

トランプ関税で 岐路に立たされる米国経済 ：カギはインフレ期待と生産性

三菱UFJモルガン・スタンレー証券
インベストメントリサーチ部 デットリサーチ課 シニアエコノミスト

森山 昌俊



■はじめに：前回より早めかつ 大規模なトランプ2.0関税

トランプ大統領は、2025年1月20日の就任演説で関税政策について具体的には言及せず、公約に掲げていた就任初日の対中関税発動を見送った。初日に署名した覚書「米国第一の通商政策」においても、貿易相手国の不公正な慣行や為替政策、米貿易赤字の原因、

〈目 次〉

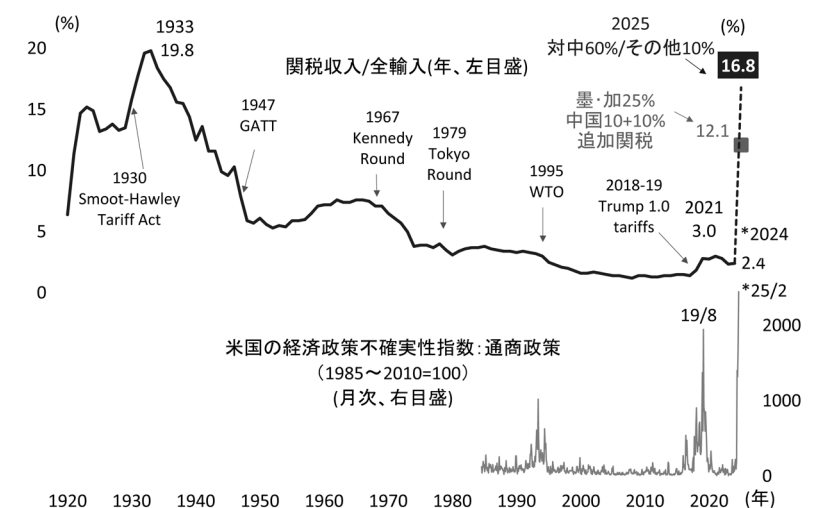
はじめに：前回より早めかつ大規模なトランプ2.0関税

1. 関税引き上げと消費者物価
 2. 企業の関税負担許容度を左右するのは生産性
 3. 家計の長期のインフレ期待と生産性
- 終わりに：トランプ関税で岐路に立たされる米国経済

米中の通商合意の遵守状況などの調査を指示するに止めていた。そのため、市場はやや安堵したが、それも束の間、初日から矢継ぎ早に関税計画を発表。早くも2月4日には中国からの輸入品に対して、合成麻薬フェンタニルの流入が国家安全保障上の脅威との理由で、10%の追加関税を発動した。

その後の関税政策の動向については、事態が流動的なことと本稿の目的ではないので敢えて記さないが、重要なことは、トランプ1.0と比べ関税発動が早めかつ大規模だということである。トランプ大統領の選挙公約の「対中関税60%/その他一律10%」が実現した場合、輸入金額に占める関税収入で求めた「平均関税率」は、24年の2.4%から1930年代以来となる16.8%に上昇するとわれわれは推計していたが、対中20%と対メキシコ・カナダ25%の追加関税だけで、12.1%と1940年代以来の水準になる計算である。トランプ大統領が関税計画を矢継ぎ早に発表するだけでな

(図表 1) 米国の平均関税率の推移と通商政策の不確実性



(出所) 米商務省センサス局、米国際貿易委員会 (USITC)、Bloomberg、“Measuring Economic Policy Uncertainty”. (2012). Scott R. Baker, Nicholas Bloom and Steve Davis. Stanford mimeo.より、MUMSS作成

