



エコノミスト・ストラテジストレポート

情報提供資料
2025年4月22日

関税引き上げ合戦停止後のトランプ政権の政策修正の行方

運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

4月2日に、米国はショッキングなほど高い相互関税を発表した。その後の対応は相手国によって分かれた。とりあえず恭順の意思を示した国に対しては、関税引き上げの施行を90日先延ばしして、財貿易収支、非関税障壁、通貨価値、防衛費負担、国境警備体制などの交渉に入る。日本は最初に交渉に入る優先交渉権を与えられた。米国の関税引き上げに対抗して関税を上げた中国に対しては、報復の応酬に入った。しかし、中国が11日に関税を引き上げると同時に発表した声明で「これ以上は(米国の関税引き上げを)無視する」と声明を出したことで、関税率の天井は見えた。まだ品目別高関税の対象として半導体と医薬品が残っているが、更なる大幅な関税引き上げの可能性は小さいだろう。逆にこれから、高い確率で世界各国との交渉を経て、関税は引き下げられるとみられる。

関税が上がると、輸出業者には大別して2つの選択肢がある。

(A)ドル建て輸出価格を据え置いて、関税分を米国の輸入業者に支払わせる。輸入業者は関税分を基本的には販売価格に転嫁するので、最終的には値上がりして消費者が関税引き上げ分を負担する。中国からの輸入は、多くがこの方式になるだろう。政府が輸出業者に値下げに応じない圧力をかけているためだ。

(B)ドル建ての現地販売価格を据え置くため輸出業者がドル建て輸出価格を値下げする。単純化すると、25%の関税を課された国なら、25%の値下げをすることになる。トヨタはこの方式にすると表明している。

実際には、(A)と(B)を組み合わせる例がほとんどだろう。その実例になりそうなのがフェラーリだ。イタリアも25%の新たな自動車関税が課されるが、同社は10%の値上げを表明した。なお、トランプ大統領は大統領就任式でも所信表明演説でも、関税引き上げ分は輸出国に支払わせる、要するに上記(B)だと表明した。

関税引き上げとその後の交渉の方法論について、トランプ政権内には2つの考え方がある。1つは、まず最初に高い関税を課して、その後に交渉によって段階的に下げる方式だ。これは強硬派とされるラトニック商務長官やナバロ大統領顧問が主張して、実際に取り入れられた。一方、低い関税から出発して、交渉次第で上げる方式も案としてはあった。これは穏健派のベッセント財務長官やグレア USTR 代表が主張した。

今後は強硬派案に従い、先に関税の天井を設定してから交渉が始まる。ここで強硬派の想定していなかった3つの事象が起きている。(1)強硬派は関税引き上げでドル高になると見込んだが、ドル安となった。(2)輸出業者の対応。待てば関税が下がると分かれば、合理的な選択は待つことだ。実際に輸出の停止を表明する輸出業者が出始めた。コロナ禍時代に戻ったかのように輸入が途絶する可能性が出てきた。(3)長期金利上昇。以下、各々の影響だ。

(1)ドル安は関税引き上げで上がる米国の物価を、更に押し上げる要因になる。(2)米国から見た輸入の停滞は、2008年のリーマンショック後の貿易の大幅な落ち込みを想起させる。当時は貿易金融が途絶したことで、輸出入が崖から落ちるように断絶的に悪化した。今回は、前倒して輸入した在庫の積み増しがあるとはいえ、関税引き下げの交渉が長引けば、同じリスクに直面する。(3)もはや無法者となった米国が、何をするか分からないリスクへの対応だ。トランプ政権の一部では、国債を低金利の永久債に転換させる案が取り沙汰されている。これは、通常は先進国ではなく、独裁制の新興国にしかないリーガルリスク、カントリーリスクへの対応だ。

強硬派が想定していなかった3つの事象が顕在化したことで、今後は関税引き下げ交渉が加速する可能性がある。逆に言うと、(1)、(2)、(3)を長く放置すれば、金融市場と実物経済の調整が長期かつ深刻化するリスクがある。

ここから先は究極の選択になる可能性が高い。片方の極は、トランプ政権が現実路線を歩み、支持者である普通の人々(Main Street)の生活、そして米国経済を守る方向へ政策を修正するという見立てだ。もう1つの極は、キリスト教福音派を脱会してペンテコステ派に宗派を変えたトランプ大統領は、宗教的信条で国家を運営するため、従来のような常識的かつ現実的な判断はしない、という見立てだ。これは、大統領三期目のないトランプ大統領は思想的に関税を重視するため、インフレや雇用の悪化、更には株価の下落は眼中にないとの見方の背景にもなっている。

今後の関税と貿易の交渉は、主に穏健派のベッセント財務長官とグレア USTR 代表に委ねられる。結論だが、現時点では、トランプ政権は、支持層である普通の人々を重視する意向は変わっていないとみられる。

(脱稿 4月15日)以上

■本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、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。■本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目録見書)」および一体としてお渡しする「目録見書補完書面」を必ずご確認ください。