

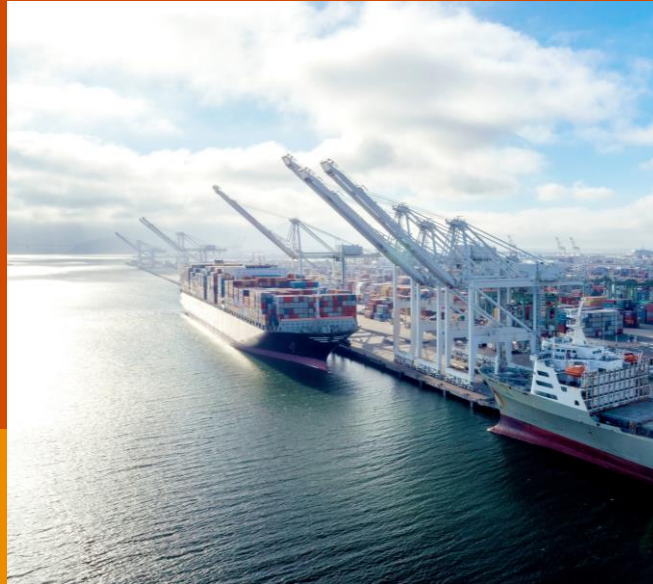
# Monthly Economist Report

## 米国売りは起きているのか： トランプ関税の見方

2025 年 4 月

PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤 篤



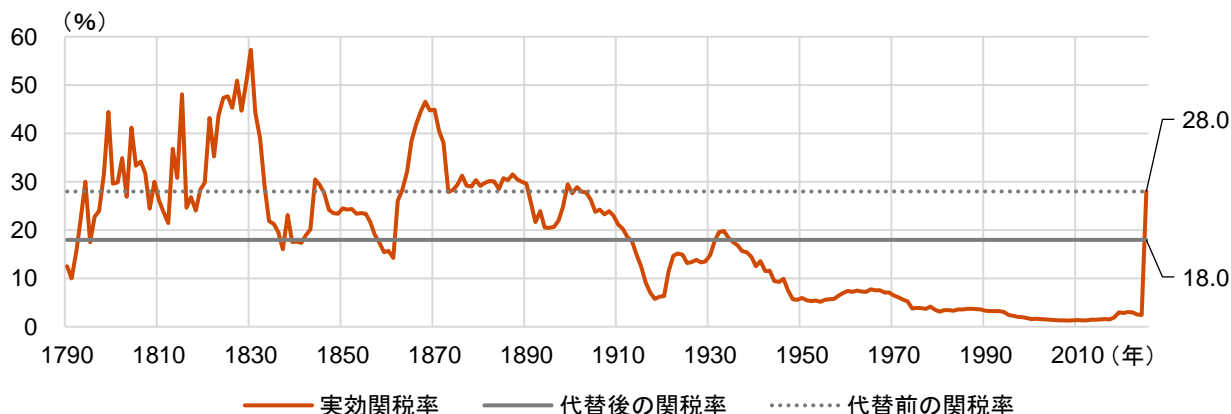
### 相互関税により平均関税率は戦前並みの高水準となる

本年(2025 年)4 月 2 日、トランプ大統領はホワイトハウスで演説を行い、日本を含む世界各国が米国に対する非関税障壁を設定しているとして、その税率換算の数字を公表した上で、その半分の税率を「相互関税率」として各国からの輸入に課すとした。また、この取り組みは各国との不公平な貿易を是正し、米国にとって「解放の日」になるとした。その税率は、最低税率をほぼ一律に 10%課した上で、その上乗せ分との合計で日本が 24%、中国が 34%、欧州連合(EU)が 20%、台湾が 32%、インドが 26%、韓国が 25%、インドネシアが 32%、カンボジアが 49%、ベトナムが 46%、タイが 36%、マレーシアが 24%などとなっている。4 月 4 日には中国に対してさらに 125%まで引き上げるとした。

外国からの輸入品に高率の関税が課されると、米国の消費者はこうした国々からの輸入品を避けて、米国内産や別の国からの輸入品を買うようになる。イェール大学によると、仮にこうした行動が起きず、現在の輸入量が維持されたとした場合、先行して関税が引き上げられていたメキシコ、カナダを含めて、米国の消費者は輸入品に対して 28.0%の平均関税率(図表 1、点線の「代替前の関税率」)に直面することとなる。これは実に 1901 年以來の高水準となる。また、関税率の引き上げを受けて、米国の消費者が米国内産や別の国からの輸入品を買うようになる。こうした消費行動の変化を踏まえた税率は、18.0%まで低下するものの、それでもなお 1934 年並みの高水準となる。

