

Weekly Macro Economic Insights

2025年4月7日(月)～4月11日(金):
トランプ関税の評価と世界経済のゆくえ



PwC Intelligence チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士
シニアエコノミスト 伊藤 篤
シニアエコノミスト 菊田 直孝

トランプ関税の評価と世界経済のゆくえ

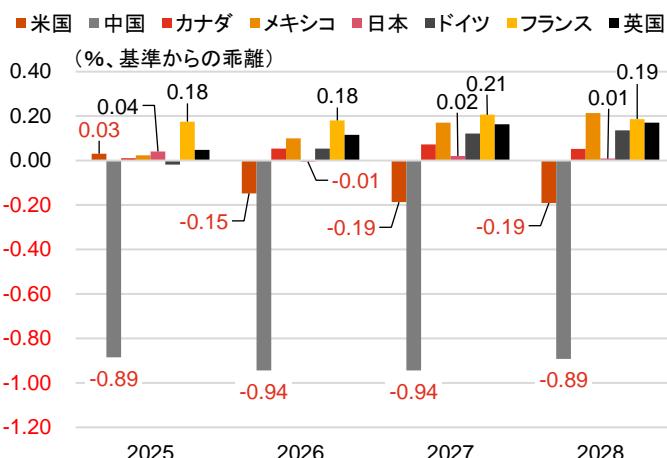
株価の下落が止まらない。4月7日の日経平均株価は3万1,136円58銭となり、1か月前と比べて実に5,750円59銭(15.59%)もの下落額となった。特にトランプ米大統領が2日に世界の輸入相手国に向けて一方的に上乗せすることを決定した「相互関税」により下落が加速している。そして株価の下落は日本のみならず相互関税を課す米国を含む世界各国において生じており、現時点では収束の道筋は見えていない。

こうしたトランプ氏による相互関税を含む一連の輸入関税率引き上げ策は、基本的な経済理論に照らして誤りであり、米国のみならず世界経済全体にとって深刻な悪影響をもたらすことは強調しておく必要があるだろう。トランプ氏は相互関税の引き上げ等による輸入制限を通じ米国の巨額な財貿易赤字を是正し、製造業の競争力を復活させることを意図している。だが、一国全体の貿易収支を左右するのは国内の貯蓄と投資の差(貯蓄投資バランス)であることは広く知られる事実である。つまり関税を課すことで輸入を減らそうとする試みはそれが投資を減らし貯蓄を増やすことにつながらない限りは貿易赤字を解消することにならない。そして貿易赤字解消と米国の製造業の競争回復は同義ではない。また相互関税を課すことを認めたとしても、トランプ政権が提示した相互関税の算定式は米国が貿易相手国それぞれに対して貿易収支がゼロとなるために必要な関税率を一定の仮定の下に試算したものでありナンセンスである。さらに参考すべきデータの誤りから、公表された値は大幅な過大推計となっている。加えて相互関税は米USTRがこれまで行ってきた議論に全く沿っておらず、既存の非関税障壁の実証研究に照らしても過大推計である。つまり検討すればするほど、ナンセンスという以外の言葉が見つからないのである。

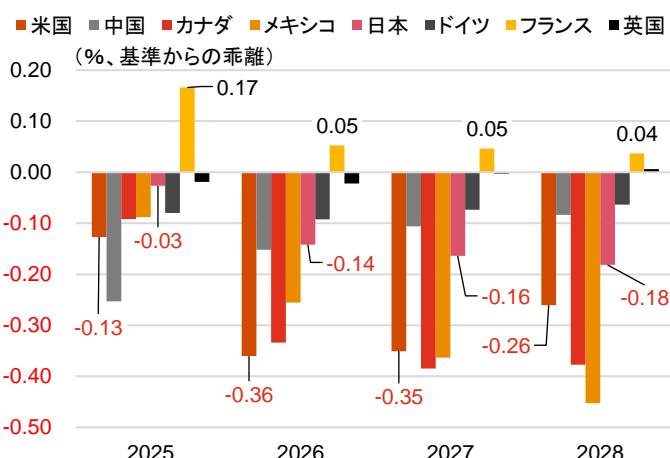
さてトランプ関税の影響により、世界経済はどうなるのだろうか。まずトランプ氏が早期に自らの考えの誤りを認め、抜本的な方向転換を図らない限り、トランプ関税は恒久的なものとなる可能性が高くなる。そして今生じているように、まずは先行きの懸念から株が売られ、一旦株価下落の動きが落ち着いた後に関税率上昇の経済への悪影響が顕在化すると、その動きを見てさらに株が売られるという展開になるのではないか。つまり株価停滞は少なくともしばらくは続く。そして株価停滞は国債などへの安全資産の投資を生み、長期金利には低下圧力がかかる。米国は輸入物価上昇に伴い短期的には物価上昇圧力がかかる。家計消費には下押し圧力がかかり、スタグフレーションの様相がより強まる。日本を含む貿易相手国では輸出の減少を通じて成長に下押し圧力がかかるだろう。[先週のコラム](#)で述べた通り、輸送機械や一般機械といった日本の主力産業へのダメージは大きくなる可能性が高い。日本のインフレ定着にとって追い風になっていた企業業績の改善と資源価格の上昇(期待)が崩れる中、内需の低迷を放置すれば、再びデフレ圧力が広がることも懸念される。経済的な観点で短期的に潮目が転換するきっかけはトランプ氏が関税率上昇のダメージを打ち消すに足る大規模な財政出動策を実行するかどうか、日本も国内需要を刺激する大規模な財政政策が出動されるか否かが鍵を握るのではないか。

