©Asset Management One Co., Ltd.

エコノミストコラム
関税引き上げの米経済への波及はこれから顕在化

2025年6月12日

■ トランプ政権は、事前の公約に沿って実効関税率を約20%へ大きく引き上げるとみられ、経済活動を広範囲に抑制。議会では減税を主軸とした予算案が審議され、減税が実現する2026年に財政政策は景気刺激方向に作用。ただ、減税などのプラス効果と対比して関税引き上げの負の影響が大きいため、米国経済は26年にかけて低成長が続く見込み。

■ 4月までの米国の経済指標は総じて底堅いが、関税引き上げに対応した駆け込み需要が指標を押し上げ。ただ、春先に増えた新車販売台数が大きく減少するなど、関税引き上げの経済押し下げの影響は今後顕在化。年初から様子見を続けるFRBは、早晩利下げに動き始めると予想される。

シニアエコノミスト　村上尚己

関税政策への懸念で株式市場は大きく変動

トランプ政権は、4月2日に相互関税の導入によって主要国への関税賦課を発表、更に中国に対して100%を超える関税を課しました。その後、中国を含めた各国との交渉が行われ、関税賦課率が時限的に引き下げられたことが好感され、4月初旬に急落した株式市場は6月までにかけて、反発しました。トランプ政権は、株式市場の下落に配慮して、関税政策を緩めたとの見方が、金融市場では強まっています。

関税率は大幅に引き上げられ経済活動を抑制

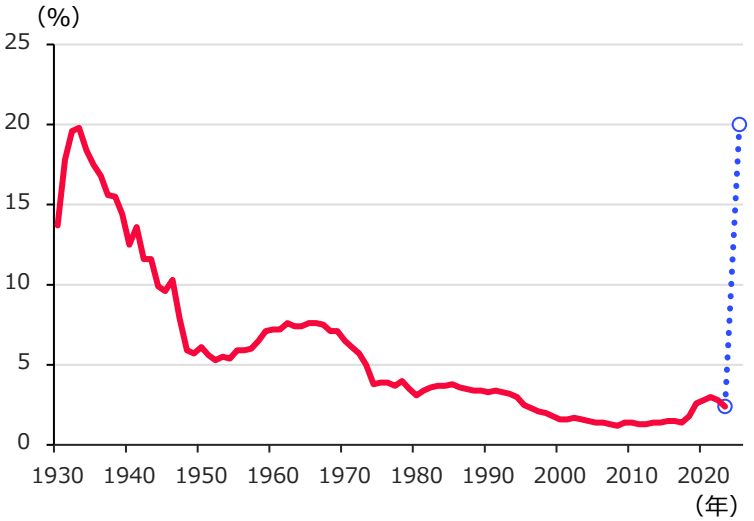
ただ、トランプ大統領は、選挙前の公約に沿った関税政策を実現する考えは揺らいでいないようにみえます。「高関税政策によって貿易赤字が減少すれば、アメリカ人が豊かになる」という、トランプ氏の思い込みは強固なようです。

時限的に引き下げられた中国などへの関税は少なくとも60%は維持されるとみられます。10%のユニバーサル関税は賦課され続け、加えて重要セクターである半導体、医薬品などに対して高関税が主要国に賦課される、と筆者は予想しています。

この結果、米国の実効関税率は約20%まで高まるとみられ、最大で6000億ドル規模の民間部門に対する増税が、2025年末までに実現するとみられます（図表1参照）。大幅な関税率引き上げは、輸出入に携わる企業だけではなく、実質所得の目減りに直面する家計に及び、経済活動を広範囲に抑制する見込みです。

（右上に続く）

【図表1：実効関税率（関税/輸入金額）の推移】



期間：1930年～2023年（年次）、2025年はトランプ関税を踏まえた当社予想
出所：USTIC（米国際貿易委員会）等のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

減税の押し上げよりも関税の押し下げが大きい

高関税を賦課する一方で、トランプ政権は減税政策を軸とした財政政策によって経済成長を押し上げることを目指しています。5月12日に下院では「大きく美しい一つの法案」が可決されました。同法案には、2017年のトランプ減税の多くの措置の延長や、チップや残業代への課税撤廃、州・地方税（SALT）控除の上限引き上げなどの家計への減税に加えて、企業への減税策も含まれています。

