

2025年4月7日

特別勘定運用部

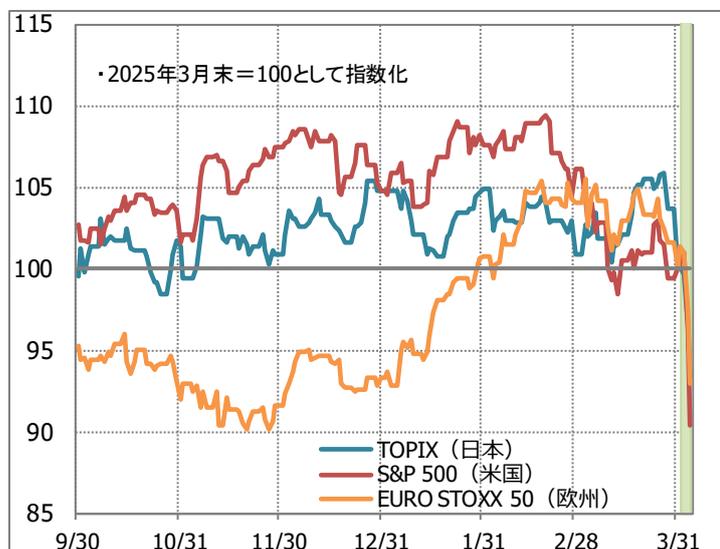
大幅な関税引き上げと経済・市場への影響

- ◇ トランプ米政権が発表した相互関税が想定を上回る内容となったことから株式市場は大幅に下落し、米国 10 年国債利回りは 2024 年 10 月以来初めて 4% を下回る水準まで低下しました。
- ◇ 相互関税に加えて、すでに発効している関税を合計すると、米国の輸入品に対する平均実効関税率は 100 年以上ぶりの高水準になる見通しです。こうした関税の大幅な上昇は、景気悪化とインフレ上昇をもたらすものと見込まれます。
- ◇ 大幅な関税引き上げのほか、政府効率化省による政府職員の大量解雇等は米国経済の重しとなり、現時点では大規模な財政支出拡大は見込みづらいことなどから、市場では成長見直し悪化を織り込む動きが強まり、リスク性資産は上値の重い展開が続きやすいものと考えられます。インフレ再燃懸念等を背景に FRB は当面政策金利を据え置く展開も想定されますが、利下げの遅れはさらなる景気悪化懸念の高まりに繋がり、市場では将来の大幅な利下げを織り込む展開となる可能性も想定され、安全性資産は底堅く推移するものと見込まれます。

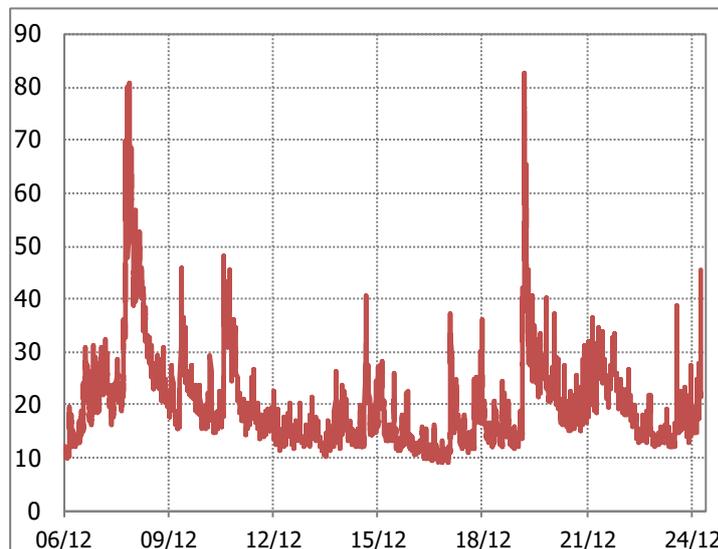
【相互関税の発表を受けて株式市場は大幅に下落】

- ・ 足元では、トランプ米政権が発表した相互関税が事前の想定を上回る内容であったことなどを受けて、景気や企業業績の悪化懸念が高まったことなどから、株式市場は大幅に下落し、S&P500 の 4 月 3 日・4 日の 2 日間の下落率は▲10% 以上となっています。また投資家の不安心理を示す「恐怖指数」として知られる VIX 指数は 2024 年 8 月以来の高水準に急上昇しました。
- ・ 投資家のリスクセンチメントの大幅な悪化を受けて、金利は低下しており、米国 10 年国債利回りは 2024 年 10 月以来初めて 4% を下回る水準となりました。
- ・ また為替市場においては、米国の景気悪化懸念の高まりなどを背景に主要通貨に対するドル安が進行したことや、安全通貨として円を選好する動きが強まったことなどから、円高ドル安が進行し、2024 年 10 月以来の円高ドル安水準となっています。

