

“TACO理論”に基づく 過度な楽観の落とし穴

トランプ政権が相互関税などの自説を掲げても、市場の動きに配慮してその政策を取り下げる様子を揶揄した“TACO”という言葉が市場で話題になっている。しかし、この言葉は同政権への不安感を和らげてはくれるかもしれないが、同政権に内在する不確実性を消してはくれず、過信は禁物だ。

市場の楽観論の手掛かりになった “TACO理論”

英経済紙フィナンシャル・タイムズの金融担当コラムニストであるロバート・アームストロング氏が編み出した“TACO理論”が市場で話題になっている。

“TACO”とは“Trump Always Chickens Out”、「トランプ大統領はいつも怖気づく」の略。同氏は5月2日付のコラム¹⁾のなかで、現政権が市場や経済からの圧力に大した耐性がなく、打ち出した政策が経済や市場環境に悪影響を及ぼし始めるとその政策をすぐに引っ込めてしまうという同政権の朝令暮改ぶりを、このたった4文字のアルファベットの並びに凝縮させた。

その典型例が相互関税だ。4月2日の「解放の日」にトランプ政権がその具体案を公表した後、市場が大幅株安や長期金利の上昇などで拒否反応を示すと、わずか1週間後の9日に、同政権は相互関税のなかのベースライン部分10%以外の執行を、中国を除いて一時停止した。

これに限らず、第二次トランプ政権はその座に就いた1月20日以降、第一次政権の時と同じく迷走ぶりを発揮している。そのためか、この言葉はトランプ政権がもたらした深刻な不透明感に対峙する市場関係者の心に刺さったようで²⁾、トランプ政権は経済や市場に悪影響を与える政策を強行できないという楽観論が広がっているように見える。世界の株価は、それとともに同政権の不安定さに次第に反応しなくなってきており、日本経済新聞によれば、「報復税」とも呼ばれる内国歳入法899条³⁾の新設が見送られる可能性が高まったこともあって、6月26日に4か月ぶりに世界株指数が最高値を更新することになった⁴⁾。

世論の変化に「柔軟に」対応した トランプ政権

無論、トランプ政権の朝令暮改さは、大統領本人が度々口にする「柔軟さ」⁵⁾の裏返しでもある。

米シンクタンクのシカゴグローバル問題協議会の世論調査を見ると、相互関税の具体案が公表された後にはアメリカ全体で見た自由貿易の志向度が高くなっている。同政権による相互関税の一時中止は、結果的にアメリカ国民の変化に柔軟に対応しているとも言える。

図表は、同協議会が2024年6月21日から7月1日と2025年4月18日から20日の2回、つまりトランプ大統領が再選される24年の大統領選の最中と、同大統領が相互関税の具体策を述べた後の2回にわたって、望まれるアメリカの貿易政策の姿について世論調査の結果をまとめたものである。

これによると、昨年6月時点では、既存の世界経済の

図表 米貿易政策に関する世論調査結果

<望まれる貿易政策の姿>

(%)

	全体		うち共和 党支持者		うち 無党派		うち民主 党支持者	
	2024 年6月	2025 年4月	2024 年6月	2025 年4月	2024 年6月	2025 年4月	2024 年6月	2025 年4月
国家間の貿易を減らし、全ての領域で自給自足度を高めるべき	41	29	55	51	39	28	31	13
友好国やパートナーとの貿易ブロックを作り、他の国を除外すべき	20	12	21	13	18	13	24	11
グローバルな自由貿易を促進すべき	35	55	20	34	40	56	43	74

(注) 調査はそれぞれ、2024年6月21日から7月1日、2025年4月18日から20日にかけて行われた

(出所) Karl Friedhoff, “Americans See Benefits of Trade, yet Support Restrictions to Protect US Jobs,” Chicago Council on Global Affairs, August 22, 2024, Craig Kafura and Sam Dong, “Most Americans Think the United States Should Pursue Global Free Trade,” Chicago Council on Global Affairs, May 5, 2025. のデータを基に野村総合研究所作成