く、内容が二転三転することもあるが、米国の通商政策を巡る不確実性は、トランプ1.0のピークを就任1ヵ月で既に上回っている(以上、図表1)。

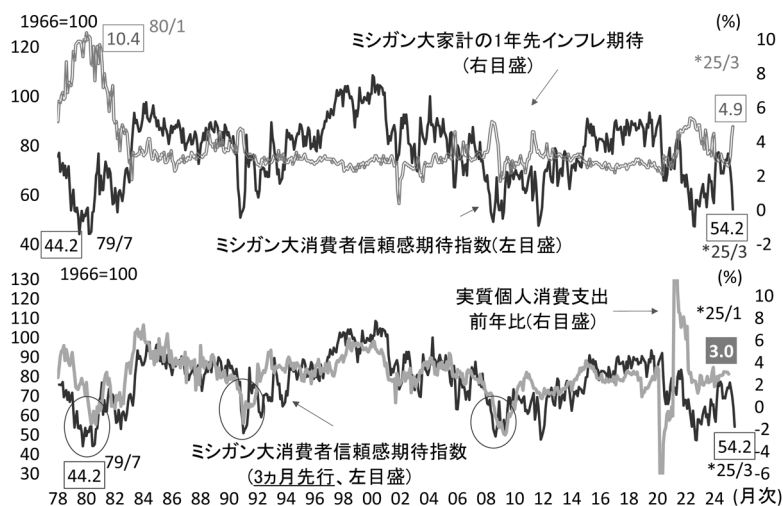
■ 1. 関税引き上げと消費者物価の関係

こうした中で、米国のインフレ加速への懸念が高まるのは無理もない。しかし、関税引き上げが必ずしもインフレ加速に繋がるとは限らない。関税引き上げが米国内の消費者物価にどの程度波及するかを最終消費財で考えると、1) 輸出企業の価格設定、2) 相手国通貨とドルの関係、3) 米国の輸入業者の関税転嫁度合い、に主に左右される。ここで、

輸出業者が輸出価格を据え置き、為替市場で輸出国通貨に対しドル高が進まず、輸入業者が関税コストを全て消費者に転嫁すれば、関税コストは全て消費者が負担することになる。FRB地区連銀の聞き取り調査によれば、多くの地区で企業は関税コストを消費者に転嫁する計画とのことだった(1月28~29日FOMC議事要旨)。

トランプ1.0の2018~19年は、コアインフレがFRBの目標+2%を下回り続けていた中で、関税対象が資本財や中間財中心だったこともあり、消費者が物価高を懸念することはなかった。2017年末に大規模な個人減税が決まったこともあり、米中貿易戦争の激化で市場が一気にリスクオフとなり株価と長期金利が急低下した2018年末まで、消費マインドは

(図表 2) 関税引き上げへの家計の警戒と個人消費の関係



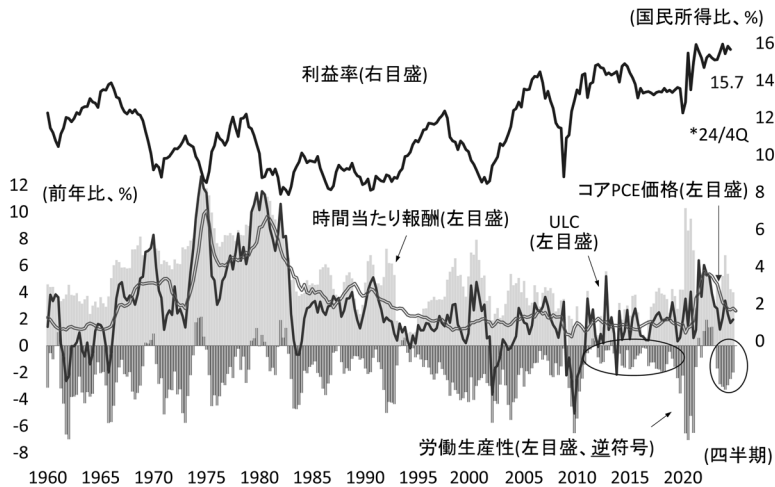
(出所) ミシガン大学、米商務省BEAより、MUMSS作成

堅調だった。しかし、コロナ禍で物価高騰を経験した上に、減税延長がまだ決まっていない段階で関税政策が動き出した今回、消費者は関税に伴う値上げへの警戒感を強めている。このことは、ミシガン大学調査の家計の1年先のインフレ予想中央値が、3月（速報）で+4.9%にまで急上昇したことに表れている。消費者は目先のインフレ懸念が高まると、先行きに悲観になる。ミシガン大学の消費者信頼感・期待指数は3月まで4ヵ月連続で低下しているが、こうした先行きへの悲観は、実際にインフレが加速しなくても、3ヵ月程度のタイムラグで実質個人消費支出の前年比を抑制する傾向が長期的に観察される（以上、図表2）。