トランプ関税は、米国第一の政策に各国が合意するか否かという踏絵の役割も有している。中国が既に行っている通り、もしトランプ関税に対して報復関税の形で応じれば、自国と米国のダメージはより大きくなる。関税率上昇はレントシーキングを通じ産業の効率悪化・生産性低迷に影響する。これは潜在成長率の低迷に通じて中長期にわたり世界経済に悪影響を及ぼすことになるだろう。逆に日本にとっては、米国への多額の投資を約束しながら、半導体やAIなどの戦略的産業分野において

図表1: 対中関税60%を適用した場合の各国GDPへの影響



図表2: 普遍関税10%を適用した場合の各国GDPへの影響



(出所) [McKibbin, Hogan and Noland \(2024\)](#)より筆者作成。報復関税なしのケース。

米国との結びつきを深め、防衛費等の負担増を受け入れつつ、拡張的な財政・金融政策を通じ日本国内の内需を回復する道もあるだろう。こうした第二の道は米中の二極対立が激化する中で、アジア・欧州・アフリカなどの国々と連携しつつ、一国目線では巧みな外交・通商関係の構築が求められる道とも言え、そして日本企業にとっては先行きを見据えつつ、様々な企業と連携しつつサプライチェーンの再構築を進めるという道になるだろう。これらの道も難路である。

具体的な経済的なインパクトだが、**図表1**は米国が対中関税60%を適用した場合、**図表2**が普遍関税10%を適用した場合の実質GDPへの影響を示している。これらは輸入価格を通じた財別・貿易相手国別の影響のみを考慮しているが、株価の下落が浸透することで生じるであろう金融機関や企業への悪影響や、為替を通じた影響といったマネタリーな要素、さらに関税率上昇が定着することで生じる生産性への悪影響は加味されていない。関税率の急上昇が固定化するほど、これらの悪影響は増幅される。少なくとも中国に関しては1%程度、日本に関しては0%台前半、米国に関しては0%台半ば程度の実質GDP成長率の低下は覚悟しておく必要があるだろう。（PwC Intelligence チーフエコノミスト、上席執行役員 片岡 剛士）

先週(3月31日(月)～4月4日(金))の振り返り:鉱工業生産(2月)、商業動態統計(2月)、完全失業率(2月)、有効求人倍率(2月)、日銀短観(3月)

先週の動向を振り返っておこう。まず日本についてである。**鉱工業生産(2月)**は前月比+2.5%と4か月ぶりに増加、前年比は+0.5%と1月に続き2か月連続の増加となった。経済産業省は「生産は一進一退」と引き続き基調判断を維持している。業種別生産は全15業種のうち9業種が増加、6業種が低下という結果となり、特に半導体製造装置が前月比+20.2%、寄与度+0.57%ポイントと増加に寄与した。一方で低下業種は輸送機械工業、無機・有機化学工業、鉄鋼・非鉄金属工業であり、特に輸送機械工業に含まれる航空機用発動機部品は前月比-3.8%であった。

商業動態統計(2月)は卸売業は前年比+1.5%、小売業は同+1.4%であった。季節調整済前月比は、卸売業が+0.2%、小売業が+0.5%である。経済産業省は、小売業販売額の基調判断を「一進一退」から「緩やかな上昇傾向にある」とした。業態別の販売動向についてみると、百貨店販売額は前年比-2.0%、スーパーは同一-1.4%、コンビニは同+0.3%、家電大型専門店は同+5.6%、ドラッグストアは同+3.5%、ホームセンターは同+0.3%となり、百貨店とスーパーでは前年比減少、その他の業態では前年比増加となった。業態のばらつきはあるものの、販売額は概ね増加基調にあるとみてよいだろう。

