

積極的な追加関税発表が続く

～トランプ減税による、景気の腰折れ回避も～

佐古佳史

要旨

トランプ政権は積極的に追加関税措置を公表しており、3月以降はメキシコ製品、カナダ製品、鉄鋼、アルミニウム、自動車、医薬品、半導体などへの追加関税が予定されている。こうした追加関税によるインフレ率の引き上げは不可避な状況といえる。一方で、25会計年度の予算決議案が上下両院で可決されたことから、トランプ減税が延長・拡大される可能が高まり、追加関税賦課による景気への悪影響が相殺されることになりそうだ。

こうしたなか、FOMC 参加者は利下げに対する慎重な姿勢を強めている。インフレ率のさらなる鈍化を確認するまでは、政策金利が据え置かれることとなるだろう。政策不確実性が高いことに加えて、期待インフレ率も上がりつつあり、金融政策の判断は一段と難しくなりそうだ。

続々と予定されている追加関税

トランプ政権による追加関税が続々と発表されている。3月4日、あるいは4月2日からメキシコ、カナダ製品に対して25%の追加関税、3月12日から鉄鋼、アルミニウムに対して25%の追加関税が予定されており、4月2日ごろから自動車、医薬品、半導体に対して25%程度の関税が検討されている。さらに、相互関税や銅、EU 製品への関税も検討されている。

予定されている追加関税がすべて実施されるかは不透明なもの、図表1に示すとおり、メキシコ、カナダ製品や自動車、医薬品などは輸入全体に占める割合が高く、関税による輸入価格上昇がインフレ率の加速につながると見込まれる。試算値の一例として、ボストン連銀が2月6日に公表したレポートでは、メキシコ、カナダ製品に対する25%の追加関税と、中国製品に対する10%の追加関税によって、コアPCEデフレーターが0.5～0.8ポイント押し上げられると報告された。

図表1 追加関税率・時期・輸入に占める割合

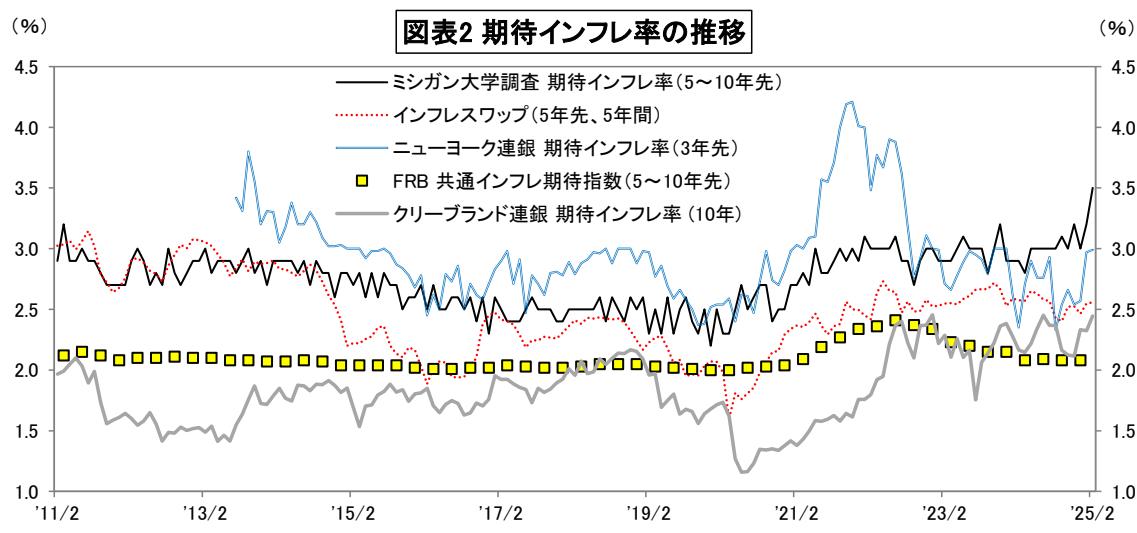
	追加関税率	時期	輸入に占める割合
メキシコ製品	25%	3月4日、4月2日？	15.4%
カナダ製品	25%	3月4日、4月2日？	12.5%
中国製品	10%	2月4日	13.3%
EU製品	25%	未定	18.4%
自動車（部品・エンジンを含む）	25%	4月2日	14.4%
医薬品	25%	4月2日	7.4%
半導体	25%	4月2日	2.5%
鉄鋼・鉄鋼製品	25%	3月12日	0.7%
アルミ（ボーキサイトを含む）	25%	3月12日	0.5%
銅	？	？	0.3%

