



日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

関税率の変動が消費者物価に及ぼす 影響について： 米国における実証分析

木根原健太*

kenta.kinehara@boj.or.jp

山本弘樹**

hiroki.yamamoto@boj.or.jp

沖本竜義***

tatsuyoshi.okimoto@keio.jp

No.26-J-8
2026年6月

日本銀行
〒103-8660 日本郵便（株）日本橋郵便局私書箱30号

- * 国際局（現・調査統計局）
** 国際局（現・金融研究所）
*** 慶應義塾大学および日本銀行国際局

日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行員および外部研究者の研究成果をとりまとめたもので、内外の研究機関、研究者等の有識者から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の中で示された内容や意見は、日本銀行の公式見解を示すものではありません。

なお、ワーキングペーパーシリーズに対するご意見・ご質問や、掲載ファイルに関するお問い合わせは、執筆者までお寄せ下さい。

商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行情報サービス局（post.prd8@boj.or.jp）までご相談下さい。転載・複製を行う場合は、出所を明記して下さい。

関税率の変動が消費者物価に及ぼす影響について：

米国における実証分析*

木根原 健太[†] 山本 弘樹[‡] 沖本 竜義[§]

2026年6月

【要旨】

2025年の米国トランプ政権による関税引き上げを受け、関税ショックに対する米国消費者物価の反応について注目が集まっている。当初は、関税賦課後すぐに消費者物価に転嫁され、相応のインフレ率の上昇が生じるとの見方が多かったが、実際は、価格転嫁が緩やかなペースで進んでいる。こうした関税ショックが消費者物価に及ぼす影響に関して、時系列モデルを用いた先行研究では、これまでのところコンセンサスはない。本稿は、こうした先行研究間の結果のばらつきや、昨年以降の米国関税の消費者物価への価格転嫁が緩やかなペースで進んでいる点を、関税ショックの消費者物価へのパススルーが状態依存的に変化するという観点から検証する。分析の結果、持続的な関税レジーム下では、インフレ圧力が生じる一方、一時的な関税レジーム下ではディスインフレ圧力が生じる可能性が示唆された。また、持続的関税レジーム下であっても、コスト吸収力がある場合は、インフレ圧力を抑制し、価格転嫁にラグをもたらす可能性が示唆された。加えて、先行研究間の推計結果の違いには、関税の持続性の局面差が寄与している可能性が確認された。このように、関税ショックの消費者物価への影響は状態依存性を有し、先行きの予測には大きな不確実性が伴うと考えられる。

JEL 分類番号：C32、E31、F14

キーワード：平滑推移 Local Projection、関税率、消費者物価

* 本稿の執筆に当たっては、岡 絢太氏、黒住 卓司氏、座本 花氏、近田 健氏、中島 上智氏、東 将人氏、松田 太一氏の各氏および日本銀行のスタッフから有益なコメントを頂戴した。記して感謝したい。ただし、本稿に示される内容や意見は筆者ら個人に属するものであり、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りは全て筆者らに帰する。

[†] 日本銀行国際局（現・調査統計局） (kenta.kinehara@boj.or.jp)

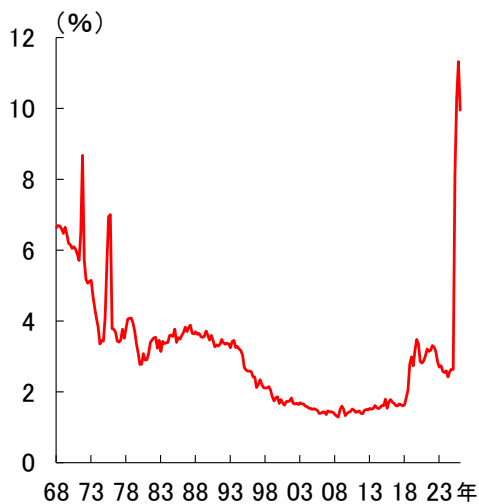
[‡] 日本銀行国際局（現・金融研究所） (hiroki.yamamoto@boj.or.jp)

[§] 慶応義塾大学および日本銀行国際局 (tatsuyoshi.okimoto@keio.jp)

1. はじめに

2025年、米国のトランプ政権は、世界各国に対して、歴史的に高水準となる関税賦課を行った（図1）。それを受けて、関税が米国の消費者物価に及ぼす影響について改めて関心が高まっている。当初、多くのエコノミストは、関税の引き上げ後すぐにインフレ率が明確に高まると予想していた（図2）。しかし、これまでのところ、価格転嫁は緩やかなペースで進んでおり、関税引き上げとインフレ率の関係の複雑さを示唆する結果となっている。本稿では、米国における関税ショックの消費者物価へのパススルーがどのような要因に依存しているのか、という問いに取り組む。

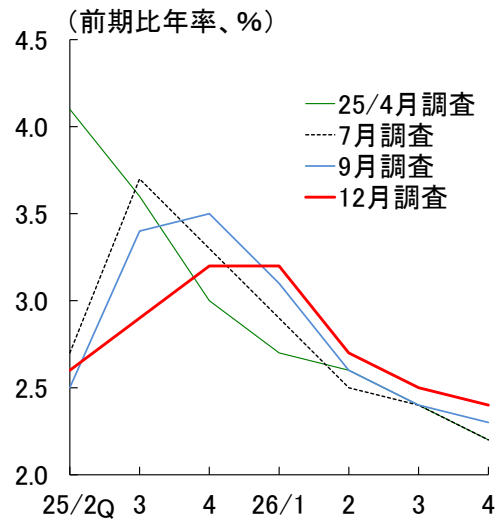
図1：実効関税率の推移



(注) 直近は26年第1四半期。

(出所) FRED

図2：コアPCEデフレーターのエコノミスト予想



(注) エコノミスト予想は、Blue Chip が取り纏めた予想の平均値。

(出所) Wolters Kluwer, HAVER

関税引き上げの消費者物価への波及については、これまで多くの研究が行われてきた。理論研究においては、関税引き上げはインフレ圧力と景気抑制効果をもたらすとの見方で概ね一致しており、関税ショックはコストプッシュショックとしての性質を有していると整理される (Werning et al. (2025))。ミクロデータを用いた実証分析においても、関税引き上げがインフレ圧力と景気抑制効果をもたらすことが示されている (Amiti et al. (2019); Cavallo et al. (2021); Flaaen et al. (2020))。一方、時系列分析手法を用いた実証分析については、Schmitt-Grohé and Uribe (2025) が指摘するように、関心の高さにも

かかわらずその数は限られており、かつ、それらの結果には大きなばらつきがみられる。具体的には、関税率の変動が消費者物価に及ぼす影響について、その度合いのみならず、インフレ圧力をもたらすのかディスインフレ圧力をもたらすのかという方向についても、コンセンサスは得られていない (Barnichon and Singh (2025); Boer and Rieth (2024); Den Besten and Känzig (2026); Dvorkin et al. (2025))。

