2025. 3. 11

トランプ関税の見極めで 3 月はすえ置き
～賃上げは利上げを後押し、次回は 7 月との予想を維持～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **3 月 18, 19 日に開催される日銀金融政策決定会合では、金融政策のすえ置きが有力。春闘の第 1 回回答集計結果の予想はここへきて上振れているが、一方でトランプ政権の関税政策に関する不透明感が高まっている。4 月 2 日の「相互関税」の詳細発表前にあえて動かなければならない理由は乏しい**
- **今後数ヵ月で各国との「ディール」が進むことで不透明感が多少なりとも和らぎ、そうしたなかで米経済が持ちこたえることができれば、夏場までには追加利上げに向けた環境が整うとみる。年内には 1%まで利上げとの予想を維持**
- **「日本は意図的に円安誘導」とのトランプ大統領の発言があったとおり、今後は為替政策にも要注目**

1．トランプ関税の見極めで 3 月はすえ置きへ

3 月 18, 19 日に開催される日銀金融政策決定会合では、金融政策のすえ置きが有力な情勢にある。会合直前の 14 日に明らかとなる春闘の第 1 回回答集計結果の予想はここへきて上振れているが、一方でトランプ政権の関税政策に関する不透明感が高まっている。4 月 2 日には注目の「相互関税」策の詳細発表が控えており、その前にあえて動かなければならない理由は乏しい。

トランプ関税に対する市場の懸念は足下で一段と高まっている。トランプ大統領は、先週末のメディアインタビューで景気後退に陥る可能性を問われ、「そういったことを予測するのは嫌いだ。我々がしていることは非常に大きいので過渡期がある」と発言した。週明けのニューヨーク市場では、これが景気後退容認と受け止められ、ダウ平均の下げが一時 1, 100 ドルを超えた。11 日午前の日経平均の下げ幅も一時 1, 000 円を超えている。

確かに、トランプ大統領がこれまでに打ち出した関税政策がそのまま実行に移されるならば、世界経済への下押し圧力はきわめて大きなものになるだろう。このあたりは 2 月 27 日付のレポート、「トランプ政権の高関税策は実現可能か」でまとめた通りである。当然、米国もその影響から無縁ではいられない。関税はあくまでディールの材料であることも考え合わせれば、実際の規模は縮小されると考えるのが妥当である。実際、ここまでも他国との交渉や国内産業の要望に応じ、一部は延期や除外といった対応がなされてきた。しかしながら、施政方針演説の内容や、その前後の発言内容をチェックする限り、大きな方向性は揺らいでいない。就任時に市場が想定していたよりも広範囲、かつ大規模な関税賦課が実行に移される可能性が高まっている。

もちろん、最初からブラフだと市場や相手国に見切られては意味がなく、最終的には規模が大きく縮小する可能性が消えたわけではない。ただ、株価の下落を大きく問題視しないという姿勢は、トランプ大統領本人だけではなく、ベッセント財務長官をはじめ、チームにある程度共通したスタンスに見える。株価や景気の多少

の悪化は容認してでも、「非常に大きい」目的の実現を優先しようとの意志が感じられる。そもそも、関税はトランプ政権の財政運営においても大きな役割を担っており、思い通りに上げられないということになると、財政赤字が拡大する可能性が高まる。共和党内には、財政赤字の拡大を教条主義的に嫌う勢力も存在することから、結果として経済運営の柱である減税策の規模縮小を余儀なくされてしまっては意味がない。

来年にはその減税効果の発現も期待できることから、「トランプ不況」はまだサブシナリオの範囲だが、その確率が徐々に上昇しているのは否定できない。

２．日銀にとっても関税は最大の関心事

トランプ大統領の政策は、利上げを決定した 1 月の金融政策決定会合でも重要な材料だった。内田副総裁は 3 月 5 日の静岡県金融経済懇談会におけるあいさつで、1 月の決定会合における利上げ決定について、「今回このタイミングで利上げするにあたって、重要なチェックポイントとなったのは、海外経済、なかんずく米国経済の動向でした」と述べていた。内田副総裁によれば、昨年 7 月に利上げを行なった直後の雇用統計が弱かったことで、米景気の減速懸念が高まったが、「その後の雇用統計は比較的良いものが多く、現在では、当時の雇用データはノイズであったことが市場のコンセンサスになっています」ということで、「米国経済は、バランスの良い状態にあると言って良いと思います」との評価であった。この発言からまだ一週間も経っていないが、その後の市場のムードの変化と照らし合わせると、かなり楽観的なトーンという印象は否めない。

ただし、内田氏自身、先行きについては、「新政権の政策など、経済・物価双方に影響しうる事象があります。地政学的な緊張も高い状況が続いています。こうした要因の帰趨やこれらを巡る予想は、米国に限らず各国の企業・家計のコンフィデンスや国際金融資本市場の動向などに影響します」とし、引き続き十分注視していくと述べていた。この方針に従う形で、3 月は様子見に傾くものと考えられる。

