

トランプ関税で青色吐息の欧州経済



第一生命経済研究所 首席エコノミスト

田中 理

■ 1. トランプ関税は欧州も直撃

米国のトランプ大統領による関税引き上げが世界を震撼させている。米国は3月上旬に鉄鋼・アルミニウム、4月初旬に自動車・同部品に対する25%の関税賦課を開始したほか、4月5日からは医薬品や半導体など一部の品目を除き、全世界からの輸入品を対象に一律10%の相互関税の賦課を開始した。報復で応じた中国に対しては、懲罰的とも言える

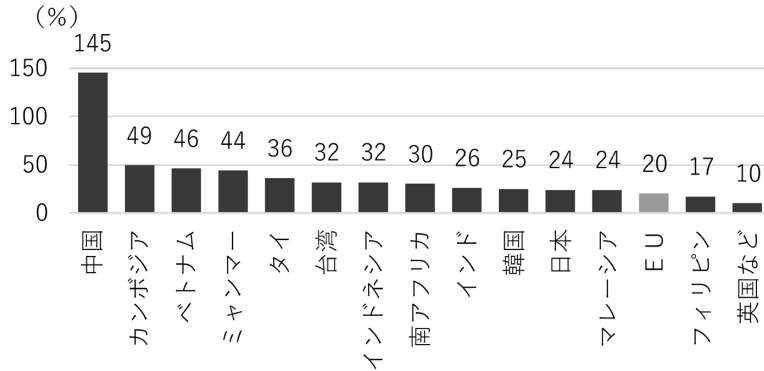
合計145%もの高関税を課し、中国もこれに対抗して米国からの輸入品に125%の関税を課すなど、報復の応酬が続いている。対米貿易黒字を抱える他の国・地域に対しては、ベトナム（46%）、タイ（36%）、インドネシア（32%）など多くのアジア新興国が20~40%台、日本が24%、欧州連合（EU）が20%など、10%を上回る相互関税を発表したが、上乘せ関税の賦課を90日間停止することを決定した（図表1）。

トランプ大統領は今回の関税率を「寛大なもの」と説明しており、相手国が報復すれば更なる関税引き上げを、米国の貿易赤字削減につながる重要な措置を講じた場合には関税引き下げに応じることを示唆している。つまり、米国は中国を見せしめにするすることで、その他の国・地域が交渉に応じることを促している。当初、報復の可能性を示唆していたEUも、先行して導入された鉄鋼・アルミニウム関税に対する報復措置の発動を米国に合

〈目次〉

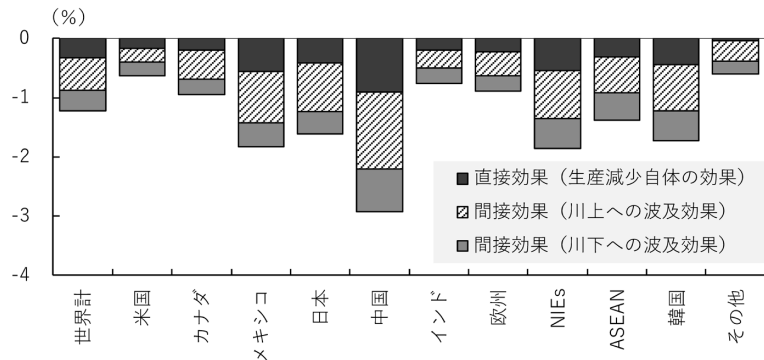
1. トランプ関税は欧州も直撃
2. 交渉と報復の両睨み
3. 年後半はマイナス成長に再転落
4. 構造不況下のドイツの財政転換
5. 財政による下支えの限界
6. 中立金利未満に利下げを継続