これらの先行研究の推計期間に着目すると、関税引き上げがディスインフレ圧力をもたらすと主張する研究は、1960-70年代の関税引き上げをデータセットに含むのに対し、インフレ圧力をもたらすと主張する研究は、1980年代以降のデータを用いた推計が多い。Franconi and Hack (2026) は、関税の消費者物価へのパススルーが推計期間に依存することを明示的に示し、推計開始期を1980年に変更すると関税率引き上げはインフレ圧力をもたらす一方、1970年代以前を含めるとディスインフレ圧力が生じることを報告している。もっとも、彼らはその違いを生む背景については検証していない。また、価格転嫁のタイミングについても、Boer and Rieth (2024) は短期的なパススルーを主張する一方、Dvorkin et al. (2025) や Franconi and Hack (2026) は、価格転嫁がラグを伴って徐々に進むことを示唆しており、見解は分かれている。

本稿の問題意識は、こうした先行研究間の結果の不一致と、昨年以降の米国関税の消費者物価への価格転嫁が緩やかなことを、関税ショックのパススルーが状態依存的に変化するという観点から統一的に理解する点にある。具体的な分析内容は以下の3点に整理できる。

第一に、Schmitt-Grohé and Uribe (2025) が示した「関税ショックの持続性が消費者物価へのパススルーの方向に影響を与える」という主張を、時系列手法を用いて検証する。具体的には、Andrews and Chen (1994) が提唱する自己回帰の係数和 (Sum of the Autoregressive Coefficient: SARC) を用いて関税の持続性指標を作成し、これを推移変数とする平滑推移 Factor-Augmented Local Projection (Smooth-transition Factor-Augmented Local Projection: ST-FALP) モデルを推計する。

第二に、米国における昨年来の緩やかな価格転嫁の背景を、企業のコスト吸収力の観点から検証する。先行研究では、在庫 (Auclert et al. (2025)) やマークアップ (Kouvavas et al. (2021)) が関税ショックのパススルーを緩やかにする要因として指摘されている。本稿では、Silvennoinen and Thorp (2013) および Okimoto (2019) に倣い、関税の持続性と企業のコスト吸収力という2つの状態を同時に考慮する Double ST-FALP (DST-FALP) モデルを構築し、両者の

交差効果を分析する。

第三に、先行研究間で推計結果が異なる背景として、関税の持続性が寄与している可能性を、Kendall の順位相関係数を用いて定量的に検証する。

時系列分析手法を用いた関税に関する先行研究において、平滑推移メカニズムを導入し、関税ショックの消費者物価へのパススルーの状態依存性を実証的に評価した研究、ならびに、推計期間の違いによる推計結果の違いを定量的に説明しようとした研究は、これまで限られている。本稿の先行研究への貢献は、関税ショックのパススルーが状態依存的に変化する点を実証的に明らかにしたうえで、その状態依存性が先行研究間の推計結果の不一致を説明し得ることを示した点にある。

実証分析の結果、以下の点が明らかになった。第一に、ST-FALP モデルによる推計から、関税ショックの消費者物価へのパススルーが関税の持続性に強く依存することが示された。具体的には、関税率の変動が持続的とみなされる「持続的関税レジーム」では、関税ショックはインフレ圧力をもたらす。これは関税がコストプッシュショックとしての性質を有するという理論的整理 (Werning et al. (2025)) と整合的であるとともに、Schmitt-Grohé and Uribe (2025) の主張とも整合する。他方、関税率の変動が一時的とみなされる「一時的関税レジーム」では、関税ショックはディスインフレ圧力をもたらすことが示唆された。この背景として、Schmitt-Grohé and Uribe (2025) が理論的に指摘する異時点間代替を通じた消費減少は本稿の推計では確認されず、むしろ消費支出はわずかに増加する一方、輸入物価が有意に低下することから、海外企業が競争力維持のためにコストを一時的に肩代わりするという Auray et al. (2025) の理論的予測の方が、データと整合的であることが示唆された。

第二に、DST-FALP モデルによる推計から、持続的関税レジーム下であっても、企業のコスト吸収余地が大きい場合は、消費者物価上昇にラグが生じる一方、コスト吸収余地が乏しい場合は、インフレ圧力がすみやかに顕在化することが示された。これは、今次局面のように関税率の変動が持続的と認識される下でも、在庫やマークアップを通じたコスト吸収力の高さが、価格転嫁を遅らせ得ることを示唆する。

第三に、Kendall の順位相関係数を用いた検証から、関税の持続性レジームと推計期間ダミーの間に統計的に有意な負の関係が確認され、先行研究間の推計結果の違いには、関税の持続性の局面差が寄与している可能性が示唆された。

以上の結果を踏まえると、関税率の変動が消費者物価に及ぼす影響は、関税率

の変動がどの程度持続的とみなされるか、また企業のコスト吸収余地がどの程度あるかに応じて、その方向やタイミングが大きく異なる。本稿は、この状態依存性を実証的に明らかにすることで、関税ショックの消費者物価への影響を予測する際の不確実性の構造的源泉を示している。

本稿の構成は以下の通りである。第2節ではモデルとデータを説明する。第3節では推計結果を示し、関税の持続性とコスト吸収力に応じた非線形性を検証する。第4節では結論を述べる。

2. モデルとデータ

本節では、本稿で用いる ST-FALP モデルおよび DST-FALP モデル、ならびに推移関数の拡張について説明する。また、推計に用いるデータと、そのトレンド除去方法の概要についても述べる。

2-1. モデル

2-1-1. ST-FALP モデル

ここでは、関税ショックが消費者物価に及ぼす影響を検証するために用いる ST-FALP モデルについて説明する。Local Projection (LP) モデルに平滑推移メカニズムを導入することで、例えば関税の持続性が高い局面と低い局面とで、関税ショックに対する消費者物価のインパルス応答関数に違いが生じるのかについて、検証することが可能となる。本稿では、以下のモデル(1)を最小二乗法により推計する。

$$\tilde{y}_{t+h} = (\alpha_h^H + \beta_h^H \tau_t + \phi_h^H x_t)G(z_{t-1}) + (\alpha_h^L + \beta_h^L \tau_t + \phi_h^L x_t)(1 - G(z_{t-1})) + u_{t+h} \quad (1)$$

ここで、 τ_t は、実効関税率を表す。また、 x_t はコントロール変数を表し、約 90 系列の経済・金融指標から主成分分析を用いて抽出された 8 つのファクター(累積寄与度は約 80%)と、被説明変数、実効関税率のラグ項が含まれる。 \tilde{y}_{t+h} は後述する通り、トレンドを除去した被説明変数を表し、 u_{t+h} は誤差項である。また、 z_{t-1} は推移変数、 $G(z_{t-1})$ は 0 から 1 の値を取り、レジーム H のウェイトを表すと見なされる推移関数である。つまり、この ST-FALP モデルには 2 つのレジーム L と H が存在し、各レジームのウェイトが推移変数の値によって決まることになる。具体的には、Granger and Teräsvirta (1993) に倣い、以下のロジスティック関数を用いる。

$$G(z_{t-1}) = \frac{1}{1 + \exp(-\gamma(z_{t-1} - c))}, \quad \gamma > 0$$

ここで、 c はレジーム L よりレジーム H のウェイトが高くなる閾値を規定するパラメータであり、 γ は推移変数の変化に伴うレジームの変化の推移速度を示すパラメータである。これらの推移変数と推移関数のもとでは、 $t-1$ 期の推移変数が小さい値を取る場合には、 $G(z_{t-1})$ は 0 に近い値を取り、レジーム L のウェイトが大きくなる。一方、推移変数が比較的大きな値を取る状況では、 $G(z_{t-1})$ は 1 に近い値を取り、レジーム H のウェイトが高くなる。そのため、 z_{t-1} を後述する SARC とすると、レジーム H は推移変数が大きく関税の持続性が強いレジームを示し、逆にレジーム L は関税の持続性が低く、翌期には関税が変更されると経済主体に予想されているレジームを表すと解釈することができる。さらに、パラメータ γ が大きいほど、推移変数が c を超えたときのレジーム L からレジーム H への推移が大きくなり、レジーム間の変化が急激になる。

