

一転して関税引き下げへ

～長期金利の大幅上昇～

佐古佳史

要旨

5月入り後は、トランプ政権による関税率の引き下げが行われ、相互関税を発表した4月2日以降強まっていた景気後退懸念が巻き戻されつつある。

4月の経済指標(ハードデータ)には、これまでの関税引き上げの影響は出ていないものの、5月以降はインフレ率の上昇などが見込まれる。

トランプ減税2.0と目される税制改革法案が下院で可決され、減税の延長、拡大へ向け前進した。同法案は、向こう10年間で4兆ドル前後の財政赤字拡大につながると見積もられており、5月にみられた米長期金利上昇の理由の一つとなった。

関税政策をめぐる不 確実性

5月に入るとトランプ政権は関税率の引き下げを決定し始めた。5月8日は、年間10万台までのイギリス製自動車に対する関税を10%に引き下げるについて米英間で合意した。また、12日には米中間で関税引き下げについて合意し、中国製品に対する125%の相互関税を90日間0%とし、10%の基本関税とフェンタニルの流入に起因する20%の関税のみを暫定的に適用することとなった。加えて、大統領は16日、全ての国と交渉を行うことは不可能であるため、今後2～3週間以内に新たな関税率を通知するとの見解を表明した。こうしたなか、日米間の交渉も継続している。

一方で、交渉が難航していることを理由にトランプ大統領は23日、EU製品に対して6月1日から50%の関税を賦課するとの見解を表明した。なお、期限は7月9日に延期された。

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外）	25%	5月4日	7.7%	
カナダ製品（USMCA外）	25%	5月4日	7.8%	
メキシコ製品（USMCA内）	10%	5月6日	7.7%	
カナダ製品（USMCA内）	10%	5月6日	4.7%	
中国製品	145%→30%	5月12日	13.3%	8月9日まで
自動車・自動車部品	25%	5月3日	14.4%	
医薬品	25%以上？	近々公表予定	7.4%	
半導体	？	近々公表予定	2.5%	
鉄鋼・鉄鋼製品	25%	3月12日	0.7%	
アルミ	25%	3月12日	0.5%	
銅	？	？	0.3%	11月22日まで調査期間
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

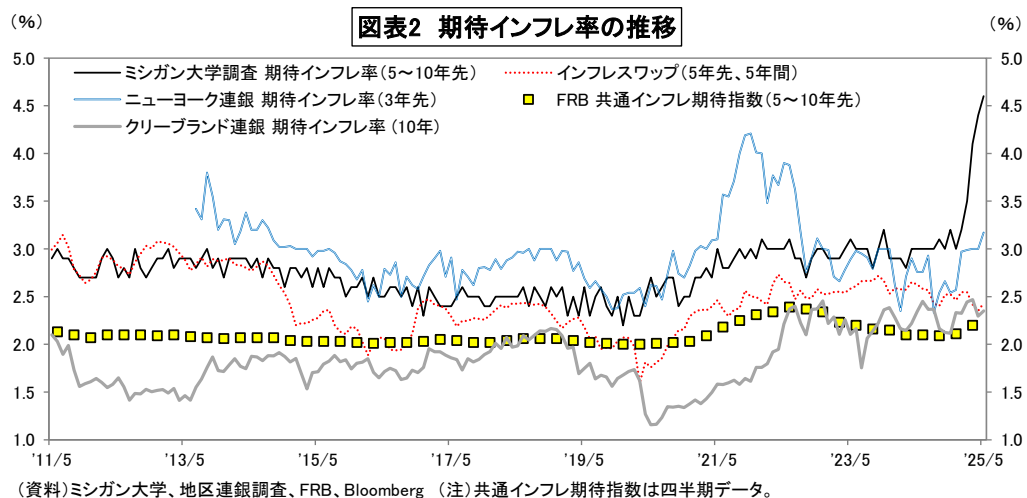
（注）輸入に占める割合は24年の平均値、財輸入のみ。特例的に対象外になっている財もある。

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の上昇が継続している。ミシガン大学調査（5月、速報値）では、1年先期待インフレ率が0.8ポイント上昇の7.3%となり、長期期待インフレ率も0.2ポイント上昇の4.6%となった。