(図表 1) 米国の相互関税率の一覧



(注) 中国は既に課されていた20%に相互関税と報復関税を上乗せ
 (出所) 米国政府資料より第一生命経済研究所が作成

(図表 2) トランプ関税の影響試算



(注) 2023年実質GDP対比の下押し幅。鉄鋼・アルミ、自動車、相互関税、報復関税の影響。
 (出所) 第一生命経済研究所が作成

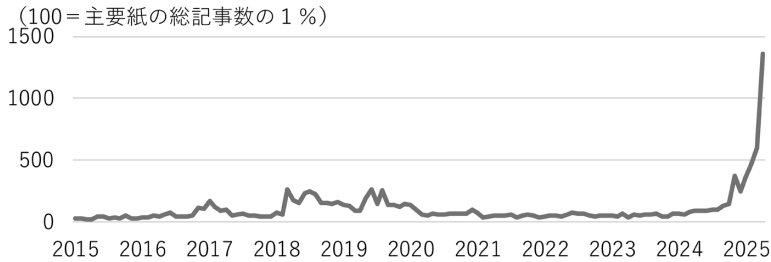
わせて90日間停止することを決定した。日本やEUは関税の引き下げや撤回を目指して米国との交渉に臨んでいる。

軽減措置で合意できないまま猶予期間が終了し、上乗せ部分の関税が引き上げられる場合、米国の輸入業者や最終消費者が引き上げ分の多くを負担することになり、物価上昇が米国景気を下押しすることになる。また、

米国以外の国・地域については、対米輸出の減少に加えて、報復関税や貿易摩擦を巡る不確実性の高まり、世界的な株安による逆資産効果と家計心理の悪化も加わり、景気が下押しされよう。

国際産業連関表を用いた当社の試算によれば、公表されている相互関税の引き上げと米中間の報復関税の応酬が続いた場合、世界の

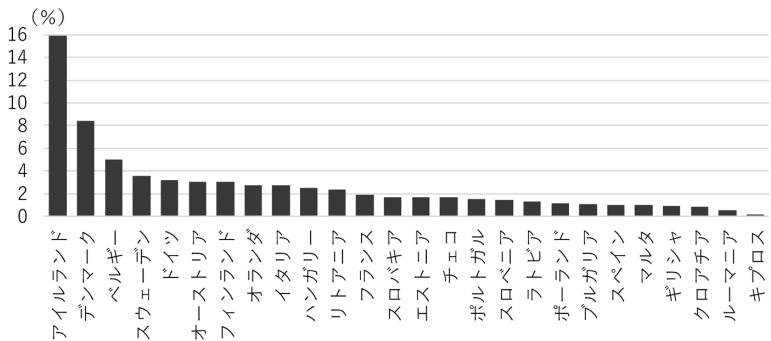
(図表3) 貿易政策の不確実性指数の推移



(注) 2025年4月値は1~14日の日次値の平均

(出所) Caldara et al. (2020), "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty," Journal of Monetary Economics, 109, pp.38-59. より第一生命経済研究所が作成

(図表4) EU諸国の米国向け輸出の対GDP比率 (2024年)



(出所) 欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

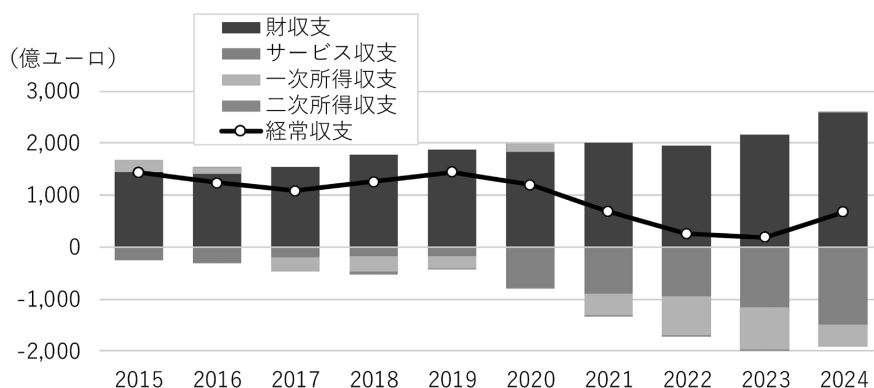
実質国内総生産 (GDP) が中期的に1.2%ポイント程度、日本が1.6%ポイント、英国を含む欧州全体では1%ポイント程度押し下げられる (図表2)。但し、この試算は、米国の物価上昇による景気の押し下げ、不確実性の高まりや逆資産効果などの心理的効果を加味していない。相互関税の発表後、金融市場では激しい動揺が広がったほか、欧米の主要紙で「貿易政策」や「不確実性」のキーワードが取り上げられた記事数を集計した指数が急上昇している (図表3)。今後の関税交渉