パウエルFRB議長はこうした関係を疑問視しているが、このようなケースでは、企業

も単純に関税コストを消費者に転嫁するわけにはいなくなる。国内輸入業者が販売数量の落ち込みを回避するため、関税コストを一定程度負担すれば、関税引き上げの消費者物価への影響も緩和される。Bloomberg Newsによれば、2月4日にトランプ大統領が中国からの輸入品に10%の追加関税を課した際に、米小売大手のウォルマートは中国のメーカーに値下げを要請したとのことである。今のところこうした要請に完全に応じたサプライヤーは殆どいないとのことだが、従来ウォルマートは中国サプライヤーに強い交渉力を持っており、これまでは値下げ要請はほぼ受け入れられてきたとのことである（“Walmart Asks China Suppliers for Major Price Cuts on Tariffs,” 3/7/2025）。これは、関税コストをサプライヤーに負担させる行為ではある

(図表3) 生産性、ULC、利益率、コアPCE価格



(出所) 米労働省、米商務省BEAより、MUMSS作成

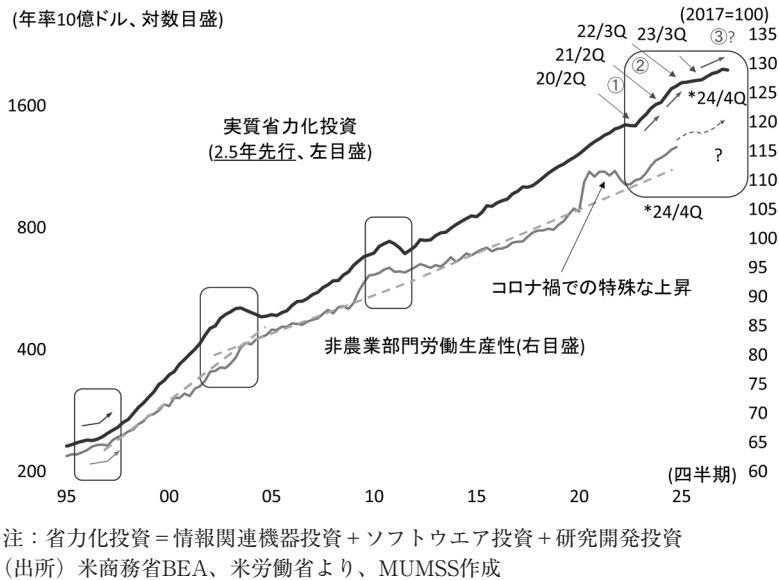
が、裏を返せば、消費者に関税コストを転嫁したくないということである。Bloombergの記事によれば、ウォルマートの広報担当者は、今後もサプライヤーと協力し、顧客のために価格を可能な限り低く抑える努力を続けると述べている。

■ 2. 企業の関税負担許容度を左右するのは生産性

では、企業の関税負担許容度を左右する要素として重要なものは何か。カギを握るのが生産性の向上による単位労働コスト (ULC) の抑制である。製品1単位当たりの労働コストが引き下げられれば、値上げせずとも単位利益が拡大する。コロナ禍の初期2020～21年は財の異例な需給不均衡が財価格の引き上げ

を可能にし、労働需給に異例の不均衡が顕在化した2021～22年は賃金とサービス価格が大幅に上昇した。しかし、財と労働市場の需給不均衡が解消に向かっていった2023～24年は、消費者の物価高疲れもあり企業は次第に値上げが困難になっていた。それにもかかわらず企業のマクロの利益率が戦後最高水準を維持できたのは、コロナ前10年間で比べ生産性の伸びの基調が高まり、それがULCを抑制していたからだった。コロナ禍以降の労働生産性の伸びのトレンドがコロナ禍以前の10年を上回っていることは、パウエルFRB議長も当初は懐疑的だったが今では認め始めている (例えば、2024年11月14日の講演)。ランプ1.0の時よりも企業の利益率は高いため、関税負担余力は当時より大きいと考えられる (図表3)。