一方で、ニューヨーク連銀調査（4月、中央値）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変わらずの3.6%、3年先は0.2ポイント上昇の3.2%、5年先は0.2ポイント低下の2.7%となった。

また、5年と10年のブレイク・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引き続き安定しているといえる。



審議中のトランプ 減税 2.0

こうしたなか米連邦議会下院は 22 日、25 年末に期限を迎えるトランプ減税の内、所得減税の恒久化と、飲食店等でのチップの免税を盛り込んだ税制改革法案を僅差で可決した。法案には、7 月中旬に事実上の期限を迎える可能性もある債務上限を 4 兆ドルへ引き上げる条項も含まれる。また、低所得者向け医療支援（メディケイド）への支出や食糧支援の削減など低所得者向け支援削減が含まれ、全体としては富裕層への恩恵が大きい点が特徴といえるだろう。

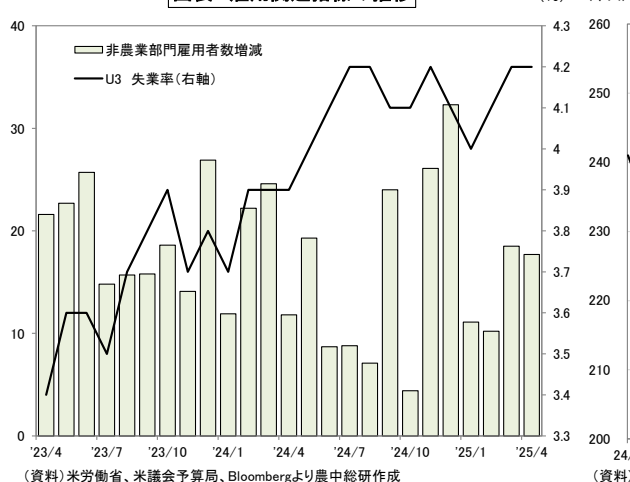
同法案は今後上院に送られ審議されることとなる。上院では大幅な見直しが行われる可能性も指摘されているが、仮にそのまま可決された場合、向こう 10 年間における財政赤字拡大額は 4 兆ドル前後と見積もられる。

底堅さが維持されている労働市場

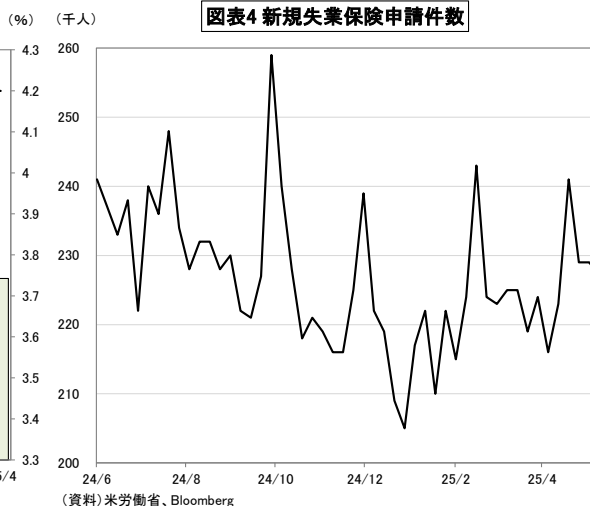
さて、足元の労働市場を確認してみると、全体としては、労働市場の底堅さが維持されている。

4 月の非農業部門雇用者数は前月から 17.7 万人増（事業所調査）と 3 月の同 18.5 万人から小幅に減速した。3 か月平均では同 15.4 万人となった。失業率は変わらずの 4.2% となり、1 年にわたって 4.0~4.2% の間で推移している。また、5 月入り後の新規失業保険申請件数は 23 万件弱で概ね横ばいとなっている。