関税ショックの識別について、本稿では Plagborg-Møller and Wolf (2021) に倣い、実効関税率のラグ項をコントロール変数に含める一方、その他の変数の同時点の値についてはコントロールに含めないこととする。これにより、VAR モデルにおいて実効関税率を内生変数ベクトルの先頭に配置し、コレスキー分解によって関税ショックを識別するのと漸近的に同値な結果を得ることが可能となる。もっとも、コレスキー分解による識別を実効関税率に適用することの妥当性は、実効関税率の変動を関税ショックの代理変数として扱えるかという点に依存する。この点について、Barnichon and Singh (2025) は、米国において政党により関税政策に対する見方が異なり、こうした政党間でのバランスが度々変化することから、たとえ関税の変化が経済状況を反映したものであったとしても、関税政策の変化する方向性は準ランダムであり、通常の OLS を用いて関税のマクロ経済活動に対する因果効果を測定することができると主張している。実際、彼らは、ナラティブアプローチにより構築した操作変数を用いた推計結果と、実効関税率を外生的な変数として扱った推計結果が、概ね同様の傾向を示すことを報告している。本稿も彼らの先行研究に倣い、実効関税率を外生的な変数として扱った推計を行う。ただし、Barnichon and Singh (2025) の議論は 150 年に及ぶ長期データに基づくものであり、本稿のサンプル期間（1971 年第 1 四半期から 2025 年第 3 四半期）に直接適用することの妥当性については、留意が必要である。特に、1970 年代のニクソン、フォード政権下の関税政策については、Barnichon and Singh (2025) 自身が、原油価格の高騰に対応した内生的な関税政策であった可能性を指摘している。この点を踏まえ、本稿では、頑健性チェックとして、1970 年代の関税ショックを 0 に置き換えた上での ST-FALP モデ

ルの再推計を補論 B で実施しており、本論の ST-FALP モデル、および DST-FALP モデルによる主要な結論が当該期間の内生性懸念に対して頑健であることを確認している。

2-1-2. DST-FALP モデル

次に、Silvennoinen and Thorp (2013) に倣い、前節で述べた ST-FALP モデルを拡張した下記の DST-FALP モデル(2)を考える。

$$\begin{aligned}
\tilde{y}_{t+h} = & F(s_{1,t-1}, s_{2,t-1})G(z_{t-1})(\alpha_h^{HH} + \beta_h^{HH}\tau_t + \phi_h^{HH}x_t) \\
& + F(s_{1,t-1}, s_{2,t-1})(1 - G(z_{t-1}))(\alpha_h^{HL} + \beta_h^{HL}\tau_t + \phi_h^{HL}x_t) \\
& + (1 - F(s_{1,t-1}, s_{2,t-1}))G(z_{t-1})(\alpha_h^{LH} + \beta_h^{LH}\tau_t + \phi_h^{LH}x_t) \\
& + (1 - F(s_{1,t-1}, s_{2,t-1}))(1 - G(z_{t-1}))(\alpha_h^{LL} + \beta_h^{LL}\tau_t + \phi_h^{LL}x_t) \\
& + u_{t+h}
\end{aligned} \tag{2}$$

ここで、 $F(s_{1,t-1}, s_{2,t-1})$ は $s_{1,t-1}$ 、 $s_{2,t-1}$ を推移変数とする推移関数を表す。さらに、推移関数を拡張し、複数の推移変数を同時に用いることを考える。具体的には、Okimoto (2019) に倣い、推移関数を下記のように変更する。

$$F(s_{1,t-1}, s_{2,t-1}) = \frac{1}{1 + \exp(-\gamma_2(s_{1,t-1} - c_2) - \gamma_3(s_{2,t-1} - c_3))}, \gamma > 0$$

LL は z_{t-1} を推移変数とした推移関数 $G(z_{t-1})$ に関するレジームが L で、 $F(s_{1,t-1}, s_{2,t-1})$ に関するレジームも L であるようなレジームを表す。また、 LH は、 $F(s_{1,t-1}, s_{2,t-1})$ に関するレジームが L 、 $G(z_{t-1})$ に関するレジームが H であるようなレジーム、 HL はその逆を表す。そのほか、 HH は $F(s_{1,t-1}, s_{2,t-1})$ と $G(z_{t-1})$ のどちらに関するレジームも H であるようなレジームを表す。

これにより、関税の持続性に関するレジームと、企業のコスト吸収力に関するレジームを統合的に扱うことが可能となる。

2-1-3. トレンド除去

本稿では、Hamilton (2018) および Hamilton et al. (2024) による回帰ベースのトレンド除去方法（以下、H フィルター）を用いて、データを定常過程に従うよう変形を行う。具体的には、各変数について自己ラグを使用した以下の線形予測を OLS によって行い、得られた残差 \tilde{y}_t を景気循環成分として扱う。

$$y_t = a + \beta_1 y_{t-k} + \beta_2 y_{t-k-1} + \dots + \beta_q y_{t-k-q+1} + \tilde{y}_t$$

これにより、すべての系列に一貫した処理を施した上で分析を行うことができる。なお、ここで用いる経済および金融変数の単位については、金利などのパーセンテージを除き、自然対数を取った値を使用する。また、予測期間とラグ数はそれぞれ k および q と定義される。Hamilton (2018) および Hamilton et al. (2024) は、四半期データについて $k = 8$ 、 $q = 4$ を用いることを推奨しており、本稿もこれに倣う。

2-2. データ

本稿の分析に用いるデータは、米国に関する約 90 系列のマクロ経済および金融指標の四半期データであり、詳細は補論 A にまとめている。H フィルターによるトレンド除去を行うため、データは 1968 年第 1 四半期から 2025 年第 3 四半期までを取得し、ST-FALP モデルおよび DST-FALP モデルの推計には 1971 年第 1 四半期から 2025 年第 3 四半期までのデータを用いる。以下では、ST-FALP モデルおよび DST-FALP モデルの推移変数として用いる SARC、在庫ギャップ、米国企業利益率について述べる。