(資料) 米センサス局

(注) 輸入に占める割合は24年の平均値、財輸入のみ。

上昇がみられる期待インフレ率

追加関税の公表を受け、足元では期待インフレ率の上昇が確認されている。2月のミシガン大学調査（確報値）によれば、1年先期待インフレ率は前月から1.0ポイント上昇の4.3%、長期期待インフレ率は0.3ポイント上昇の3.5%となった。また、2月のカンファレンスボード調査によると1年先の期待インフレ率は0.8ポイント上昇の6.0%となった。長期期待インフレ率も25年入り後は小幅に上昇している。こうした期待インフレ率の上振れが継続するかどうかは今後の焦点の一つとなるだろう。



(資料)ミシガン大学、地区連銀調査、FRB、Bloomberg (注)共通インフレ期待指標は四半期データ。

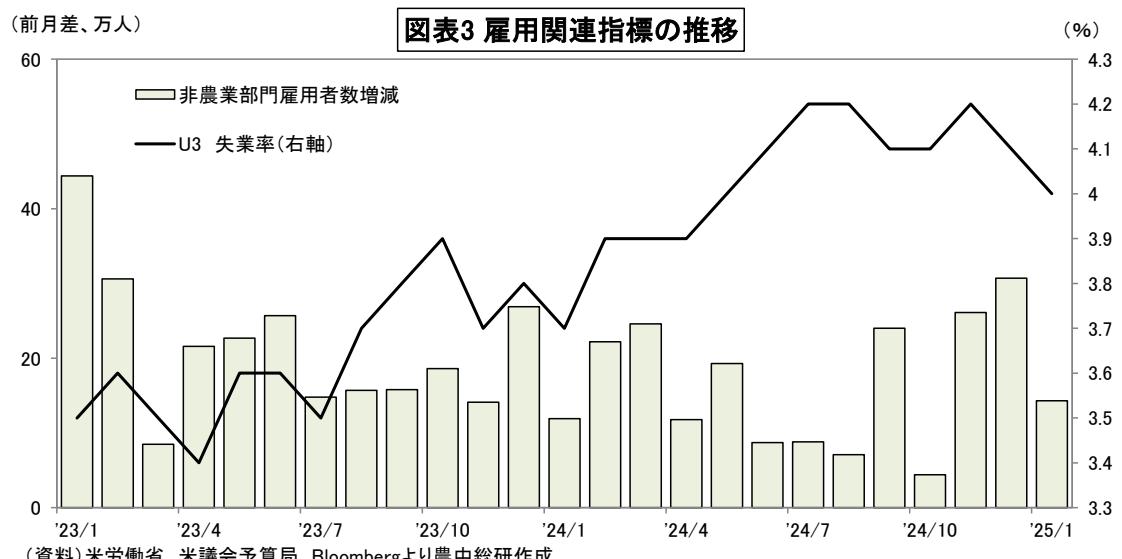
過熱感はないが、堅調さが維持されている労働市場

こうしたなか足元の労働市場関連の統計から判断すると、労働市場はやや減速傾向ではあるものの堅調に推移しているといえる。1月の雇用統計を確認すると、非農業部門雇用者数は前月

から 14.3 万人増（事業所調査）と 12 月の同 30.7 万人から減速した。3 か月移動平均では同 23.7 万人となり、労働市場の堅調さが維持されているといえる。また、失業率は 0.1 ポイント低下の 4.0% となった。なお、雇用者数の推計についての年次改定が行われ、24 年 3 月までの 1 年間の雇用者増は 58.9 万人下方修正された。

1 月の平均時給は前年比 4.1%（前月比 0.5%）、生産・非管理職の時給は同 4.2%（同 0.5%）の上昇となった。前月比での伸びが大きく、12 月からいざれも加速した。

24 年 10～12 月期の労働生産性をみると、伸び率は前年比 1.6% となった。振れ幅の大きい統計ではあるものの、同 1% 前後での推移となったコロナ禍前の伸び率を足元では上回っている。労働生産性の伸びの高まりが確認されたことから、賃金上昇率は 2% 物価目標と整合的な水準の上限に近いと思われる。



求人数と失業者数の比率をみると、12 月は職を選ばなければ 1 人の失業者に対して 1.10 倍の求人が確認された。同比率はコロナ禍前の倍率と同程度となっており、労働市場の過熱感は解消している。