（前月差、万人） 図表3 雇用関連指標の推移



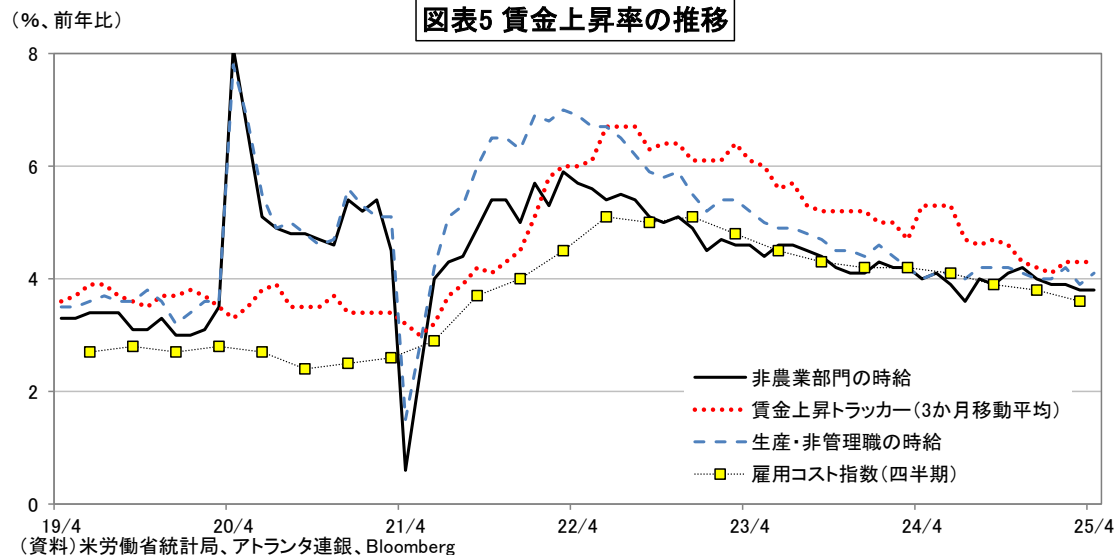
図表4 新規失業保険申請件数



4 月の平均時給は前年比 3.8%（前月比 0.2%）、生産・非管理職の時給は同 4.1%（同 0.3%）の上昇となり、上昇率はまちな動きとなった。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、3 月は職を選ばなければ 1

人の失業者に対して 1.02 倍の求人が確認された。今後は、トランプ関税によって、求人数や失業者数がどの程度影響を受けるのか注目といえる。全体としては、労働市場の底堅さが維持されているといえる。



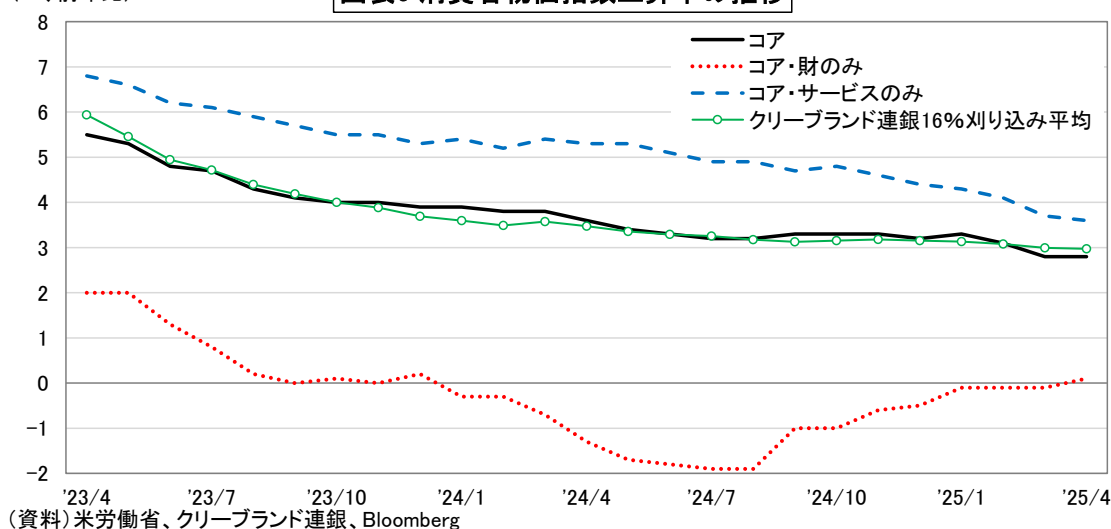
4 月 CPI は加速

4 月の消費者物価指数 (CPI) は、総合が前年比 2.3% (前月比は 0.2%)、食料とエネルギーを除くコアは同 2.8% (同 0.2%) となり、前月比でみればいずれも加速した。3 月にそれぞれ前月比▲2.7%、▲1.1%、▲1.4%と大幅に低下したエネルギー、医療用品、輸送サービスは、4 月に同 0.7%、0.4%、0.1%と反発した。また、財区分のインフレ率の上昇が穏やかなことから、4 月 CPI はトランプ政権による関税の影響があまり反映されていないと思われる。

