

## トランプが関税引き上げの一時停止ボタンを押した理由

アレックス・ドライデン（ロンドン大学経済学博士課程院生）著、脇浜義明訳 \*脚注は訳注

The Conversation、2025年4月12日



トランプ大統領の「解放の日」関税一掃で世界市場は大混乱。

債券市場が新聞の第一面を賑わすことは稀だが、最近の米財務省有価証券（国債）の急激な売却が大きく報道され、トランプを驚かせ、関税引き上げ政策を躊躇させたようである。従来、米財務省有価証券は投資家にとって世界で一番安全な資産と思われてきた。米国政府は長い間信用できる責任ある債務者と見做されてきた。そのおかげで米国は低コスト（金利）で借金できる特別な位置を何十年間も続けてきた。

しかし、トランプが4月2日に新たな関税計画を発表し、その日を「解放の日」と呼んだことから、米政府の借入コストに大変動が起きた。誰もが何らかの通商制限があるかもしれないと予測していたが、トランプが出した方策の量と規模は市場を驚かせ、債権投資家を慌てさせた。

国債利回りは長期になると価格と反比例して動くものだが、30年ものの米国債の利回りは、関税引き上げの発表を受けて、60ベース・ポイント<sup>1</sup>上昇し、5%以上になった。米政府の債務利息の支払いが実質的に増加したのである。これは、1981年に連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ対策として大幅利上げして以来、1週間での最大変動の一つである。

債券市場の変動と投資家の悲鳴が触媒となって、トランプは90日間関税引き上げを中断したようである。実際トランプ自身が、債券市場は「少し子犬みたいにキャンキャン鳴いた」と言った。

では、何に投資家は「キャンキャン」鳴いたのであろうか。いくつかの要因の組み合わせが投資家の感情の変化を誘発したようである。

第一に、債権価格はインフレ予測に非常に敏感である。広範囲にわたる関税引き上げ導入はインフレを誘発すると一般に考えられている。米国が関税を上げれば貿易相手国も報復として関税を挙げることが予測され、これが食料雑貨類から電気製品などあらゆるものの価格を押し上げる。インフレの可能性は債権価格を下落させる。なぜなら、インフレになれば、長期的に債権の固定利払いの価値が低くなるからである。

<sup>1</sup> ベース・ポイントは証券の利回りの単位で、1%の100分の1。

第二に、他の金融資産と同様に、債権価格は投資家の需要の程度に左右される。米国国債は「買い手のストライキ」——貿易摩擦の激化などの通商面の緊張と地政学的な不安定が高まると、投資家は米国債の保有に慎重になるシナリオ——になるという懸念が高まる。

多くの投資家は米国債から離れ、政治的に中立な安全資産、例えば金とか他の貴金属に投資するようになる。また、外国人バイヤー、特にアジアや中東の投資家も米国債券購入をやめる傾向が出て、米国債への需要が減少し、そのため米政府の借入コストが増える。

最後に、連邦準備制度理事会の何らかの対策（もっと正確には、無対策）でさらに債権価格が下がる事態になるかもしれない。過去の市場大変動、例えば新型コロナウイルス蔓延でロックダウンが起きた2020年3月には、連邦準備制度理事会が市場を鎮静化させようと一連の対策を講じた。

しかし、今回は、インフレ率が連邦準備制度理事会が目標にした2%から依然として高いので、連邦準備制度理事会が出来ることは限られている。債券市場を助けようとするればインフレを加速させるからだ。連邦準備制度理事会は沈黙するしか術がなく、何らかの介入を期待する投資家の不安はつものばかりとなる。

## 懸念は今後も続く

債権市場の大変動は一度限りの出来事で収まりそうではない。むしろ、将来の米国財政に対する投資家の深い持続的な懸念の兆候として続くかもしれない。

長年にわたって米国は低利で国債を通じて借入を続けてきた。国の借金が増加しても、低利で借入が出来た。それは、投資家が米国債を安全で、信頼でき、強力で安定した米経済で支えられていると見做していたからだ。米国債への需要が安定していたために金利は低い水準にとどまり、政府は大きな赤字財政になっても大騒ぎしないですんだ。

しかし、場当たりの政策、財源の保障のない減税（金持ち減税）、軍事費の大幅増加など政治的動機による財政支出のために、米経済に対する信頼が揺らぎ始めている。現在米国の連邦負債はGDPの100%にまで達しており、経済専門家の予想では今後十年で118%になると言われている。これは米歴史上なかったことである。

しかも、専門家の予想は先日の上院で成立した予算枠組みを考慮していない。その予算枠組みは、2017年に導入された減税を延長・拡大する内容である。上院の推計では、この減税措置で今後10年間で1.5兆ドルの追加費用が必要となる。

しかし、超党派非営利組織の責任ある連邦予算委員会（CRFB）の推計では、同じ10年間で財政赤字が5.8兆ドル増加する可能性があるとして予測している。赤字増加と利払い増加のダブルパンチが政府の予算への圧力となる。CRFBによれば、2020年以降利払いはほぼ3倍に膨れ上がっている。CRFBは2020年度の利払い3、450億ドルが2024年度には9、490億ドルに担った事実を指摘している。

この財政圧迫とそれに対する債券市場の反応がトランプを不安にさせて、関税引き上げを一時中断させた、と解釈される。今や負債への利払い費用が連邦予算の14%を占め、社会保障予算に次いで2番目に大きい額である。国防費や医療関連費用より大きい。

従来米国債への需要が多かったおかげで、低金利で借入ができた。しかし、米経済の不安定化と財政悪化に債券市場が反応し、以前のように寛大ではなくなる可能性が高い。

トランプは関税引き上げに固執しているので、今後の債券市場の反応が見ものである。インフレを誘導し、財政赤字を深めるような政策を行う向こう見ずな政府は、いずれ高い代償を支払うことになるだろう。