2-2-1. SARC

本稿では、Andrews and Chen (1994) が提唱する SARC により、関税の持続性を定量化し、ST-FALP モデルおよび DST-FALP モデルの推移変数として用いる。SARC は、自己回帰過程の単位根近傍での持続性を捉える指標として、Pivetta and Reis (2007) 等の先行研究で広く用いられている。本稿では、実効関税率の前期差について、以下の自己回帰モデルを推計する。

$$\Delta T_t = \mu + \sum_{j=1}^K \alpha_j \Delta T_{t-j} + \varepsilon_t$$

ここで、 ΔT_t は実効関税率の前期差、 ε_t は誤差項を表す。SARC は、係数 α_j の合計値、 $\rho \equiv \sum \alpha_j$ と定義する。SARC が高い値を取る場合、関税率の変化が次期以降も同方向に継続する傾向が強く、関税の持続性が高い局面と解釈される。逆に、SARC が低い値を取る場合、関税率の変化は孤立的で短期間のうちに反転しやすく、関税の変動が一時的な局面と解釈される。ラグ数は Pivetta and Reis (2007) を参考に、BIC を用いて 2 四半期とする。図 3 は SARC の推移である。

2-2-2. 在庫ギャップ

本稿では、企業のコスト吸収力の代理変数の一つとして、在庫ギャップを用いる。例えば、ダラス連銀が実施するサーベイにおいて、2025 年の米新政権が実施した関税政策によるコスト上昇に対して、在庫による対応を行うと回答した企業が相応に見られる¹。また、連邦準備制度 (FRB) が公表するベージュブックにおいて、一部の地区連銀から、関税政策発動前に積み上げた在庫が枯渇するにつれ、関税関連コストの上昇圧力が継続したとのコメントが確認される²。このように、コスト増と在庫の変動の間に一定の関係性が見られる。本稿では、在庫水準の情報を加味するため、1950 年第 1 四半期以降の実質在庫変動を累積した値に対して H フィルターによりトレンド除去を行い、GDP ギャップで回帰した残差を在庫ギャップと定義する。これを DST-FALP モデルにおけるコスト吸収レジームの推移変数として用いる。図 4 は在庫ギャップの時系列推移を示している。

2-2-3. 米国企業利益率

本稿では、Kouvavas et al. (2021) 等の先行研究が、マークアップによるコスト上昇圧力の吸収可能性について報告していることを踏まえ、在庫ギャップに加え、マークアップの影響も考慮する。具体的には、米国の税引前企業利益率をマークアップの代理変数として用いる。これを DST-FALP モデルにおけるコスト吸収レジームの推移変数の一つとして用いる。図 5 は米国企業利益率の時系列推移を示している。

¹ 詳しくは、Federal Reserve Bank of Dallas, “Texas Business Outlook Surveys - August 2025” を参照。

² 詳しくは、Board of Governors of the Federal Reserve System, “Beige Book - January 2026” を参照。

図 3 : SARC

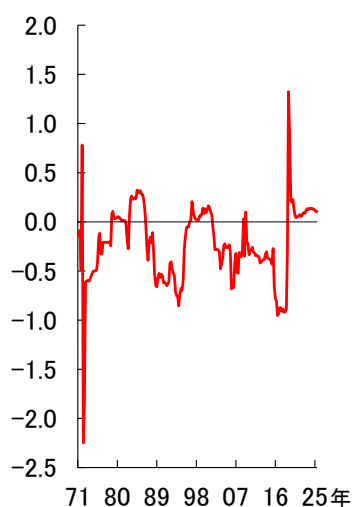


図 4 : 在庫ギャップ

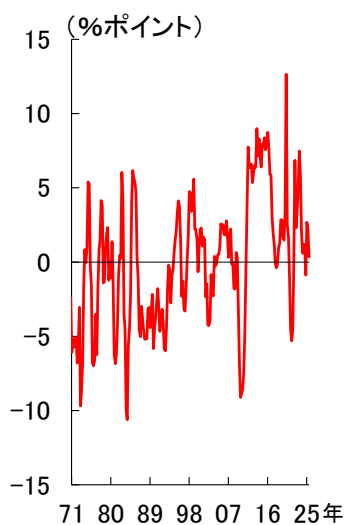
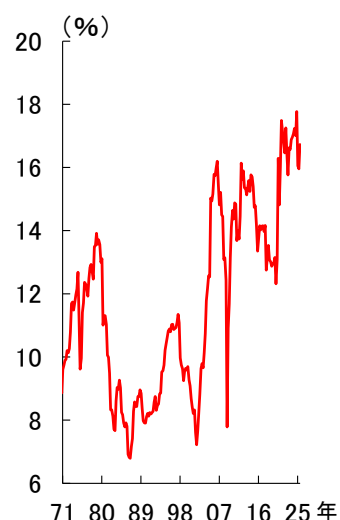


図 5 : 米国企業利益率



(注) 直近は 25 年第 3 四半期。右図の米国企業利益率は税引前企業利益額を国民所得で除して算出。

3. 推計結果

本節では、第 2 節で説明した ST-FALP モデルおよび DST-FALP モデルを用いて、関税ショックの消費者物価へのパススルーが状態依存的に変化するかを検証する。まず、3-1 節では、関税の持続性を推移変数とする ST-FALP モデルにより、関税ショックの消費者物価へのパススルーが関税の持続性に依存するかを分析する。次に、3-2 節では、関税の持続性に加えて企業のコスト吸収力（在庫ギャップおよび米国企業利益率）を同時に考慮した DST-FALP モデルにより、価格転嫁にラグが生じる背景を検証する。最後に、3-3 節では、本稿で考慮した関税の持続性が、先行研究間における推計結果の違いに寄与している可能性を、Kendall の順位相関係数を用いて検証する。

