

関税：その負担は誰のものか？

中国製品への関税率引き上げの新たな脅威は当面のボラティリティ上昇要因に

2019年5月13日



クリスティーナ・フーパー
チーフ・グローバル・
マーケット・ストラテジスト

〔要旨〕

● 交渉途中で関税発動

- 米国の中国製品への関税率引き上げ、中国の報復関税が現実のものに
- 関税や保護主義は、価格を押し上げるだけで消費者への恩恵は望めず
- 関税は、顧客に転嫁されれば需要減や他の消費の減退につながり、転嫁されなければ企業の業績悪化や株価下落につながる

● 財源としての関税の問題

- 中国の牛歩戦術
- 財政赤字埋め合わせの手段として関税が肯定されるリスク
- 関税の主たる納付主体は米国の中低所得層——消費に与えるインパクトに注目

● 経済政策の不確実性が設備投資に与える影響

- 経済政策の不確実性は、設備投資と強い負の相関あり
- 貿易政策の不確実性を受け、一部企業が設備投資計画を縮小・停止

● ボラティリティの上昇が待っている？

交渉途中で関税発動

米国の中国製品への関税率引き上げ、中国の報復関税が現実のものに

先週の市場はジェットコースターのようでした。そのクライマックスは、米国政府が2,000億米ドル相当の中国製品に対する関税率を25%に引き上げると発表した10日（金曜日）の午前0時1分（米国東部時間）でした。その後、米中貿易交渉は取り立てて進展がないまま終了し、公式発表の予定などはありません。また、中国は5月13日に、輸入する一部の米国製品に対する追加関税を課す報復措置を発表しました。

関税や保護主義は、価格を押し上げるだけで消費者への恩恵は望めず

これまで毎回、本稿をお読みいただいている方ならご存じの通り、私は、米国が中国と有意義な貿易協定を結ぶ可能性について、常にかなり悲観的でした。関税がもたらす悪影響や、中国が米国に対して実効的な報復を行う可能性についても懸念してきました。加えて、米国が貿易赤字に対して誤った懸念を抱いていると常に考えていました。歴史的には、自由貿易によって企業と消費者は最もコストの低い供給者から財を購入することによって物価が低下してきました。中国からの安価な輸入品は、米国の消費者物価水準を1~1.5%引き下げました¹。これは、米国の中低所得層にとって重要なことです。2015年、世帯収入が約5万6,500米ドルの米国の典型的な世帯は、中国との貿易の恩恵から最高で850米ドルを節約することができました¹。しかしながら、関税やその他の保護主義は、価格を押し上げるだけでしょう。関税は、需要を刺激するのではなく、単純にコストを引き上げることによって、インフレを生み出します。

関税は、顧客に転嫁されれば需要減や他の消費の減退につながり、転嫁されなければ企業の業績悪化や株価下落につながる

新たに関税が課されると、次の3つのうちのどれか1つの状況になると想定されます。

- 一部の業界では、企業はコストを顧客に転嫁できないでしょう。これは、企業収益の減少を意味します。上場企業にとって、関税引き上げは収益のみならず株価に影響を及ぼす可能性があります。
- 関税によるコストを顧客に転嫁する企業もあります（例えば、アップルはそのように示唆しています）。その場合、顧客は同一商品に以前より高い価格を支払うこととなります。これは、その他の条件が全て同じだとすると、消費者がその他の商品やサービスに費やす費用が少なくなることを意味します。
- ある企業は顧客に対し、関税によるコストを転嫁しようとしませんが、顧客が購入を控え、需要は失われてしまいます。これは伝統的に、エネルギー分野を例にとって説明されることです。つまり、石油輸出国機構（OPEC）が減産し、原油価格が上昇すると、消費者は自動車の運転を控え、原油（ガソリン）の消費を抑制することによって、需要が失われることになるというものです。今回の貿易戦争では、2018年の初めに、関税が引き上げられた最初の財のひとつである洗濯機で、このような需要の喪失が見られました。関税が引き上げられれば、自動車などの「高額商品」にも同じことが起きる可能性があります。

財源としての関税の問題

私は、次のような理由から、貿易協定の締結には時間がかかるとますます考えるようになっていきます。

中国の牛歩戦術

まず、米国が、自分たちにとって極めて重要な知的財産権や技術移転に関して突きつけている要求に対し、中国は例外を設けたい意向を明らかにしています。そして、トランプ政権の終焉（しゅうえん）を「辛抱強く待つ」ことができると考えています。5月13日付のウォール・ストリート・ジャーナルによ

