

「トランプ関税ショック」と過去の危機イベントの比較

上席主任研究員 坂本 正樹

トランプ米政権の関税政策を巡る混乱は、4月9日に国・地域別の追加関税率引き上げが中国を除いて90日間見送られたことで小康状態にある。しかし、7月9日もしくはそれ以前に関税率が引き上げられる懸念は完全には払拭されていない。米国の「相互関税」構想が完全に実施される「悲観シナリオ」の下で起こりうる事態や影響を想定することはリスクへの備えとして必要なことだろう。

トランプ関税の「悲観シナリオ」を考える上でまず重要なことは、関税引き上げが輸入の減少や輸入価格の上昇を通して実体経済、特に供給サイドに負のショックを与える点だ。2020年のコロナ禍においても、パンデミックと各国のロックダウン実施が経済活動を直接的に制限し、特に供給途絶などの問題が深刻化した。一方、ロックダウン解除により急速に経済活動が回復したコロナ禍と比べると、大規模な関税引き上げは非効率な資源配分による米国の潜在成長率低下や世界的な貿易フローの変化など、息の長い形で実体経済に影響を及ぼす点も注意が必要だろう。

過去の多くの危機がそうであったように、金融市場の混乱が広範な信用不安に拡大するリスクも注意が必要だ。グローバルな金融システムにおいては、世界金融危機後に整備された自己資本増強をはじめとする各種金融規制が銀行セクターの頑健性を高めており、システミックリスクはかつてと比べて制御された状況にある。一方で、規制の弱いノンバンク金融機関（NBFI）や暗号資産市場（世界全体で約3兆ドル）の拡大は、金融システムの安定性を見る上でも無視できない存在になっている。特に米国におけるNBFIの資産規模は2024年半ば時点で銀行セクターの2倍超（約65兆ドル）まで拡大しており、銀行セクターからNBFIへの出資規模も自己資本（CET1^{（注）}）対比で約120%と過去10年で倍増した。株式・債券価格の急落が、ヘッジファンドや投資信託の損失拡大を通して融資元である銀行のバランスシートを毀損し、融資基準の引き締めなどにつながるリスクは十分ある。

（注）CET1：Common Equity Tier 1（普通株式等Tier1）。普通株式や内部留保など、自己資本の中でも損失吸収力が高い部分を指す。

最後に、足元の危機シナリオにおいて過去にはあまり見られなかった懸念材料は、市場に広がる米政府への信認低下リスクだ。4月2日以降の市場で見られた株式・債券・米ドルのトリプル安は、一般的なリスクオフとは異なり、本来安全な資金退避先として認識されてきた米国債やドルを含めた米国市場からの資金流出を示唆する動きだった。過去数年にわたってオーバーウェイトされてきた米国株式市場からのリバランスが進む場合、米企業の資金調達や投資計画にも影響が出る可能性がある。こうした傾向が持続的なものになるかは米政権の今後の対応次第だが、大規模な関税措置のような経済合理性に背を向けた政策を強行すれば、企業・投資家の「米国離れ」が一段と加速することは確実だろう。

▽危機イベントの比較

	①世界金融危機（2008年～）	②コロナ禍（2020年～）	③トランプ関税（悲観シナリオ）
危機の源泉	金融システムの機能不全（システミックリスク）	供給サイドのショック	供給サイドのショック + 米政策の不安定化
全体観	金融システム不安への連鎖 → 金融市場 → 企業・家計のBS劣化 → 実体経済 米住宅市場発の信用不安 信用不安の影響は長期間継続	パニック、SC途絶懸念 → 金融市場 → 企業・家計のBS劣化（格差拡大） → 実体経済 コロナ禍 → ロックダウン（需要・供給の著しい混乱） → ロックダウン解除により短期間で影響解消 ※ただし回復期にも供給制約などの混乱が発生	米国への懸念、貿易への影響 → 金融市場 → 企業・家計のBS劣化、米からのリバランス → 実体経済 関税引き上げ → 輸入コスト上昇・貿易フロー変化・不確実性増大 → 関税効果は一巡後に定着（期待インフレへの影響はやや長期）。対米不信は長期化する恐れ
発端	サブプライムローンに端を発する銀行保有の貸付債権の広範な劣化	COVID-19パンデミックと各国のロックダウン政策（+ その後の需給混乱）	トランプ政権の大規模関税措置とそれに伴う米政府に対する信認の著しい悪化
有害資産（Toxic Asset）の所在	低グレードの住宅ローン債権およびそれを原資産とする金融商品（MBS、CDO等）	特定の有害資産は見当たらず	現状、特定の有害資産は見当たらず（ノンバンクセクターなどに脆弱性懸念）
危機の波及	（金融）銀行間市場の機能不全に伴うグローバルな金融システム不安（システミックリスク）への発展、信用収縮（銀行の貸し渋り等）及び他のリスク性資産市場への波及が企業倒産や家計の消費・投資萎縮といった実体経済の落ち込みに発展 →ドッド・フランク法、バーゼルIIIなどの銀行規制強化を通じて銀行システム安定化を進める。	（実体経済）貿易急減とサプライチェーン寸断による供給制約とインフレ加速 （金融）株価急落、債券市場の流動性危機 →●大型救済措置で企業・家計への影響は軽減 ●銀行システムは総じて安定性を維持 ●他方で金融システム全体への流動性供給やノンバンクの規制枠組みには課題	（実体経済）関税引き上げによるスタグフレーション（物価上昇と不況の同時進行）、報復措置（農産品等の輸出減、レアアース供給途絶） （金融）株価急落、債券市場の流動性危機 →農業・製造業などへの打撃、物価上昇・逆資産効果による家計の消費減少、企業の資金繰り悪化に加えて、対米投資の萎縮や生産要素の非効率配分により中長期的な成長率が低下
産業への主な影響	全産業に打撃（割安小売業等の売上増もあったとされるが極めて限定的）	（－）飲食、宿泊、航空、商業不動産、自動車 （＋）クラウドサービス、データセンター、Eコマース、ヘルスケア	（－）多国籍製造業、農業、小売業 （＋）国内完結の製造業、資源・素材業
<S&P500>下落幅と回復までの日数	約58%減（2009日） ※イントラデイの最高・最低値を含む	約35%減（182日）	約14%減（4/7底値、未回復） 「相互関税」強化の場合は一段安も
<米GDP>減少幅と低迷開始から水準回復までの期間	約4%減（10四半期） ※四半期・季節調整ベース	約9%減（5四半期）	—

（注）「悲観シナリオ」は4月2日発表までの関税政策及び中国への追加関税（計145%）が全て導入された場合を想定。

（出所）LSEG、CEIC、FREDなどから丸紅経済研究所作成

(執筆者プロフィール)

坂本 正樹 (Masaki Sakamoto)

SAKAMOTO-MASAKI@marubeni.com

上席主任研究員

研究分野：東南アジア、南西アジア、中近東

2012～17年に慶應義塾大学リーディング大学院プログラム（オールラウンド型）の非常勤研究員。2018年に丸紅入社、経済研究所にて日本、米国、中近東、東南アジア、南西アジアの政治経済担当を歴任。慶應義塾大学法学研究科（政治学専攻）修士課程修了、理工学研究科（開放環境科学専攻）修士課程修了、法学研究科（政治学専攻）博士課程修了、博士（法学）。専門は国際政治学、外交・安全保障、マクロ経済。

株式会社丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目4番2号

<https://www.marubeni.com/jp/research/>

(免責事項)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰属するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。