



トランプ関税の影響は一過性か、それとも永続的か？

客員研究員
古金 義洋

○消費税率引き上げは日本の景気に一過性の悪影響を及ぼしたが、トランプ関税の悪影響も一過性なのか？

トランプ関税は、日本で過去何度か実施された消費税率引き上げ同様、「税率引き上げ分だけ物価を一時的に押し上げ、それが消費に悪影響を及ぼす」といった形で、米国景気に悪影響を及ぼす。

当初は、関税が発動された今年4月に、すぐに関税分の価格転嫁が行われ、それによって米国の消費が一気に落ち込み、世界景気が悪化すると予想されていた。

しかし、実際にはそうならなかった。すぐに関税分の価格転嫁が行われなかったためだ。税率引き上げ分に相当する消費者物価上昇は起きていない。

関税がすでに発動されているにもかかわらず、消費者物価がそれほど上昇していないのは、米国向け輸出企業や米国の輸入・小売企業が増税分を自ら負担し、消費者物価への転嫁を控えているためだ。そのため、増税分を負担している企業の利益は悪化しているものの、消費の落ち込みなど、当初想定されていた悪影響は顕在化していない。

ただ、企業側もいつまでも増税分を負担するわけにはいかない。価格転嫁はいずれ行われるだろう。価格転嫁がなされた段階で、想定された通り、米国の消費が落ち込み、トランプ関税の悪影響は顕在化するはずだ。

だが、価格転嫁が数か月～半年程度と、時間をかけて行われたとしても、その悪影響は、日本で実施された消費税率引き上げ同様、一過性の悪影響と言えるだろう。

悪影響が顕在化する時期は、当初想定されたよりかなり遅れてしまったが、悪影響が実際に顕在化するのには、今年秋頃から年末にかけてではないかと思われる。

そして、今年秋頃から年末にかけて、その悪影響を和らげるような利下げが実施されるのであれば、米国景気の底割れは回避できるだろう。さらに、この7月に成立した減税法案（OB B B法案）が来年からの米国景気を支える効果も期待できる。

このように、関税の悪影響が本当に一過性で、利下げなどによる対応が功を奏するとすれば、米国経済は来年から再び拡大基調を維持することができる、ということになる。

上昇傾向を続けている米国株価は、「トランプ関税の悪影響によって雇用情勢が一段と悪化することがあっても、金融・財政面からの下支え策により、米国経済がリセッションを回避でき、来年からは再び拡大に向かう」といった、楽観的なシナリオを想定しているのではないだろうか。

だが、トランプ関税が経済に及ぼす悪影響は、実は、一過性ではない。日本で実施された消費税率引き上げ（増税）と異なるトランプ関税の大きな問題の一つは、グローバル化の反転によって、長期的に世界の企業の取引コストを押し上げ、生産性を低下させる点にある。

米国は日本ほど貿易に依存する国ではないが、少なくとも、1990年代以降の世界経済のグローバル化の恩恵を受けて高成長を遂げてきた。グローバル化の潮流はリーマンショック以降、反転しつつあるが、トランプ関税は



その恩恵を米国自身が自ら放棄することを意味する。

そして、もう一つのトランプ関税の問題は、本来、淘汰されるべき産業を保護しようとしている点だ。それは、1990年代以降、ITで世界をリードしてきた米国経済の成長力を損なうおそれがある。

○トランプ関税はグローバル化で米国が享受してきた恩恵を自ら放棄する措置

1990年代以降の世界経済の高成長、低インフレの潮流を支えてきたグローバル化の潮流はすでに反転している。

潮流の反転は、リーマンショック、第一次トランプ政権下での米中経済摩擦、コロナショック、ロシアによるウクライナ侵攻などが原因とみられるが、今回のトランプ関税はグローバル化の潮流の反転を決定的なものにしてしまったようだ。

グローバル化の潮流は1980年代末頃から始まった。1989年、東西冷戦の象徴だったベルリンの壁が崩壊し、東西ドイツが統合、ソ連が消滅し、東欧諸国が市場経済側の陣営に入った。

1978年から鄧小平氏の指導のもとで改革開放政策が実施され、計画経済から市場経済へと切り替えていた中国も加わり、1990年代の世界はヒト、モノ、カネが国境を越えて自由に行き来するグローバル化の時代を迎えた。