植田総裁のスタンスも同様である。2 月 27 日の G20 財務大臣・中央銀行総裁会議終了後の記者会見では、「関税政策を含めまして米国がどういう政策を全体として打ち出してくるか、それに対して他の国がどういう対応を取るかを含めまして、まだ不確実なところが非常に多いという認識を持っております。従いまして、それを少しずつ見極めつつ、-中略-、最終的に日本の金融政策の判断につなげる」としていた。不確実性はその後の 2 週間で一段と高まっている。他の国の対応まで見極めるとなると、4 月の会合でも間に合わない可能性が高いのではないか。

３．中期的には賃上げが利上げを後押し

一方で、中期的な金融政策の正常化路線は揺らいでいないと考えられる。背景にあるのは良好な賃上げ見通しである。3 月 6 日に連合は 2025 年春闘における要求集計（3/3 時点）を発表した。平均賃金方式における要求水準は 6.09％と、前年（5.85％）を上回った。当研究所ではこの結果を踏まえ、2025 年の平均賃上げ率は 5.2～5.5％で着地するとの予想を公表した。2024 年春闘（同：5.1％）を上回る賃上げ率になる可能性が高いとみる（3 月 7 日付レポート「春闘賃上げ率は 5.5％も視野に、利上げを後押し」参照）。

現時点で、米国経済の減速が明らかになっているわけではない。雇用統計をはじめとした各種ハードデータは底堅い。企業や家計の心理を示すソフトデータは軒並み軟化しているが、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は 3 月 7 日、「ここ数年、消費動向の予測にはセンチメント指標はあまり有効ではなかった」と、ソフトデータへの過度な懸念は不要との見方を示している。

トランプ政権の経済政策運営への不透明感がきれいに晴れることはないと考えられるものの、今後数ヵ月で各国との交渉が進めば、多少なりとも和らぐとの期待はできなくはないだろう。そうしたなかで、このまま米経済が持ちこたえることができれば、夏場までには追加利上げに向けた環境は整ったとの判断が可能になると

考えられる。次なる利上げのタイミングは7月との予想を現時点で変える必要はないと考えている。

その後も、妥結賃金の個別企業の給与への反映が進むなか、日銀自身が名目ベースの中立金利の下限と推計する 1%までは比較的スムースに利上げを進めると予想する。年内には到達の可能性を見込む。ただし、過去の金融緩和策の効き方の弱さを見ても、実際の中立金利の水準が予想の下限に近いところにある可能性は否定できない。物価の高止まりもあり、実質賃金の伸びはあくまで小幅にとどまる見通しである。個人消費の回復スピードが鈍く、賃金と物価の好循環が軌道に乗ったのかが判然としない状況が続くなか、その後はしばらくすえ置きが続く可能性が高い。

４．田村、高田両審議委員は利上げに前向き

1 月決定会合後の、他のボードメンバーの情報発信は、総じて正常化路線に前向きな姿勢が目立つものであった。

氷見野副総裁は、1 月 27 日に実施された一橋大学政策フォーラムにおける講演で、「経済・物価について私どもが有している見通しが実現していくとすれば、それに応じて政策金利を引き上げ、金融緩和の度合いを調整していくことになると考えております」と従来の日銀のスタンスを繰り返した。そのうえで、「ショックやデフレ的な諸要因が解消された状態であれば、実質金利がはっきりとマイナスの状態がずっと続く、というのは普通の姿とはいえない」と、金融政策正常化路線の正当性を訴えた。

田村審議委員は 2 月 6 日の長野県金融経済懇談会におけるあいさつで、「マクロ的な需給ギャップはすでに実態的にはプラスの領域」と述べ、「私としては、企業や家計の予想物価上昇率はしっかりと高まっており、概ね2%程度の水準に達していると考えています」と強気の見通しを示した。「価格転嫁の動きを踏まえると、私としては、上振れリスクが膨らんできていると考えています」と上振れリスクを強調、「2025 年度後半には少なくとも 1%程度まで短期金利を引き上げておくことが、物価上振れリスクを抑え、物価安定の目標を持続的・安定的に達成するうえで必要」と具体的な利上げペースにまで言及した。

高田審議委員は、2 月 19 日の宮城県金融経済懇談会におけるあいさつで、「前向きな企業行動の持続性が確認され、見通しが実現していけば、一段のギアシフトを進める局面だと考えています」と、ギアシフトという言葉を多用した。締めくくりでは、「非伝統的金融政策から平時の状況に戻る局面に漸く到達したとの認識を持ったうえで、今後の金融政策運営を行なう必要がある」と、局面変化に伴う意識転換の必要性を訴えた。ちなみに米国経済については、「新政権下における政策運営を巡る不確実性には依然留意が必要ですが、私としては、ソフトランディングよりむしろ早期の再加速―いわば「タッチ・アンド・ゴー」―の可能性が高まっていると捉えています」と、強気の見通しを示している。