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、4 月はそれぞれ 2.9%、2.1%、3.0%となった。足元では、単月のブレが大きくなっている。

(%、前年比)

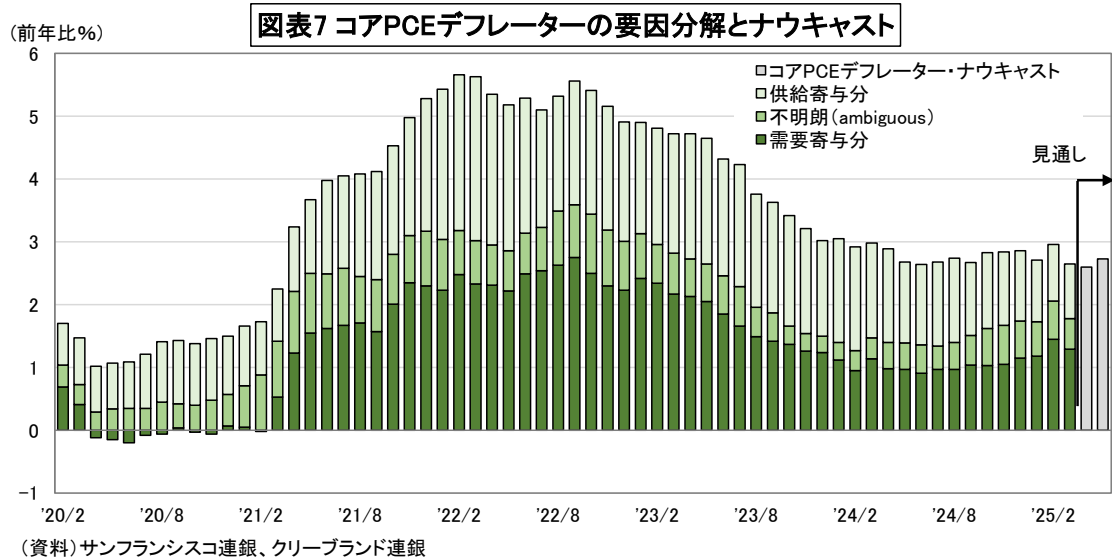
図表6 消費者物価指数上昇率の推移



3月のコアPCEデフレーターは前年比2.6%（前月比は0.0%）、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2.5%となった。3月のインフレ率は鈍化したものの依然として、2%物価目標を上回って推移している。

こうしたなか、5月6、7日にかけて行われた5月FOMCでは、事前予想通り政策金利の据え置き（4.25～4.50%）が決定された。声明文には、「経済見通しについての不確実性が一段と増した」、「失業率とインフレ率の上ぶれリスクが上昇したと判断した」と記述された。

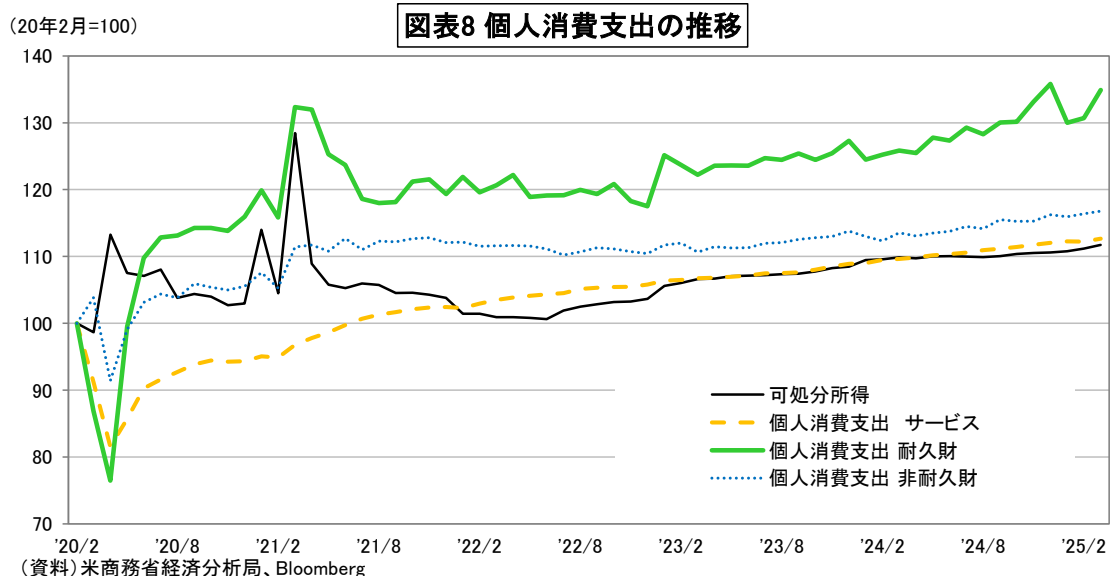
FOMC後の記者会見でパウエルFRB議長は、短期の期待インフレ率が上昇したことや、長期の期待インフレ率は2%物価目標と整合的であることについて言及した。また、強い労働市場の達成には物価の安定が必要であることや、政策変更を急いでいないことなど、従来からの見解を再度表明した。