1980年代の世界の財・サービス貿易量増加率は、GDP成長率と同じ年率3%程度だったが、貿易は1990

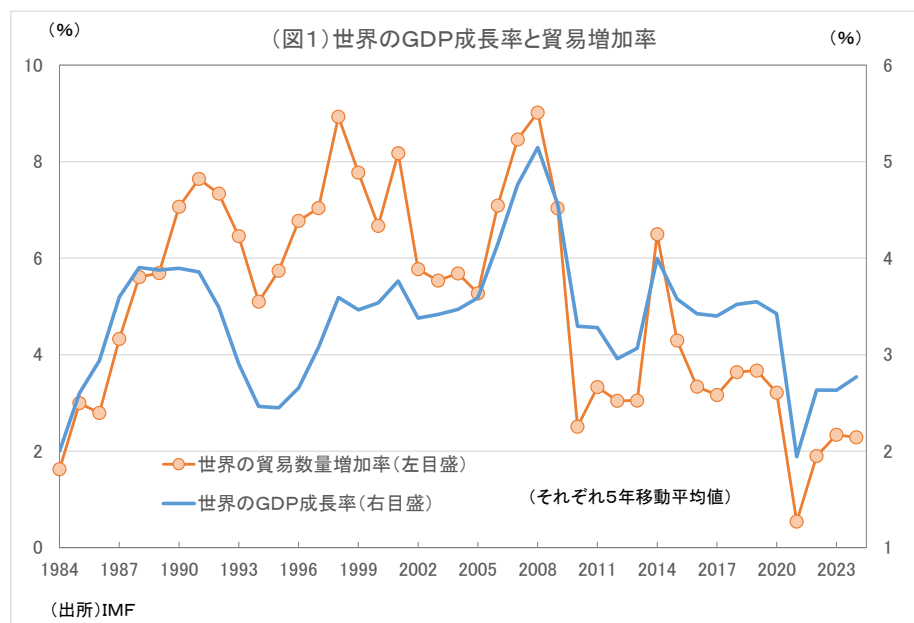
年代からリーマンショック前までは年率6～9%程度に加速した。貿易の加速に合わせて、成長率もリーマンショック直前には5%程度に加速した（図1参照）。

貿易量を押し上げたのは、自由貿易協定などにより貿易障壁が低下する一方、IT革命による国際通信網の発達で、生産工程が国際化し、グローバルサプライチェーンができたことが原因だった。

すべての国は比較優位を持つため、自由貿易により分業の利益を得ることができ、世界全体の生産も拡大するというのが貿易自由化の理論だ。その理論通りに、貿易量の増加が世界のGDPを押し上げたと考えられる。

だが、リーマンショック以降、貿易量の伸びは鈍化し、現状は2%程度にとどまっている。それに合わせ、成長率も3%を下回っている。貿易の鈍化が成長率をも鈍化させる形になった。

一方、海外展開を加速させ、生産を効率化させた企業のグローバル競争激化が世界経済にデフインフレ傾向をもたらした。先進国企業は生産拠点を低コストの新興国へ移転





し、そこから安い製品を逆輸入することができたため、本来ならインフレになるような景気過熱局面でも「輸入の安全弁」が物価上昇を抑えた。

ヒトの面でも、もともと欧米先進国は少子高齢化による人手不足を海外からの移民で補う必要があるが、賃金水準が先進国に比べて極端に低い海外からの移民の増加は、先進国の労働者の賃金を押し下げた。賃金低迷がディスインフレ傾向を強める要因になった。

結果として、グローバル化に伴うディスインフレ傾向は金利を低下させる要因になった（図2参照）。ディスインフレ下で中央銀行は物価動向に気を使う必要がなくなり、景気重視の金融政策スタンスを続けることができた。こうした中央銀行の金融緩和と政策も世界経済の高成長を可能にした。

だが、グローバル化は反転し、コロナショックを機に、インフレは上向き、それにつれて長期金利も上昇し始めている。

米国の場合、貿易の拡大によって直接的に得られた恩恵よりも、グローバル化がインフレ率→長期金利を低下させ、それが株式・債券市場を押し上げるといった間接的な恩恵の方が大きかったのではないかと考えられる。

グローバル化は高成長、低インフレと低金利をもたらしたが、グローバル化が反転しつつあることは、成長鈍化、インフレ率と金利の上昇につながる。米国はグローバル化によって享受してきた恩恵を失いつつあるが、トランプ関税はグローバル化の反転を決定的なものにし、米国はグローバル化によって享受してきた恩恵を自ら放棄することになる。