(図表 4) 省力化投資と労働生産性

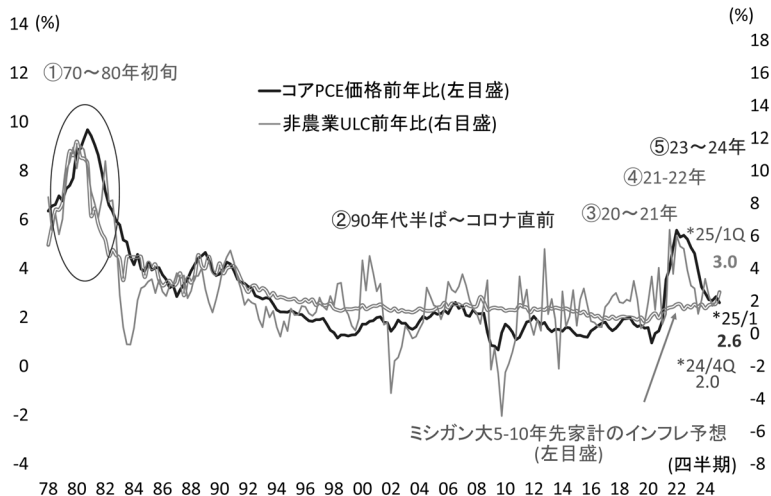


しかし、生産性の上昇は一夜にして起こるものではない。情報関連を含む最新機器を導入しても、労働者が使用方法を習熟して最大限の効果を発揮するまでには時間がかかる。新たな技術を生み出すための有形・無形資産への投資は、成果が一朝一夕に現れるものではない。個々の機器や技術は、有機的に結合し日々の業務の隅々にまで浸透して初めて、合理化・省力化の真の成果を発揮するものである。コンピューターなどの情報関連機器への投資、ソフトウェア投資、研究開発投資を合わせたものを「省力化投資」と定義した上で、労働生産性との関係を調べてみると、省力化投資の変動は平均2年半のタイムラグで労働生産性の変動に顕在化していることがわかる。

つまり、2023～24年に生産性が高い伸びを

続けたのは、2020年半ば以降の省力化投資の効果ということになる。23年の生産性上昇率加速に繋がった2020年半ば以降の省力化投資「第1波」は、コロナ直後の財市場の異例の需給不均衡（供給制約）に対してなされたものだった。24年の高い生産性上昇率に繋がった省力化投資「第2波」は、2021年春以降の労働市場の異例の需給不均衡（労働供給制約）に対応したものだ。言い換えれば、異例のコスト圧力の高まりが、省力化投資本格化の重要なインセンティブだった。そうだとすればトランプ関税は、逆説的だがこれから2年半先の生産性上昇率を引き上げる絶好の機会とも言える。ちなみに22年秋以降に省力化投資の増勢が一服したのは、コスト上昇圧力が緩和してきたためと考えられる（以上、図表4）。

(図表5) 家計の長期のインフレ期待、ULC、コアPCE価格



注：インフレ期待はPCE価格ベースに調整（▲0.5ppt）。
(出所) 米労働省、米商務省BEA、ミシガン大学より、MUMSS作成

3. 家計の長期のインフレ期待と生産性

しかし、コスト上昇圧力が存在すれば、それだけで省力化投資拡大のインセンティブになるかという、そうとは言えない。コスト圧力が省力化投資拡大のインセンティブとなるには、それを吸収する必要性がなければならない。その必要性のカギを握るのが、家計の長期のインフレ期待である。振り返ると、1970年代末の第2次石油危機当時は、FRBが政治との癒着を疑われ、インフレ抑制面で信用が失墜していたこともあり、原油価格が急騰すると、家計のインフレ期待は目先のみならず、それ以上に長期が急騰していた。そのため労働者は賃上げ要求を強め、企業はそ

