

グローバル・リスク・ウォッチ Vol.115

関税引き上げで高まる不確実性：経済、企業活動、物価への影響／経済政策と金融政策の綱引き：米国の見通し他

=====

<< index >>

1. 【リスクの概観】 [関税引き上げで高まる不確実性：経済、企業活動、物価への影響](#)
2. 【マクロ経済の動向】 [経済政策と金融政策の綱引き：米国の見通し](#)
3. 【金融規制の動向】 [バイデン政権からトランプ政権へ：米国 SEC の証券・資本市場規制の変化と展望](#)
4. お問い合わせ先

=====

1. リスクの概観（トレンド&トピックス）

関税引き上げで高まる不確実性：経済、企業活動、物価への影響

デロイトトーマツ リスクアドバイザー合同会社 リスク管理戦略センター マネージングディレクター 廣島鉄也

トランプ政権は、矢継ぎ早に様々な施策を打ち出している。第 1 期政権時の経験をベースに準備を周到に進めており、主要人事も早々と固まったことがスタートダッシュを可能にしている。第 1 期政権時に比べ、共和党内からの支持がより得やすくなっていることなどから、政策遂行面での自由度は高い。企業活動、マクロ経済への影響という面から最も注目される関税引き上げに関しては、まず中国からの全ての輸入品に対する 10%の追加関税が発動された。これに対する中国の対抗措置は、液化天然ガスや排気量大きい自動車など、かなり品目

数を限定したうえで 10～15%の追加関税を課すものとなっている。これらの品目の輸入全体に占めるウエイトは高くはなく、中国側の対応は総じて抑制的なものに止まっていると言える。少なくとも現段階では、米中ともに、今後の交渉余地を残すスタンスを取っており、いきなり激しくエスカレートという展開にはなっていない。ただ、今後の交渉の展開は見定め難く、不確実性が高い状態にあることは言うまでもない。

米国は、中国以外の国や多くの個別品目についても、鉄鋼、アルミニウムへの追加関税の発動を予定しているほか、いわゆる相互関税や自動車関税を検討していることを表明するなど、様々な動きを見せている。これらの中には、引き続き各種の交渉材料として使われるものもあると考えられるほか、除外措置が認められるケースも相応に出てくると見込まれる。ただし、こちらの方も、現段階では実際の展開は見通しにくい。

ここまでの、「対米貿易黒字が最大の中国には逸早く一定の関税を付加しつつ、その他について、まずは各種の検討、調査を中心に行う」といった展開は、一応は想定し得るものだったと言え、グローバル経済の先行きに関して、すぐさま大きく懸念が高まる状況とはなっていない。ただし、相当なスピード感を持って、かつ相互関税など、かなり包括的な施策が打ち出されているだけに、実体経済のダウンスайдリスクは高まる方向にあると言える。また企業にとっては、情報、情勢が短期間で変化する展開が続く下で、不確実性の度合いが一段と高まってきており、グローバルな投資活動などにおいて、慎重姿勢を取らざるを得ない場面が徐々に増えてくるものと考えられる。

関税引き上げが米国の物価に与える影響にも目を向ける必要がある。この間の米国の物価を見ると、消費者物価は 1 月にかけてじりじりと上昇率が高まる展開となっている。こうした実際のインフレ率上昇と、インフレ的に目されているトランプ政権による関税引き上げ、さらには一連の移民政策に関するニュースが増えたことで、人々の将来のインフレに対する見方（インフレ期待）の上昇が見られている。現状、目立った上昇を示しているのは短期のインフレ期待に止まり、中央銀行が重視する中長期のインフレ期待まで大きく変動している訳ではない。短期のインフレ期待は、時々的情勢によって振れることも多く、中長期的なインフレ期待が安定していれば、物価が不安定化するリスクはさほど高まっていないと判断できる。