○トランプ関税はゾンビ企業を存続させた日本の産業政策に類似

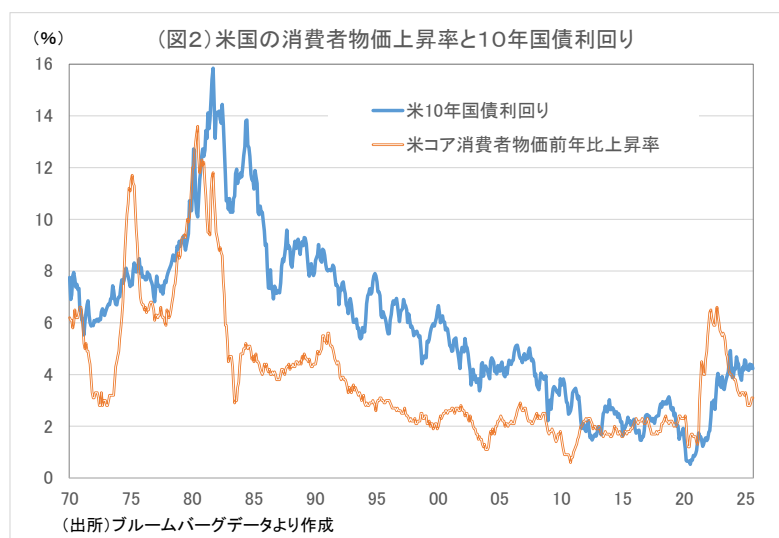
一方、トランプ関税は、鉄鋼など米国経済のなかでの比較劣位産業を保護する政策にほかならない。

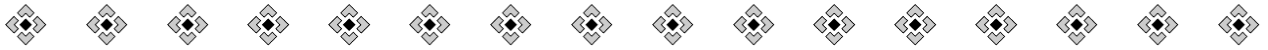
比較劣位産業を保護する政策は、結果的に、ITなど米国経済のなかでの比較優位産業に悪影響を及ぼす。

輸入関税を好むトランプ氏の考え方は、海外からの安価な輸入品の流入を止めれば、鉄鋼、自動車など衰退産業を含めて、米国の産業が活性化するはず、というものだ。

確かに、鉄鋼など一部の衰退産業だけをみると、海外からの輸入品の値段が輸入関税によって押し上げられれば、これまで価格競争力で負けていた米国の鉄鋼業は価格面で優位に立てるようになり、米国の鉄鋼業は復活するかもしれない。トランプ氏を支持して投票した「ラストベルト」地域も盛り上がるだろう。

だが、衰退産業を過剰に保護する政策は、米国経済全体に対しては、マイナスに作用するだろう。それは、ゾンビ企業の救済を続けたために、経済成長率が低迷してしまった日





本の例からみても明らかだ。

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、一時的にしる、優秀な人材も鉄鋼業に流れる可能性がある。

そうなれば、米国において、もともと競争力の強い産業、例えばITなどの産業では労働力不足になり、それが産業の経済活動を圧迫するおそれがある。

国際経済学では、輸入財の国際価格に対する関税賦課と、輸出財の国内価格に対する同率の輸出税賦課とは財の生産、消費、社会的厚生に対して同じ効果を持つとされる。いずれのケースでも、国内輸出財に対する国内輸入財の相対価格は税率分だけ上昇するため、「ラーナーの対称性定理」と呼ばれる。

この定理に従えば、輸入関税は、IT産業など米国で比較優位を持つ輸出産業に悪影響を及ぼすことになり、米国の経済成長を鈍化させることになるだろう。

〇株式市場はトランプ関税の永続的な悪影響を過小評価している

増税分の価格転嫁によって米国の消費が落ち込むといったトランプ関税の一過性の悪影響は、この先、秋頃から年末にかけて顕在化するだろう。雇用情勢からみると、現在の米国景気は危うい状態にもみえる。

関税の悪影響次第では、米国景気のリセッション突入の可能性もあり、FRBは利下げを急ぐ必要があるかもしれない。

ただ、機動的な利下げが実施され、それが功を奏すれば、トランプ関税の一過性の悪影

響は緩和され、リセッションは回避できるだろう。

利下げによって、年末にかけて予想されるトランプ関税の一過性の悪影響をなんとか乗り切り、来年からの減税効果で米国景気は再び成長軌道を取り戻す、というのが株式市場の見立てなのではないだろうか。

だが、上述したように、トランプ関税が米国経済に及ぼす悪影響は、一過性のものだけにとどまらない。より重要なのは、むしろ永続的な悪影響の方だ。

グローバル化反転による悪影響、保護貿易主義政策の副作用により、中長期的にみた米国の成長力は削がれ、米国経済がスタグフレーションに陥る可能性は高い。

おそらく、今の株式市場は、そうしたマイナス面を過小評価しているのではないか。