

門間 一夫の
経済深読み

トランプ関税で日本の中立金利は上がるのか下がるのか？

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2025年4月28日

トランプショックで世界経済は減速へ

米国のトランプ大統領は4月2日を「解放の日」と称し、各国からの輸入に高率の「相互関税」を課すと表明した。「相互」という表現は、現在の世界秩序は米国に安全保障のコストと貿易赤字をもたらす点でゆがんでおり、高率の関税をかけることでやっと「おあいこ」になるとの被害者意識に基づく。理不尽に聞こえるこの言い分にも、米国内では一定の支持がある。トランプ政権の関税政策は、部分的な軟化はあっても基本的に継続されると覚悟しておきたい。

この政策はいくつかのルートで世界経済を減速させる。第一に、不確実性の増大である。関税の最終形がなお不確定であるうえ、企業がその中長期的な含意を経営判断に取り込むには時間がかかる。設備投資などの意思決定は世界レベルで遅延する。

第二に、実質所得の低下である。関税が小売価格に転嫁されれば米国家計の所得が目減りし、価格転嫁できなければ企業マージンが圧迫される。輸出する側が関税を負担すれば、輸出国の企業マージンが減る。

第三に、世界的な株安による逆資産効果である。とくに米国の場合、好調な株価が個人消費を支えてきた面もあるだけに、逆資産効果も相応に出るリスクがある。

第四に、より長い時間軸では、関税政策の「効果」として製造業の米国シフトが起きるとみられる。それは米国の設備投資や雇用に次第にプラスに働き、上記三要因の減衰とあいまって総需要を押し上げる。一方、米国以外の諸国については、三つの負の要因が弱まってからも、その先に製造業の空洞化リスクが待ち受ける。ただし、相互関税が相対的に低い国では、高い国（とりわけ中国）からの製造業シフトを期待できるケースもあるとみられる。

日銀の年内利上げは困難か

まとめると、トランプ関税が総需要に及ぼす影響は、短期では米国自身を含む世界全体にマイナスであり、中長期ではプラスの要素も米国にはある、ということになる。この結果、米国以外の国、例えば日本では、物価に下押し圧力がかかり場合によってはそれがやや長引く。具体的な経路としては、①輸出・生産・設備投資を起点とする需要の下振れ、②非米国市場における（とくに中国製品との）競争激

化、③世界経済減速による商品市況の弱さ、などが考えられる。①は国内物価に直接影響を与え、②と③は輸入物価を通じて国内物価を下振れさせる。

留意点は為替相場である。理論的には、関税をかけた国（今回の場合は米国）の通貨は強くなるとされる。ベッセント財務長官やミラン大統領経済諮問委員会（CEA）委員長も、事前には、「関税をかければドル高になって物価上昇圧力は一部相殺される」と主張していた。それが「関税でインフレになる」という批判を和らげる論拠のひとつになっていた。欧州中央銀行（ECB）のラガルド総裁も、米国の関税がユーロ圏の物価に与える影響について、景気減速による下振れ要因と、ユーロ安などによる上振れ要因がある、と事前には言っていた。

ところが実際には、ドルはユーロや円など主要通貨に対して下落している。なぜ現実には理論と真逆になったのであろうか。第一に、理論上関税でドル高になるとされるのは、製造業の生産シフトが起きて米国の貿易収支が改善するからであり、現実世界でそういう均衡に向かうにはかなりの時間がかかる。

第二に、トランプ政権の予測困難な政策運営が引き起こした「ドル離れ」である。通貨、株、債券の「トリプル安」がその証拠だとされる。また、「ドルは基軸通貨であるため不当に高くなっている」との認識がトランプ政権にはある¹。4月24日の日米財務相会談が無風で終わったあとも、本音では米国はドル安・円高を求めているのではないかとの疑念が市場から消えず、それがドルの頭を抑える。さらに、2月ごろまで米国の経済・株価は「米国例外主義（US exceptionalism）」と言われたほど好調であり、その反動が出ている面もある。