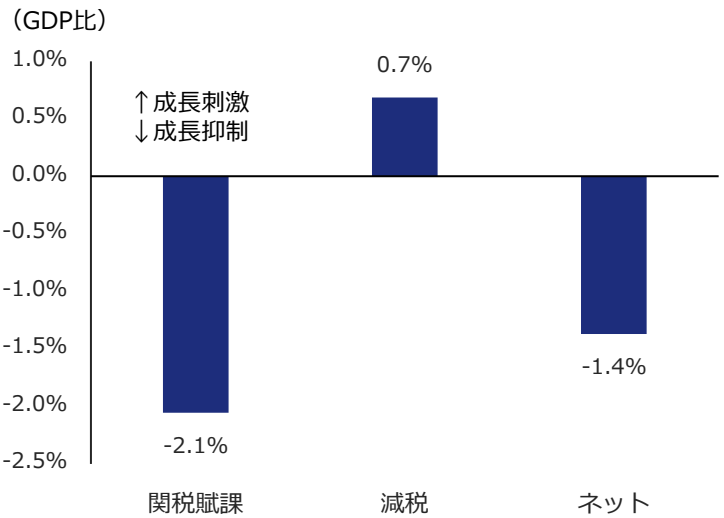
今後、上院での審議が行われて最終的な減税を含めた財政政策が決定されますが、トランプ大統領の意向が概ね反映され、下院で可決された多くの減税策が実現する、と筆者は予想しています。

減税政策の実現によって2026年には財政政策は成長押し上げ方向に、作用するとみられます。ただ、減税策の2026年の経済押し上げ規模は、約2000億ドル（GDP比0.7%）と試算されます。今後予想される関税賦課の規模はGDP比2.1%（約6000億ドル）とみられ、減税規模を上回るとみられます。このため、トランプ政権が繰り出す経済政策は、26年にかけて経済活動を抑制し続けるでしょう。

また、減税政策の恩恵を家計部門が享受するのは早くて2026年とみられ、25年末までは関税賦課に起因するネガティブな影響のみが顕在化するでしょう。

（次ページに続く）

【図表2：関税賦課vs減税金額（今後1年程度の影響）】



出所：CFRBなど各種資料を基にアセットマネジメントOneが試算

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。
※巻末記載の注意事項を必ずお読み下さい。

©Asset Management One Co., Ltd.

駆け込み需要で経済は底堅いが、反動減が顕在化

6月初旬までに発表された米国の経済指標は、事前予想を上回った結果が散見されました。ただ、関税引き上げに対応した駆け込み需要の発生によって、企業の生産活動が春先まで活発だったことが、経済指標を押し上げていた可能性があります。このため、家計心理、企業景況感などのソフトデータが低下する中で、雇用・生産指数などのハードデータが底堅い、という乖離がみられました。

ただ、駆け込み需要の反動減が、4、5月の一部のハードデータで明確に表れています。例えば、3月まで大きく増えていた実質輸入（数量ベース）は、4月に前月比-19.9%と大きく落ち込み、また5月の新車販売台数も同-9.4%と急減しました（図表3参照）。

5月雇用統計では、非農業部門雇用者数は前月差+13.9万人と事前予想を上回る伸びとなり、これを株式市場は好感しました。ただ、前月分が下方修正されたため、雇用者の趨勢的な増加幅は毎月+10万人前後まで緩やかに減速しつつあり、失業率も緩やかながらも上昇基調をたどっており、労働市場の需給は緩和しています。

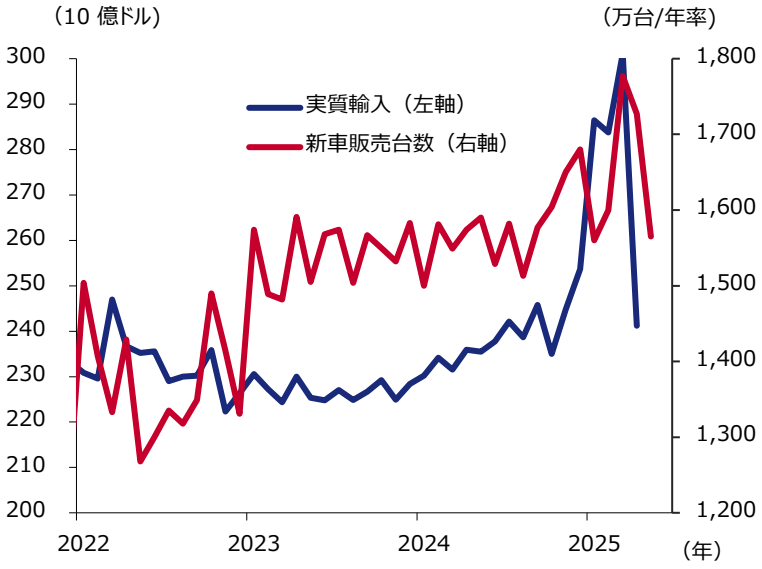
春先まで駆け込み需要によって経済活動は盛り上がりましたが、その反動減が顕在化する中で、労働市場で調整圧力が強まる、と筆者は予想しています。

FRB（米連邦準備理事会）は25年初から政策金利を据え置く中で金利高止まりが続き、住宅市場への調整圧力が高まりつつあります。住宅業界の景況感指数である住宅市場指数は、25年初から再び下向きに転じています（図表4参照）。

