

「解放の日」：市場の不透明感、世界の成長懸念、米国の景気後退懸念

著者：Seema Shah（チーフ・グローバル・ストラテジスト）

その発表内容と市場予想との比較は？

トランプ大統領は、対米輸出国すべてに最低 10%の関税を適用し、米国の貿易赤字額が大きい国に対しては、関税率を引き上げて相互関税を課すと発表しました。追加関税の対象国は多岐にわたり、40%以上の関税が課される国もあります。

主要経済国では、中国は 54%の関税（すでに発表されている 20%に加え、34%の「相互関税」）、欧州連合（EU）は 20%、日本は 24%の関税が課されることとなります。英国と豪州を含む数カ国は、最低の 10%が適用されます。カナダとメキシコは、米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）非対応品には引き続き 25%の関税がかかりますが、追加課税はないことが示唆されました。エネルギー製品、すでに追加関税に直面している分野（アルミニウムや鉄鋼など）、その他の調査対象分野には適用除外が与えられており、全体的な影響は軽減されています。しかし、これらの免除措置の多くは一時的なものであり、分野別の追加関税が適用される可能性が高くなっています。実施時期については、4月1週目に 10%の関税が発効し、翌週にはより高い関税が導入されます。

以前に発表された措置により、米国の平均関税率は 11%に引き上げられ、1940年代以来の高水準となっていました。しかし、「解放の日」の発表では、関税率はさらに引き上げられ、約 24%となり、1908年以來の高水準となり、市場で幅広く予想されていた水準よりも大幅に高くなりました。

直後の市場の反応を紐解く

今回発表された関税は想定以上の規模だったため、株式市場は大幅に下落し、米ドルも一段安となりました。成長率とインフレ率の相反する影響を市場が消化しようとしているため、米国債利回りの低下幅は、市場の下落幅に比べると抑制されています。

次のステップ

「解放の日」は関税に関する不透明感を完全には払しょくしておらず、市場参加者は引き続き分野別の追加関税が発表されるか否か、そして各国が交渉と報復のどちらを選択するかを見守っています。

交渉次第では高い個別関税率の一部が引き下げられる可能性がある一方、報復は事態をエスカレートさせる悪循環に陥らせる可能性もあります。中国は報復関税を発動、EUも報復関税の方向にありますが、両者とも最もダメージの少ない道筋を見極めながら慎重に対応するものと思われます。但し、国・地域によっては交渉が難しく、例えば EU の場合、付加価値税（VAT）は国産品と輸入品に等しく適用されるため、公平で差別のない税とみなされています。

結局のところ、交渉にせよ報復にせよ、米国の発表は、関税の最終的な範囲、レベル、タイミングをめぐる不確実性が再び拡大することを示唆しています。

これは米国のマクロ見通しにどのような影響を与えるのか？

今回発表された関税の規模と範囲は、2018年の貿易戦争中に見られた懲罰的貿易行動とは比べものにならず、経済的混乱が拡大する可能性が高いと思われます。影響は消費者に深刻なものとなる可能性が高く、関税引き上げは米国の現代史上最大の増税となります。

関税引き上げの目的は、製造業を復興し、その結果景気を回復させることであるとトランプ政権は表明していますが、現実には、それが実現するとしても数年はかかると思われます。その一方で、輸入品への高関税は当面の景気の足かせとなる可能性が高く、短期的にはその恩恵は限定的です。

市場参加者が知りたいのは、成長促進のための政策です。楽観的なシナリオとしては、新たな財政措置が発表される可能性があり、その財源は当面の年間関税収入 6,000～7,000 億ドルになる可能性があります。関税収入の使い道としては、財政赤字の削減による国債利回りの低下や、減税のための財源などが考えられます。例えば、法人税減税はオンショアリング（国内回帰）に対する刺激となると思われ、そして所得税減税は低所得世帯への支援となり、関税の影響を抑えることが出来ます。これまでのところ、正式に提案されたものはないものの、これらが具体化し始めれば、米国経済と市場に対する重要な支えになると考えられます。

今回の関税の発表に先立ち、ほとんどのアナリストは米国の成長率予測を下方修正していましたが、それでも景気後退は予想されていませんでした。しかし、今回の発表の規模と範囲から、エコノミストは平均関税率の引き上げを勧告し、さらなる下方修正が行われる可能性が高いと思われます。

プリンシパルの初期予測では、米国の GDP 成長率は当初 2.5%程度の打撃を受けると思われ、一部の貿易相手国が報復措置を取れば、その影響はさらに大きくなる可能性があるかと予想しています（これは、これまでの 1.5%程度になるとの事前予想からの修正になります）。

プリンシパルではこれまでの GDP 予測（3月上旬に下方修正したものであり、GDP 成長率はトレンドを大幅に下回るものの、景気後退は回避できると予想）を見直す予定ですが、初期段階の再予測では、以下が実現しない限り、米国は景気後退に陥ることが想定されます：

1. 今後数ヶ月の間に、少なくとも一部の関税率が引き下げられる
2. 政策金利の引き下げを再開
3. 減税や規制緩和など、成長に有利な措置が今年後半に導入

インフレへの影響

関税の最も大きな影響を受けるのは米国の消費者です。最も大幅な関税引き上げは、中国、ベトナム、台湾、カンボジアといった、米国の消費財サプライチェーンの中心的な国々をターゲットにしているため、幅広い日用品目の価格が上昇すると考えられます。他の貿易相手国に対する 10%の一律関税の導入により、代替の可能性は制限され、輸入業者、ひいては消費者に、当面、物価上昇のコストを全額吸収する以外の選択肢は殆ど与えられません。

