

関税の公表から、混乱が広がる

～FRB の独立性に対する圧力も～

佐古佳史

要旨

トランプ政権は4月2日、10%の基本関税と、貿易赤字に基づく相互関税を公表し、5日から賦課されることとなった。その後9日には、相互関税の90日間延期を公表し、貿易について各国と交渉することとなった。一方で、米中通商摩擦は激化しており、中国製品に145%の関税を賦課している。

景気の先行きについては関税率次第ではあるものの、平均関税率が20%程度に落ち着き、中国以外からは大規模な対抗関税を回避できるとの想定では、景気後退を回避できると見込まれる。

金融政策をめぐっては、トランプ大統領によるFRBへの利下げ圧力や、FRB議長解任の可能性が言及されてはいるものの、長期期待インフレ率を安定させる観点から、FRBは25年度の利下げについて慎重に判断すると見込まれる。

4月2日に関税を公表

トランプ政権は4月2日、一律10%の基本関税と米国の貿易赤字に連動する相互関税を公表し、5日から賦課されることになった。9日になると、相互関税の賦課を90日間延期することが公表された。延期期間中に各国と交渉するとみられており、交渉の1か国目として、日本からは赤澤経済再生担当大臣が17日にホワイトハウスにて閣僚交渉を行った。

また、米中通商摩擦は激化の一途をたどっており、現在の中中国製品への関税率は145%となっている。加えて、米通商代表部(USTR)は17日、米国内の中国籍船舶に入港料を課す提案を公表した。米中通商摩擦の新たな火種となるだけでなく、世界的な物流が混乱する可能性も懸念される。もっとも、米政府高官の発言からは、対中製品への関税率は将来的に引き下げられる可能性が高そうだ。

なお、トランプ政権は現在、医薬品や半導体、レアアースなどの重要鉱物について、国防上の観点から調査を実施しており、関税率などをめぐって日々発表があるとみられる。

図表1 関税率・時期・輸入に占める割合

	関税率	時期	輸入に占める割合	備考
基本関税	10%	4月5日	ほぼ100%	
メキシコ製品（USMCA対象外）	25%	3月4日	7.7%	
カナダ製品（USMCA対象外）	25%	3月4日	7.8%	
メキシコ製品（USMCA対象）	10%で据え置き	4月2日	7.7%	
カナダ製品（USMCA対象）	10%で据え置き	4月2日	4.7%	
中国製品	145%	4月9日	13.3%	将来的には引き下げも？
自動車（部品は5月3日頃）	25%	4月2日	14.4%	メキシコ、カナダ製品の見直し検討
医薬品	25%以上？	近々公表予定	7.4%	5月12日まで意見公募
半導体	？	近々公表予定	2.5%	5月12日まで意見公募
鉄鋼・鉄鋼製品	25%	3月12日	0.7%	
アルミ	25%	3月12日	0.5%	
銅	？	調査～11月22日	0.3%	
相互関税		7月8日まで延期		電子機器と部品は対象外

(資料) 米センサス局、各種報道、ホワイトハウス

(注) 輸入に占める割合は24年の平均値、財輸入のみ。特例的に対象外になっている財もある。

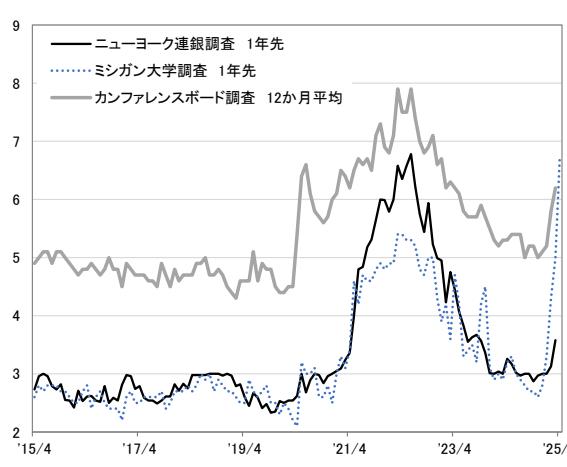
期待インフレ率の上昇が懸念事項になりつつある

関税政策を受け、足元では期待インフレ率が上昇している。ミシガン大学調査（4月、速報値）では、1年先期待インフレ率が1.7ポイント上昇の6.7%となり、長期期待インフレ率も0.3ポイント上昇の4.4%となった。