いずれにせよドル安になっている以上、欧州や日本では、需給ギャップ、為替の両面から物価が下押しされる。欧州中央銀行（ECB）は4月17日に追加利下げを決め、市場は今後の利下げ継続も織り込んでいる。ECBの政策金利は2.25%、日銀のそれは0.5%という金利水準の違いはあるが、同種のショックに直面しているのは両者共通である。日銀は4月2日以前においても「基調的な物価上昇率は目標の2%より低い」と言っていた。そこへ物価下振れリスクが出てきたのだから、次回4月30日～5月1日の会合はもちろん、6月、7月も利上げは困難だろう。

その後は不確実だが、関税を巡る情勢やそのインパクトを見きわめるのに半年程度はかかるのではないか。2%物価目標の安定的な実現を期す日銀は、冬のボーナスや来年の春闘に大きな悪影響が出ないことを確認したいはずだ。年内における日銀の利上げ再開はハードルが高いと思われる。

米国の中立金利は上昇か

それでも、このまま日銀の利上げサイクルが終わるとみるのは早計である。今年の春闘賃上げ率は2年連続で前年比5%を超えた（連合の第4回集計で+5.4%）。4月の東京都区部の消費者物価（除く生鮮食品）も前年比+3.4%とかなり強い。トランプショックさえなければ2%程度の物価上昇率の持続性に自信が持てる状況だ。今後生じうるデフレ圧力が、足元まで上振れ気味のインフレ圧力に吸収される

¹ マールアラーゴ合意（ドルの切り下げ調整）の可能性を示唆したとして市場で注目されたミランの論文（Stephen Miran “A User’s Guide to Restructuring the Global Trading System” November 2024）でも、基軸通貨ドルの構造的な過大評価という認識が議論の大前提になっている。

程度のものだと確認されれば、日銀の利上げは再開されるだろう。

そもそも日本で物価が上がるようになったのは、2021年以降の世界的なインフレ圧力によるところが大きい。今後、日本の物価上昇率が2%を下回り続ける状態に逆戻りするかどうか、世界がトランプショックを契機に低インフレに逆戻りするかどうかは強く影響されるはずである。

現時点では「頭の体操」の域を出ないが、まず米国で何が起きそうかを考えてみよう。前述のとおり、関税は時間の経過とともに、製造業のシフトインを通じて米国の設備投資や雇用を押し上げると考えられる。トランプ政権の経済政策も減税や規制緩和へと重点を移していく。企業や家計のバランスシートが健全という初期条件も踏まえると、米国が深く長い景気後退に陥る可能性は低く、1～2年の時間軸では需要は堅調と予想される。

むしろ、その時間軸での問題は供給サイドに起きると考えられる。「関税で製造業の復活を」と言えば聞こえはいいが、国境をまたぐ事業の最適化を制約するわけだから、モノづくりは非効率・高コストになる。製造技術の獲得、サプライチェーンの整備、技能労働者の育成などにも時間がかかる。もともと完全雇用なのだから、他産業からの労働移動がなければ製造業の雇用は増やせない。わざわざ不得意分野にリソースを移し、得意分野で使えるリソースを減らせば、経済全体としての供給能力の伸び、すなわち潜在成長率が低下する。関税の価格転嫁自体は一度限りの物価水準調整にすぎないが、関税政策で経済が非効率になることに伴うインフレ圧力は、慢性的なものになりうる。ある程度先の金融政策にとっては、その方がずっと重要である。

「潜在成長率の低下+インフレ圧力の上昇」という組み合わせは中立金利にどう影響するか。理論においては、潜在成長率が低下するなら中立金利も低下するとされる。連邦準備制度理事会（FRB）のウォラー理事も、トランプショック後の金融政策に関連し、生産性（すなわち潜在成長率）が低下するので中立金利も低下すると言う²。それに対し、ECBのシュナーベル理事は、潜在成長率と中立金利の関係は希薄であり、むしろ構造的なインフレ圧力が中立金利に影響するとみる³。実際、コロナ禍後のユーロ圏で起きたことは、まさに「潜在成長率の低下+インフレ圧力の上昇」の組み合わせであり、そのもとで中立金利は上昇したというのがECBの認識である。