や報復の行方に大きく左右されるが、実際の影響は試算結果を上回る可能性が高い。

2. 交渉と報復の両睨み

多くの欧州諸国は輸出依存度が高く、関税が引き上げられる米国向けや、米国による関税引き上げ率が高く、影響を受けやすいアジア諸国向けの輸出割合が高い。経済規模見合いでの米国向け輸出の割合が高いのは、アイルランド、デンマーク、ベルギー、スウェー

(図表 5) EUの対米経常収支とその内訳



(出所) 欧州統計局資料より第一生命経済研究所が作成

デン、ドイツと続く(図表4)。また、米国向け輸出の上位品目には、医薬品、自動車、化学、機械類が並ぶ。このうち、自動車には別途25%の高関税が課され、相互関税の対象から除外された医薬品についても、半導体とともに安全保障上の懸念がないかの調査が開始された。トランプ大統領は「製薬会社の米国回帰を促す」とも発言しており、今後、関税適用の対象に加わる可能性が高い。自動車関税ではドイツ、イタリア、スロバキア、医薬品関税ではアイルランド、ベルギー、ドイツ、フランスへの影響がとりわけ大きい。

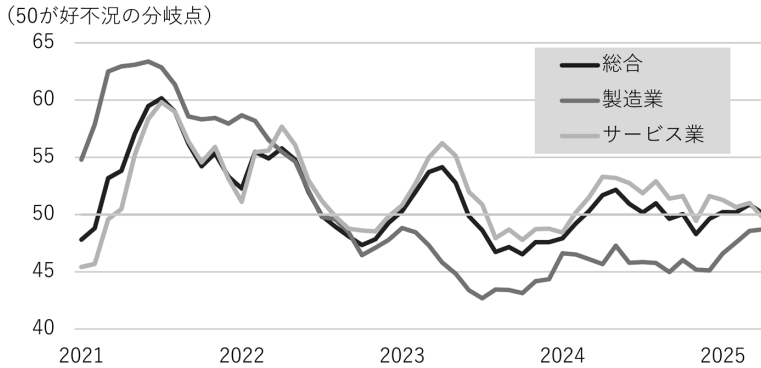
EUは米国による鉄鋼・アルミニウム関税に対抗するため、ダイヤモンド、卵、ソーセージ、鶏肉など一部の米国製品を対象に25%の報復関税を課す方針を固めていたが、米国との交渉を優先し、ひとまず90日間の適用停止を決定した。EU側は国防費の増額や米国産ガス輸入の拡大などを提案するとみられるが、交渉の行方は予断を許さない。EUの行

政執行機関である欧州委員会のフォン・デア・ライエン委員長は、EUと米国が工業製品関税を相互にゼロにする協定締結を提案しているが、EUは中国に次ぐ巨額の対米貿易黒字を抱えており、EU側の提案を米国が受け入れる可能性は低い。EUの対米経常収支は、財収支(貿易収支)が大幅黒字であるのに対して、サービス収支が大幅赤字となっている(図表5)。交渉が不調に終わった場合、米国の巨大テック企業を標的にデジタル広告収入に対する課税措置などの報復措置を検討しているとの報道もある。