もっとも、今後もインフレ的に理解される政策が多く打ち出される可能性は高く、一定の影響が実際の物価指標にも現れ始めるとインフレ期待は一段と上がりやすくなる。そして、それを前提とした価格設定や賃金の上昇といったものが実際のインフレ率を押し上げ、さらにインフレ期待を上昇させるといった、いわゆるスパイラル現象が起きるリスクがある。関税引き上げによる物価の押し上げは、理屈上は 1 回限りの事象とはいえ、異なるタイミングで

発動された関税引き上げの効果が五月雨式に現れたり、末端の価格に転嫁されるまでに異なるラグを伴ったりといった形で、消費者からみればかなりの期間、物価が一段と上昇しているという認識となる可能性もある。関税引き上げに関しては、実体経済や企業活動への直接的な影響と合わせ、物価への影響にも注意を払う必要がある。

2. マクロ経済の動向（トレンド&トピックス）

経済政策と金融政策の綱引き：米国の見通し

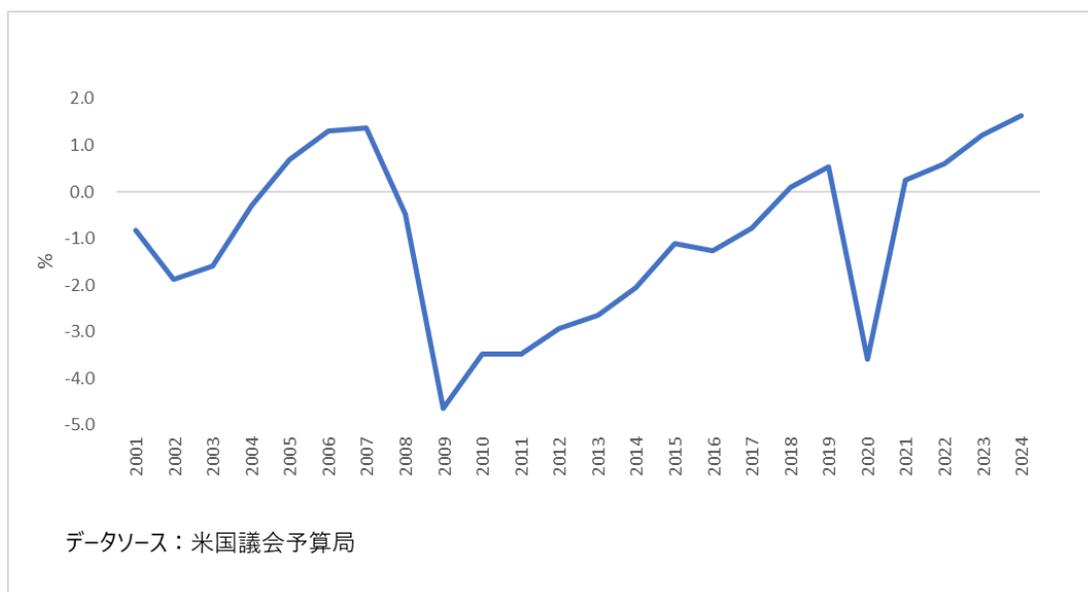
デロイト トーマツ リスクアドバイザーズ 合同会社 リスク管理戦略センター マネージングディレクター 勝藤 史郎

米国の金融政策につき、当方では、今年 2025 年に 2 回の利下げを実施してそこで一旦利下げは停止すると見ている。しかしながら、米国経済が昨年並みの高成長を維持する場合や、トランプ政権の経済政策でインフレ率が再度上昇基調に転換した場合、FRB の利下げはこれよりも早期に停止され、更には利上げに転じる可能性すらある。これらを方向づけるのは、FRB の金融引き締め政策の効果と、トランプ政権の関税・財政政策効果のいずれが上回るかにかかってくる。以下では、「[関税引き上げで高まる不確実性：経済、企業活動、物価への影響](#)」で示した諸要因のうち、米国経済の金融政策と経済見通しについてのリスク要因を考察する。