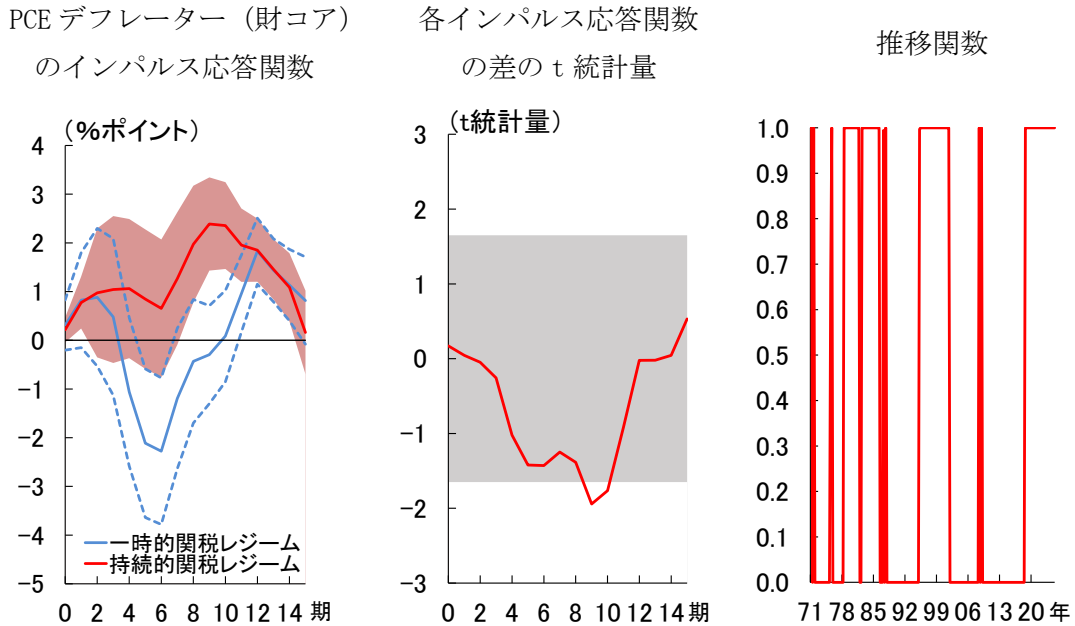
3-1. 関税の持続性による影響

図 6 は、関税の持続性を推移変数とした、関税ショックに対する PCE デフレーター（財コア）のインパルス応答関数である。推移変数は 1 期ラグとしており、過去の関税率の変動が持続的であった場合、今後も持続的に関税率が変動すると経済主体が想定するレジームを持続的関税レジームと呼び、過去の関税率の変動が一時的であった場合、今後も変動は一時的だと想定するレジームを一時的関税レジームと呼ぶ。持続的関税レジーム下では、正の関税ショックに対して、インフレ率はラグを伴いながら徐々に上昇していくことが示唆されており、

これは関税がコストプッシュショックとして消費者物価に波及する標準的経路 (Werning et al. (2025)) と整合的である。一方、一時的関税レジーム下では、正の関税ショックはディスインフレ圧力をもたらすことが示唆されている。また、中央の図は持続的関税レジームと一時的関税レジームのインパルス応答関数の差の t 統計量を表し、シャドローは 90% 区間を表す。すなわち、シャドロー部分よりも実線が逸脱している (ショック発生から) 9~10 四半期後においては、各インパルスには有意な差異があることを示している。

右図の推移関数については、例えば 1971 年や 1975 年は一時的関税レジームに該当すると示唆されている。この時期は、ニクソン政権による通貨防衛と国際収支の改善を目的とした関税引き上げや、オイルショックを背景に原油の輸入依存度の低下と供給ショックによる感応度低下を企図したフォード政権下での関税賦課が行われている。これらの関税政策は為替や原油等の市場価格の変動と関連しており、関税の引き上げも一時的なものとなっている。一方、第一次トランプ政権下では 2018 年以降に実施された関税引き上げを受け、2019 年以降は持続的関税レジームでの推移となっている。これは 2018 年の関税政策の動向を見て、それ以降に実施された同政権による政策は持続的だと見なされたと解釈される。その後のバイデン政権についても、第一次トランプ政権下で実施された関税政策は維持しつつ、中国に対する新たな関税賦課を行っており、2025 年の第二次トランプ政権による関税引き上げ時に至るまで持続的関税レジームでの推移が続いている。こうした持続的関税レジームでは、関税ショックはインフレ圧力をもたらすことが示唆されるが、圧力の顕在化がラグを伴う点については、3-2 節において、コスト吸収力の観点から改めて検討する。

図6： ST-FALP モデルによる推計結果

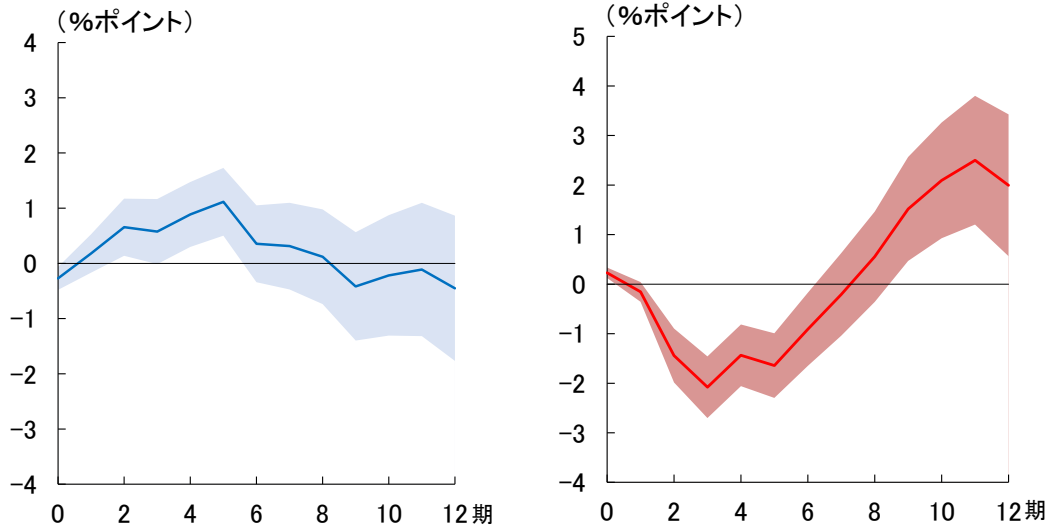


(注) 左図は、関税率を1%ポイント上昇させる関税ショックに対するインパルス応答関数。赤色のバンドと青点線は68%信頼区間。中央の図は、一時的関税レジームと持続的関税レジームのインパルス応答関数の中央値の差のt値。右図の直近は2025年第3四半期。中央の図のシャドーは±1.65を表す。

以上の通り、持続的関税レジーム下では関税ショックが標準的にコストプッシュショックとして消費者物価を押し上げる一方、一時的関税レジーム下ではむしろ消費者物価を下押しすることが示された。後者については、関税率の変動が一時的である場合、関税率の上昇は消費者物価を下押しするという Schmitt-Grohé and Uribe (2025) の主張と整合的である。先行研究はその背景について、来期にはすぐに撤回されるような一時的な関税ショックに対し、家計は関税政策の撤廃後まで短期的に消費を控え、貯蓄に回す（消費の異時点間代替）ため、需要の減少を通じて短期的なディスインフレ圧力をもたらすと主張している。この点について、本稿のモデルを用いて消費支出のインパルス応答関数を確認すると、図7が示す通り、一時的関税レジーム下では、異時点間代替を通じた短期的な消費減少は確認されず、むしろわずかに増加することが示唆されている。先行研究との相違を考察するため、輸入物価（関税除くベース）の上昇率に関するインパルス応答関数を確認すると、図8の通り、一時的関税レジーム下では、輸入物価が一定期間はトレンド対比で有意に下振れることが示唆されている。本稿で用いている輸入物価は、関税を除くベースで計測されているため、輸入物価のトレンドからの下振れは、海外企業が輸出価格を引き下げることに関税分を自らのマージンで（一部）負担していることを意味する。このことから、海外企業が一時的な関税上昇に対しては、価格競争力を維持するために関税分のコ