ウォラーとシュナーベルの見解の相違は、中立金利を理論モデルの想定どおりに捉えるか、「中長期で平均的に観察される金利水準」というぐらゐの実用的なものとして捉えるかの違い、と言っても良いかもしれない。データから推計される中立金利は後者の捉え方と相性が良いので、筆者はシュナーベルの見解を支持したい。日本でゼロ金利から「金利のある世界」へのレジームシフトが起きつつあるのも、インフレ圧力の基調的な高まりによるのであって、潜在成長率の上昇によるのではない。潜在成長率はデフレ期と同程度か今の方が低い。

米国の中立金利が既に2010年代よりも高いという見方は、FRBや市場関係者のコンセンサスになっている。ただ、米国は欧州や日本と異なり、コロナ禍後、潜在成長率もインフレ圧力もともに上昇した。

² Christopher J. Waller “A Tale of Two Outlooks” April 14 2025.

³ Isabel Schnabel “No longer convenient? Safe asset abundance and r*” February 25 2025.

中立金利の上昇が潜在成長率の上昇によって起きたのか、インフレ圧力の上昇によって起きたのか、観察される事実からは今のところ区別できない。ウォラー理事の主張を否定するエビデンスが、今はまだないということだ。しかし、今後米国でも「潜在成長率の低下+インフレ圧力の上昇」という状況になった場合、「インフレ圧力で中立金利がさらに押し上げられた」と認識されていくことになるのではないか。

日本の中立金利への影響は微妙

関税でグローバルに最適な資源配分が制約されるのだから、米国のみならず他の国の潜在成長率にも下押し圧力がかかる。ただ、米国の場合は供給制約がきつくなる形で資源配分が非効率化するのに対し、米国以外の日本などの場合は、輸出の一部を失い供給過剰が先行する形で資源配分が非効率化する。供給過剰ひいてはデフレ圧力が長引けば、中立金利は低下することになる。しかし、中立金利が論点となるぐらいの長めの時間軸を見た場合、以下のような諸要因も絡んでくるため結論は簡単には出せない。

第一に、各国の政策対応である。例えば、これは日本には該当しないが、報復関税をかければみずから輸入コストを上げることになり、それ自体としてインフレ要因になる。また、より重要な点として、財政を活用した景気対策がとられるケースも多いとみられる。日本でも景気を下支えするための政策論議が既に起きている。とくに、中国でどの程度強力な内需支援策が採られるかは、世界全体のインフレ・デフレバランスに影響を与える。

第二に、ドル高である。先ほどの推論どおりに米国の中立金利が上昇するなら、為替もいずれドル高・円安へ反転すると考えられる。過去数年と同様、米国のインフレ圧力が円安を通じて日本に伝播する構図に戻る。加えて、日本の基調的な物価上昇率は既に2%に近づいているほか、日米通商交渉の文脈において円安の放置が許容されにくい状況も生まれている。これからの円安圧力は、これまでの円安圧力以上に、日銀の利上げを後押しする要因として働きそうだ。

第三に、グローバル・サプライチェーンが一段と脆弱になることである。米中対立等による世界経済の分断 (fragmentation) は2010年代末ごろからの長期的傾向である。2020年代のグローバル・インフレはそれが一因とも理解されている。その意味では今回のトランプ関税は全く新しい動きではなく、もともとあった流れを加速させる要因にすぎない。そういう大局的な視点に立つと、米国以外の国・地域も、短期的にはデフレ圧力を受けるとしても、「潜在成長率の低下+インフレ圧力の上昇」というトレンドに戻る可能性が高いのではないかと。

やや長い時間軸では、日本の中立金利も下がるのではなく、むしろ上がる可能性を意識しておいた方がよいかもしれない。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。