まず、経済見通しについて、当方では、2025 年の米国の実質 GDP 成長率を前年比+1.8%と予想している。これは 2024 年実績の同+2.8%に比べて相応の減速を見込んでいることになる。FRB の金融政策は現在でも引き締め水準にあり、高水準の政策金利と長期金利が徐々に経済を減速させること、コロナ禍の時期に積み上がった家計の過剰貯蓄がまもなく枯渇すること、が景気減速を見込む背景である。トランプ政権の具体的な経済政策の執行動向はまだ不確実性が高いが、大きな要素は関税政策と財政政策である。当方では、関税引き上げによる米国内の経済押し下げ効果が、財政政策による経済押し上げ効果よりも先に示現すると見て、2025 年には景気が一旦減速、その後翌 2026 年にやや加速すると見ている。「[インフレと分断のリスクは続く：2025 年の 10 大リスクシナリオ](#)」の中では、米国経済景気急減速の下方リスクを考慮しているが、FRB が 2025 年に追加利下げを実施して経済の過度な減速を抑制することは一つの有効な政策といえよう。

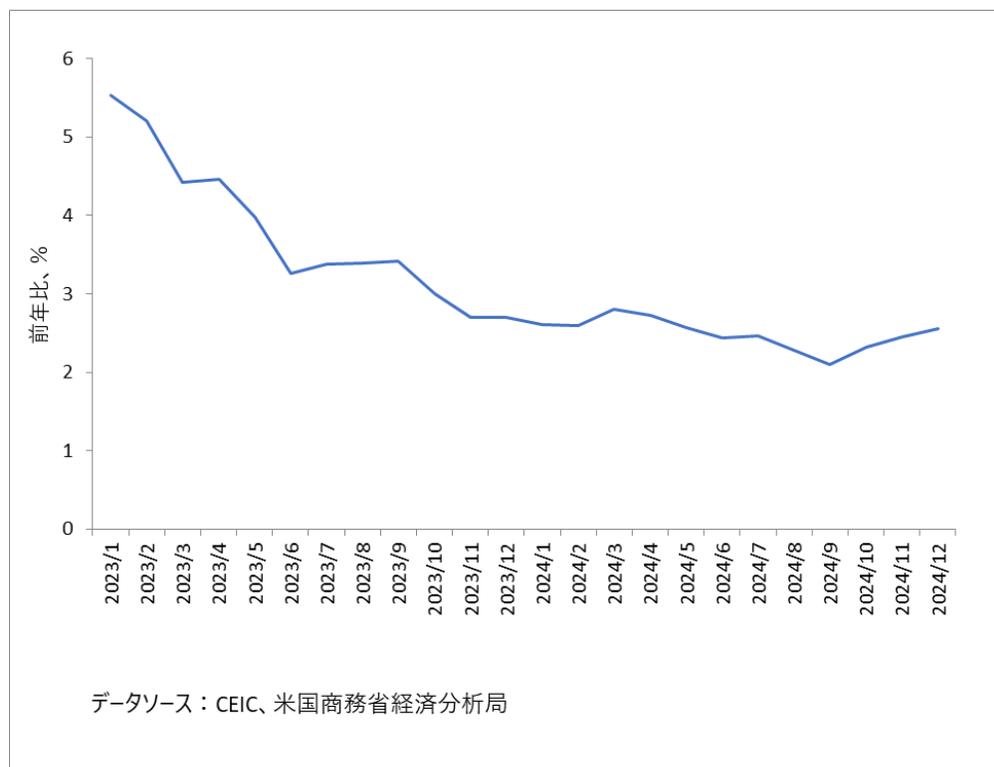
他方、米国経済は依然として需給がタイトな状況にありインフレ率も上方に転換する兆しが見られる。米国議会予算局（CBO）の推計によれば、米国の需給ギャップは2021年以降需要超過が続いており、2024年時点で需給ギャップはプラス1.6%となっている（図表1）。また、FRBが参照するインフレ指標である個人消費支出価格指数（PCEデフレーター）は2024年12月時点で前年比2.6%と、9月の同2.1%をボトムに上昇しつつある（図表2）。インフレ率はFRBの目標から上方乖離してインフレギャップが0.6%に上昇していることになる。1.6%の需給ギャップと0.6%のインフレギャップから導かれる適正な政策金利は、シンプルなテイラー・ルールによれば4.1%と計算される¹。仮に今後、景気とインフレ率が当方見通し通りに減速せず、現状の状態が継続した場合、現在の4.25-4.50%の政策金利（FF金利誘導目標）からは、もはや追加利下げの余地は0.25%程度しかないことになる。実際、米国経済の先行指標には現状この先の減速を示唆するものはあまりない。企業景況感指数はサービス業中心にトランプ氏の大統領選勝利以降上昇に転じており、株価指数も依然堅調である。