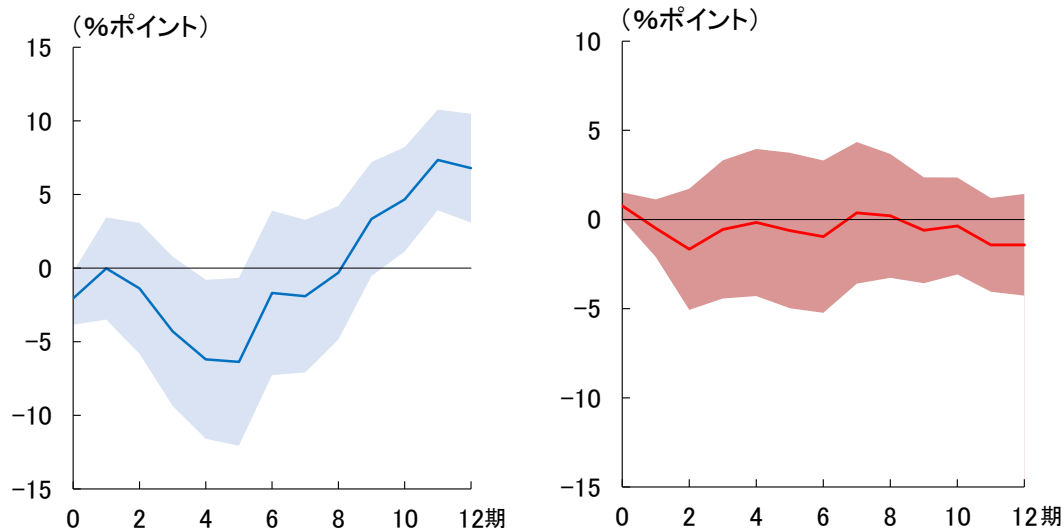
コストを肩代わりしている可能性が考えられる。この点は、関税率の変動が一時的とみなされる場合に、海外企業が交易条件を悪化させる形でコストを肩代わりするという Auray et al. (2025) の理論的予測と整合的である。他方、持続的関税レジーム下では、輸入物価（関税除くベース）は関税ショックに対してほぼ無反応となっている（図 8 右図）。これは、関税率の変動が持続的とみなされる局面では、海外企業はコストを肩代わりするインセンティブが働かず、関税コストがそのまま輸入価格に転嫁されることを示唆している。この結果は、持続的関税レジーム下では関税ショックがコストプッシュショックとして消費者物価に波及するという、本節の推計結果とも整合的である。

図7：関税ショックに対する消費支出のインパルス応答関数
 一時的関税レジーム 持続的関税レジーム



(注) 図は、関税率を1%ポイント上昇させる関税ショックに対するインパルス応答関数。バンドは68%信頼区間。

図8：関税ショックに対する輸入物価のインパルス応答関数
 一時的関税レジーム 持続的関税レジーム



(注) 図は、関税率を1%ポイント上昇させる関税ショックに対するインパルス応答関数。バンドは68%信頼区間。

3-2. コスト吸収力による影響

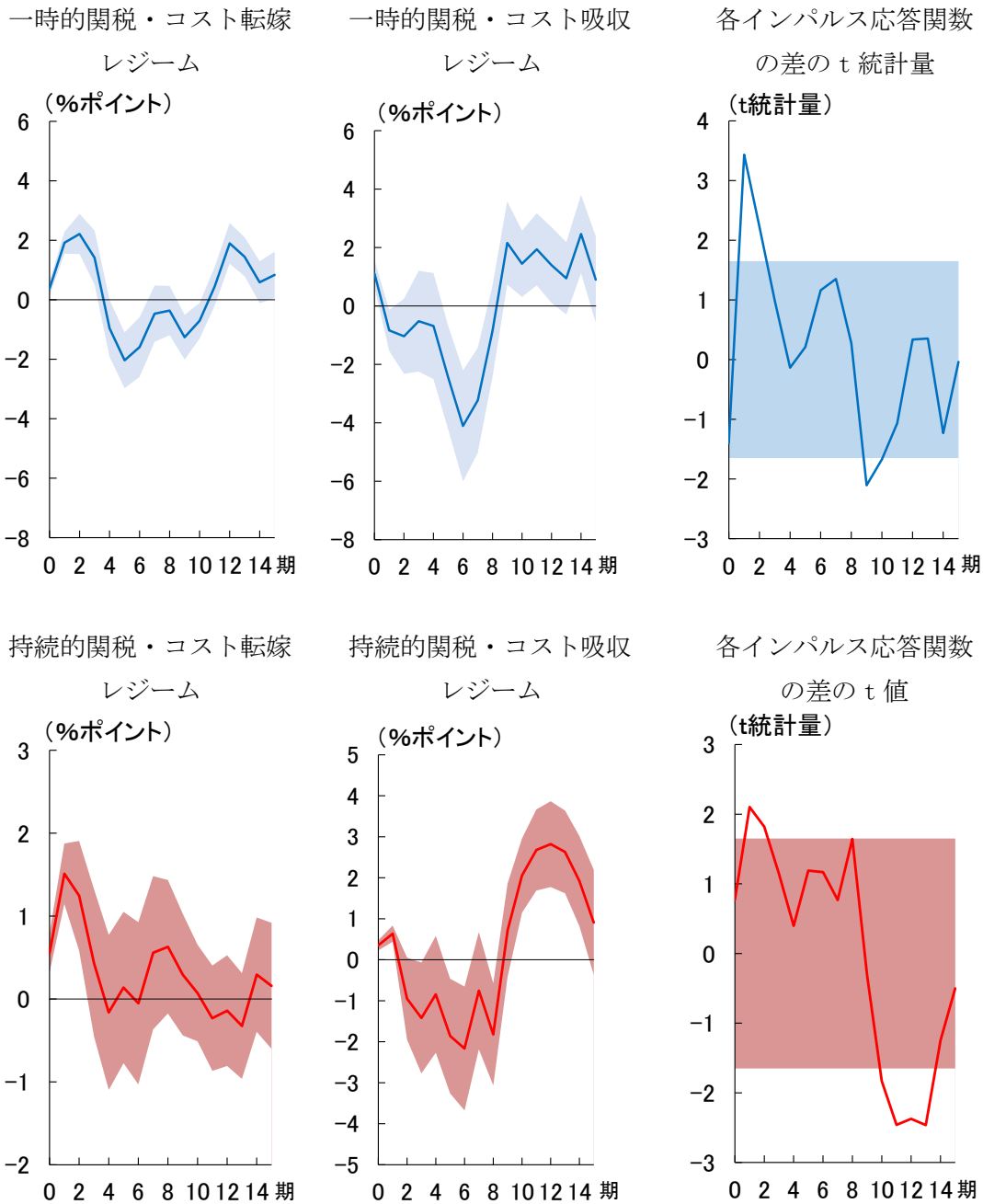
前節では、ST-FALP モデルによる推計から、関税ショックに対して持続的関税レジーム下ではインフレ圧力が生じる一方、一時的関税レジーム下ではディスインフレ圧力が生じることが示された。もっとも、2025年以降の米国の関税政

策は、トランプ政権による継続的な引き上げ姿勢から、市場参加者には持続的な変動と認識されていると考えられるにもかかわらず、価格転嫁はラグを伴って緩やかなペースで進んでいる。本節では、こうした価格転嫁のラグが生じる背景を、企業のコスト吸収力という観点から検証する。具体的には、関税の持続性に加えて、先行研究および企業サーベイにおいて価格転嫁を遅らせる要因として指摘される在庫およびマークアップを同時に考慮した DST-FALP モデルにより、関税ショックに対する消費者物価の非線形な反応を分析する。