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、3月の実質個人消費支出の内、財消費は前月比1.3%、サービス消費は同0.4%、全体としては同0.7%と大幅な伸びとなった。関税前の駆け込み消費が反映されていると思われる。また、4月の小売売上高（総合）は同0.1%と駆け込み消費がみられた3月の反動から小幅な伸びにとどまった。

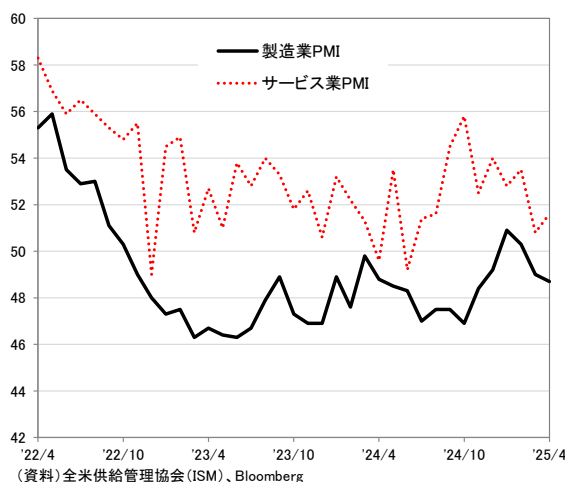
関税をめぐる不確実性は高いものの4月以降は、10%の基本関税に加えて中国製品への高い関税が賦課されることから、個人消費には逆風となるだろう。実際に、小売り大手ウォルマートは5～6月にかけて関税による値上げを行う見通しを示している。



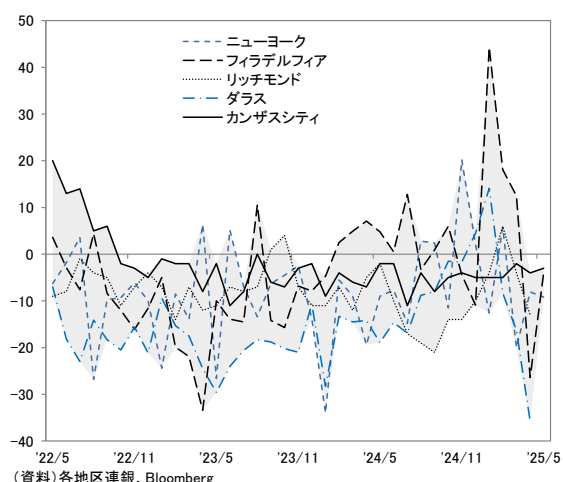
製造業の縮小と価格 上昇が継続

ISM 指数を確認すると、4 月の ISM 製造業指数は、前月から▲0.3 ポイントの 48.7%と、判断基準となる 50%を 2 か月連続で下回り製造業の縮小局面を示した。サービス業指数は同 0.8 ポイントの 51.6%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 0.4 ポイントの 69.8%と急上昇した一方で、サービス業は同 4.2 ポイントの 65.1%となり、いずれも上昇傾向を示唆した。