一方で、ニューヨーク連銀調査（3月）では、期間によって期待インフレ率の動きはまちまちとなった。1年先期待インフレ率は0.5ポイント上昇の3.6%となったが、3年先は変わらずの3.0%、5年先は0.1ポイント低下の2.9%となった。

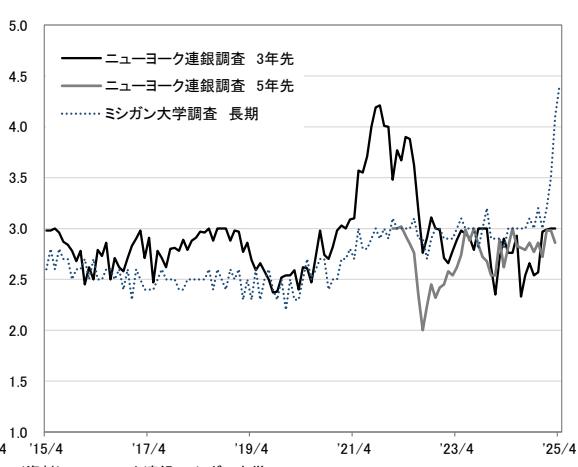
一方で、5年と10年のブレーク・イーブン・インフレ率は2%近辺で推移していることから、債券市場での長期期待インフレ率は安定しているといえる。

図表2 1年先期待インフレ率



(資料)ニューヨーク連銀、ミシガン大学、カンファレンスボード、LSEG

図表3 長期待インフレ率



(資料)ニューヨーク連銀、ミシガン大学、LSEG

大統領からの圧力を受けるFRB議長

こうしたなか、パウエルFRB議長は16日、トランプ政権による関税率の引き上げ幅が予想を大幅に上回ったため、経済への影響も予想以上に大きいものとなり、インフレ率の加速と成長率の鈍化などが見込まれると述べた。

また、FRBの義務は、長期期待インフレ率を安定させ、関税のような一時的な物価上昇が継続しないようにすることであるとも言及した。

一方でトランプ大統領は、FRBに利下げするよう圧力をかけており、期待インフレ率の安定にとって中央銀行の独立性は非常に重要度が高く、今後の展開を注視する必要がある。

続いて、債務上限問題をめぐる動きを確認すると、米議会予算局(CBO)は3月26日、早ければ5月下旬に債務上限の期限が訪れ、米政府が部分的に債務不履行に陥る可能性があると警告した。足元では、4月10日までに5兆ドルの債務上限引き上げを盛り込んだ法案が上下両院で可決された。今後は、予算決議に基づく財政調整法を成立させる必要がある。

さて、足元の労働市場を確認してみると、全体としては、労働市場の底堅さが維持されている。

非農業部門雇用者数は前月から22.8万人増(事業所調査)と2月の同11.7万人から加速した。3か月平均では同15.2万人となった。失業率は0.1ポイント上昇の4.2%となったが依然として低いといえる。また、失業保険申請件数は、3月以降平均22万人で推移している。

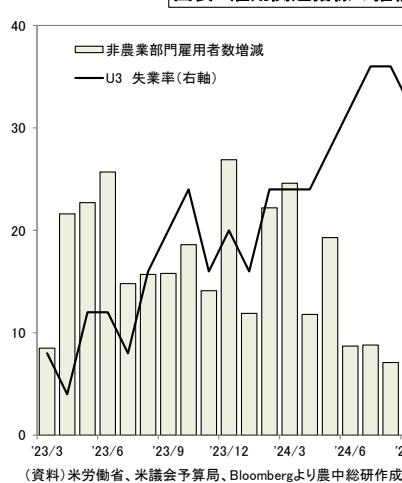
トランプ政権による連邦政府職員の削減に伴い、政府職員の失業保険申請件数は一時的に増加したものの、3月入り後は平常時の水準に戻った。