図表4 求人・失業者倍率の推移

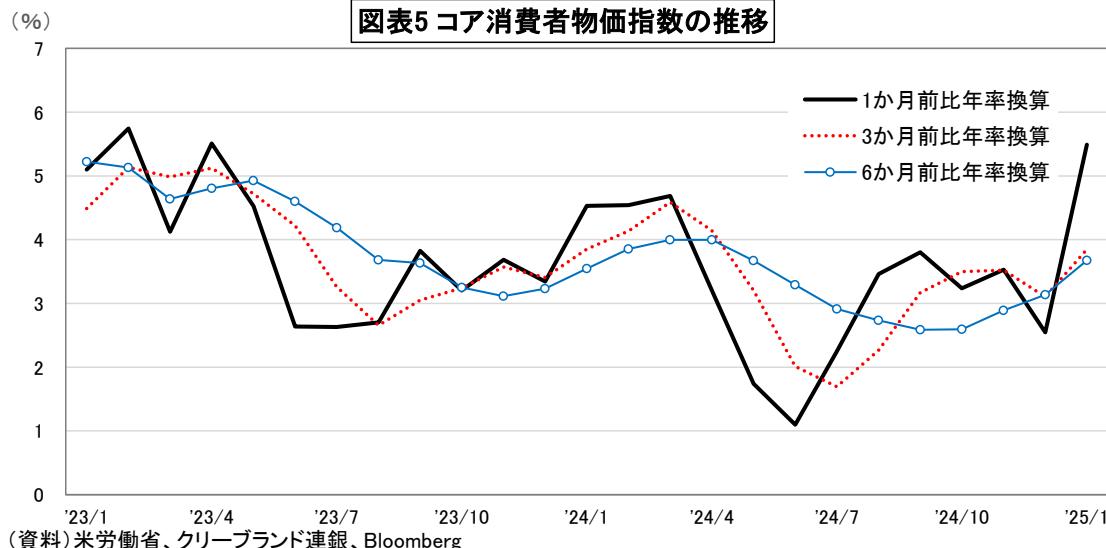


**高い伸びとなった
1月 CPI**

1月の消費者物価指数（CPI）は、総合が前年比3.0%（前月比0.5%）、食料とエネルギーを除くコアは同3.3%（同0.4%）となり、いずれも加速した。エネルギーを除いたコアサービスの上昇率は同4.3%となり、前月比でみれば前月比0.5%と10か月ぶりの高い伸びとなった。

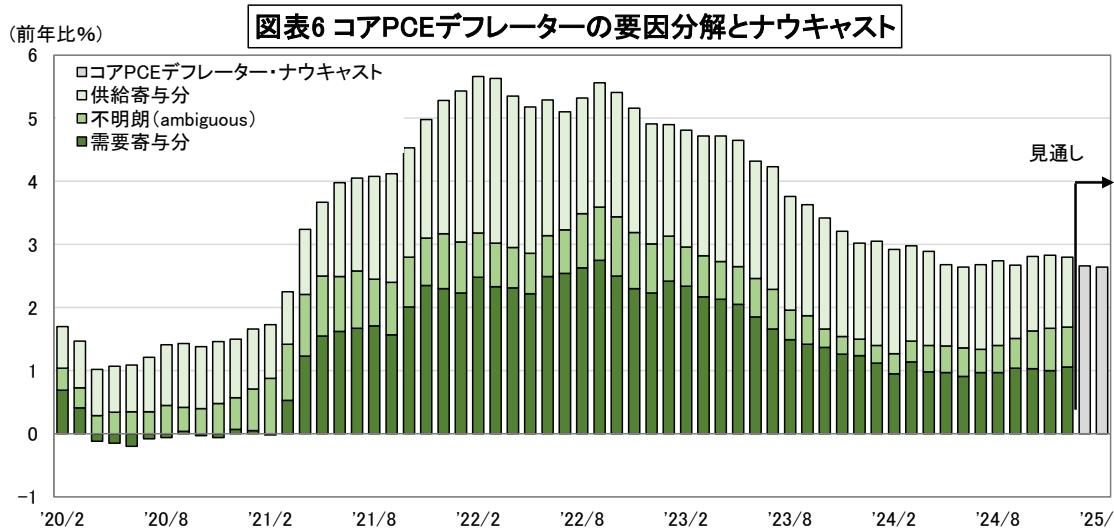
コアCPIについてより足元の動きを確認しやすい1、3、6か月前比（年率換算）を計算すると、1月はそれぞれ5.5%、3.8%、3.7%となった。1月のコアCPIが高い伸びとなり、12月FOMC後に示されたインフレ率の見通し（25年末のPCEデフレーターが前年比2.5%）とも整合的でなくなりつつある。