その後、トランプ大統領は 4 月 9 日に 10%を上回る部分については 90 日間停止し、4 月 11 日にはスマートフォン、PC、半導体、太陽電池などの一部商品について対象から除外するとした。米国の一部スマートフォン製造会社は、中国でスマホを組み立てて米国に出荷しているため、中国からの輸入品に高率の関税が課せられ、米国のみでスマホが組み立てた場合には小売り価格が 3 倍程度に跳ね上がるのではないかと懸念されていた。現在米国政府は日本を含む各国と関税率に関する交渉を行っているが、10%の一律関税が残るだけでも戦前の 1943 年並みの水準となる。

図表 1 米国の平均関税率の推移



(出所) [イェール大学 Budget Lab 資料](#)より PwC Intelligence 作成。

4月2日に公表された関税率は事前に予想されていたよりもはるかに高い税率であり、グローバルの貿易量の縮小による景気下押し、米国の輸入物価上昇を通じたインフレ押し上げなどの懸念が浮上している。今後、具体的な実体経済への影響は、4月以降の経済指標をしっかりと確認することが重要となるが、金融市場では先行きの経済への下押し圧力となるとみて、世界的に株安となった。日経平均株価は、2月から3月にかけて3万7,000円前後で推移していたが、4月7日には3万1,137円まで6,000円程度的大幅下落となった。その後の一部関税引き上げの停止などの米政府の軟化などを受けて4月25日には3万5,705円まで値を戻しているものの、相互関税公表前の水準には戻していない。

### 関税ショックによる「トリプル安」が発生

経済の下押し圧力となることが起きた場合、通常は株安、債券高（金利低下）、ドル高となる。先行きの景気後退を懸念して株安となり、経済・物価の下押し圧力を防ぐための中央銀行の利下げが予想されて金利が低下し、米国の資産が買われることからドル高となる。しかし、今回の関税引き上げによる経済押し下げ圧力に対して株安は同じであるものの、一時債券安（金利上昇）、ドル安となっていわれる株式、債券、通貨が同時に下落する「トリプル安」となった。今回は、通常と異なる動きをしていることが注目された。米10年国債利回りは、3月は4.16~4.38%で推移していたものの、相互関税発表後の景気減速懸念を受けて4月4日には4.01%まで低下した。しかし、その後は関税政策の不透明感等から4月11日には4.48%まで上昇した（図表2）。また、為替についてもドル円は3月には1ドル150円73銭から146円92銭で推移していたものの、4月22日には140円29銭まで円高ドル安が進んだ（図表3）。

2008年の国際金融危機（いわゆるリーマンショック）や、COVID-19のようにグローバル経済に下押し圧力が加かった場合、先行きの経済下押し圧力、企業収益の低下予想により株安となる。一方、投資家は先行きの不透明感からできるだけ売却が容易で、グローバルに取引可能な資産を選好する。従来は米国債が安全資産として選ばれるため、株安・債券高・ドル高の展開となることが多かった。

図表2 米10年国債利回りの推移



（出所）FRBより筆者作成。

図表3 ドル円の推移



（出所）日本銀行より筆者作成。

一方、今回の金利上昇やドル安（自国通貨安）についてローレンス・サマーズ元財務長官や、米経済学者のポール・クルーグマン氏は、米国の南米化や新興国化を指摘している。南米の政府や企業は外国から米ドル建てで資金調達をし、自国通貨でその資金を返済していくことが多い。そうした国が経済ショックを受けると、景気減速による税収や企業収益への下押し圧力が生じる。政府や企業の債務返済が滞ることが懸念され、自国通貨が米ドルに対して下落する。自国通貨安によって、実質的な債務負担が拡大することから、さらに株安・債券安・自国通貨安といったトリプル安、通貨・金融危機が生じやすくなる。こうした通貨・金融危機は新興国の政府や企業が、米ドル建てで借入れを行うことに起因している点がポイントである。

一方、米国の場合、長年、貿易収支と財政収支がマイナスの状態にあり、海外から借入れを行っている。その通貨は自国通貨である米ドル建てで借入れることが可能である。これは米国債の流動性が高く、グローバルに投資が可能であるため、基軸通貨としての有利な立場にあることを示している。このため、これまではグローバルに世界経済への下押し圧力が起こった際にも、流動性の高い米国債への資金が流入し、米金利低下・ドル高となってきた。