田村、高田両審議委員の発言が現時点の日銀内のコンセンサスなのであれば、3 月に利上げがあってもおかしくない勢いだが、両者とも日銀内では相対的にタカ派に位置付けられる。講演後の情勢変化も踏まえれば、すえ置きとの提案に反対する可能性は低いとみられる。

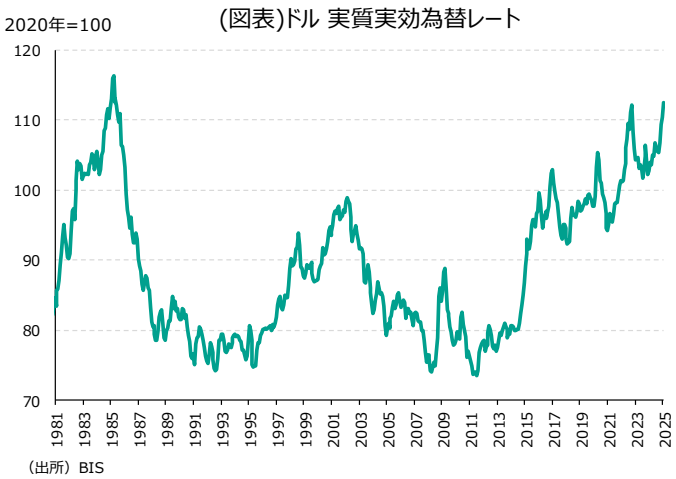
５．トランプ大統領の円安誘導発言の影響はどうか

3 月 3 日のトランプ大統領による、中国とともに日本が通貨安を誘導してきたとの主張も波紋を呼んだ。この問題を解決する手段として、関税の発動が必要になるという。日本の円安誘導は、2016 年の選挙戦時からたびたびやり玉に挙げていた点でもある。トランプ大統領の認識はどうやら当時から止まったままの可能性が高いが、昨年来、日本はむしろ大規模な円買い介入を繰り返してきた事実を伝えれば、少なくとも意図的な誘導を実施していないことは理解してもらえるだろう。

他国の金融政策への口出しはさすがに内政干渉だが、トランプ大統領にタブーはない。確かに、黒田日銀の

イールドカーブ・コントロール政策であれば、意図的な円安誘導と批判される余地はあった。しかし、日銀はすでに正常化路線に転じている。さすがに利上げのペースが遅すぎるから関税をかけるとまでは言えないだろう。

意図的な誘導があろうがなかろうが、いずれにせよドルの水準は高すぎるので是正が必要だと言い出す可能性はある。実際、ドルの実質実効レートはプラザ合意時の水準に接近している（図表）。その場合は具体策が問題となる。他国の為替介入には一貫して否定的な立場をとってきたのがこれまでの米国のスタンスだが、トランプ大統領はこだわらないかもしれない。他国の「意図的な誘導」を非難しておいて、自らは意図的な誘導を試みるというのも辻褄が合わないが、ドル安方向の介入なら容認するということになるのだろうか。テールリスクの範疇と思われるが、巷では、中国や欧州を巻き込み、第２プラザ合意的な交渉を企てるのではないかと予想する向きもある。



もっとも、日本経済にとってこれまで過度な円安が問題となってきた事実を考えれば、トランプ大統領の為替政策を過度に恐れる必要はないかもしれない。あまり相場の動きが早くなっては困るが、これを機に円安是正を図るチャンスでもある。

これまで、円安が日本経済の押し上げに十分寄与してこなかった背景には、中国経済の停滞等の影響で輸出が伸びてこなかったこと、交易条件の悪化が家計の実質所得を押し下げたこと、それをカバーするだけの十分な賃上げが実施されてこなかったといった動きがある。現状で円安が日本経済にとって差し引きマイナスなのであれば、円高は差し引きプラスとなるはずである。とりわけ、円高による交易条件の改善が、実質所得の改善を通じ個人消費の回復を導くルートには期待できる。

もちろん、市場は思い通りに動かせるものではない。トランプ大統領の経済政策自体、ドル高につながるものが多く、ちぐはぐな政策運営が市場の乱高下を招くリスクは小さくない。今のところ、なんら具体的な政策が提示されているわけではなく、右往左往する必要はないが、関税だけではなく、今後はトランプ大統領の為替政策にも注目が必要である。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください
明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一
電話番号：03-6261-7947
e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。
●発行元●　株式会社 明治安田総合研究所　　〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411