例：グーグル）や電気自動車（例：テスラ）など、自動車産業では今後大きな構造変化が予想されている中で、主導権を握れば、その後、競争優位性を維持できる可能性が高まります）。

また、日本の米国向け輸出データを見ると、輸送用機器の構成比は約4割と突出して大きく（図表2）、このモノに対して関税強化しただけでも、不均衡の是正効果は大きくなります。

日米間には、プラザ合意時の経験があり、互いに交渉が可能との認識のもと、日本の自動車が懲罰的な関税強化の対象となる可能性は限定的と考えますが、事態の進展に留意する必要があると考えます。

図表2：日本の主要商品別輸出構成比（対米国、対世界）

（単位：％）

	米国	世界
1.食料品	0.6	0.9
2.原料品	0.4	1.4
3.鉱物性燃料	0.3	1.3
4.化学製品	5.7	10.2
5.原料別製品	6.4	11.2
6.一般機械	21.7	19.4
7.電気機器	14.0	17.6
8.輸送用機器	41.3	24.8
9.その他	9.7	13.3

出所：財務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成。  
データは、平成28年分貿易統計の速報値を利用。

アセットマネジメントOneでは、業界No1の質と量を実現する積極的な情報発信に努めたいと考えます。

是非、弊社のホームページ等をご覧ください。

なお、コラムの過去分に関しては、以下をご参照ください。

・2016年10月以降

<http://www.am-one.co.jp/report/marketreport/3/>

・上記以前

<http://www.mizuho-am.co.jp/report/column-list/ctg/041>

【当資料で使用している指数について】

ございません。

（2017年1月27日 9:00執筆）

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限4.104%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限 年率2.6824%（税込）

上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

##### ■ その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となる場合があります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。