期限が迫りつつある債務上限問題

底堅さが維持されている労働市場

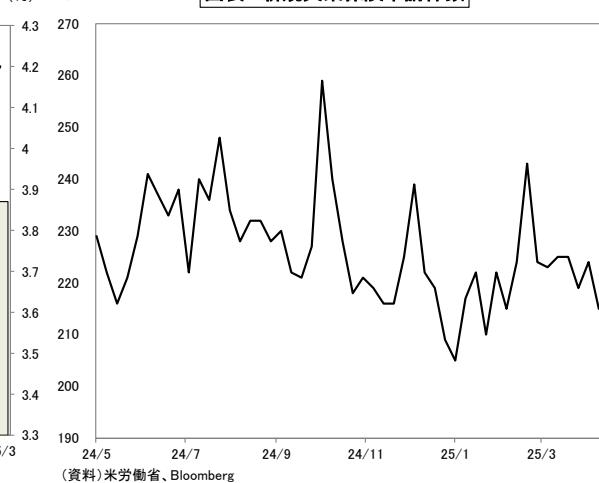
(前月差、万人)

図表4 雇用関連指標の推移



(千人)

図表5 新規失業保険申請件数



3月の平均時給は前年比3.8%（前月比0.3%）、生産・非管理職の時給は同3.9%（同0.2%）の上昇となり、上昇率は鈍化した。24年10～12月期の労働生産性をみると、伸び率は前年比2.0%となり、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%物価目標とほぼ整合的な水準と思われる。

求人数と失業者数の比率をみると、2月は職を選ばなければ1人の失業者に対して1.07倍の求人が確認された。同比率はコロナ禍前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。全体としては、底堅さが維持されているといえる。

図表6 求人・失業者倍率の推移



3月 CPI は鈍化

3月の消費者物価指数 (CPI) は、総合が前年比 2.4% (前月比は▲0.1%)、食料とエネルギーを除くコアは同 2.8% (同0.1%) となり、いずれも鈍化した。エネルギー価格が前月比▲2.4%と大幅に低下したほか、医療用品、輸送サービスも同▲1.1%、▲1.4%と低下した。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、3月はそれぞれ0.7%、3.0%、3.0%となった。関税の本格的な影響はこれからとみられるものの、インフレ率の鈍化はFRBにとって朗報といえるだろう。

期待インフレ率とコア CPI の連動性をみると、コロナ禍以降はミシガン大学やニューヨーク連銀調査の1年先期待インフレ率がコア CPI に先行して動いていたことがうかがえる。今回の関税によるインフレ率の動きを考える上でも参考になるだろう。