完全失業率・有効求人倍率(2月)についてみると、完全失業率(2月、季節調整値)は2.4%となり、5か月ぶりの低下となった。求人率は3.4%となり、7か月連続で同じ水準を維持している。有効求人倍率(季節調整値、以下同様)は1.24倍となり、前月から0.02ポイント悪化して6か月ぶりの水準に低下した。内容をみると、有効求人数は235.9万人となり、前年比-3.7%、有効求職者数は190.3万人となり、前年比では-2.4%となった。新規求人(原数値)は前年比-5.9%と4か月連続で減少して落ち込み幅が拡大した。産業別にみてもすべての業種で減少し、特に宿泊業・飲食サービス業、生活関連サービス業・娯楽業は二桁の大幅な減少となった。インバウンド需要は堅調だが、求人増には結び付いていない。

日銀短観(3月)から業況判断DI(「良い」-「悪い」)をみると、大企業製造業で12と12月から2ポイント悪化した。業種別にみると、繊維、石油・石炭製品、鉄鋼、化学といった素材業種を中心に悪化している。一方で造船・重機等、自動車などは改善した。大企業非製造業は35と2ポイント改善した。物品賃貸、対個人サービス、宿泊・飲食サービスを中心に改善している。悪化したのは情報サービス、電気・ガス、運輸・郵便であった。以上の製造業の業況悪化、非製造業の業況改善を受けて、大企業全産業は23と9月、12月に続き同じ水準となった。企業の物価見通しは全規模・全産業で1年後が2.5%、3年後が2.4%、5年後が2.3%となった。いずれの年次も前回調査から0.1%ポイントずつ上昇している。資金繰り判断、貸出態度判断、借入金利水準判断といった企業を取り巻く資金繰り状況は着実に悪化しており、この点には留意が必要だろう。

米国:ISM景況指数(3月)、JOLTS求人件数(2月)、雇用統計(3月)

続いて米国についてみよう。ISM製造業景況指数(3月)は2月の50.3から1.3ポイント低下の49となり、分水嶺の50を割り込んだ。仕入れ価格指数が上昇する一方、新規受注は45.2と2月の48.6から縮小し、2023年5月以来の低水準となった。ISM非製造業景気指数(3月)は50.8となり、分水嶺の50を上回るものの、2月の53.5から低下した。こちらは2024年6月以来の低水準である。新規受注が50.4と2月の52.2から低下、価格指数は60.9と2月の62.6から低下。価格上昇は幾分和らぎつつも高水準を維持し、新規受注が悪化している点が気がかりである。相互関税を含むトランプ関税の影響がより織り込まれることになる4月以降にはさらに悪化することが懸念される。

JOLTS求人件数(2月)は求人件数が1月末から19.4万件減少して756.8万件となった。求人率は4.5%と1月の4.7%からわずかに低下した。離職件数は319.5万件となり、離職率は2.0%と横ばいである。雇用統計(3月)は、非農業部門雇用者数の伸びが22.8万人増と市場予想を上回り大きく増加した。こうした雇用者数の増加には、悪天候からの持ち直しによるもの、ストライキ終了の影響、トランプ関税発動前の駆け込み需要に基づくものが含まれており、一時的要素が大きいと考えられる。失業率は4.2%となり、2月の4.1%からわずかに高まった。平均時給は前年比+3.8%となり、2月の同+4.0%からは鈍化している。全体として一時的要因による上振れはあるため、必ずしも楽観視できない結果と言えるだろう。

中国:製造業PMI(3月)、非製造業PMI(3月)、財新製造業PMI(3月)

続いて中国経済についてである。中国国家統計局が発表した3月の製造業PMIは50.5となった。政府当局による景気刺激策が強化されているなか、生産および新規受注が改善し、前月の50.2に続いて好不調の境目となる50を2か月連続で上回った。しかし、外需の先行きを占う輸出受注は前月から改善しつつも50を下回ったほか、輸入は前月からさらに低下し、12か月連続で50を割り込んで推移した。在庫や雇用も50を下回り、低水準で推移を続けている。また、3月の非製造業PMIは50.8となり、前月の50.4から改善した。このうち建設業(53.4)は前月の52.7からさらに改善した。また、中国経済の下支えが期待されるサービス業(50.3)も前月の50.0から改善し、6か月連続で50を上回って着地した。製造業と非製造業を合わせた3月の総合PMIは51.4と、前月の51.1から改善した。