3. 年後半はマイナス成長に再転落

過去数年、低迷が続いていた欧州経済には、トランプ関税によるショックが襲う以前、僅かながら回復の兆しが広がっていた。代表的な企業景況感であるユーロ圏の購買担

(図表6) ユーロ圏の購買担当者指数 (PMI) の推移



(注) 総合は製造業の産出指数とサービス業PMIの合成指数
(出所) S&P Global資料より第一生命経済研究所が作成

(図表7) ドイツZEW景況感の推移



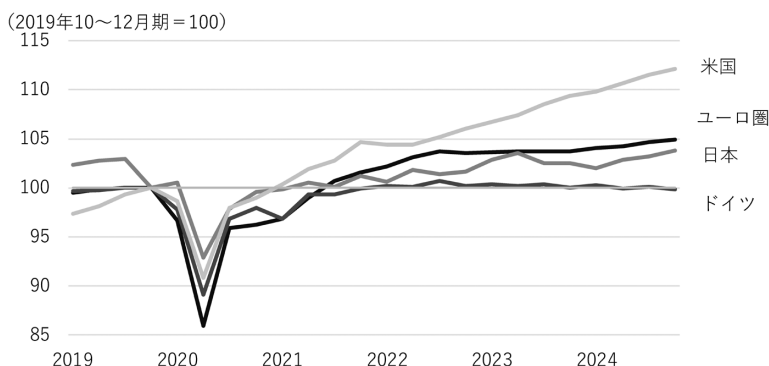
(出所) ZEW資料より第一生命経済研究所が作成

当者指数 (PMI) は、昨年後半に好不況の分岐点である50を割り込んだが、年明け以降は50超に復帰した (図表6)。米国の関税引き上げを前にした駆け込み輸出が押し上げた面もあるが、利下げ効果の浸透や後述するドイツの財政政策転換などが業況改善を後押しした。また、歴史的な高インフレが沈静化に向かっており、過去の物価高を遅れて反映した賃金上昇率の加速も加わり、家計の実質購買

力も改善基調にある。

こうしたなかで世界を襲ったトランプ関税は、景気回復の芽を摘み取り、欧州経済を再び景気後退の瀬戸際に追いやったとしても不思議ではない。本稿執筆時点でトランプ関税の発表後を反映した経済指標は少ないが、4月のドイツのZEW景況感指数は、前月の+52から▲14に急ブレーキが掛かった (図表7)。同指数は4月7~14日の間に市場参加

(図表 8)) 主要先進国・地域の実質GDPの推移



(出所) 各国統計局資料より第一生命経済研究所が作成

者に6カ月先のドイツの経済環境の先行きを尋ねた集計値で、トランプ関税発表直後の金融市場の動揺が反映されている。その急落振りはショックの大きさを物語る。

また、4月のユーロ圏PMIの速報値は、サービス業が悪化した一方、製造業がやや持ち直した。関税ショック後の製造業の持ち直しには違和感があるが、これは相互関税の上乗せ部分の適用が90日間停止されたことを受け、その間に米国向けの駆け込み輸出を継続しようとする企業行動を反映したものと考えられる。駆け込み一巡後の落ち込みは避けられない。

当社では従来、ユーロ圏の実質国内総生産(GDP)成長率が、2024年の+0.7%から、2025年に+0.9%にやや加速、2026年には潜在成長率並みの+1.3%に加速するとみていた。だが、新たな景気シナリオでは、2025年後半の景気は一時的にマイナス成長に転落し、ドイツの財政転換の効果が出現する2026