図表7 1年先期待インフレ率とコアCPI

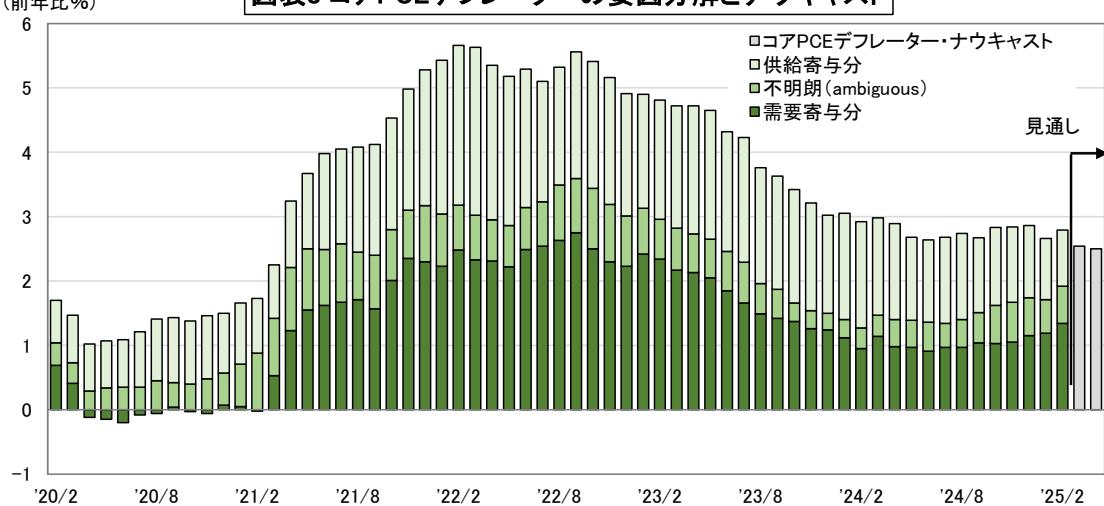


(資料)ニューヨーク連銀、ミシガン大学、LSEG

2月のコア PCE デフレーターは0.1ポイント上昇の前年比2.8% (前月比は0.4%)、ダラス連銀が公表する刈り込み平均PCE デフレーターは変わらずの同2.6%となり、2%物価目標を上回って推移している。

(前年比%)

図表8 コアPCEデフレーターの要因分解とナウキャスト



(資料)サンフランシスコ連銀、クリーブランド連銀

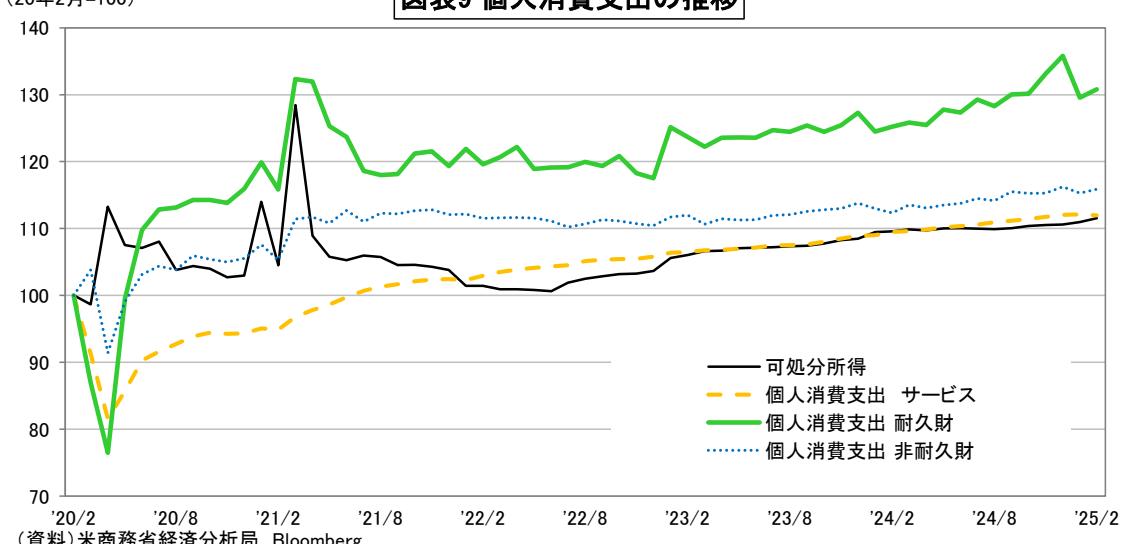
先行きは個人消費の下振れが見込まれる

個人消費をみると、2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▲0.1%、全体としては同0.1%と、小幅にプラス。また、3月の小売売上高（総合）は同1.4%と約2年ぶりの大幅な伸びとなった。内訳としては、自動車、自動車部品が同5.3%と大幅な伸びとなり、関税前の駆け込み需要が出たとみられる。なお、1~3月期GDPは30日に公表される予定となっている。