図表1：米国の需給ギャップ



¹ 需給ギャップとインフレギャップを均等に評価するテイラー・ルール：（政策金利）＝（インフレ目標）＋（自然利子率）＋0.5*（需給ギャップ）＋0.5*（インフレギャップ）において、インフレ目標＝2%、自然利子率＝1%とした場合の推計値。自然利子率は、FOMC委員経済予測の長期FF金利予測の中央値である3%から、インフレ目標2%を差し引いて算出した。

図表 2：米国のインフレ率



更に、インフレの上方リスク要因となるのがトランプ政権の関税政策である。輸入品に対する関税の引き上げは、これが米国内での販売価格に転嫁されれば国内インフレの直接的な上昇要因となり、あるいは輸入の減少は国内の需給を更にタイト化させてインフレ率を押し上げることになる。輸入関税発動の行方はまだ不確実ではあるものの、2月下旬時点でトランプ政権はすでに主要な貿易相手国に輸入関税を賦課するスタンスを表明している。これが現状以上にインフレ率を上昇させる可能性は相応に高いといえる。市場が期待するインフレ率（5年物米国債と物価連動債との利回り格差）は、昨年9月の約2%をボトムに上昇し、現在は2.5%をやや上回る水準になっている。

結果、高金利や物価上昇による景気押し下げ効果と、トランプ政権の関税政策によるインフレ上昇や景気拡大期待とのせめぎ合いが、今後の金融政策の決定要因となりそうだ。仮に、輸入関税や景気拡大期待に財政政策が加わって、更なる米国経済の需給ひっ迫とインフレ高進が見通される場合には、FRBは利下げを早めに停止する可能性があり、更にインフレ率の高進が続いた場合には利下げ基調を転換して利上げに転ずる可能誌

も出てくるといえる。各企業ではトランプ政権の発足を機に、経済・金融政策シナリオを状況に応じ大幅に見直すスタンスも求められよう。

3. 金融規制の動向（トレンド&トピックス）

バイデン政権からトランプ政権へ：米国 SEC の証券・資本市場規制の変化と展望

デロイト トーマツ リスクアドバイザリー合同会社 ファイナンシャルサービスズ 楠田祥也

第2次トランプ政権の発足により、米国の証券規制の見直しが進む可能性が高まっている。米国では、証券取引委員会（SEC）が証券・資本市場の規制・監督を担っており、バイデン政権時にはゲーリー・ゲンスラー元委員長が積極的な政策を推進した。具体的には、気候変動リスクの開示義務化、株式・米国債市場の制度改革、コーポレートガバナンス規制の見直し、私募ファンドの規制強化、暗号資産業界の取り締まりなど、多岐にわたる取り組みが行われた。しかし、政権交代に伴い、新体制のSECの政策スタンスには転換の兆しがみられる。本稿では、バイデン政権下のSECにおける一連の政策のうち、特に気候変動リスク、株式・米国債市場、および暗号資産に関する主な取り組みを振り返った上で、トランプ政権における今後の証券規制の方向性を考察する。