図表5 コア消費者物価指数の推移



12月のコアPCEデフレーターは変わらずの前年比2.8%（前月比は0.2%）、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCEデフ

レーターは 0.1 ポイント加速し同 2.8% となり、2% 物価目標を上回って推移している。



(資料)サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

様子見姿勢を強める FRB

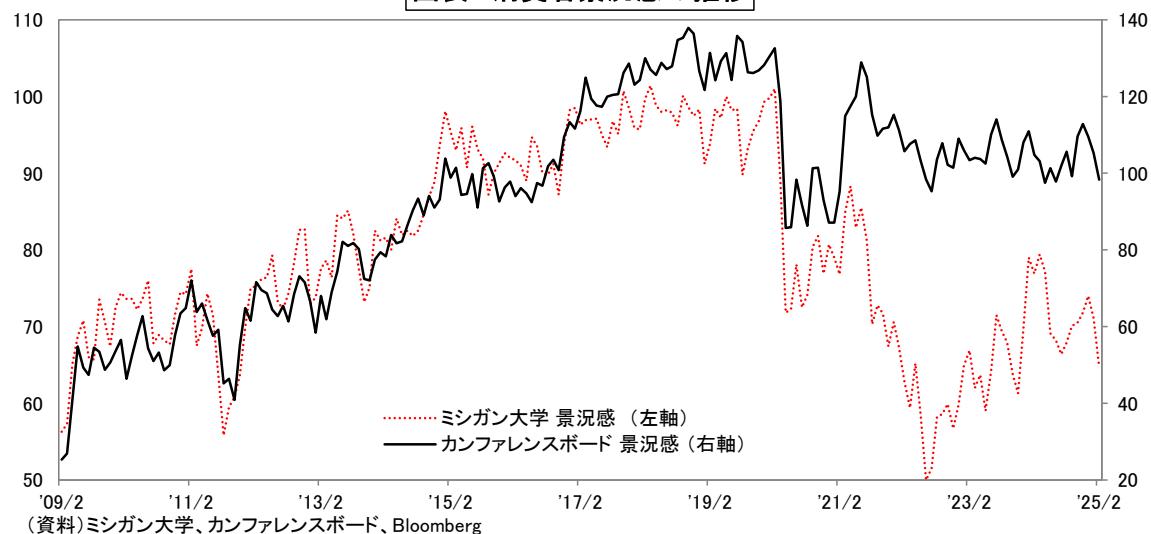
短期的な個人消費 の下振れも

こうしたなか、1月 FOMC 議事要旨や FOMC 参加者の最近の発言からは、最大雇用に近い状態が続くのであれば、インフレ率のさらなる低下を確認するまでは政策金利を据え置く方針が示されている。政策不確実性が高いことから、FRB は様子見姿勢を強めるとと思われる。

個人消費をみると、12月の実質個人消費支出の内、財消費は前月比 0.7%、サービス消費は同 0.3% となり全体としては同 0.4% と堅調に推移した。また、24年 10~12 月期の個人消費支出（速報値）は前期比年率 4.2% と高い伸びとなった。一方で、寒波と山火事などの影響から 1月の小売売上高（総合）は同▲0.9% のマイナス成長となったことで、短期的な個人消費の下振れが見込まれる。

ミシガン大学やカンファレンスボードの調査によると、追加関税などへの懸念から 2月は消費者マインドが低下した。現時点では追加関税の有無や規模を見極める段階といえるが、実際に追加関税が賦課されると消費に対する下押し効果は避けられない。

図表7 消費者景況感の推移



好調な ISM 指数

ISM 指数を確認すると、1 月の ISM 製造業指数は、前月から +1.7 ポイントの 50.9% と、判断基準となる 50% を 10 か月ぶりに上回り製造業の拡大局面を示した。サービス業指数は、同▲1.2 ポイントの 52.8% となり、引き続きサービス業の堅調さが示唆された。