今回は、米国の関税の引き上げによって、こうした従来の「質への逃避」(Flight to quality) や「有事のドル買い」といった動きが変化している可能性がある。本レポートでは、トランプ政権の関税の引き上げの意味を改めて捉えなおした上で、米国の株安・債券安・ドル安といった「米国売り」が起きるのか、を考えていきたい。

関税率の引き上げによる経済の押し下げ幅

まず、関税の引き上げが世界経済に与える影響を確認しておこう。4 月 22 日、国際通貨基金 (IMF) は関税率の引き上げの影響を織り込んだ世界経済見通しを公表した (図表 4)。まず世界全体の実質 GDP は、2024 年に +3.3% と過去 30 年 (1994 ~ 2023 年) の平均である +3.5% を若干下回る。2025 年は +2.8%、2026 年に 3.0% と、1 月時点よりもそれぞれ 0.5% ポイント、0.3% ポイントの下方修正となった。2024 ~ 2026 年の 3 年間の成長率は +3.0% となり、リーマンショック後の 2010 年来の低成長にとどまる見込みである。震源地である米国は、2024 年に 2.8% の後、2025 年は +1.8% (前回比 -0.9% ポイント)、2026 年は +1.7% (同 -0.4% ポイント) と下方修正となった。日本は 2025 年 +0.6% (同 -0.5% ポイント)、2026 年 +0.6% (同 -0.2% ポイント) となる見込みである。欧州は 2025 年、2026 年ともに 0.2% ポイントの下方修正となり、2025 年は +0.8%、2026 年に +1.2% と、2024 年の +0.9% からの回復は鈍い。このように 2% 台半ばで推移していた米国経済は低迷する見込みだが、日本や欧州よりは高い成長となる見込みである。

また、中国経済は 5% 成長を続けていたが、2025 年に +4.0% (同 -0.6% ポイント)、2026 年 +4.0% (同 -0.5% ポイント) と 5% 成長からは鈍化する見込みである。関税引き上げの影響が大きいカナダは 2024 年の 1.5% の後、2025 年は +1.4% (前回比 -0.6% ポイント)、2026 年は +1.6% (同 -0.4% ポイント) と 2 年にわたり下方修正となった。メキシコは 2024 年が +1.5% の後、2025 年は 1.7% ポイントの大幅な下方修正となって -0.3% とマイナス成長となる見込みだ。2026 年も -0.6% ポイント下方修正されて +1.4% となる。

なお、インドは 2024 年の 6.5% 成長の後、2025 年に +6.2% (-0.3% ポイント)、2026 年に +6.3% (-0.2% ポイント) と若干の下方修正にとどまって 6% 台の成長が維持される見込みである。既に米国のスマートフォン製造企業が、生産拠点を中国からインドへの移管検討が報じられるなど、国際的なサプライチェーンの見直しの中でインドにも改めて注目が集まりやすい環境にあらう。

米国は高率の関税をかけられた国からの輸入を減らして、それ以外の国からの輸入を増やす、裏を返せば米国向け輸出が増加する可能性はあるものの、ほぼすべての国で経済見通しは下方修正となっている。また、IMF の見通しは関税の引き上げによる貿易に対する影響を中心に分析されている。金融市場での株安の動きが継続した場合には、株価下落による逆資産効果による消費の追加的な押し下げ効果がありうることに留意が必要だろう。

図表 4 IMF による世界経済見通し

	IMF の経済見通し (2025 年 4 月)			前回 (2025 年 1 月) からの変化		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
世界	3.3	2.8	3.0	0.1	-0.5	-0.3
先進国	1.8	1.4	1.5	0.1	-0.5	-0.3
アメリカ	2.8	1.8	1.7	0.0	-0.9	-0.4
ユーロ圏	0.9	0.8	1.2	0.1	-0.2	-0.2
ドイツ	-0.2	0.0	0.9	0.0	-0.3	-0.2
フランス	1.1	0.6	1.0	0.0	-0.2	-0.1
日本	0.1	0.6	0.6	0.3	-0.5	-0.2
カナダ	1.5	1.4	1.6	0.2	-0.6	-0.4
イギリス	1.1	1.1	1.4	0.2	-0.5	-0.1
新興国・発展途上国	4.3	3.7	3.9	0.1	-0.5	-0.4
中国	5.0	4.0	4.0	0.2	-0.6	-0.5
インド	6.5	6.2	6.3	0.0	-0.3	-0.2
ロシア	4.1	1.5	0.9	0.3	0.1	-0.3
ブラジル	3.4	2.0	2.0	-0.3	-0.2	-0.2
メキシコ	1.5	-0.3	1.4	-0.3	-1.7	-0.6