年まで停滞が続けると予想する。2025年の年間成長率は+0.6%にとどまり、2026年は僅かに加速するものの、+0.7%と潜在成長率を下回る公算が大きい。

■ 4. 構造不況下のドイツの財政転換

国別には、域内最大の経済国ドイツの低迷が際立っている。新型コロナウイルスの世界的な流行時の都市封鎖(ロックダウン)解除後の景気持ち直しが一巡した後、ドイツ経済はほぼゼロ成長にとどまっている(図表8)。ロシアによるウクライナ侵攻後、ロシアから安い天然ガスを輸入し、それをエネルギー源に高品質の製品を作り、世界に輸出する経済モデルが崩壊した。代替エネルギー源として割高な液化天然ガス(LNG)を輸入するが、エネルギー調達費用の高止まりで産業競争力を失い、空洞化が進んでいる。頼みの中国市

場でも、中国製の電気自動車（EV）との競争に負け、ドイツ車の販売が低迷している。厳しい財政ルールに阻まれ、機動的な財政運営ができなかったことも、景気悪化に拍車をかけた。

連立崩壊に伴い2月に連邦議会（下院）選挙が前倒しで行われた。次期政権発足を目指す中道右派のキリスト教民主・社会同盟（CDU・CSU）と中道左派の社会民主党（SPD）の二大政党は、大幅な財政拡張に舵を切ることで合意した。EUの一員であるドイツは、財政赤字をGDPの3%未満に抑えるEUの財政規律に加えて、独自の財政ルール（債務ブレーキ）を持つ。そこでは、年間の借り入れ上限が連邦政府でGDPの0.35%、州・地方政府で0%に定められ、財政収支を均衡化することが基本法（憲法）で義務付けられている。

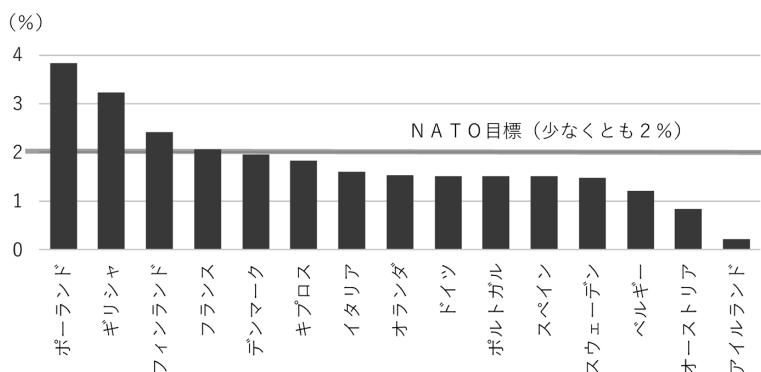
改選後の議会では憲法改正に必要な3分の2以上の賛成が得られないことから、改選後の新議会の招集前に旧議会を緊急招集する異例の対応を行い、改正法案を通した。これにより、①GDP比で1%を超える国防費が債務ブレーキの対象から除外され、国防費の増額を可能にしたほか、②州政府の借り入れ上限を従来の0%から連邦政府と同じ0.35%に引き上げ、③向こう15年のインフラ整備、デジタル化対応、気候変動対策などに充てる総額5000億ユーロの特別基金を創設することで合意した。これらを合計すると、GDP比で年間2~3%程度の財政拡張が可能となる。

■ 5. 財政による下支えの限界

規律重視国であるドイツの財政政策転換は、低迷するドイツ並びに欧州経済の回復期待を呼び起こした。確かに債務ブレーキの見直しは画期的だが、今回の改正によって歳出が拡大するのは、国防費やインフラ投資が中心だ。国防装備の増強計画やインフラの拡大・補修計画が実際の歳出拡大につながるまでには時間が掛かる。財政拡大に向けた次期政権の施策の具体化は、秋に本格化する来年度予算協議を通じて行われる可能性が高い。財政政策転換の効果が顕在化するのは2026年以降とみられ、当面はトランプ関税による景気の下押し圧力を緩和する効果は期待できない。また、ドイツの構造不況は、エネルギー調達費用の高止まりに加えて、長年、構造改革を怠ってきたこと、産業の新陳代謝に乏しく、産業構造の転換が進んでいないこと、煩雑な行政手続きなどが影響している。こうした問題に取り組まない限り、財政政策を転換しても持続的な回復にはつながらない。