(図表 1) 株式市場の推移



(図表 2) VIX 指数の推移



(図表 3) 10年国債利回り(変化幅)の推移



(図表 4) 為替市場の推移

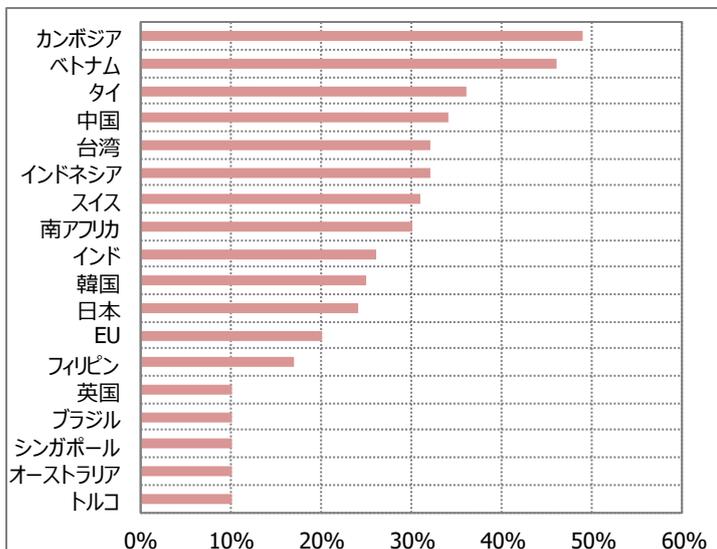


(出所) Bloomberg

【関税による景気・インフレへの影響】

- ・トランプ政権が発表した相互関税では、ほぼ全ての輸入相手国に対して一律 10%の関税が賦課されるほか、貿易赤字が大きい約 60 の国・地域に対しては一律関税を上回る分の相互関税が賦課される見通しです。国・地域別では、EUには20%、日本には24%の関税が賦課されるほか、中国には発動済みの20%に加えて34%の関税が賦課されます。ただし、すでに分野別関税の対象となっている自動車や鉄鋼・アルミニウム等は相互関税の対象外とされたほか、不法移民・薬物流入を理由とした関税が適用されているカナダ・メキシコは相互関税の対象外となりました。
- ・エール大学予算研究所の試算によれば、相互関税に加えて、すでに発効している中国、カナダ、メキシコへの関税や、自動車、鉄鋼・アルミニウム関税等を合計すると、米国の輸入品に対する平均実効関税率は約 20%上昇し、100 年以上ぶりの高水準になる見通しです。
- ・こうした関税の大幅な上昇は、景気悪化とインフレ上昇をもたらすものと見込まれます。エール大学予算研究所の試算によれば、2025 年の米国の関税引き上げおよびこれまでに実施された報復措置をすべて考慮すると、米国の実質 GDP 成長率は、2025 年は▲0.9%、2026 年は▲0.1%低下すると見込まれるほか、長期的にみると▲0.6%程度押し下げられる見通しです。また、FRB が政策対応を行わないと仮定すると、短期的にインフレは 2.3%上昇する見通しが示されています。

(図表 5) 主な相互関税の対象国・地域と税率 (図表 6) 米国の輸入品に対する平均実効関税率の推移

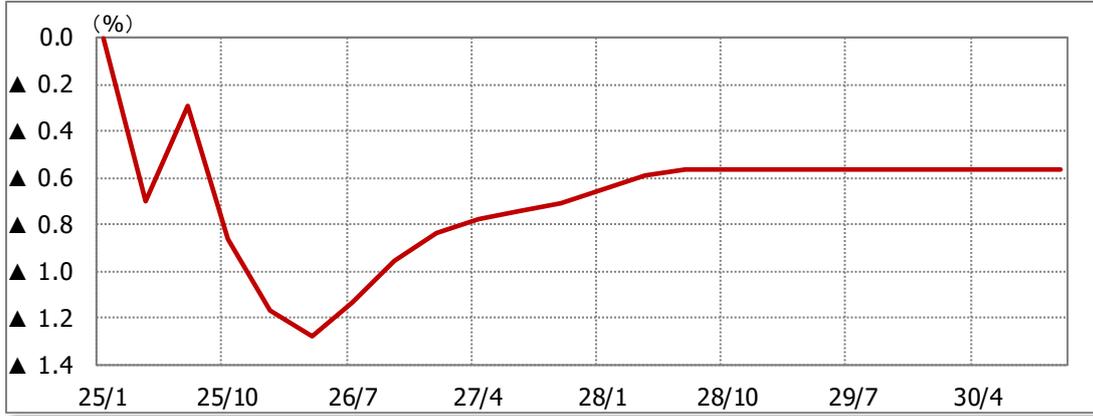


(出所) 各種報道



(出所) Bloomberg, TBL

(図表 7) 米国の実質 GDP 成長率に対する影響 (これまでに発表されたすべての関税を考慮した場合)