(出所) 国際通貨基金 (IMF)「世界経済見通し (2025 年 4 月)」より筆者作成。

## 国別の貿易収支マイナス幅の推移:かつては日本が4割弱、足元では中国・メキシコで4割弱

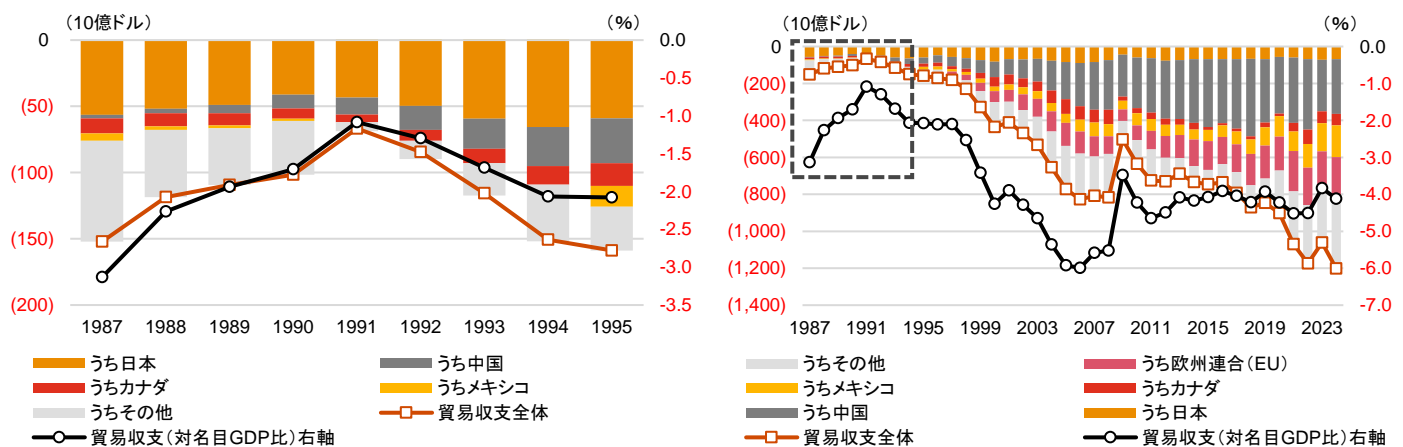
さて、図表1でみたように米国の平均関税率は1900～1940年代の水準に戻ることであり、政治や安全保障面を含めた戦後の米国の政策が大きく舵を切った可能性がある。このため、トランプ関税を単に経済政策としてとらえるのでは不十分であり、広く米国の政治・経済・通貨・安全保障の文脈でとらえる必要があると考えている。そこで、まずはトランプ関税の縦糸として、時間をさかのぼって米国について振り返った後、横糸として現在の第2次トランプ政権の政策について、関税に限らず幅広くみていこう。

トランプ関税の背景として貿易収支のマイナス幅が拡大していることが問題視されている。経済学的には貿易収支のマイナスは、国内の投資が国内の貯蓄で資金調達できないために、その不足分を海外から輸入しているのに過ぎず、問題がないとされる。貿易収支がマイナスであっても経済成長や景気循環には問題ないことは広く知られている。しかし、それにもかかわらず現実の政治の場では1980年代の日米貿易摩擦、足元の米中貿易摩擦と頻繁に問題として取り上げられる。

そこで改めて米国の貿易収支の推移をみたのが図表5である。まず左側の1987年から1995年の推移をみると、日米貿易摩擦が激しかった1987年の貿易収支は-1,520億ドルであり、対GDP比では-3.1%であった。対名目GDP比でみると、1991年には-1.1%までマイナス幅が縮小した後、2000年のITバブル崩壊を経てインフレなき持続的な成長を遂げたことで2006年には貿易収支の対GDP比は-6.0%まで拡大した。2008年のリーマンショック後の米国経済の低迷により、2009年には-3.5%とITバブル崩壊前の1999年の水準まで戻った。2010年以降は、-3.5%から-4.7%の横ばいで推移している。

また、国別の推移をみると1980年代後半、米国の貿易赤字(財のみ)は日本が37%と4割弱であった。一方、2024年の同割合をみると、中国の24.6%とメキシコの14.3%との合計である38.9%に近い。1980年代後半の貿易収支に占める日本の存在感の大きさを示している。1990年代半ば以降、中国・メキシコの割合が大幅に拡大した。