ると、中国のある高官は「時間はわれわれの側にある」と述べていたようです。

財政赤字埋め合わせの手段として関税が肯定されるリスク

加えて、増加する財政赤字を補うために、米国が関税に依存し始めるのではないかの懸念が生じています。米国の2019財政年度のこれまで7カ月（2018年10月から2019年4月まで）の財政赤字は5,310億米ドルと、前年同期の3,850億米ドルから大幅に増加しました²。給付金の支払い時期に当たったことも一因ではあるものの、連邦政府支出は、8%増の2兆6,000億米ドル近辺となりました。一方で、歳入は2%増の2兆400億米ドルにとどまっています²。そのような中で、関税の徴収額は21億8,000万米ドルから39億9,000万米ドルと、2018年10月から2019年4月にかけてほぼ倍増し、確かに歳入の増加に貢献しました²。

厳しい国家予算の下、米国が歳入増の一因となる関税に頼る必要があるとの考えは、最近のトランプ大統領のツイートからもうかがえます。

- 「関税は、伝統的な手法によるどんな素晴らしい合意よりも、はるかに多くの富を米国にもたらすだろう。それに、関税は、より簡単ですぐに実行が可能だ。（中国が輸入を拒むというのなら、米国の農産物は他の国々に輸出しよう。それによって）米国の農民はすぐに報われるし、飢餓に苦しむ国々を助けることができる。製品によっては手に入れられなくてもかまわないし、あるいは新しい供給元を探せばよい！³」。
- 「中国との交渉は極めて心地よく進んでいる。全く急ぐ必要はない。2,500億米ドル相当の中国製品に対する25%の関税が米国に入ってくるようとしている。この多額の税金は、米国の国庫に直接納入される³」

関税の主たる納付主体は米国の中低所得層——消費に与えるインパクトに注目

しかし、関税の問題は、①中国が支払うのではなく、米国人が支払うものであり、②所得税のように累進課税ではない（個人所得に対する比率で決定される所得税に対し、関税は所得の多寡に関係なく同率で適用される）——ということです。つまり、中低所得層に属する米国人（所得に占める税金の割合が高い）に、過度に大きな負担を強いるのです。これまでのところ、米国の消費者はかなりの強さを示していますが、これは米国の労働市場の堅調さによるところが大でしょう。今後は、貿易戦争が激化するにつれての消費者信頼感と支出動向に注目したいと思います。

経済政策の不確実性が設備投資に与える影響

経済政策の不確実性は、設備投資と強い負の相関あり

設備投資の動向にはいっそうの懸念を抱いています。経済学者のフセイン・ギュレンとミハイ・アイオンは、長年にわたる調査結果に基づき、経済政策の不確実性は、設備投資と強い負の相関関係があると結論づけました⁴。また、経済政策不確実性指数の上昇は、鉱工業生産、雇用統計、国内総生産（GDP）、実質投資といったいくつかの経済指標の、少なくとも2～3年間にわたる顕著な低下を伴うことが実証されています⁵。

貿易政策の不確実性を受け、一部企業が設備投資計画を縮小・停止

貿易政策の不透明感は、経済政策の不確実性の中でも影響力が特に甚大です。過去1年間、米連邦準備理事会（FRB）の地区連銀経済報告（ページブック）や購買担当者調査からは、貿易政策の不確実性を理由に、一部の企業が設備投資計画を縮小または中断していることが明らかになっています。今回の米中貿易関係の悪化を踏まえると、設備投資計画にも注意を払う必要があると思います。

ボラティリティの上昇が待っている？

今後は、株式市場、債券市場ともにボラティリティの高い状況が予想されます。私のメインシナリオは、交渉が再開し、突発的に緊張が高まり、好悪双方のニュースに市場が振らされた揚げ句、早期には有意義な合意に達しないというものです。当面は、米国債や円といった安全資産への逃避が続き、株価は下落する可能性が高いでしょう。しかし、いつかの時点で押し目買いの好機に到達するだろうと私は想定しています。幸いなるかな、FRBは今年、金融政策のスタンスを緩和方向に変更しました。このハト派転向がなければ、株価下落はさらに大幅なものとなっていたかもしれません。

1. 出所：Oxford Economics for the US-China Business Council, " Understanding the US-China Trade Relationship", 2017年1月（最新データ）。
2. 出所：米国財務省、2019年5月現在。
3. 出所：ツイッター、ドナルド・トランプ（@realDonaldTrump）、2019年5月10日。
4. 出所：フセイン・ギュレン、ミハイ・アイオン, " Policy Uncertainty and Corporate Investment"（2015年6月24日）。Review of Financial Studies、第29巻第3号、2016年、523～564ページ。
5. 出所：Scott Baker, Nicholas Bloom, Steven Davis, " Measuring Economic Policy Uncertainty", 2016年。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、チーフ・グローバル・マーケット・ストラテジストのクリスティーナ・フーパー（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも特定ファンド等の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会