4月以降は、10%の基本関税に加えて中国製品への高い関税が賦課されることから、個人消費には逆風となるだろう。

(20年2月=100)

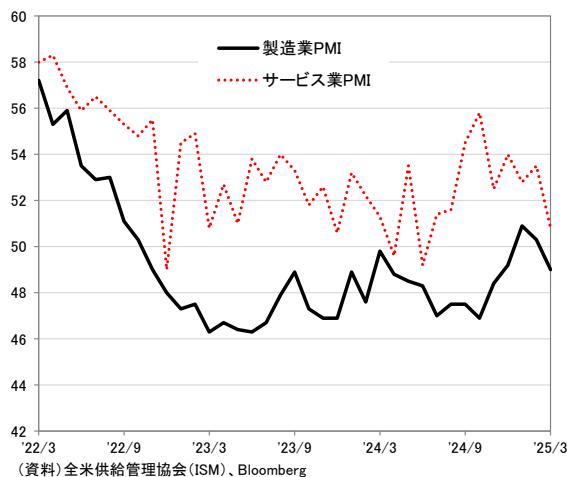
図表9 個人消費支出の推移



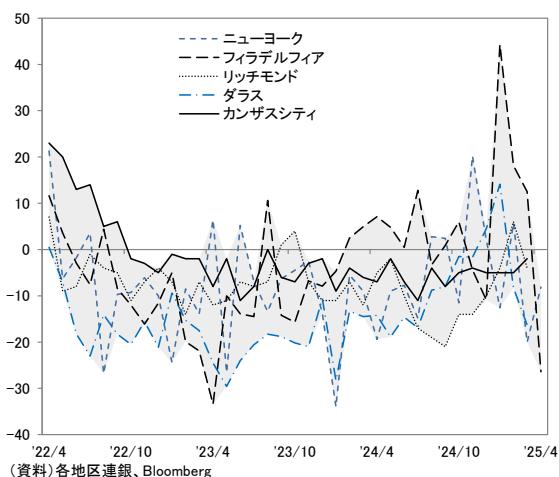
製造業の縮小と価格上昇を示唆

ISM 指数を確認すると、3 月の ISM 製造業指数は、前月から▲1.3 ポイントの 49.0% と、判断基準となる 50% を 3 か月ぶりに下回り製造業の縮小局面を示した。サービス業指数は同▲2.7 ポイントの 50.8% となり、引き続きサービス業の堅調さが示唆された。価格指数については、製造業が同 7.0 ポイントの 69.4% と急上昇した一方で、サービス業は同▲1.7 ポイントの 60.9% となった。いずれも上昇傾向を示唆している。