図表5 米国の貿易収支の推移

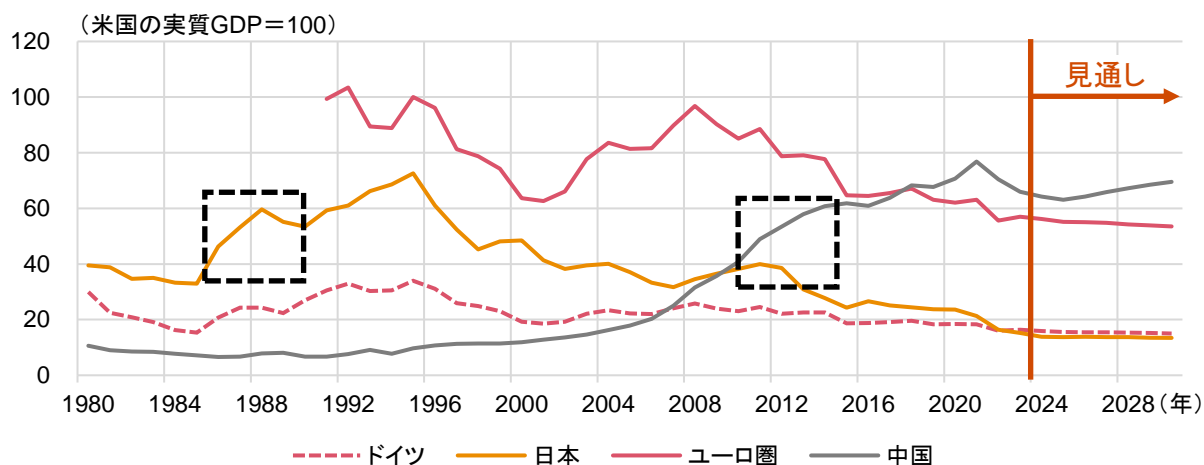


(出所) 米国勢調査局(Bureau of the Census)「Trade in Goods」、米商務省経済分析局 Bureau of Economic Analysis より「National Income and Product Accounts」より筆者作成。

## 縦糸：覇権移行論：1980 年代後半の日本以降のプレゼンスを示す中国

次に政治経済の面からも考えてみよう。国際政治においては、かつての英国や米国のような覇権国が存在すると国際政治が安定し、経済力等の観点で覇権国の 8 割に到達した国が登場すると覇権国による安定が揺らいで国際政治が不安定化する、との見方がある。過去を遡る縦糸の軸として、この覇権国移行論を取り上げたい。覇権国とは軍事、経済、通貨などの面で優位に立場にある国を指し、1910～1930 年代以前の英国とポンドであり、その後の米国とドルであろう。どのように経済力等を測るかには定説がないものの、試みとして国・地域別のドル建ての実質 GDP をみたのが図表 6 である。まず日本をみるとピークは 1995 年の 7 割程度であるが、日本のプレゼンスが大きかったのはバブル崩壊前の 1980 年代後半であろう。1990 年代半ばは円高ドル安が進んだことでドルベースでの GDP 規模が膨らんだ要因が大きいとみられる。1980 年代後半の日本は米国の 5 割から 6 割程度となっていた(図表 6 の点線部)。

図表 6 国・地域別の実質 GDP の推移



(出所) 国際通貨基金(IMF)「世界経済見通し(2025 年 10 月)」より筆者作成。

その後、日本経済には米国から 2つの逆風が吹いた。1985 年 9 月 30 日のプラザ合意後の急激な円高、そして 1986 年 9 月 2 日には日米半導体協定が締結された。1989 年以降は市場開放・流通改革などを受けた規制緩和などが実施された。この 2つの日米間の合意に加えて、バブル経済の崩壊以後、経済成長率が大幅に失速して「失われた 20 年・30 年」に突入していくこととなる。もっとも、この時期に適切な金融緩和が実施されていれば、物価や賃金が 30 年も低迷することはなかったであろう。