分析の結果、コスト転嫁レジーム下では、関税の持続性のレジームに関わらず、短期的にインフレ圧力がもたらされることが示唆される。一方、コスト吸収レジームかつ一時的関税レジームの場合、正の関税ショックは短期的に消費者物価を下押しする。また、コスト吸収レジームかつ持続的関税レジーム下では、消費者物価の上昇はラグを伴うことが示唆される。

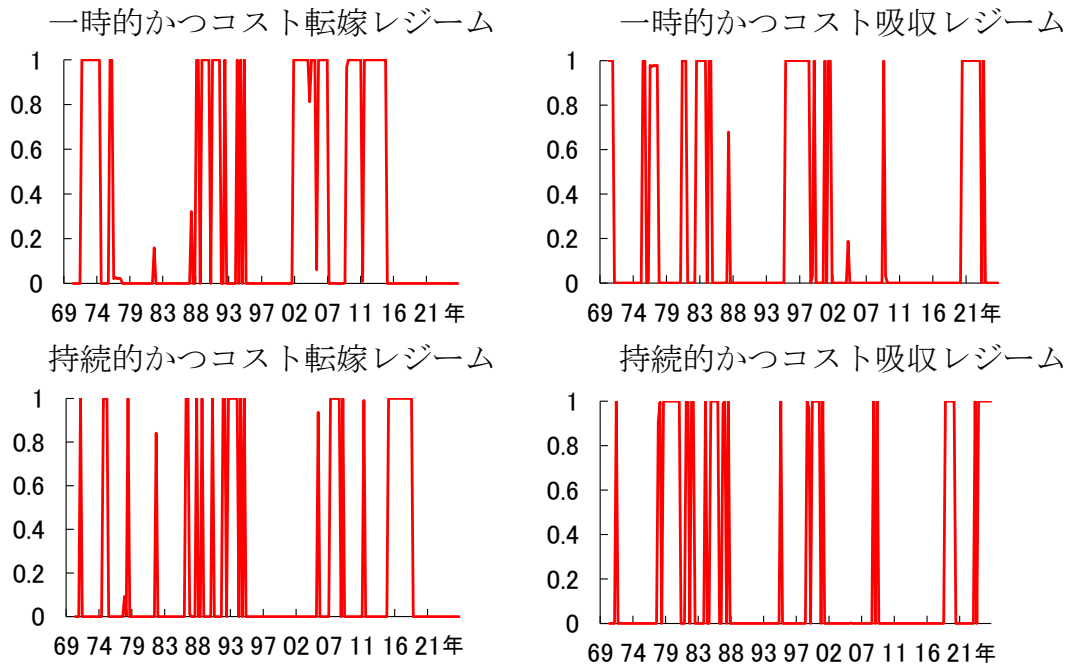
今次局面では、トランプ政権による関税引き上げのアナウンスを受け、米国企業が関税賦課前に駆け込みで在庫の積み上げを行ったことや、コロナ禍以降に企業利益率が高い期間が続いていることから、コスト吸収レジームでの推移となっている。また、第一次トランプ政権下での持続的な関税率の引き上げや、今次局面でのトランプ政権による継続的な引き上げ姿勢を受け、持続的関税レジームでの推移となっていることから、コスト吸収レジームかつ持続的関税レジームでの推移となり、消費者物価の上昇にラグが生じたと考えられる。

図9：PCEデフレーター（財コア）のインパルス応答関数



(注) 図は、関税率を1%ポイント上昇させる関税ショックに対するインパルス応答関数。右図のシャドウは±1.65を表す。バンドは68%信頼区間。

図 10：推移関数



(注) 直近は、2025 年第 3 四半期。

3-3. 先行研究間との比較

3-1 節および 3-2 節の分析により、関税ショックの消費者物価へのパススルーは、関税の持続性および企業のコスト吸収力に応じて状態依存的に変化することが示された。本節では、こうした状態依存性のうち、関税の持続性が、先行研究間で関税ショックに対する消費者物価のインパルス応答関数の推計結果が異なるという点と、どのように関係しているのかを検証する。

Franconi and Hack (2026) が指摘するように、先行研究の推計結果は、推計期間に 1970 年代以前を含めるかどうかによって、関税ショックがインフレ圧力をもたらすのか、ディスインフレ圧力をもたらすのかという方向さえ異なる。図 1 の通り、1970 年代はニクソン、フォード両政権下において関税率の変動が大きい一方、1980 年代以降は自由貿易化の流れを受けた関税率の低下や、第一次トランプ政権下での関税引き上げなどは、持続的な関税ショックであることを踏まえると、3-1 節の結果より、1970 年代のサンプルにおいて一時的関税レジームに該当する局面が多く、1980 年代以降のサンプルでは持続的関税レジームに該当する局面が相対的に多いことが推計期間の違いによる推計結果の違いと関連していることが期待される。そこで本節では、3-1 節で構築した関税の持続性の推移関数が、この推計期間の違いとどのように関係しているかを、Kendall

の順位相関係数を用いて検証する。具体的には、推移関数について、0.5 以上の場合に 0、0.5 未満の場合に 1 をとるダミー変数を構築し、推計期間ダミー（1970 年代を 1、それ以外を 0）との順位相関係数を計算する。

結果は表の通りである。関税の持続性を推移変数とする推移関数は、推計期間ダミーとの間に統計的に有意な正の相関を示している。これは、1970 年代のサンプルにおいて一時的関税レジームに該当する局面が多く、1980 年代以降のサンプルでは持続的関税レジームに該当する局面が相対的に多いことを意味する。3-1 節の結果と合わせると、先行研究において、1970 年代以前を推計期間に含めるとディスインフレ圧力が、1980 年代以降のみを用いるとインフレ圧力が観察される背景には、各期間における関税の持続性の違いが寄与している可能性が示唆される。

表：ST-FALP モデルの推移関数を用いた Kendall の順位相関係数

推移関数	関税の持続性	P 値
Kendall の 順位相関係数	0.125*	0.0665

(注) *は 10%水準で統計的に有意であることを示す。

4. 結論

本稿では、当初のエコノミスト予想に反して、昨年以降の米国関税の消費者物価への価格転嫁が緩やかに進んでいること、ならびに、先行研究において関税ショックに対する消費者物価のインパルス応答関数が推計期間によって異なるという点について、関税ショックの消費者物価へのパススルーが関税の持続性および企業のコスト吸収力などの状態に依存する可能性があるという観点から検証した。

まず、SARC により推計された関税の持続性を推移変数とした ST-FALP モデルにより、関税ショックの消費者物価へのパススルーが関税の持続性に依存することが示された。具体的には、持続的関税レジーム下では関税ショックがコストプッシュショックとして消費者物価を押し上げる一方、一時的関税レジーム下ではむしろディスインフレ圧力が生じることが示唆された。後者については、輸入物価が有意に低下する一方で消費支出は減少しないことから、Schmitt-Grohé and Uribe (2025) が想定する異時点間代替を通じた需要減少よりも、海外企業が競争力維持のためにコストを肩代わりしている経路の方が、データと整合的であることが示唆された。