図表9 ISM景況感指数の推移



図表10 地区連銀製造業景況指数



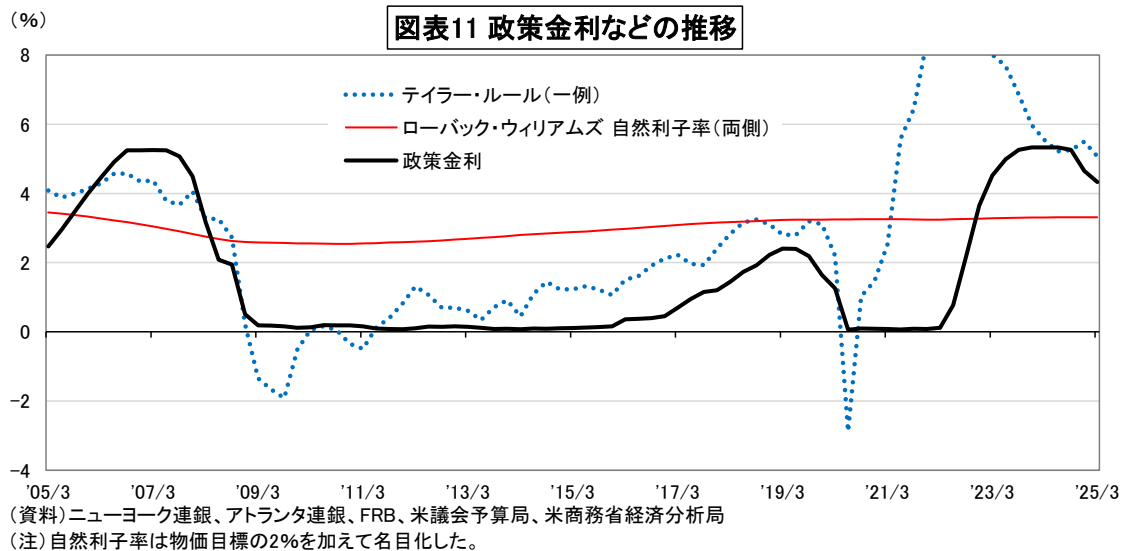
景気の先行き：景 気後退は回避でき る見込み

さて、以下では景気の先行きを考えたい。まず関税については朝令暮改が続いているものの、引き下げ方向で調整しているとみられることから、最終的には平均関税率が 10%半ばから後半に落ち着き、大規模な対抗関税は課せられないとの想定が、現在のところ妥当と思われる。

関税率の経済効果についての一連の試算値から判断すると、こうした仮定の下では、GDP 成長率の下押し効果は 0.5 ポイント程度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。5 月末の予想としては、25 年は 1.5%程度の経済成長率になると見込まれる。一方で、トランプ減税の延長と拡大の効果から、26 年以降は緩やかに経済成長率が上向くこととなりそう。

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。数値例としては、McKibbin, Hogan, and Noland (2024)では、10%の関税を

