



国境調整税が米経済・金利、ドル相場に及ぼす影響は？

上席研究員 古金 義洋

○国境調整税とは何か？

トランプ大統領は3月31日に、不公正貿易の是正に向けた大統領令に署名した。貿易赤字の原因を相手国ごとに究明し、90日以内に報告するよう商務省と通商代表部（USTR）に指示し、また、90日以内に相手国の不公正貿易に対する制裁関税の実効性を高める手段を打ち出すという内容だ。為替市場ではこうしたニュースを受けて、ドルが値下がりした。

ドル相場と米国の貿易（経常）赤字との関係については、確かに10数年周期でドル安場面では赤字幅が縮小し、ドル高場面では赤字幅が拡大する傾向がみられるが、赤字幅はそうした循環変動とは別に趨勢的に拡大しているというのも事実だ（図1参照）。

そうした趨勢的な赤字拡大の原因は本来、国内需要が国内生産を上回っていること、あるいは貯蓄投資バランスの面で貯蓄超過にあっていていることと考えられる。

だが、トランプ大統領は赤字の原因が為替操作によるものと位置づけている。このため、為替市場では、米国で保護主義的な動きが強まれば強まるほど、対米貿易黒字を多く抱える中国、日本、ドイツなどでは本国通貨の値上がりを余儀なくされ、ドルは値下がりするととらえられている。

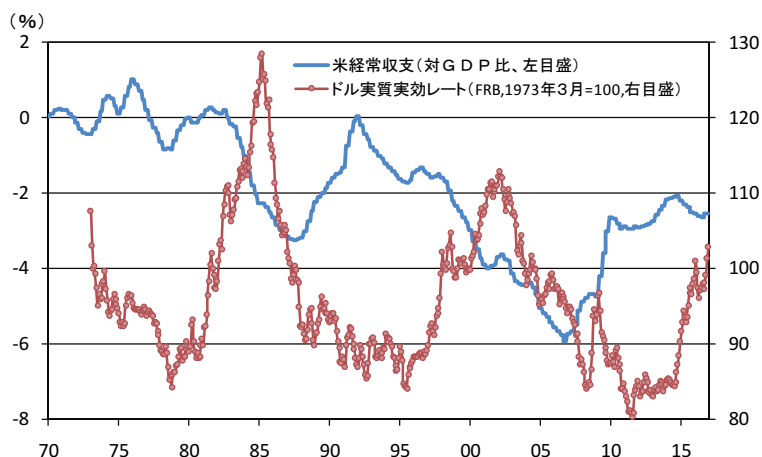
ただ、こうしたトランプ政権の保護主義的な姿勢とは別に、米議会共和党は法人税改革の一環として、輸入への課税を強化し、輸出は税を減

免する「国境調整税」の導入を検討しているとされる。結果として、輸出拡大、輸入抑制により貿易赤字縮小を目指しているため、保護主義的な政策と考えられているが、それがドル相場に及ぼす影響は正反対なものになると予想される。

国境調整税とはいったいどういうものなのか。米国では日本や欧州の消費税（付加価値税）に当たる売上税について、連邦政府ではなく、州政府によって課税されている。日本や欧州では輸入品に対しては国産品同様の消費税が課税され、一方、日欧の企業が完成品を輸出する際には原材料の仕入れなどで支払った消費税分が還付される。

そうした日欧企業と違って、米企業が海外に輸出する際は、税還付を受けることもできず、また輸出先では課税されるため、米国内企業にとっては競争上不利となる。そうしたことが、企業の海外移転を促進させる要因に

（図1）米経常収支とドル実質実効レート



（出所）米FRB、商務省



なっていたとも言われる。

そこで、議会共和党は、法人税改革の一環として、米国への輸入に課税する一方で、米国から輸出する場合は日欧同様に税還付が受けられるようにするという形で、法人税に関わる税制改正を行おうとしている。つまり、この国境調整税は輸入を抑制し、輸出を促進する効果がある。企業の海外移転に歯止めをかけ、うまくいけば企業の米国内への回帰が進み、国内での生産・投資活動が盛り上がり、米国の潜在成長力を高めるのではないかとの期待もある。

ただ、本当にそううまくいくかどうかについては、ドル相場などの動きがどうなるかによっても違ってくる。国境調整税はドル高を進みやすくする効果があり、ドル高になれば、当然、輸出にとってはマイナスで、企業の国内回帰も進みにくい。

