

懲罰的な関税引き上げで、米経済は急減速

Topics

- ▶ 米国の関税率は約20%と1930年代と同様の水準まで急上昇、歴史的な政策転換。追加関税の金額は6000億ドル規模に達するが、大規模な増税の早期実現で、米国の経済成長率は急減速の可能性。
- ▶ 大幅な関税賦課政策は、米国の製造業を復活させずに、経済成長を損なうため米企業の競争力を衰退させる自傷的な政策対応と評価できる。
- ▶ 経済変調を受けて夏場にかけてトランプ政権は、関税政策の大幅な修正を余儀なくされよう。FRBは6月会合から利下げを再開。米国経済の減速は短期間で収束、深刻な景気後退には至らないと予想。

シニアエコノミスト 村上 尚己

予想外の大幅な関税引き上げ

4月2日にトランプ米政権から、相互関税が公表されました。ほぼ全地域・全品目に対する一律関税が10%賦課されることに加えて、各国ごとに貿易赤字などを理由に関税が上乘せで課される結果、EU（欧州連合）は20%、日本は24%など多くの大国に対して、大幅な関税が賦課されることになります（図表1参照）。貿易相手国の高い関税率への対抗として「相互関税」を課すというのは表面上のフレーズに過ぎず、実際には、貿易相手国に対して、ほぼ一律に懲罰的な関税率の引き上げを行う政策が打ち出されました。

この結果、米国の平均関税率（関税収入/輸入）は約20%と、ジャンプする格好で上昇することになります（図表2参照）。現在2%台の関税率が、1930年代と同様の水準まで上昇すると見込まれ、これは歴史的な政策転換と位置付けられます。

関税引き上げで米国経済に急ブレーキ

従前、筆者は、トランプ政権による関税率引き上げは10%程度と想定していました。この規模の関税引き上げであれば、25年後半に実現する減税政策の発動などによって、ほとんど相殺されるため、トランプ政権下で米経済は安定成長が続くと予想していました。

実際には、筆者を含めた多くの金融市場参加者の想定を上回る関税引き上げを早々に実行に移すという意向を、トランプ政権は持っていると思われます。

スコット・ベッセント財務長官は、GDP成長率3%を実現しつつ、財政赤字を国内総生産（GDP）比3%に削減、そして大幅な原油増産、をトランプ大統領に提言したとされています。

経済成長を実現させるためには、適切に金融財政政策が行われることが大前提になります。実際には、大規模な関税政策だけが早々に始まる緊縮的な経済政策が発動され、従来のベッセント財務長官の考えとは相反する政策が実現しつつある、ようにみえます。

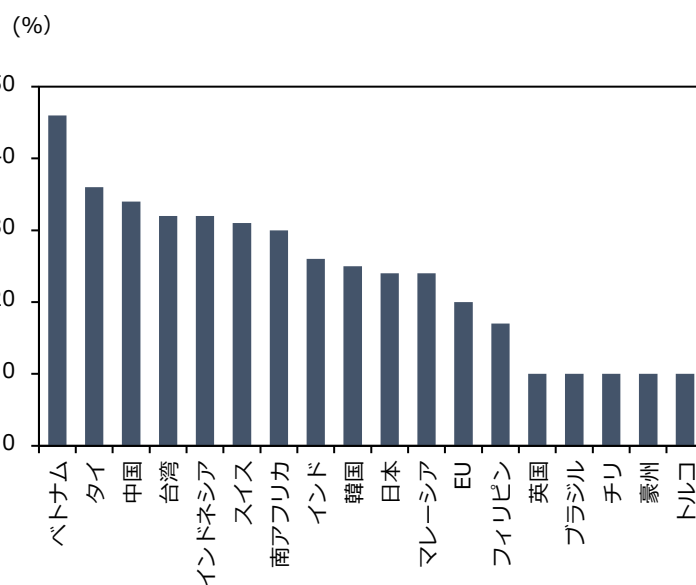
4月から実現する見込みの追加関税の金額は、6000億ドル規模に達すると試算され、これは米国のGDPの約2%に相当します。関税引き上げによって、大幅な増税政策が実現することになり、企業・家計部門の所得を大きく減らす経路で、米国の経済成長率に急ブレーキをかける、と米国経済の見通しを筆者は大きく下方修正します。