日本は 1990 年代半ば以降、米国対比で経済規模が縮小する一方、2000 年代後半から米国対比の規模が大きくなったのが中国である。2001 年の WTO 加盟後、世界の自由貿易体制に組み込まれる中で高成長を遂げた。図表 6 にある通り 2010 年代前半には 1980 年代後半の日本と同じ 5～6 割程度に到達した。また、中国はその後も成長率は減速したものの、2021 年には米国比 76.8%に到達した。中国経済を巡っては、COVID-19 前には米国経済の規模を抜くとの見通しがあった。COVID-19 で一時この見通しは後退したものの、その影響の大きかった 2020 年頃は、人流等の規制解除後には急速な回復を遂げるとみられていた。しかし、不動産市場でのバブル崩壊をきっかけにマクロでは成長率が鈍化する一方、ミクロの産業・企業のレベルでは成長を続けている。この点は、1990 年代後半以降の日本企業の低迷と対照をなしている。中国は EV などの電気自動車、先端的な生成 AI、太陽光など、様々な分野でグローバルでの存在感を強めている。また、1990 年代以降の日本企業が株式市場でのプレゼンスを低下させる中で、中国企業は株式市場でのプレゼンスを維持している。技術面でも革新的とされる生成 AI の開発や、車載電池などの面で発展を遂げている。

米国例外主義の 3 つの事例：マーシャルプラン、GHQ による日本の占領政策、中国への関与政策

米国は二度の大戦中から徐々に、第二次世界大戦後には明確に覇権国となった。米国は覇権国としてどのようにふるまってきたのであろうか。米国には、「米国は他国と異なり、民主主義や人権擁護といった制度・概念を世界に広める宿命を背負った特別な国である」とする「米国例外主義(American Exceptionalism)」との考え方がある。再び図表 1 の米国の平均関税率の推移にもどると、米国の平均関税率は戦間期に上下があるものの、基本的に低下傾向にあった。これは関税を減らして国際的な貿易を活発にすることで、自国だけでなく世界各国の経済成長を押し上げたとみられる。また、それと表裏一体で直接投資、それを政治面から支える民主主義も拡大した。図表 7 で米国例外主義の事例をみると、欧州向けには戦後に両大戦で疲弊した欧州の復興をマーシャルプランで支援し、GHQ による日本の占領政策でも当初の非武装化から朝鮮戦争をきっかけとして旧ソ連による共産化を防ぐための支援に転じた。また、日本は米国からの軍事的な支援や共産化を防ぐ盾としての役割を果たす必要もあり、経済復興を重視する政策が可能となった。米国は中国の民主化を期待する関与政策を取っていたとされる。2001 年の中国の WTO 加盟、その後自由貿易体制に組み込んだのも、いずれ経済発展、私有財産の確立を通じて中国が民主化するとの見通しを持ったものであった。

図表 7 米国例外主義の 3 つの事例

	経済支援	軍事・政治面
戦後の欧州	マーシャルプランによる経済復興	北大西洋条約機構(NATO)による米国の欧州への関与
戦後の日本	占領政策、軽武装による経済重視	日米同盟による米国の東アジアへの関与
2000年代以降の中国(関与政策)	WTO加盟による国際貿易体制への組み込み	私有財産の確立を受けた民主化の推進期待 ⇒ 2010年代に入っても実現せず

(出所) 筆者作成

しかし、2010 年代に入っても中国の民主化は一向に実現する気配がなく、2009 年から 2017 年のオバマ政権は、国際貿易としては「環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定」(TPP)に中国を組み入れようとしていた。一方、米国の外交・軍事の資源はイラク戦争・アフガニスタン戦争にみられるように中東に集中していたが、中国経済の台頭などを受けてアジアへリバランスする政策を取り、徐々に関与政策の色彩が弱まっていく。2016~2020 年の第 1 次トランプ政権は、明確に経済・技術のデカップリングを志向するようになる。従来の関与政策から徐々に「封じ込め(Containment)」や「競争(Competition)」路線に転換した。ここでのポイントは、すでに第 1 次トランプ政権、バイデン政権と、8 年間にわたる対中封じ込め政策を実施してきたものの、中長期的な中国の経済発展、米国へのキャッチアップが継続している、という点である。

横系:第 2 次トランプ政権の政策パッケージにおける関税政策の位置づけ

次に横系として、現在の第 2 次トランプ政権の関税政策を、より広い位置づけからとらえると見通しがよくなる(図表 8)。まず、ベースとなる考え方は、米国は戦後自由な経済、民主主義、軍事的な支援を実施してきたものの、各国に利用され犠牲を強いられてきた、というとらえ方である。米国の貿易収支は大幅なマイナスとなっているが、これは各国が自国に有利な貿易協定等を締結し、関税以外でも消費税や安全規制などの非関税障壁を設けていたことで米国から各国への輸出が押さえつけられている、としている。これを輸入関税率の上昇による各国からの輸入削減、ディールによる非関税障壁などの撤廃による輸出促進によって、貿易収支を均衡させよう、という考え方である。次にここで得られた税収増によって、国内の家計向けに大規模な減税を実施する。最近の報道によれば、中所得以下の世帯の所得税を廃止しようとする見方もある。