○輸入関税による物価・金利上昇は消費を減退させるおそれ

国境調整税が、米国経済、金利、ドル相場にどういう影響を及ぼすのかを考えてみよう。まず、輸入品への課税は米経済にどういう影響を及ぼすのか。輸入はGDPの控除項目（ $GDP = \text{消費} + \text{投資} + \text{輸出} - \text{輸入}$ ）であるため、輸入が減少すれば、計算上、GDPを押し上げる効果があると言える。

ただ、それはそれまで輸入に頼っていたものを「米国内企業がすぐに代わりのモノを生産できれば」という前提での話だ。それができなければ国内市場は供給不足になり、需給逼迫で物価が上昇する。少なくとも短期的に

は、米国内企業が代わりのモノをすぐに生産できるとは思えない。

一方、輸入業者からみると、消費者への価格転嫁ができなければ、収益が圧迫される。輸入業者はなんとか価格転嫁を進めようとするだろう。その場合、やはり、輸入品価格の上昇を通じて米国の物価全体を押し上げる。物価上昇は消費者の実質購買力を低下させ、消費（米景気）にマイナスに作用するだろう。

輸入品への課税強化は、うまくいけば長期的に輸入を国内生産に代替させる効果があるかもしれないが、どちらかと言えば輸入業者の収益圧迫や物価上昇を通じて消費減退につながるなど、景気にとってはマイナスに作用する面が大きい。

○輸入関税は輸出産業にとってもマイナス

他方、産業構造という面から言えば、輸入品への課税強化は、輸入競合品の価格を不必要に押し上げるため、本来、淘汰されるべき弱い産業、例えば鉄鋼産業などを保護することになる。

鉄鋼の国内価格上昇は、場合によっては鉄鋼業の生産活動を必要以上に高め、一時的にしろ、ヒトも鉄鋼業に流れる可能性がある。その反面、もともと競争力の強い産業、例えば航空機や情報通信などの産業では労働力不足になり、そうした産業の経済活動を圧迫するおそれがある。

一般的に、輸入品への課税強化は、当該国の比較優位産業の経済活動を圧迫するとされる¹。それは長期的な経済成長にとってもマイナスになる。

1 「ラーナーの対称性定理」と呼ばれ、輸入財の国際価格に対する関税と、輸出財の国内価格に対する同率の輸出税とは財の生産、消費社会的厚生に対して同じ効果を持つという考え方。このため、輸入関税は比較優位を持つ輸出産業に悪影響を及ぼすことになる。



これに対して、輸出の税負担軽減は輸出業者の競争力を強化する効果があり、それは輸出増という形で景気にプラスに作用する面が大きいと考えられる。うまくいけば、海外に進出していた企業が米国に戻ってくるのではないかという期待もあり、そうした企業が増えれば米国内の生産・投資活動は盛り上がるだろう。

ただ、多くの米国の輸出業者は部品などの調達を海外からの輸入に頼っているというのが現状だ。現在のサプライチェーンをこわさない限り、輸入品への課税で原材料調達のためのコストが増大するため、輸出競争力がさほど強くなり、十分な輸出促進につながらないおそれがある。輸入に全く頼らずに、部品を含めてあらゆるモノを米国内で生産できればいいが、非現実的だろう。

また、輸出優遇税制のもとでは、米国内企業にとっては国内で販売するより、輸出する方が税制面で有利になるだろうから、生産したモノを国内販売ではなく輸出に回そうとするかもしれない。そのため、国内で販売される製品が不足気味になるおそれがあり、やはり国内の製品需給が逼迫して、物価が上昇する可能性がある。

輸出への税軽減も、輸入課税同様に、国内物価を押し上げる効果があるという点に注意が必要だ。海外に進出していた米多国籍企業が国内に戻ってきて国内での投資活動が活発化するといったプラス効果だけを見がちだが、物価上昇やそれに伴う金利上昇、それらが国内消費や投資を悪化させるといったマイナス効果は無視できない。

さらに、この国境調整税が本当に導入されれば、海外の貿易相手国の報復措置を生むおそれがある。そうした貿易戦争に突入すれば、

悪影響は計り知れない。

○ドル高、米金利高によって期待される米企業の国内回帰も起こりにくくなる

一方、国境調整税導入は、比較的短期間で、米金利やドル相場に大きな影響を及ぼすだろう。米金利やドルへの影響を考える場合、マクロ経済の教科書的な理屈から考えるのが比較的わかりやすい。次のようなことになる。