れに応じる一方、家計の長期のインフレ期待上昇に乗じ、幅広く値上げを実施した。これが財や労働市場の需給とは無関係に自律的に繰り返される「賃金・物価のスパイラル」であり、起点は家計の長期のインフレ期待急騰だった（図表5の①）。

このスパイラルは、1979年8月に就任した当時のボルカーFRB議長の断固たる引き締め（20%相当のFF金利、10.8%の失業率、16ヵ月の景気後退）で漸く沈静化した。その後は、1987年8月に引き継いだグリーンズパン議長がインフレなき高成長を演出したこともあって、FRBへの信認は回復した。こうした中で1989年の東西冷戦終結に伴う東欧諸国の自由主義経済圏へ参入や中国の世界貿易機関（WTO）加盟などによる経済のグローバル化の進展、インターネット革命と通販の拡

大という技術革新に伴う世界中の価格情報の共有化も重なって、家計の長期のインフレ期待は低位で安定することとなった。家計の価格目線が厳しくなり、安易な値上げが難しくなった企業は、値上げをすることなく利益を維持すべく、名目賃金を抑えるか生産性を改善するかその両方により、ULCの抑制を図った。コロナ直前にかけてのコアPCE価格前年比は、奇しくも家計の長期のインフレ期待が壁となって抑制され、企業はULCの抑制を強いられていた。筆者はこの状況を便宜的に「物価・賃金の逆スパイラル」と呼んでいる（同②）。

コロナ禍の2020～21年（同③）とそれに続く21～22年（同④）は、家計の長期のインフレ期待が低位安定していたにもかかわらず、前者では財価格、後者では賃金とサービス価格が急騰した。これは先に見たように、財と労働市場で異例の需給不均衡が生じていたためである。FRBのタカ派姿勢が引き続き家計の長期のインフレ期待を抑制する中で、財と労働市場の需給不均衡が解消に向かいつつあった23～24年（同⑤）に、企業が値上げを控えながらも高い利益率を維持できたのは、22年半ばからの省力化投資第2波の効果で生産性が上昇しULCが抑制されたからであることも、既に述べた通り。つまり、再び「物価・賃金の逆スパイラル」的状況になっていた。

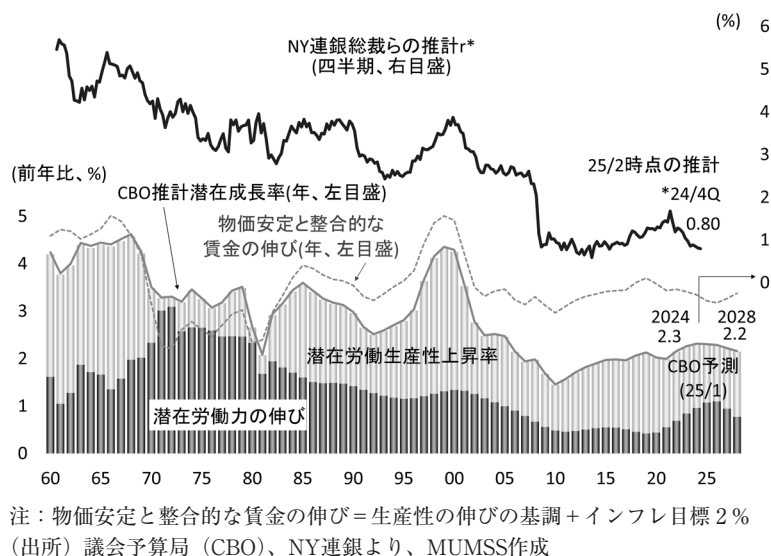
ところが、トランプ関税の影響で目先のインフレ期待ほどでないにせよ、家計の長期の

インフレ期待も上向き始めている。ミシガン大学調査の家計の5～10年先のインフレ予想中央値は、3月（速報）で+3.9%と1993年2月以来32年ぶりの水準に上抜けた。長期のインフレ期待が更に上昇を続けるようなら、その分、企業は値上げがし易くなる。値上げがし易くなれば、それだけ省力化に注力するインセンティブも低下し、将来の生産性上昇とULC抑制の機会が失われることになる。それゆえに、パウエル議長も長期のインフレ期待の指標を非常に注視している点を強調している。そして、長期のインフレ期待の低位安定を前提に、ベースケースでは関税インフレは一過性としているのである。ちなみに議長は、ミシガン大調査のデータを「外れ値」としている。