次に対外関係では産業政策として海外からの直接投資、特に新規の直接投資であるグリーンフィールド投資を増加させることで、製造業の国内回帰実現を意図している。。また、各国へ高率の関税を課すことで、外国企業にとっての米国市場へのアクセスは、自国からの輸出よりも米国内での生産・販売が有利となる。現に日本の自動車メーカーの中には、米国への生産拠点の移転を検討している例もある。さらに軍事面では、これまで同盟国を通じて「世界の警察」の役割を果たしてきた米国がその役割を降り、同盟国の防衛費増額によって米国が退いた後の役割を補完させようとしている。国際通貨の面では、このようにグローバルな政治・経済・軍事の関与を低下させてでも、ドルの国際的な役割、安全資産としての地位を維持することが意図されている。さらに人材面では学術政策ではリベラルな活動を抑制し、報道によれば一部海外からの教職員・学生を母国へ帰還させる動きがみられる。また、不法移民に対しては厳格な法の執行により国外退去を迫る動きが出ている。

図表 8 政策パッケージ全体の中での関税政策の位置づけ

覇権国としての地位確保: 中国「封じ込め」を図る、中国へのリードを広げる。	
貿易収支	貿易のディールによって、米国の貿易収支を均衡させる。
財政政策	関税の税収によって、大規模な減税を実施する。
産業政策	海外からの直接投資によって、製造業の国内回帰を実現する。
安全保障	同盟国の防衛費増額によって、「世界の警察」の負担軽減を図る。
国際通貨	政治経済の関与を低下させても、ドルの国際的な役割は維持する。
学術政策	リベラルな大学活動を抑制、海外からの教職員・学生を帰還させる動きも。
移民政策	不法移民に対して厳格な法の執行により、国外退去を迫る。

(出所) [PIIE 資料](#)を参考に筆者作成。

このようにみていくと、米国は戦間期から関税を減らし、戦後のブレトンウッズ体制では国際的な軍事・政治・経済・通貨の枠組みを提供してきた。その根底にあるのは、民主主義、法の下の平等への信頼、相互依存関係を前提とした関係である。一方、第 1 次トランプ政権、バイデン両政権は、中国に対するリードを広げることに成功しなかった。そこでトランプ政権は、多国間よりも二国間、予測可能なルールベースではなく予測困難な取引ベースの取り決めに重視している(図表 9)。国際的な関係としては、グローバルな国際協定重視のスタンスから、地域限定の勢力圏へと変化している。ブレトンウッズ体制ではサプライチェーンが高度に発展し、その裏返しとしてチョークポイントが多く存在することとなった。ジャスト・イン・ケースに備えた在庫・供給網の構築が求められている。

図表 9 ブレトンウッズ体制と新しい枠組みの比較

	ブレトンウッズ体制	第2次トランプ政権
前提	多国との相互依存・相互信頼を前提	他国が米国を利用しているとする不信感が前提
決定方法	多国間での国際協定による決定を重視	二国間、取引・ディールによる決定を重視
予見可能性	ルールにより、予見可能性が安定	交渉に依存するため予見可能性が低下
経済取引網	効率的・繊細なサプライ・チェーンの構築(ジャスト・イン・タイム)	経済コストがかかっても代替的な調達先を模索(ジャスト・イン・ケース)

(出所) [PIIE 資料](#)を参考に筆者作成。

2 年 10 年金利差の拡大は、米国の信頼低下を示唆している可能性

これまで、トランプ政権の関税引き上げについて、過去の歴史的な経緯と現在の政策パッケージにおける位置づけをみた。次に本レポートのテーマである米国のグローバルにおける政治・経済・安全保障におけるプレゼンスの変容によって、「米国売り」が起きているか、について考えていきたい。

先に見た通り米国経済は、貿易収支と財政収支がマイナスの状態にあり、海外から借り入れを行っている。その通貨は自国通貨である米ドル建てで借り入れることが可能である。これは米国債の流動性が高く、グローバルに投資が可能であるため、基軸通貨としての有利な立場にあるとされる。基軸通貨と呼ばれる一方、中国やグローバルサウスの国々の台頭で基軸通貨としての地位が脅かされている、との議論もある。そこで図表 10 に示すように中央銀行が保有する外貨準備に占める通貨別の割合をみると米ドルは 2016 年の 65.4%から徐々に減少し、2024 年までに 7.6%ポイント低下して 57.8%となった。米ドル以外では、ユーロが概ね 2 割程度で推移し大きな変動はない。一方日本円については、2016 年の 4.0%から 2024 年には 5.8%まで 1.8%ポイントの拡大となった。また、人民元は 2024 年でも 2.2%と割合としては非常に小さいものの、2016 年から 2024 年までに 1.1%ポイント拡大している。このように、米ドルは中央銀行の準備通貨でその比率が低下している面もあるものの、依然として圧倒的に多いことは確認できる。