もし国境調整税導入が貿易収支を改善させるとすると、恒等式である、

貿易（経常）収支

$$= \text{国内生産} - \text{国内需要} \dots \dots \dots (1)$$

が成り立つような形で、金利とドル相場が変化するという考え方だ。

現在の米国の経常赤字の対GDP比は2.6%だが、仮に、国境調整税導入によって、このうちGDP比1%分の赤字が減少するとしよう。つまり、(1)式の左辺「貿易収支」が1%分上昇する。その際、(1)式を再びバランスさせるためには、3つの方法がある。

1つはドル高だ。国境調整税導入で左辺の貿易収支が1%分改善しても、米国経済の構造的な体質に変化がなく、右辺「国内生産－国内需要」に変化がなければ、左辺も変化しない。その際、貿易収支を新たに悪化させる要因、つまりドル高などが起こって、(1)式はバランスせざるをえない。

結果として、貿易収支改善を目標とした貿易政策が実施されても、変動相場制の下ではそれを帳消しにするような為替相場の動きが起こり、最終的に十分な貿易収支改善効果が得られないことになる。

もう1つの方法は実質金利高だ。これは最初に述べた物価上昇によって予想される金利上昇とは別の意味での、実質金利の上昇だ。



右辺を1%分増加させるという方法で、実質金利が上昇し、それによって国内需要がGDP比1%分減少して、(1)式を再びバランスさせる方法だ。

これは国境調整税自体が貿易収支を改善させるというより、消費や投資の減少で国内需要が抑えられ、輸入減少などにより結果的に貿易収支が改善すると言い換えることもできるだろう。

3つ目の方法が、企業の米国内回帰だ。やはり右辺を1%分増加させるという方法だが、国内需要の減少ではなく、国内生産の増加によって、(1)式がバランスすることになる。海外に移転していた米企業が国内に戻ってくることで、国内生産が増加し、それが達成できるという楽観的な考え方だ。

ただ、ドル高で国境税の効果がほとんど帳消しになったり、金利高で国内需要が抑制されたりする状況が予想されるなかで、本当に、海外に移転していた米企業が国内に戻ってくるのか。そうした点では、それがどの程度実現するかは疑問の余地が大きい。

結論を言えば、国境調整税自体に、もし1%分の貿易収支改善があるとすれば、それは、①ドル高、②金利高、③米企業の国内回帰という3つの効果をもたらすことになる。

例えば、1%分のうち0.5%分はドル上昇による貿易赤字幅拡大で帳消しにされ、0.3%分は実質金利高による国内需要減少をもたらし、0.2%分は米企業の国内回帰による国内生産増加につながる、という具合だ。この3つがどういう組み合わせになるかは、その時の経済情勢などによって変わってくる。

実はレーガン政権時代の米財政赤字拡大が金利高、ドル高を招いたのも同じような理屈からだ。

貿易（経常）収支

$$= \text{国内生産} - \text{国内需要} \dots \dots \dots (1)$$

の代わりに、貿易収支は国内の貯蓄投資バランスに一致するため、

貿易（経常）収支

$$= \text{民間貯蓄} - \text{民間投資} + \text{財政収支} \dots (2)$$

と書き換えることができる。

レーガン減税と軍事費拡大で、当時、財政収支が悪化し、(2)の右辺が減少したため、恒等式(2)をバランスさせるために、貿易収支が悪化するか、あるいは貯蓄増加や投資減少などの形で民間の貯蓄投資バランスが改善する必要があった。結果として起こったことは米金利高（→民間投資減少）とドル高（→貿易収支悪化）だった。

一方で、当時のボルカーFRB議長は物価上昇を抑えるための引き締めを行っていた。それが米金利高に拍車をかけ、一段のドル高をもたらした。

金融引き締めムードが高まっている現状において、仮に、国境調整税導入が決まった場合、輸入物価上昇などによるコスト上昇が国内物価が大きく押し上げる力が働くことは、前述した通りであり、FRBもそうしたインフレ圧力を黙認できなくなるだろう。さらに、国境調整税自体は、実質金利を押し上げ、同時にドル相場も押し上げる効果を持つ。

以上を総合すると、国境調整税は物価上昇観測による引き締め観測の高まりとその実質金利高効果で米国の長期金利を大きく押し上げると同時に、ドル相場も大きく押し上げる。ドル高と金利高によって、企業の国内回帰や投資の盛り上がりなども期待外れに終わる可能性が大きい。