■終わりに：トランプ関税で岐路に立たされる米国経済

コロナ禍とトランプ2.0に共通するのは、企業にとっての「国内回帰と高コスト対応」である。これまで見てきたように、コロナ禍では、これが省力化投資拡大を通じ、生産性上昇とULC抑制に結実した。トランプ2.0は「米国第一」の名のもと、関税で「国内回帰と高コスト対応」を迫ると同時に、減税と規制緩和で対応に向けた環境と手段も提供している。したがって、トランプ関税に伴う「国内回帰と高コスト対応」がコロナ禍と同じようなプロセスと帰結になるかは、家計の長期

(図表 6) 生産性上昇率の基調の上方シフトの影響



のインフレ期待次第と言っても過言ではない。

家計が目先のインフレを懸念して消費に慎重になることを企業が警戒し、関税のコストを高い利益率で吸収し、価格転嫁を抑えることができれば、家計の目先のインフレ懸念はもとより、長期のインフレ懸念も落ち着くことが期待できる。そうなると、企業も安易に値上げができなくなり、将来の生産性上昇とULCの抑制に繋がるような省力化投資に一段と注力することになる。コロナ禍以降のこうした流れが継続すれば、生産性上昇とULCの抑制が一過性に終わらず、持続的なものになる。このことは企業にとっては高い利益率と株価が持続的なことを意味する。家計にとっては、実質賃金の持続的な上昇が享受できることを意味する。インフレが

物価安定圏で抑制される中で、生産性上昇率の基調にインフレ目標 2%を加えた「物価安定と整合的な名目賃金の伸び」が上方シフトするからである。マクロ経済全体にとっては、インフレをもたらない持続可能な潜在成長率とそれを維持するのに適切な実質中立金利 (r^*) の上方シフトに繋がる。トランプ 2.0の移民抑制策や高齢化で労働供給が制約されても、労働需給の逼迫を緩和し、一定の潜在成長率を維持することが可能になる。コロナ前までFRBが警戒していた低成長・低インフレ・低金利の悪循環に陥る日本型長期停滞の可能性が、一段と低下することを意味する。

一方で、FRBの聞き取り調査が明らかにしていた「多くの地区で企業が関税コストを消費者に転嫁するとの計画」が実行に移され

れば、家計のインフレ懸念は短期のみならず長期でも一段と上昇しかねない。その場合、企業はますます値上げがし易くなり、それを見て家計のインフレ懸念がますます高まるという逆の悪循環に陥る。物価の先高観から家計の賃上げ要求が再び高まり、それに応じる以上の値上げで企業が対応するようになれば、極端な場合、1970年代の賃金・物価のスパイラルの再来となる。この状況が問題なのは、賃上げによるULC上昇が企業利益を浸食し、ULC以上の値上げが家計の実質所得を浸食することにもなるからである。つまり、大幅なインフレと景気後退が並存する「スタグフレーション」的状況をもたらすことになる。その起点が、家計の長期のインフレ期待の上昇なのである（前出、図表5）。

家計の長期のインフレ期待抑制では、FRBの役割が特に重要である。物価安定にコミットしていることに疑問を抱かせず、将来のインフレ上放れを許さないという強い決意表明を常にしていなければならない。もっとも、タカ派スタンスの継続と景気のオーバーキル回避のバランスを取るのは容易でない。パウエル議長が3月19日のFOMC後の会見で、トランプ関税インフレをベースケースでは「一過性」と敢えて呼び、長期のインフレ期待が低位安定していることを強調し、ハードデータが堅調な点を指摘しているのも、市場のスタグフレーション的懸念を牽制し、そうした状況に追い込まれないようにするためである。

企業、家計、マクロ経済、FRBのどの側面から見ても、トランプ関税の始動により、米国経済は重大な岐路に立たされている。