さらに財新が発表した3月の製造業PMIは51.2となり、前月の50.8から0.4ポイント改善し、4か月ぶりの高水準となった。企業の生産活動や新規受注が回復したことを反映したものとみられる。もっとも、中国経済は長引く不動産不況に伴う需要不足に直面しているうえ、足元では米国による輸入関税引き上げなど対中強硬策が打ち出されており、貿易動向への影響も懸念され、樂觀しがたい状況が続くとみられる。3月に開催された全人代では、より積極的な財政政策と適度に緩和的な金融政策の下で内需の拡大に向けた景気刺激策が打ち出されているが、今後も政府当局による景気刺激策の効果を確認しつつ、製造業および非製造業ともに回復に向けた兆しを丁寧に見極めていく必要があろう。

ユーロ圏:消費者物価指数(3月速報値)、失業率(2月)、生産者物価指数(2月)

最後にユーロ圏経済につき確認しておこう。消費者物価指数(3月速報値)は総合で前年比+2.2%、エネルギーおよび飲食料品を除いたコアは同+2.4%となった。前月比でみるとやや加速しているが、前年比では減速が進んでいる。前年比で減速が進んだ理由は、サービス業のインフレ率が減速していることが大きい。

失業率(2月)は6.1%となり、1月の6.2%から減少して過去最低となった。1月からの前月差でみると、失業者数は7万人減、国別にみると、フランス(5.0万人増)、ドイツ(0.5万人増)は増加、スペイン(2.2万人減)、イタリア(7.9万人減)が減少した。

生産者物価指数(2月)は前年比+3.0%となり、1月の同+1.7%から加速している。

今週(4月7日(月)~4月11日(金))のポイント

図表3に今週の重要指標、主な予定をまとめている。日本では7日(月)に毎月勤労統計の2月速報値が公表された。現金給与総額は前年比+3.1%と1月の同+1.8%からやや持ち直したが、実質賃金は1月の同一-2.8%に続き2月も同一-1.2%と減少が続いている。景気動向指数(2月)は一致指数が116.9と1月から0.8ポイント上昇し、3か月連続の上昇となった。8日(火)は国際収支、景気ウォッチャー調査の最新値が、9日(水)には国内企業物価指数の最新値が公表される。トランプ米大統領による輸入関税引き上げ前の状況をしっかりと確認しておきたいところである。

米国については10日に公表される3月の消費者物価指数、また11日のミシガン大学消費者信頼感指数の結果が注目点だ。特にミシガン大学消費者信頼感指数は消費者マインドの悪化と短期・長期のインフレ期待の上昇が顕著であり、4月速報値もこうした傾向が深刻化する可能性が高い。欧州ではユーロ圏小売売上高(2月)が、中国では消費者物価指数(3月)、生産者物価指数(3月)の結果が公表される。特に中国経済の内需の動向を把握する上で、消費者物価指数(3月)の結果は重要となろう。

図表3:今週の重要指標・主な予定

日付	日本	米国	欧州・アジア・その他世界
4/7 (月)	・毎月勤労統計(2月) ・景気動向指数(2月)		・ユーロ圏小売売上高(2月)
4/8 (火)	・国際収支(2月) ・景気ウォッチャー調査(3月)		
4/9 (水)	・国内企業物価指数(3月)		
4/10 (木)		・消費者物価指数(3月) ・新規失業保険申請件数(先週分)	・中国消費者物価指数(3月) ・中国生産者物価指数(3月)
4/11 (金)		・ミシガン大学消費者信頼感指数(4月速報) ・生産者物価指数(3月)	

お知らせ

当社ウェブページのリニューアルに伴い、4月12日(土)から4月29日(火)までの期間、レポートの新規公表は停止することとなりました。この間の当社ウェブページを通じたすべての新規公表は取りやめとなります。次号のWeekly Macro Economic Insightsの公表は5月、Daily Macro Economic InsightsおよびMonthly reportの公表は4月30日(水)以降とさせていただきたく存じます。何卒ご了承のほど、よろしくお願いいたします。

片岡 剛士

チーフエコノミスト、上席執行役員
PwC Intelligence
PwCコンサルティング合同会社

伊藤 篤

シニアエコノミスト
PwC Intelligence
PwCコンサルティング合同会社

薗田 直孝

シニアエコノミスト
PwC Intelligence
PwCコンサルティング合同会社

PwC Intelligence 統合知を提供するシンクタンク

<https://www.pwc.com/jp/ja/services/consulting/intelligence.html>

PwCコンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町1-2-1 Otemachi One タワー Tel:03-6257-0700

© 2025 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.
This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.