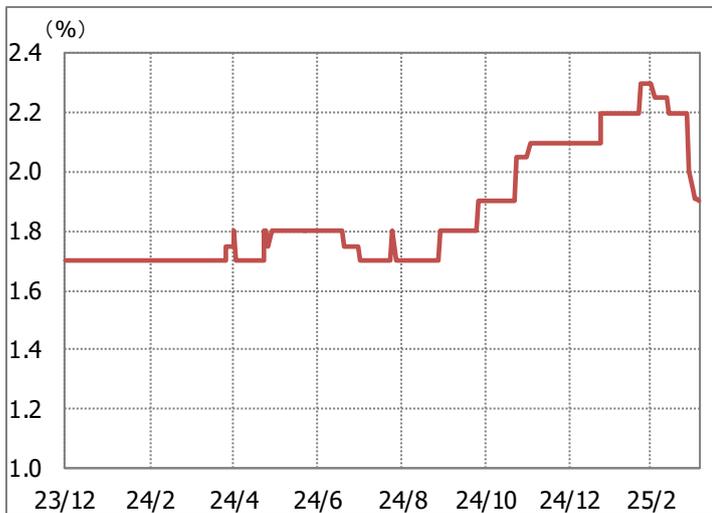


(出所) TBL

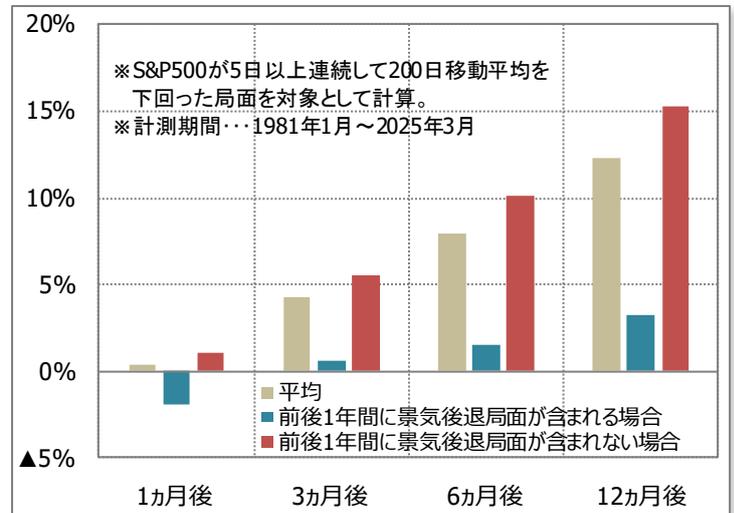
【今後の見通し】

- ・ 米国の実体経済は引き続き概ね底堅く推移しており、市場で織り込まれている米国の 2025 年の成長率は依然として 2%程度となっているものの、大幅な関税引き上げや各国・地域による報復措置のほか、消費者や企業のセンチメント悪化、政府効率化省による政府職員の大量解雇等を背景とした労働市場の悪化等は米国経済の重しとなるものと見込まれ、また現時点では大規模な財政支出拡大は見込みづらいことなどから、今後市場では米国の成長見通し悪化を織り込む動きが強まる展開も想定されます。こうしたなか、S&P500 は 2 月下旬以降、下落基調で推移し、足元ではすでに市場の長期トレンドを示す 200 日移動平均を下回る水準まで下落していますが、今後も上値の重い展開が続くやすいものと考えられます。
- ・ 相互関税の発表後、パウエル FRB 議長は「関税引き上げは想定よりもかなり大幅になることが明らかになりつつある」とし、「関税はインフレを少なくとも一時的に押し上げる可能性が高いが、その影響はより持続的なものになる可能性もある」との認識を示しました。こうしたなか、インフレ再燃懸念等を背景に FRB は当面政策金利を据え置く展開も想定されますが、利下げの遅れはさらなる景気悪化懸念の高まりに繋がり、市場では将来の FRB の大幅な利下げを織り込む展開となる可能性も想定されます。また FRB は 3 月 FOMC で「労働市場が予想外に悪化する場合には政策を緩和する」とのスタンスを維持しており、今後、労働市場の大幅な悪化が確認される場合には FRB は迅速に利下げに転じるものと見込まれることなどから、安全性資産は当面底堅く推移するものと想定されます。

(図表 8) 米国の 2025 年実質 GDP 成長率見通しの推移 (ブルームバーグ調査)



(図表 9) 200 日移動平均を下回った後の S&P500 のリターン



(出所) Bloomberg
以上