トランプ政権の関税政策への疑念がくすぶる中で、企業の設備投資意欲が弱まっていることも、米国の国内需要を抑制するでしょう。

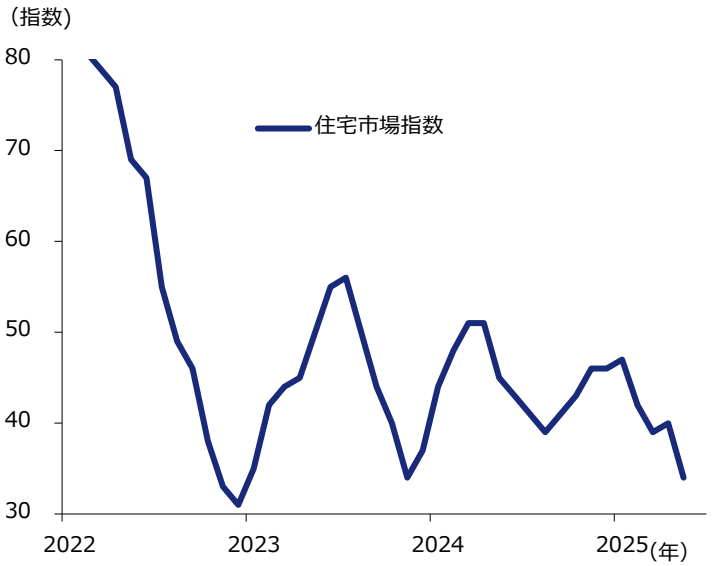
（右上に続く）

【図表3：実質輸入と新車販売】



期間：2022年1月～2025年5月（月次）、実質輸入は4月まで
（出所）LSEG、BloombergよりアセットマネジメントOneが作成

【図表4：住宅市場指数の推移】



期間：2022年1月～2025年5月（月次）
（出所）LSEGよりアセットマネジメントOneが作成

FRBは早ければ7月会合で利下げへに転じる

FRBは、トランプ政権の関税政策の影響を見定めながら、政策金利を25年1月から据え置いています。「関税率の引き上げ幅は、事前想定を上回る」とパウエル議長らは認識している中で、「利下げを急がない」という様子見の姿勢を、これまで貫いています。

関税引き上げでインフレ期待が不安定化することを防ぐために、インフレに配慮する姿勢を崩さないことが重要と、多くのメンバーが認識していることが、FRBが様子見を続けている一つの理由でしょう。さらに、トランプ大統領が、パウエル議長に公然と利下げを要求していることに対して、金融政策の判断は自らで行うとの意思を広く示す必要がある、との義務感がFRBの政策姿勢に影響しているとみられます。

ただ、FRBの政策判断は、経済、インフレに対する認識とともに、柔軟に変わるでしょう。関税賦課は、短期的に輸入物価を通じて消費財などの価格を押し上げます。ただ、これまで説明したとおり、関税政策を含めた経済政策全般は、当面米国経済の成長を抑制するため、物価全般を押し下げる方向に作用します。

このため、FRBは秋口までに経済成長下振れリスクに対応する、と筆者は予想しています。6月FOMC（連邦公開市場委員会）会合では政策金利の据え置きとなるでしょうが、メンバーが想定する経済成長率は下方修正、失業率は上方修正され、利下げ再開に向けてパウエル議長らの姿勢が変わるとみられます。早ければ7月末のFOMC会合での利下げに踏み出す可能性がある、と筆者は見込んでいます。

（了）

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。
※巻末記載の注意事項を必ずお読み下さい。

©Asset Management One Co., Ltd.

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

- **投資信託に係るリスクについて**
  投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。
- **投資信託に係る費用について**
  ［ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。］

  ■ **お客さまが直接的に負担する費用**
  購入時手数料：上限3.85%（税込）
  換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。
  信託財産留保額：上限0.5%

  ■ **お客さまが信託財産で間接的に負担する費用**
  運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.288%（税込）
  ※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

  その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。
費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

商号等 / アセットマネジメントOne株式会社　金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第324号
加入協会 / 一般社団法人投資信託協会　一般社団法人日本投資顧問業協会

取り扱い金融商品に関する留意事項

●商号等:岡三証券株式会社 岡三オンライン証券カンパニー/金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 53 号