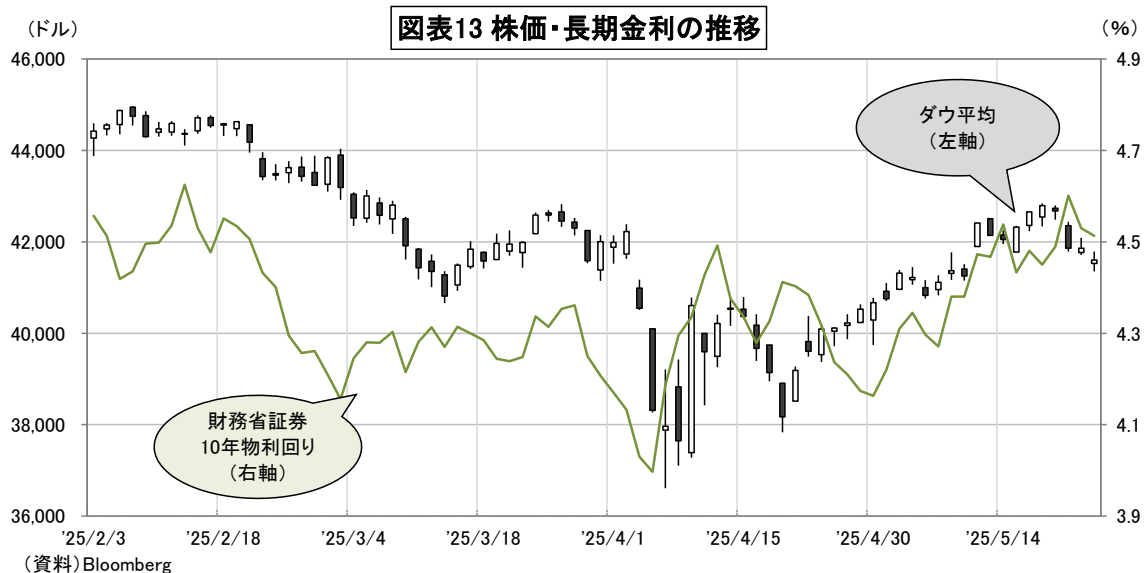
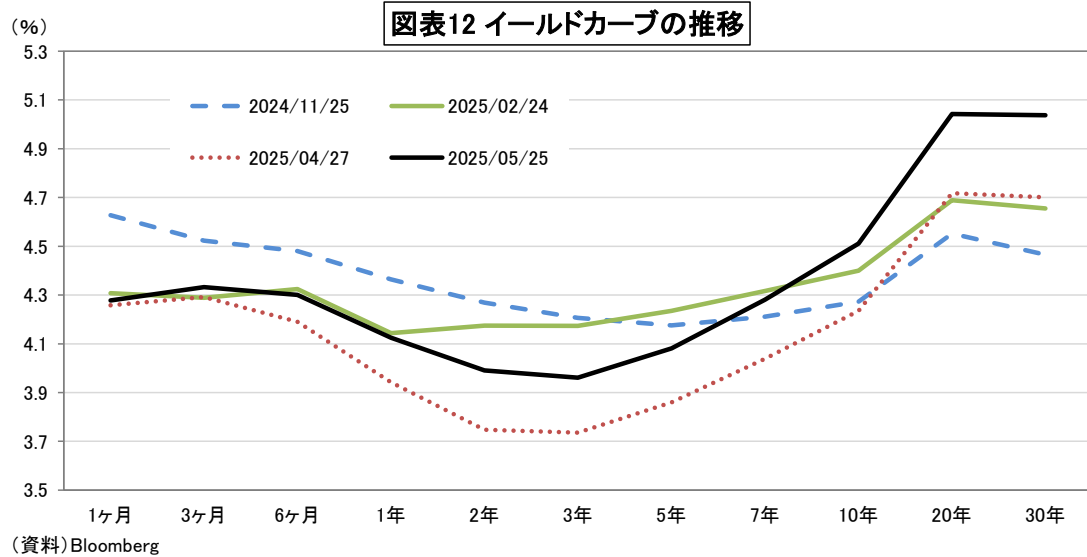
賦課すると、米国のインフレ率が 0.6 ポイント、対抗関税がある場合は同 1.3 ポイント程度一時的にインフレ率を押し上げると試算されている。こうした影響から筆者は、期待インフレ率を安定化させるためにも、FRB は 25 年内の利下げについて慎重な姿勢を維持すると引き続き予想している。



長期金利：大幅上昇

最後に市場の動きを確認すると、債券市場では、利下げ観測の後退や米英合意（8 日）、米中合意（12 日）、ムーディーズによる米債格下げ（16 日）、税制改革法案が財政赤字拡大につながることへの警戒などから、5 月入り後の米長期金利（10 年債利回り）は 4 月末と比べて 30bp 超の大幅上昇となった。

先行きについては、米上院でトランプ減税案の修正と財政赤字予想額の圧縮は利回り低下材料と思われる。一方で、日米、米 EU 間の引き下げ方向での関税交渉や、相互関税についての新たな発表、FRB による利下げ後ずれ観測などは利回りの上昇要因になるだろう。材料が交錯することから米長期金利については方向感を欠く展開を予想する。



株式市場：緩やかな回復を予想

株式市場では、米国によるイギリス製自動車や中国製品への関税引き下げが好感され、主要株価指数は上昇傾向で推移した。5月20日のダウ平均は終値で42,000ドルを回復した。21日は税制改革法案を背景に財政赤字拡大への警戒感から反落した。

先行きについては、長期金利の高止まりは懸念材料ではあるものの、収益見通しが前年比10%程度あることに加えて、関税引き下げ方向での交渉が期待されることから、緩やかな株価の回復傾向が続くと予想する。

(25. 5. 26 現在)