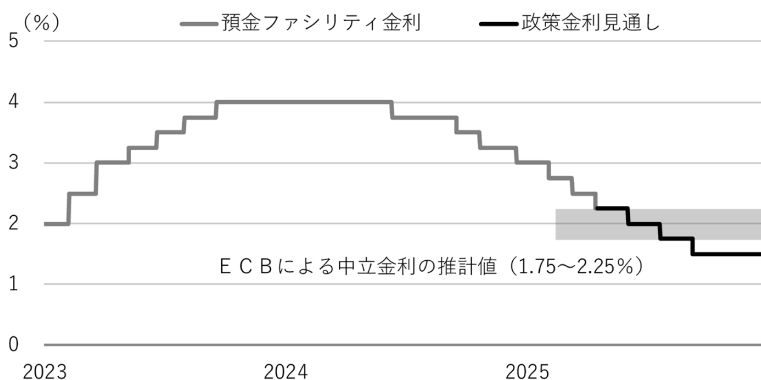
財政政策の転換は、EUレベルでも議論が本格化している。ウクライナ支援に消極的なトランプ政権の誕生を受け、欧州諸国はウクライナ支援の継続と防衛力の強化が急務で、国防費の増加を目指している。欧州委員会は3月に加盟国への資金提供と財政規律の柔軟化を通じて、総額8000億ユーロ、GDP比で約1.5%の国防費の増額計画を発表した。こ

(図表9) 欧州諸国の国防費の対GDP比率 (2023年)



(出所) ストックホルム国際平和研究所資料より第一生命経済研究所が作成

(図表10) 欧州中央銀行の政策金利



(出所) 欧州中央銀行資料より第一生命経済研究所が作成

のうち1500億ユーロは国防費に関連した投資に充てることを目的にEUが加盟国に資金を提供し、残りの6500億ユーロはEUの財政規律の適用除外規定を活用し、加盟国が財政規律に抵触することなく、向こう4年間の国防費を増額することを可能にする。だが、国防費の増額が必要な加盟国の多くは、財政基盤が脆弱な南欧諸国が少なくない(図表9)。債務共有化などを巡って加盟国間の意見集約

は難航が予想され、実現には時間が掛かりそうだ。

6. 中立金利未満に利下げを継続

このように、短期的には財政政策による景気の下支えに多くを期待することはできず、金融政策がその役目を果たすことになりそう

だ。ラガルド総裁はトランプ関税について、「現時点では多くの不確実性があり、今後数週間から数ヶ月の間にどちらの方向に進むか様々な決定や行動が行われるであろう」と述べ、関税ショックを受けての政策対応を明言しなかった。そのうえで、不確実性の高さに鑑み、「準備」と「機敏さ」の重要性を繰り返し、今後の動向を見極めつつ機動的な対応を約束した。

最終的な関税の着地点、報復の有無、世界経済の下振れの大きさ、財政政策、為替動向など、事態は引き続き流動的であるが、筆者は今後の交渉で多少の関税率の減免が得られたとしても、EUに対して10%を上回る高関税が課される可能性が高く、景気への押し下げは避けられないと考える。また、EUの対米貿易黒字を考えると、報復措置に踏み切ったとしても、米国からの製品輸入に大幅な報復関税を課すことは難しい。報復関税による物価の押し上げよりも、需要ショックによる物価の押し下げの影響が上回り、中期的な物価の下押し圧力になると判断している。そのため、関税協議の行方や景気・物価への悪影響を見極める観点から、今後も理事会毎に25bp刻みでの慎重な利下げを続けていくと予想する。年内に中立金利を下回る1.5%まで政策金利を引き下げ、その後は財政政策による景気浮揚の効果が顕在化するのを待ちつつ、様子見に転じる展開を想定する。