第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業、投資助言・代理業

●加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

●リスク:【株式等】株価変動による値下りの損失を被るリスクがあります。信用取引および株価指数証拠金取引(以下、「株価指数 CFD」)では、投資金額(保証金・証拠金)を上回る損失を被る場合があります。株価は、発行会社の業績、財務状況や金利情勢等様々な要因に影響され、損失を被る場合があります。投資信託、不動産投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等は、裏付け資産の評価額(指数連動型の場合は日経平均株価・TOPIX 等)等、株価指数 CFD は対象指数等の変化に伴う価格変動のリスクがあります。外国市場については、為替変動や地域情勢等により損失を被る場合があります。上場投資信託(ETF)および指数連動証券(ETN)のうち、レバレッジ型・インバース型の価格の上昇率・下落率は、2 営業日以上の期間の場合、同期間の原指数の上昇率・下落率に一定の倍率を乗じたものとは通常一致せず、それが長期にわたり継続することにより、期待した投資効果が得られないおそれがあります。上場新株予約権証券は、上場期間・権利行使期間が短期間の期限付きの有価証券であり、上場期間内に売却するか権利行使期間内に行使しなければその価値を失い、また、権利行使による株式の取得には所定の金額の払込みが必要です。株価指数 CFD では建玉を保有し続けることにより金利相当額・配当相当額の受け払いが発生します。【FX】外国為替証拠金取引(以下、「FX」)は預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象通貨の為替相場の変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。外貨間取引は、対象通貨の対円相場の変動により決済時の証拠金授受の額が増減する可能性があります。対象通貨の金利変動等によりスワップポイントの受取額が増減する可能性があります。ポジションを構成する金利水準が逆転した場合、スワップポイントの受取から支払に転じる可能性があります。為替相場の急変時等に取引を行うことができず不測の損害が発生する可能性があります。【各商品共通】システム、通信回線等の障害により発注、執行等ができず機会利益が失われる可能性があります。

●保証金・証拠金:【信用】最低委託保証金 30 万円が必要です。信用取引は委託保証金の額を上回る取引が可能であり、取引額の30%以上の委託保証金が必要です。【株価指数 CFD】発注証拠金(必要証拠金)は、株価指数ごとに異なり、取引所により定められた証拠金基準額となります。Web サイトで最新のものをご確認ください。【FX】個人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所 FX では、取引所が定める証拠金基準額に選択レバレッジコースに応じた所要額を加えた額とし、店頭 FX では、取引金額(為替レート×取引数量)× 4%以上の額とします。一部レバレッジコースの選択ができない場合があります。法人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所 FX では、取引所が定める証拠金基準額とし、店頭 FX では、取引金額(為替レート×取引数量)×金融先物取引業協会が公表する数値とします。発注証拠金に対して、取引所FXでは、1 取引単位(1 万又は 10 万通貨)、店頭 FX では、1 取引単位(1,000 通貨)の取引が可能です。発注証拠金・取引単位は通貨ごとに異なります。Web サイトで最新のものをご確認ください。

●手数料等諸費用の概要(表示は全て税込・上限金額):【日本株】取引手数料には 1 注文の約定代金に応じたワンショットと 1 日の合計約定代金に応じた定額プランがあります。ワンショットの上限手数料は現物取引で 3,300 円、信用取引で 1,320 円。定額プランの手数料は現物取引の場合、約定代金 200 万円以下で上限 1,430 円、以降約定代金 100 万円ごとに 550 円加算、また、信用取引の場合、約定代金 200 万円以下で上限 1,100 円、以降約定代金 100 万円ごとに 330 円加算します。手数料プランは変更可能です。信用取引手数料は月間売買実績により段階的減額があります。信用取引には金利、管理費、権利処理等手数料、品貸料、貸株料の諸費用が必要です。【上場新株予約権証券】日本株に準じます。【中国株】国内取引手数料は約定金額の 1.1%(最低手数料 5,500 円)。この他に香港印紙税、取引所手数料、取引所税、現地決済費用等の諸費用が必要です。売買にあたり円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【株価指数 CFD】取引手数料は、セルフコースは 1 枚につき 330 円、サポートコースは 1 枚につき 3,300 円です。【投資信託】換金時には株式投信の場合、基準価額に対して最大 0.50%の信託財産留保金をご負担いただく場合があり、公社債投信の場合、換金手数料として 1 万口につき最大 110 円をご負担いただきます。信託財産の純資産総額に対する信託報酬(最大 2.42%(年率))、その他の費用を間接的にご負担いただきます。また、運用成績により成功報酬をご負担いただく場合があります。詳細は目論見書でご確認ください。【FX】取引所 FX の取引手数料は、セルフコースはくりっく 365 が無料、くりっく 365 ラージが 1 枚につき 1,018 円、サポートコースはくりっく 365 が 1 枚につき 1,100 円、くりっく 365 ラージが 1 枚につき 11,000 円です。店頭 FX の取引手数料は無料です。スプレッドは、通貨ごとに異なり、為替相場によって変動します。Web サイトで最新のものをご確認ください。

●お取引の最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書等および Web サイト上の説明事項をお読みいただき、ご自身の判断と責任で行ってください。