第一に、SECは、バイデン政権の気候関連政策を背景に、企業の気候変動リスクの開示を強化した。具体的には、SECは2024年3月に、気候関連情報開示の強化・標準化を図る最終規則を公表した。この最終規則は、2022年3月に公表された規則案に対する意見募集を経て最終化されたものであり、SEC登録企業（上場企業）に対して気候変動リスクに関する情報開示を義務付けている。全体的な開示枠組みは、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言をベースにしており、対象企業には4つの柱（①ガバナンス、②戦略、③リスク管理、④指標と目標）に沿った気候関連開示が要求される。また、温室効果ガス（GHG）排出量の開示に関しては、データの正確性を確保するために限定的保証（大規模早期提出会社の場合は将来的に合理的保証）が求められる。なお、規則案の最終化にあたっては、産業界等の懸念を踏まえて開示ルールの大幅な緩和（スコープ3排出量の開示要件案の削除など）が行われている。最終規則は、企業規模等に応じて2025会計年度から段階的に適用される予定である。

第二に、SEC は、株式・米国債市場の健全性向上や競争促進、リスク削減等を図る一連の制度改革を推進した。特に重要な取り組みは、証券決済期間の短縮化と米国債の中央清算の促進である。まず、証券決済に関しては、SEC は 2023 年 2 月に、大部分の証券取引の決済期間を T+2 から T+1 に短縮化する最終規則を採択した。米国では、2017 年に T+3 から T+2 への短縮が行われたが、2021 年 1 月のミーム株騒動等を契機に証券市場の潜在的な脆弱性が指摘され、SEC スタッフは決済期間の更なる短縮を提言した。その結果、米国では 2024 年 5 月 28 日に T+1 への移行が実施された。なお、カナダやメキシコでも 2024 年 5 月 27 日に T+1 化が行われ、英国・EU・アジアでも T+1 への移行が検討されている。次に、米国債の中央清算に関しては、SEC は 2023 年 12 月に、米国債の現物・レポ取引における中央清算を促進する最終規則を採択した。これまで米国債市場では、現物取引の 80%以上が中央清算されておらず、システミックリスクの増大が懸念されていた。今回の最終規則では、中央清算要件の適用は段階的に進められる予定であり、市場参加者は現物取引については 2025 年 12 月 31 日、レポ取引については 2026 年 6 月 30 日までに対応する必要がある。

第三に、SEC は、ゲンスラー元委員長の下で、暗号資産業界に対する積極的なエンフォースメントを実施した。米国では、暗号資産に関する包括的な規制枠組みは存在せず、暗号資産は既存の金融規制の下で商品または有価証券として個別に分類・規制されてきた。具体的には、商品先物取引委員会（CFTC）は商品として、SEC は有価証券として暗号資産を管轄している。2022 年 11 月には、世界最大級の暗号資産取引所が経営破綻し、SEC は翌月に創業者を提訴した。この破綻を受けて、SEC は投資家保護や市場の健全性を確保するために、暗号資産業界の監視を一層強化した。例えば、SEC は 2023 年 6 月に、最大手の暗号資産取引所 2 社を連邦証券法違反の疑いで提訴した。この措置は、既存の証券規制の下で特定の暗号資産を有価証券とみなし、業界全体への取り締まりを強化する方針を示唆するものであった。他方で、暗号資産業界は、暗号資産に関する規制が明確化されていない中でエンフォースメントによる規制を行っているとして、SEC の規制アプローチを強く批判した。

以上のように、バイデン政権下の SEC では、ゲンスラー元委員長の主導により、証券・資本市場における広範な規制・監督強化が進められた。しかし、2024 年 11 月の米国大統領選挙ではトランプ氏が再選を果たし、ゲンスラー元委員長は 2025 年 1 月に退任することとなった。その後、後任の SEC 委員長代理には、共和党の SEC 委