その結果、インフレ圧力は強まると考えられます。足元の予測は上振れリスクを過小評価している可能性が高く、関税だけでインフレ率を 1.4%も押し上げる可能性があるとの試算もあります。個人消費財の約 6%が輸入に依存しているため、コア CPI は年末までに 4%台に戻る可能性があります。

成長率の鈍化とインフレ率の上昇の組み合わせにより、ますますマクロ環境の不透明感が高まっており、金融政策の見通しは複雑なものになっています。

米国連邦準備理事会（FRB）の政策見通しへの影響

直近のインフレ率の上昇は政策決定をより難しくしています。物価の安定がまだ完全に達成されておらず、関税が物価を押し上げる恐れがあるため、成長鈍化に対応するための利下げが行えない可能性があります。

FRB が、成長率の鈍化が中期的にインフレ率に下押し圧力をかけると考えるなら（長期的な期待インフレ率が不変であった場合）、政策緩和への道筋はまだ十分に考えられます。プリンシパルでは引き続き、FRB による今年 2~3 回の利下げを予想していますが、緩和への道筋の選択肢はより狭く、より不透明になっています。

関税は欧州と中国にとって何を意味するのか？

欧州

プリンシパルでは、2025 年のユーロ圏 GDP 成長率見通しを当初の 0.9%から 0.7%に引き下げていましたが、これは欧州の輸出品に 10%の関税が課されることを想定したものでした。現在では、20%の一律関税が成長率を 0.9%ポイント押し下げると予測しており、欧州が報復関税を発動すれば、さらに下振れリスクが高まると考えられます。その結果、プリンシパルでは、欧州の成長見通しを再び下方修正する可能性が高くなっています。

インフレの影響は依然不透明ですが、成長に対する下振れリスクが高まっていることは、欧州中央銀行（ECB）の政策方針を比較的単純にすると考えられます。ここ数週間、追加利下げの必要性については若干のためらいが見られるものの、成長見通しの悪化とユーロ高が相まって、ECB が 4 月の理事会で利下げを実施する可能性は高まっています。景気後退の可能性が高まれば、複数回の追加利下げもあり得ると考えられます。

ドイツの歴史的な財政政策転換は、少なくとも中期的にはプラスに働くはずで、欧州が関税から受ける逆風の緩和に寄与すると思われる。加えて、欧州が関税の影響が大きいセクターを支援するため、対象を絞った新たな措置を導入する可能性もあります。

中国

中国に対する 54%の関税は、トランプ大統領が当初脅していた 60%の関税に近いものです。また、54%という関税率は、大方が予想していた水準よりも高いものです。他のアジア諸国の関税率は景気後退に陥る可能性が高いレベルまで引き上げられており（例えば、ベトナムは 50%近い関税をかけられている）、中国が輸出のルートを変更するのは難しいと思われる。

関税の影響を相殺するために、金融と財政の両面から政策当局による追加的な刺激策が発表される可能性は高いと考えられます。3 月に開催された中国人民代表大会（全人代、国会に相当）では、発表された財政刺激策は小幅なものでしたが、政策当局者は必要であれば政策対応を強化することを表明しました。4 月末に開かれる共産党中央政治局の四半期経済会議に注目が集まります。

早期の予測は、輸出が苦戦して成長の重荷となるものです。しかし、追加的な景気刺激策が国内消費を押し上げ、打撃を和らげる可能性が高いと想定されます。それでもプリンシパルでは、景気刺激策の規模やスピード感に応じて、2025年の中国のGDP成長率予測を4.5%から4.2~4.3%に下方修正する予定です。

リスク資産の見通し

残念ながら、「解放の日」の発表では関税の不透明感は払拭されず、多くの人々が期待していたような見通しがクリアになるようなイベントとはなりません。これによるスタグフレーション的性質を伴う景気減速懸念から、市場は当分の間、リスクオフの状態が続くと思われます。S&P500種株価指数構成企業の収益の41%以上は米国外で生み出されていることから、市場は各国が今回の発表にどのように反応し、逆風に対して自国経済を支える方法を検討し始めるかどうか注目すると思われます。

注目すべきは、今後はトランプ政権が税制や規制緩和など、成長に有利な施策に目を向ける道が開かれた可能性があることです。これらの政策について建設的な発表があれば、市場センチメントが安定し、直近2ヶ月間市場を支配してきた関税のヘッドラインの先に目を向けることが出来るようになると思われます。

重要な情報

当資料は、情報の提供のみを目的として作成されたものです。

当資料に掲載の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社において信頼できると考える情報源に基づいて作成された英文の訳文です。当資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。適用法令にて規定されるものを除き、情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。当資料中の分析、意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。

当資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。

また、当資料中の情報はあくまでも投資に関する一般的なものであり、投資に関する完全な情報が記載されているものとして依拠されるべきではありません。当資料中の情報は貴社の投資目的、特定なニーズ、または財政状況を考慮したものではありません。投資判断をする前には、その投資がお客様の投資目的、特定なニーズ、および財政状態にとって適切であるかをご検討ください。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 462 号
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会
一般社団法人 投資信託協会
一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

情報提供資料:4383638
EXP:2025/12/31