こうした高関税の状況が続けば、世界の貿易活動を停滞させて、グローバルに展開する世界中の大企業の行動を、大きく制約するでしょう。

次ページへ続く

図表1

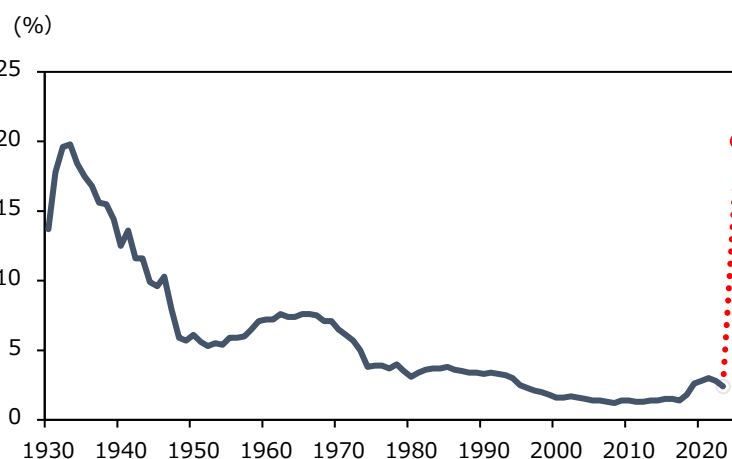
「相互関税」による各国への関税賦課率（抜粋）



(出所) 各種報道よりアセットマネジメントOneが作成

図表2

米国の平均関税率の推移



(期間) 1930年～2023年(年次)、25年は相互関税政策を踏まえた当社試算

(出所) USTIC（米国際貿易委員会）のデータをもとにアセットマネジメントOneが作成

※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。

※上記図表などは、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。

大幅な関税引き上げは自傷的な経済政策

米国では1980年代以降、経常収支の赤字が続いていますが、先進各国の中で、最も高い経済成長を実現している国です。ただ、トランプ大統領らは、経常赤字や貿易赤字によって、米国経済が衰退しているという思い込みを抱いているのかもしれませんが（図表3参照）。というのも、10%を超える各国への関税賦課算出の根拠として、米国の各国に対する貿易赤字を輸入額で割った数値を用い、大幅な関税を賦課しているとみられるからです。関税引き上げで、貿易赤字は縮小すると認識しているのでしょう。

実際には関税率を大きく引き上げて、海外からの輸入を減らそうとしても、それは難しいと見込まれます。米国が貿易赤字であるのは、米製造業の競争力が低いこと、そして米国の消費が堅調なので輸入の高い伸びが続いている、ことが大きな要因です。そして、貿易赤字が続いているからこそ、米国の家計は消費水準を高めることができてきたのが現実です。

仮に、関税引き上げで貿易赤字が減るとすれば、米国の消費を抑制して、輸入を減らすことによってでしか実現しないでしょう。これは米国家計にとって、極めて痛みが大きい選択肢です。

そして、政府が関税率をどの程度上げるか分からない情勢では、外国の企業だけではなく、米国の企業にとっても不確実性が極めて高い状況なので、企業による設備投資の多くが先送りされることが予想されます。トランプ政権下では、成長産業と期待されたAI関連の設備投資の拡大にも、期待するのは難しいでしょう。

トランプ政権が掲げた、大幅な関税賦課は、貿易収支の改善や米国の製造業を復活させる効果はほとんどありません。経済的には米企業の競争力を衰退させる、経済合理性に乏しい自傷的政策と位置付けられます。トランプ大統領らは、これまでのように経済成長を軽視しても、安全保障が最優先事項で、貿易活動を大きく抑制した方が「米国が偉大になる」と考えているようです。

関税政策の修正で米経済は持ち直しへ

大幅な関税引き上げで、米国以外の各国の経済にもブレーキがかかり、これが米国に波及して、米国経済も大きなダメージを受けるでしょう。2024年まで米国経済は、2%を超える安定成長が続き、世界経済の安定成長を支えていましたが、この構図がいったんは崩れるでしょう（図表4参照）。

4月3日以降、米国を中心に世界各国の株式市場が急落しています（図表5参照）。割高であったメガテック株のバリュエーション調整というよりも、米国を含めて世界経済全体が失速して、企業利益が減益に転じるシナリオが現実味を帯びてきたためです。自傷的な政策に舵を切ったトランプ政権の対応で、世界経済の大不況をもたらす帰結を適切に織り込んだ値動き、と筆者は考えています。

もちろん今後の他国との交渉や取引を経て、大幅な関税引き上げが見送られるなど政策が大きく修正されるシナリオは想定できるでしょう。ただ、トランプ政権は大幅な関税引き上げが、妥当な政策ではないと認識するまで、既に発表した関税政策を簡単には修正しないと筆者は予想しています。