員であるマーク・ウエダ氏が指名された。正式な委員長には、元 SEC 委員のポール・アトキンス氏が就任する見込みである。

こうした新体制の SEC は、ゲンスラー元委員長時代の政策を見直し、抜本的な方針転換を図っている。例えば、ウエダ委員長代理は 2025 年 1 月に、暗号資産の包括的かつ明確な規制枠組みの策定に向けた暗号資産タスクフォースを設立した。このタスクフォースは、暗号資産市場に対する連邦証券法の適用を明確化し、イノベーション促進と投資家保護を目的とした実践的な政策を提言する予定である。なお、SEC は最初の取り組みとして、暗号資産の保管の会計処理に関する職員会計公報（SAB121）を撤回している。SAB121 は、顧客のために暗号資産を保管する企業に対して負債計上を求める解釈指針を示していた。今回の撤回により、会計ルールの解釈が変更・整理されたことで、銀行等における暗号資産の保管業務が促進される可能性がある。また、ウエダ委員長代理は 2 月に、SEC の気候関連情報開示規則に関するステートメントも公表した。この開示規則を巡っては、SEC の権限超過や企業への過度な負担を理由に現在訴訟で争われており、一時的に発効が停止されている。こうした中、当初から開示規則の採択に反対してきたウエダ氏は、SEC の法的権限や規則の必要性、費用・便益の評価に改めて懸念を表明し、今後の方針を再検討するために裁判所に訴訟の審理延期を要請した。

このように、第 2 次トランプ政権発足後の SEC では、従来の証券・資本市場の規制・政策の大幅な見直しが進んでいる。今後は、暗号資産を推進し、気候変動対策に否定的なトランプ大統領の方針も踏まえ、SEC では暗号資産規制の明確化や、気候関連情報開示規則の撤回・見直しなど、規制緩和の方向へ進む可能性が高いと考えられる。特に、米国で事業展開する本邦金融機関は、トランプ大統領や米国当局の動きを注視するとともに、証券規制の変更が事業戦略等に及ぼす影響を評価し、今後の対応方針を再検討する必要があるだろう。

4. お問い合わせ先

廣島 鉄也

デロイト トーマツ リスクアドバイザーズ 合同会社

リスク管理戦略センター

マネージングディレクター

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3-2-3 丸の内二重橋ビルディング

Tel: 03-6213-1300 Fax: 03-6213-1117

e-mail: jp_risk_mailmagazine@tohmatu.co.jp

過去のリスクインテリジェンス メールマガジンは[こちらへ](#)

🔍

[リスク管理戦略センターの活動内容](#)

[Home](#) | [利用規定](#) | [クッキーに関する通知](#) | [プライバシーポリシー](#)

デロイト トーマツグループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイト トーマツ合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト トーマツ リスクアドバイザー合同会社、デロイト トーマツ コンサルティング合同会社、デロイト トーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイト トーマツ 税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイト トーマツ グループ合同会社を含む）の総称です。デロイト トーマツグループは、日本で最大級のプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 30 都市に約 2 万人の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト トーマツグループ Web サイト（www.deloitte.com/jp）をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人（総称して“デロイトネットワーク”）のひとつまたは複数指します。DTTL（または“Deloitte Global”）ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTL および DTTL の各メンバーファームならびに関係法人は、自らの作為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の作為および不作為について責任を負うものではありません。DTTL はクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は www.deloitte.com/jp/about をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドは DTTL のメンバーファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィックにおける 100 を超える都市（オークランド、バンコク、北京、ベンガルール、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、ムンバイ、ニューデリー、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、リスクアドバイザー、税務、法務などに関連する最先端のサービスを、Fortune Global 500®の約 9 割の企業や多数のプライベート（非公開）企業を含むクライアントに提供しています。デロイトは、資本市場に対する社会的な信頼を高め、クライアントの変革と繁栄を促し、より豊かな経済、公正な社会、持続可能な世界の実現に向けて自ら率先して取り組むことを通じて、計測可能で継続性のある成果をもたらすプロフェッショナルの集団です。デロイトは、創設以来 175 年余りの歴史を有し、150 を超える国・地域にわたって活動を展開しています。“Making an impact that matters”をパーパス（存在理由）として標榜するデロイトの 45 万人超の人材の活動の詳細については、（www.deloitte.com）をご覧ください。

本メールマガジンは皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイト トウシュ トーマツ リミテッド（“DTTL”）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびそれらの関係法人が本メールマガジンをもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業

に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本メールマガジンにおける情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。また DCTL、そのメンバーファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本メールマガジンに依拠した人に関して直接または間接に発生したいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DCTL ならびに各メンバーファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

© 2025. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.