図表8 ISM景況感指数の推移

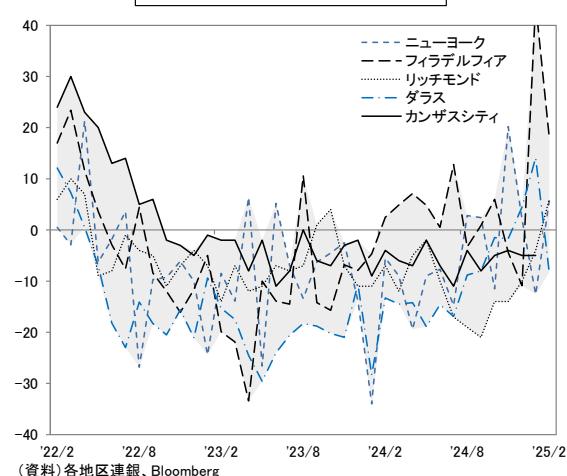


景気の先行き：トランプ減税の延長で追加関税の影響を吸収できる可能性も

さて、景気の先行きを考えると、基本的には労働市場の堅調さに加えて資産増加ペースが速いこともあり、1 月は弱含みとなりそうなものの、個人消費の堅調さが続くと思われる。その上で、トランプ減税による景気下支え効果と、追加関税による景気下押し効果の両方を考える必要があるだろう。

米上下院はそれぞれ 2 月 21 日、25 日に 25 会計年度（24 年 10 月～25 年 9 月）の予算決議案を可決した。これにより、25 年

図表9 地区連銀製造業景況指数



末で期限切れとなる個人・法人減税措置（いわゆるトランプ減税）の延長・拡大を25年予算に盛り込める可能性が高まった。予算規模は10年間で4.5兆ドルとなる。

ピーターソン国際経済研究所は2月3日のレポートで、中国製品に10%、メキシコ、カナダ製品に25%の追加関税の賦課とトランプ減税の延長・拡大が、米家計へ与える総効果を試算している。それによると、下位80%に属する米家計はコスト増が見積もられている一方で、上位20%の家計はコスト減となり、所得上位家計の消費が相対的に多いため、個人消費支出全体に与える影響は不透明といえる。現時点では追加関税による景気下押し効果から米国景気が直ちに腰折れする可能性は想定しにくい。

インフレ率に関しては、追加関税による輸入品価格の上昇に加えて国内企業の値上げ、AI関連インフラ投資による総需要の拡大などが、どの程度インフレ率を押し上げるのか見極める必要があるものの、全体としては下げ渋りが続くと思われる。

長期金利：小幅ながら上昇を予想

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では、追加関税への警戒感や堅調な12月雇用統計などを背景に米長期金利（10年債利回り）は上昇傾向となり、CPI発表を控えた1月14日は4.79%となった。15日はCPIが市場予想を下回ったことから、長期金利は4.65%へと低下し、以降も4.5～4.6%台で推移した。12月末時点と比較すると、長期金利は小幅に上昇した。

2月入り後は、関税政策に対する不透明感や、「ガザ所有・復興」構想、4～6月期までの入札増額はない見込みが示されたことなどを背景に5日の米長期金利は4.4%前半まで低下した。その後は12日の1月CPIを受け、利下げ織り込みが後退したことなどを受け長期金利は4.6%前半まで上昇した。以降は、相互関税についての動向や国債発行計画を変更しないとする財務長官の発言などを消化しつつ4.5%前後での推移となった。21日以降は、予想を下回る経済指標が相次いで発表されたことから先行きへの警戒感が強まり、長期金利は急低下し25日は4.3%を下回った。

先行きについては、景気後退懸念が一時的と思われることや、利下げに対するFRBの慎重な姿勢の織り込みが進むことなどから、利回りは再び上昇し、1月半ばから2月半ばにかけての水準である4.5%程度で推移すると見込む。もっとも、政策不確実

性が高いことから、変動幅の大きい展開が続くだろう。



株式市場：不安定な相場が続く

株式市場では12月から1月半ばにかけて軟調な展開が続いた。1月10日のダウ平均は、堅調な雇用統計を受け、インフレ再燃懸念が強まつことなどから、41,938.45ドルで取引を終えた。その後は、インフレ指標が落ち着いたことで長期金利が低下したことや決算を消化するなかで反発し、1月末から2月半ばにかけて44,000ドル台での推移となった。一方で足元では消費者信頼感指数の低下など、経済指標が悪化したことを受け、再び44,000ドルを下回って推移している。

先行きについては、景気後退懸念は一時的と思われるものの、25年にかけてS&P500構成銘柄の収益見通しが前年比10%台前半へと小幅に下方修正されたことに加えて、関税政策をめぐる不確実性が高く、インフレ再燃懸念も高まっていることから不安定な相場が続くと見込む。

(25.2.27現在)