

トランプ関税：日本の成長に下押し圧力、日銀は利上げまで時間が必要

要約

- 日本からの輸入品に 24%（自動車は 25%）の関税を賦課するトランプ関税は、米国経済がゼロ成長まで減速した場合は、日本の実質 GDP 成長率を 0.7%ポイント程度押し下げると試算している。関税の影響によって米国経済が腰折れすれば、日本の景気後退も現実的に見えてくる。
- 日銀は金融政策の正常化の途上だが、トランプ関税の影響を点検する上では、次回の利上げまでには少なくとも短観を待つ必要があり、より慎重になるのであれば 4-6 月期 GDP は見なければならぬだろう。ベストシナリオで 7 月利上げの可能性は否定できないが、より現実的なタイミングは 9 月もしくは 10 月になるだろう。
- 日本の長期金利は 1.2%近辺に低下しており 0.50%の政策金利に整合的な水準となっている。利下げを織り込むような状況ではないことから低下のペースは一服していくだろう。

トランプ関税によって日本の成長には下押し圧力が強まる

トランプ政権は日本からの輸入品に 24%（4 月 9 日発動予定、自動車の 25%は発動済み）の追加関税を賦課する。こうした通商環境の変化を分析する上では輸出関数の推計が必要になる。日本の輸出の特徴として、輸送機械（主に自動車）や一般機械（主に半導体製造装置）に代表されるように、世界的なシェアが高い品目が存在しており、それ故にある程度の価格変動くらいでは輸出が落ち込まず、仕向け国の経済成長率の影響の方が高いことが知られている。即ち、輸出関数を表す上では、日本の輸出は価格弾性値よりも所得弾性値が大きくなる。

米国の経済成長を加味した日本の輸出関数を推計した（図表 1）。上述の通り、日本の輸出は価格弾性値（輸出価格の変化に対する日本の輸出の変化）よりも所得弾性値（米国経済の成長率の変化に対する日本の輸出の変化）がかなり大きい。この結果を踏まえて、トランプ関税の最終的な関税率と、米国の経済成長率の組み合わせで、日本の実質 GDP 成長率がどの程度落ち込むのかを試算した（図表 2）。ここでの想定で、日本政府の交渉を経ても 24%（同図表では 25%で試算）の関税が発動され、また主要貿易相手国に厳しい関税を賦課した米国経済の成長がゼロにまで減速すれば、日本の実質 GDP 成長率が-0.69%ポイント押し下げられるとの結果になった（同図表赤枠）。現状で、2025 年度の日本経済の実質 GDP 成長率は 1%程度が予想されていることを踏まえると、米国経済が腰折れすれば、日本経済の景気後退も現実的な視野に入る。

図表 1：米国経済を加味した日本の輸出関数

- * 輸出弾性値：米国経済の成長率が 1%ポイント変化した場合の日本の輸出の変化率
- * 契約通貨建て価格弾性値：輸出品の契約通貨建て価格が 1%ポイント変化した場合の日本の輸出の変化率

推計期間：1980年第1四半期～2024年第4四半期

定数項	-2.071264
米経済に対する所得弾性値	1.500127
契約通貨建て価格弾性値	-0.277656

備考：現状に即して、米国への輸出が全体の 20%を占め、輸出が GDP の 20%を占める想定

出所：りそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表 2：適用される関税率と米国経済の成長率で場合分けした日本の成長率への影響

日本の成長率への影響（%ポイント）	米国の経済成長率（%）					
	0.0	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5
関税率（%）						
10	-0.53	-0.38	-0.23	-0.08	0.07	0.22
15	-0.58	-0.43	-0.28	-0.13	0.02	0.17
20	-0.64	-0.49	-0.34	-0.19	-0.04	0.11
25	-0.69	-0.54	-0.39	-0.24	-0.09	0.06

備考：現状に即して、米国への輸出が全体の 20%を占め、輸出が GDP の 20%を占める想定

出所：りそなホールディングス

日銀の次回利上げはベストシナリオで 7 月だが、9 月もしくは 10 月が現実的か

トランプ関税の影響によって日本経済への下押し圧力が強まるのは不可避といえる。日銀は金融政策の正常化の途上にあり、今後は実体経済への影響を確認していくことが重要となる。

その第一段階としては、7 月 1 日に公表が予定されている 6 月調査の短観が重要になる。4 月 1 日に公表された 3 月調査の短観では、調査期間の影響もあり、トランプ関税が織り込まれていない結果が示された。日銀にとって利上げ環境が整うには、少なくとも企業がトランプ関税の影響を吸収し、その上でも利上げに耐えられるような状況にあることの確認が必要だろう。

また、7 月 20 日の投開票が予定されている参議院選挙も重要なイベントとなる。石破政権の支持率の低迷が続いている。現状でも政府は少数与党によって運営されているが、与党が参議院でも過半数を失えば、政治の更なる混乱は避けられない。政府とのコミュニケーションが重要な日銀にとっては影響が少なからぬイベントとなる。

最後に、日銀が関税の影響をより慎重に判断したいのであれば、8 月 15 日に公表される 4-6 月期 GDP の確認が必要になってくる。個人消費の順調さと共に、設備投資や輸出といった企業部門の推移が腰折れしないことが重要な条件となろう。

総じて、ベストシナリオ（短観で企業部門がトランプ関税に対応できている、参議院選挙で政府運営が不安定化しない結果になる）であれば、7 月 31 日の金融政策決定会合で追加利上げの判断ができる可能性は出てくる。しかし、25%もの大幅な関税が日本経済に及ぼす影響は未知数であり、その影響の点検には相応の時間が必要となろう。弊社では、7 月の利上げの可能性は否定しないものの、より現実的なタイミングは 9 月もしくは 10 月になると見ている。

長期金利のこれ以上の低下は限定的

トランプ関税の公表を受けて、日本国債市場では金利の低下圧力が強まっている。しかし、足元では長期金利が 1.1%台まで低下しており、これ以上の低下余地は限定的と見ている。日銀の政策金利、米国の長期金利、日銀の国債保有を加味した弊社の試算によると（図表 3）、足元の長期金利は、日銀の政策金利の 0.50%と整合的な水準になっている（同図表の赤枠）。現状では日銀の利下げを織り込むことは現実的ではないことから、ここ数日間での急激な金利低下ペースは落ち着いてくると見ている。

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表 3：日本の長期金利の試算値：長期金利のこれ以上の低下は限定的か

	米国長期金利										
超過準備付利	3.50	3.60	3.70	3.80	3.90	4.00	4.10	4.20	4.30	4.40	4.50
0.25	0.846	0.869	0.892	0.915	0.938	0.961	0.984	1.007	1.031	1.054	1.077
0.50	1.048	1.072	1.095	1.118	1.141	1.164	1.187	1.210	1.233	1.256	1.279
0.75	1.251	1.274	1.297	1.320	1.343	1.366	1.389	1.412	1.436	1.459	1.482
1.00	1.453	1.477	1.500	1.523	1.546	1.569	1.592	1.615	1.638	1.661	1.684

出所：りそなホールディングス

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。