NOTE

- 1) Robert Armstrong, "Taco trade theory and the US market's surprise comeback," Financial Times, May 2, 2025.
- 2) トランプ政権が強硬な政策を打ち出して株価などのリスク資産が急落した時に、将来の政策撤回を見越して同資産に買いを入れるという投資戦略を市場では「TACOトレード」と呼んだ。
- 3) 同条は、アメリカに対して差別的とみなされる税制を課している国・地域の企業や個人（居住者）に対し、米国株の配当や米金融機関からの利子、同国で得た支店の事業所得などに追加課税を課すことを目的とした。6月26日にベッセント財務長官が同条の新設見送りを連邦議会に要請した。
- 4) 日本経済新聞電子版「世界株が最高値 「トランプ不況回避」に期待、AIへマネー再流入」2025年6月27日。
- 5) 例えば、2025年3月21日に、（この時はまだ公表されていなかった）相互関税計画について記者に問われたトランプ大統領は、「（相互関税を）変えることはしないが、柔軟性という言葉は重要な言葉だ」などと述べている。Kevin Breuninger, "Trump says 'there'll be flexibility' on reciprocal tariffs," CNBC, first published on March 21, 2025, and updated on April 2, 2025.

秩序を肯定する「グローバルな自由貿易を促進すべき」という意見はアメリカ全体で35%と少数であり、「国家間の貿易を減らし、全ての領域で自給自足度を高めるべき」という回答が41%と3つの選択肢のなかでは最も高かった。これに経済ブロックを志向するような回答の比率を加えると、わずか1年前は、実に回答者の6割が自由貿易を否定する意見を持っていたことになる。

ところが、トランプ大統領が言う4月2日の「解放の日」の後に同じ問いをしたところ、自由貿易を支持する見解が無党派層や民主党支持者を中心に大幅に増えて、全体の55%と過半数に達した。米ミシガン大学の消費者信頼感調査にあるように、同大統領の関税政策を受けて人々のインフレ期待が急激に上がったことなどを踏まえると、関税によるインフレ懸念を踏まえて、人々の自由貿易に関する考え方が変わった可能性がある。

このように、人々の意識や市場・経済の変化に敏感に反応して、トランプ政権が今後も持論を「柔軟に」変更し続けるなら、同政権に対する市場の楽観論は今後も生き続けることになるだろう。

“TACO理論”はトランプ政権に内在する不確実性を消してはくれない

ところが、こうした楽観論が広がりすぎてしまうと、全く逆の結論を導き出す危険性が高まるのではないか。

既に見たように、アメリカ全体では自由貿易への肯定感が上がってきているが、共和党支持者に限ってみれば、「国家間の貿易を減らし、全ての領域で自給自足度を高めるべき」という回答が今年4月時点でも51%と最も高く、昨年6月時点からわずかしこ減っていない。

そうなると、市場の動きに反応して政策を撤回する

「弱腰感」を否定しようと、トランプ政権が共和党支持者への受けだけを意識して自説の関税政策をより厳格化したりするなど、「柔軟さ」とは全く逆の方向に突き進む危険性が出てくる。こうした頑固な態度は、例えば、来年11月の中間選挙前など、有権者の関心をより強く引く必要があるときに起こりやすいように思われる。

その一方で、トランプ政権が経済や市場に悪影響を与える厳しい政策を取っても、市場は、同政権はその政策を早晚取り下げだろうと思ってしまい、政策厳格化への織り込みが一向に進まない。すると、トランプ政権は、本来なら実体経済や市場環境にかなりの悪影響を与えかねない政策を取り続けても、市場が何の反応も示さないで、お得意の「柔軟さ」を発揮することなく、本来なら取り下げべき政策を誤って続けてしまう余地が生まれてくる。

金融市場は常に将来を見据え、予想される状況をいち早く織り込みに行くものだ。ところが、楽観論に過度に依存して市場の見方が一つの方に偏ると、市場が示す価格に歪みが生じてしまう。“TACO”という言葉が持つ痛快さと明快さに基づいて将来を過度に楽観視すると、トランプ政権に梯子を外されたときに対応が遅れ、自ら危機を生み出すことになりかねないように思われる。

“TACO理論”はトランプ政権への不安感を和らげる心の支えにはなりうるが、同政権に内在する不確実性を消してはくれないことを理解しておくべきだ。

Writer's Profile



佐々木 雅也 Masaya Sasaki

未来社会・経済研究室
エキスパートエコノミスト
専門はマクロ経済分析
focus@nri.co.jp