図表10 ISM景況感指数の推移



図表11 地区連銀製造業景況指数



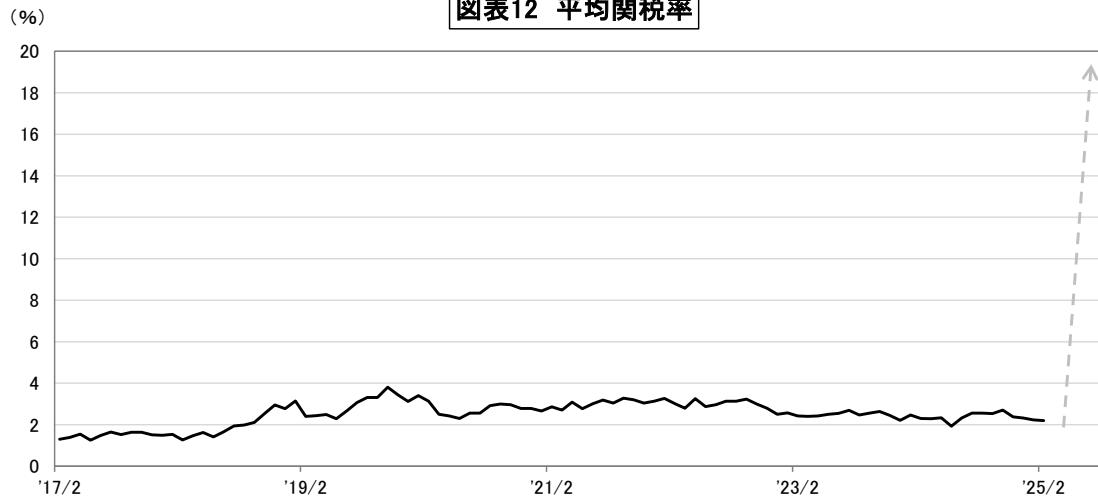
景気の先行き：景気後退は回避できる見込み

さて、以下では景気の先行きを考えたい。足もとでは、相互関税の発動が延期され、各国と交渉するとみられることから、関税率は幾分低下すると考えられる。現在のところ、最終的に平均関税率が 20%程度に落ち着き、大規模な対抗関税が中国以外からは課せられないとの想定がもっとも妥当と思われる。この仮定の下では、GDP 成長率の下押し効果が 1 ポイント前後と見積もられるため、米国の景気後退は回避できるとみられる。もっとも、26 年半ば頃までは関税引き上げによる景気下押し効果が続きそうだ。その後は、25 年末頃に決定されると見込まれるトランプ減税の延長と拡大の効果から、緩やかに経済成長率が上向くこととなりそうだ。

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、全体としては高止まりそうだ。数値例としては、McKibbin, Hogan, and Noland (2024) では、10%の関税を賦課すると、米国のインフレ率が 0.6 ポイント、対抗関税がある場合は同 1.3 ポイント程度一時的にインフレ率を押し上げる

と試算されている。こうした影響から筆者は、期待インフレ率を安定化させるためにも、FRBは25年内の利下げについて慎重な姿勢を維持すると予想している。

図表12 平均関税率



(資料)センサス局、財務省、LSEG

長期金利：関税発表により乱高下

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では、4月2日に発表された相互関税の影響を見極めるなか、景気後退懸念から、米長期金利（10年債利回り）は急落し、4日は4%割れとなつた。その後は、米債売りが強まつたことで、11日は4.49%まで利回りは上昇した。以降は、市場がやや落ち着きを取り戻しつつあるものの、足もとではトランプ大統領のパウエルFRB議長解任発言などから、FRBの独立性に対する懸念が強まり、再び利回りは上昇し、21日は4.41%となつた。22日は一転して、FRB議長の解任をめぐる発言を否定した。

トランプ大統領の一連の政策や発言から、足もとでは株、債券、ドルがいずれも下落する「米国売り」が進みつつあるとみられる。通商政策について、トランプ政権がやや軟化しつつある兆しが見られるものの、大統領が根本的な軌道修正するとは考えづらいことから、先行きについても長期金利の高止まりは続きそうだ。



株式市場：FRB の独立性をめぐる懸念や、通商政策をめぐる不確実性が株価の重石

株式市場では、42,000 ドル前後で推移していたダウ平均は、2 日の相互関税発表を受け、景気後退懸念の強まりなどから、大幅に下落し、8 日の終値は 37,645.59 ドルとなった。9 日は相互関税の 90 日延期を受け大幅上昇となったものの、FRB の独立性をめぐる懸念や、関税をめぐる不確実性などが嫌気され、再び続落した。22 日は、FRB 議長の解任発言を否定したことや、ベッセント米財務長官が中国との交渉に積極的な姿勢を示したことなどから反発した。

先行きについては、収益見通しが前年比 10% 程度はあるものの、引き続き FRB の独立性をめぐる懸念や、通商政策をめぐる不確実性が株価の重石となりそうだ。関税についての交渉内容や大統領の発言に反応する展開が続くだろう。

（25. 4. 23 現在）