図表 10 外貨準備の通貨別割合(%)

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2016年 →2024年の差
ドル	65.4	62.7	61.8	60.7	58.9	58.8	58.5	58.4	57.8	-7.6
ユーロ	19.1	20.2	20.7	20.6	21.3	20.6	20.4	19.9	19.8	0.7
日本円	4.0	4.9	5.2	5.9	6.0	5.5	5.5	5.7	5.8	1.9
英ポンド	4.3	4.5	4.4	4.6	4.7	4.8	4.9	4.9	4.7	0.4
カナダドル	1.9	2.0	1.8	1.9	2.1	2.4	2.4	2.6	2.8	0.8
人民元	1.1	1.2	1.9	1.9	2.3	2.8	2.6	2.3	2.2	1.1
豪ドル	1.7	1.8	1.6	1.7	1.8	1.8	2.0	2.1	2.1	0.4
スイスフラン	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0
その他	2.3	2.4	2.4	2.5	2.7	3.1	3.5	3.9	4.6	2.3

(出所) 国際通貨基金(IMF)、「Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)」より筆者作成。

このため、これまではグローバルに世界経済への下押し圧力が起こった際にも、流動性の高い米国債への資金が流入し、米金利低下・ドル高となってきた。しかし、その背景にはこれまで見た通り、米国が民主主義、自由貿易、世界の警察としての安全保障の提供を通じて、覇権国として世界の安定に寄与してきたことによる信頼の裏付けがあったであろう。一方、今回の金利上昇やドル安(自国通貨安)については米国の経済学者から米国の南米化や新興国化を指摘されている。この背景にはこうした米国が得てきた国際的な信頼が揺らいでいるのではないかと、ということがある。こうした米国に対する信頼欠如が起こった場合、長期的にドルや米国債を手放そうという動きが広がろう。その場合、政策金利の見通しを示す 2 年金利よりも、より長期間の金利や様々なリスクの上乗せ分を含む 10 年金利が上昇することになる。そこで、図表 11 で最近の 2 年国債利回りをみると、2024 年終盤から 4.2%程度で推移した後、2025 年に入り関税による景気減速を懸念して低下に転じている。一方、図表 11 の 10 年国債利回りは 2025 年 4 月以降、上昇に転じている。図表 12 で 2 年 10 年金利差は拡大に転じて 0.67%まで到達している。この 10 年金利上昇および 2 年 10 年金利差の拡大は、長期的な米国の信頼低下を反映している可能性がある。

図表 11 米国債利回り(2 年・10 年)の推移



(出所) FRB より筆者作成。

図表 12 米 2 年 10 年金利差の推移



(出所) FRB より筆者作成。

戦後、米国が覇権国として世界の政治・経済・安全保障の役割を果たしてきた。これは経済危機の発生時に、米国の資産を保有することを促し、米国債が安全資産として機能することを支えてきた。ドゴール元仏大統領は、これを米国の持つ「法外な特権」、米経済学者のアイケングリーン教授は「とてつもない特権」と称した。トランプ大統領はその前提となっている国際的な役割を大きく後退させる一方、ドルは基軸通貨としての役割を果たし続けることができるとみているようだ。もっとも、覇権国としての役割を果たさず、欧州や日本といった同盟国にも関税の引き上げを迫る姿勢は、これまでグローバルリーダーとして役割を果たしてきた米国とは大きく異なる。米国がこうした政策方針を取り続けられれば、ドルの持つ「法外な特権」「とてつもない特権」も失われる公算が大きく、それは長期金利の上昇という形となって米国自身に降りかかってくることとなろう。米国政府は今後米国債の借り換えを控えているが、関税による景気減速、長期金利の上昇による資金調達の上昇は米国経済を苦境に陥れる可能性がある。今後、関税政策を含む米国の政策が中国に対する優位を維持する方向で維持されるのか、あるいは再び相互依存を前提とした国際協調的な路線への揺り戻しがあるのか、をしっかりと見定める必要があろう。その帰趨は世界経済、日本経済にも大きな影響を与えよう。

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

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](http://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.