この結果、4-6月には米国経済はほぼゼロ成長に失速すると見込まれます。労働市場にも悪影響が及び、失業率は4%台後半に大きく上昇し始める、と予想します。

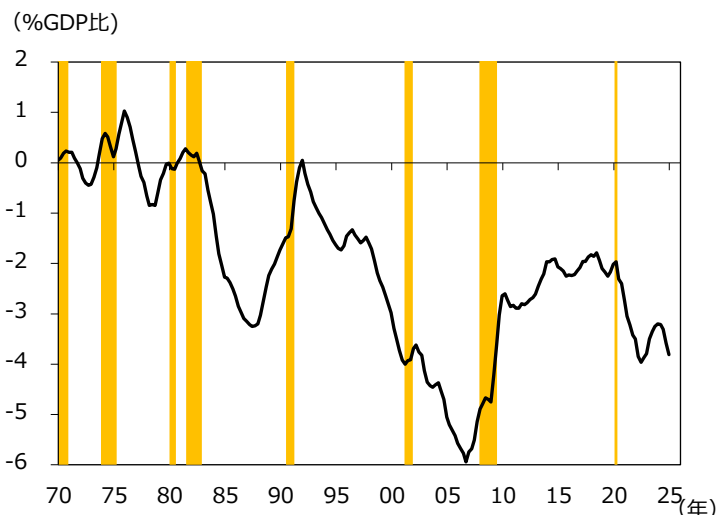
経済活動の変調を目の当たりして、夏場にかけてトランプ政権は自傷政策の大幅な修正を余儀なくされるでしょう。一方、経済変調を受けて、FRB（連邦準備理事会）は、インフレ率が再加速する中にあっても、6月会合から利下げ政策を再開すると予想します。米国経済の急減速は、半年程度の短期間で収束して、25年末までには米国経済は緩やかに持ち直し、深刻な景気後退には至らない、と現時点で予想しています。

※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。

※上記図表などは、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。

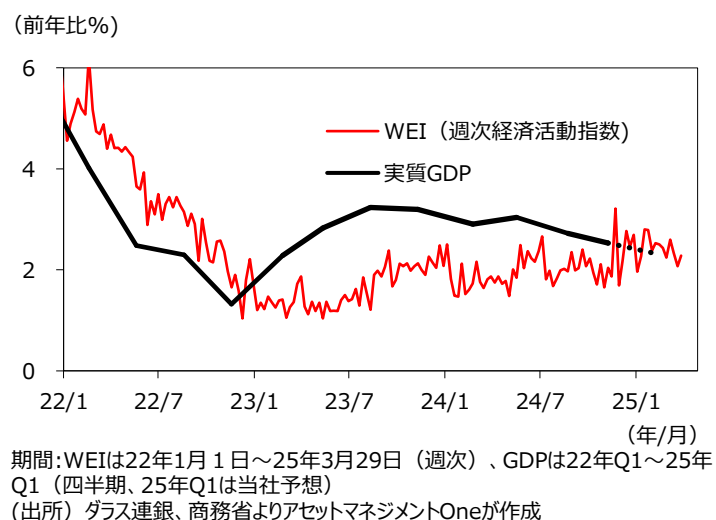
図表3

米経常収支の推移



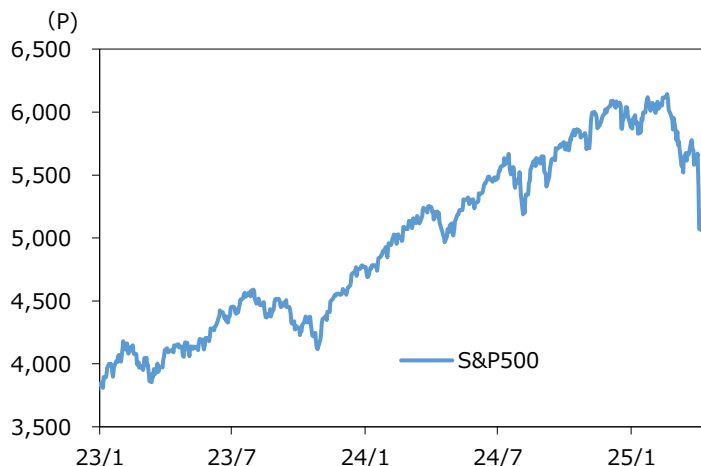
図表4

米 実質GDP vs. 週次経済活動指数



図表5

S&P500の推移



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3.85%（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2.288%（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ことがあります。

【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。

【当資料で使用している指数について】

- S&P 500種株価指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。