次に、持続的関税レジーム下において価格転嫁にラグが生じる背景を、先行研究および企業サーベイにおいて価格転嫁を遅らせる要因として挙げられる、在庫および米国企業利益率を考慮した DST-FALP モデルにより検証した。推計の結果、持続的関税レジーム下であっても、コスト吸収レジームではラグを伴いながら消費者物価が上昇する一方、コスト転嫁レジームではインフレ圧力がすみやかに顕在化することが示唆された。これは、今次局面のように関税率の変動が持続的と認識される下でも、在庫やマークアップを通じたコスト吸収余地の存在が、短期的な価格転嫁を抑制し得ることを示唆している。

加えて、本稿で考慮した関税の持続性が、推計期間に 1970 年代以前を含めるかどうかによって関税ショックに対する消費者物価のインパルス応答関数の向きが変わるという点と関係しているのかを、Kendall の順位相関係数を用いて検証したところ、両者の間に統計的に有意な関係が示唆された。これは、先行研究間で推計結果が異なる背景として、推計期間に含まれる関税ショックの持続性の局面差が寄与している可能性を示している。

以上の結果を踏まえると、2025 年以降の米国関税の消費者物価へのパススルーが、事前の予想に反し、緩やかにラグを伴いながら波及している背景には、関税率の変動が持続的だと想定されている下でも、在庫ギャップや米国企業利益率といったコスト吸収余地の存在が、短期的な価格転嫁を抑制している可能性が考えられる。また、先行研究において、関税ショックに対する消費者物価のインパルス応答関数が推計期間によって異なる点については、推計期間に含まれる関税率の変動がどの程度持続的とみなされていたかという違いが影響している可能性がある。このように、関税ショックの消費者物価へのパススルーは、関税率の変動がどの程度持続的だと考えられるか、企業にどの程度コスト吸収力があるかによって、影響の度合いやタイミングに加え、消費者物価を押し上げるのか押し下げるのかといった方向についても異なり、関税ショックに対する消費者物価の先行きを予測する上で大きな不確実性を生じさせ得ると言える。

ただし、本稿は関税の持続性と企業のコスト吸収力に焦点を当てており、為替レートの変動、サプライチェーンの再構築、金融政策の同時反応など、関税のパススルーに影響を及ぼし得る他の重要な要因を明示的にモデル化していない。加えて、本稿の Kendall の順位相関係数を用いた分析は、関税の持続性の推移関数のみを対象としており、企業のコスト吸収力に関する状態変数についての検証、ならびに、二値化の閾値の選択に対する頑健性については、明示的に確認していない。これらの論点については今後の研究課題としたい。

参考文献

- Amiti, Mary, Stephen J. Redding, and David E. Weinstein. (2019) “The impact of the 2018 tariffs on prices and welfare.” *Journal of Economic perspectives*, 33(4): 187-210.
- Andrews, Donald WK, and Hong-Yuan Chen. (1994) “Approximately median-unbiased estimation of autoregressive models.” *Journal of Business and Economic Statistics* 12 (2), 187-204.
- Auclert, Adrien, Matthew Rognlie, and Ludwig Straub. (2025) “The Macroeconomics of Tariff Shocks.” NBER Working Paper 33726.
- Auray, Stéphane, Michael B Devereux, and Aurélien Eyquem. (2025) “Trade Wars, Nominal Rigidities, and Monetary Policy.” *Review of Economic Studies*, 92(4): 2228-2270.
- Barnichon, Régis and Aayush Singh. (2025) “What Is a Tariff Shock? Insights from 150 years of Tariff Policy.” Working Paper 2025-26, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Boer, Lukas, and Malte Rieth. (2024) “The Macroeconomic Consequences of Import Tariffs and Trade Policy Uncertainty.” IMF working paper 24-13.
- Cavallo, Alberto, Gita Gopinath, Brent Neiman, and Jenny Tang. (2021) “Tariff Pass-through at the Border and at the Store: Evidence from US Trade Policy.” *American Economic Review: Insights*, 3(1):19-34.
- Den Besten, Tamar and Diego R. Känzig. (2026) “The Macroeconomic Effects of Tariffs: Evidence from U.S. Historical Data.” NBER Working Paper 34852.
- Dvorkin, Maximiliano A., Fernando Leibovici and Ana Maria Santacreu. (2025) “How Tariffs Are Affecting Prices in 2025.” *St. Louis Fed On the Economy*, Oct. 16, 2025.
- Favara, Giovanni, Simon Gilchrist, Kurt F. Lewis, and Egon Zakrajšek. (2016) “Updating the Recession Risk and the Excess Bond Premium.” FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

- Flaaen, Aaron, Ali Hortacsu, and Felix Tintelnot. (2020) “The production relocation and price effects of us trade policy: The Case of Washing Machines.” *American Economic Review* 110(7):2103–2127.
- Franconi, Alessandro and Hack, Lukas. (2026) “Import Tariffs and the Systematic Response of Monetary Policy.” Banque de France WP 1035.
- Granger, Clive W, Timo Teräsvirta, and Heather M. Anderson. (1993) “Modeling Nonlinearity Over the Business Cycle.” *Business cycles, indicators, and forecasting*, edited by Stock, James H and Mark W Watson, 311-326: University of Chicago Press.
- Hamilton, James D. (2018) “Why You Should Never Use the Hodrick-Prescott Filter.” *The Review of Economics and Statistics* 100 (5): 831-843.
- Hamilton, James D., Xinwei Ma, and Jin Xi. (2024) “Principal Component Analysis for a Mix of Stationary and Nonstationary Variables.” NBER Working Paper 32068, National Bureau of Economic Research.
- Kouvavas, Omiros, Chiara Osbat, Timo Reinelt, and Isabel Vannsteenkiste. (2021) “Markups and Inflation Cyclicalities in the Euro Area.” Working Paper Series, 2617, European Central Bank.
- Okimoto, Tatsuyoshi. (2019) “Trend inflation and monetary policy regimes in Japan.” *Journal of International Money and Finance*, Volume 92, Pages 137–152,
- Pivetta, Frederic, and Ricardo Reis (2007) “The Persistence of Inflation in the United States,” *Journal of Economic Dynamics and Control*, 31 (4), 1326–1358.
- Plagborg-Møller, Mikkel and Christian K. Wolf (2021) “Local Projections and VARs Estimate the Same Impulse Responses.” *Econometrica*, 89: 955–980.
- Schmitt-Grohé, Stephanie, and Martín Uribe. (2025) “Transitory and Permanent Import Tariff Shocks in the United States: An Empirical Investigation.” NBER Working Paper 33997.

Silvennoinen, Annastiina, and Susan Thorp. (2013) “Financialization, crisis and commodity correlation dynamics.” *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 24, 42-65.

Werning, Iván, Guido Lorenzoni, and Veronica Guerrieri. (2025) “Tariffs as Cost-Push Shocks: Implications for Optimal Monetary Policy.” NBER Working Paper 33772.

補論 A. データの詳細

本節では、推計に用いたデータの詳細を説明する。

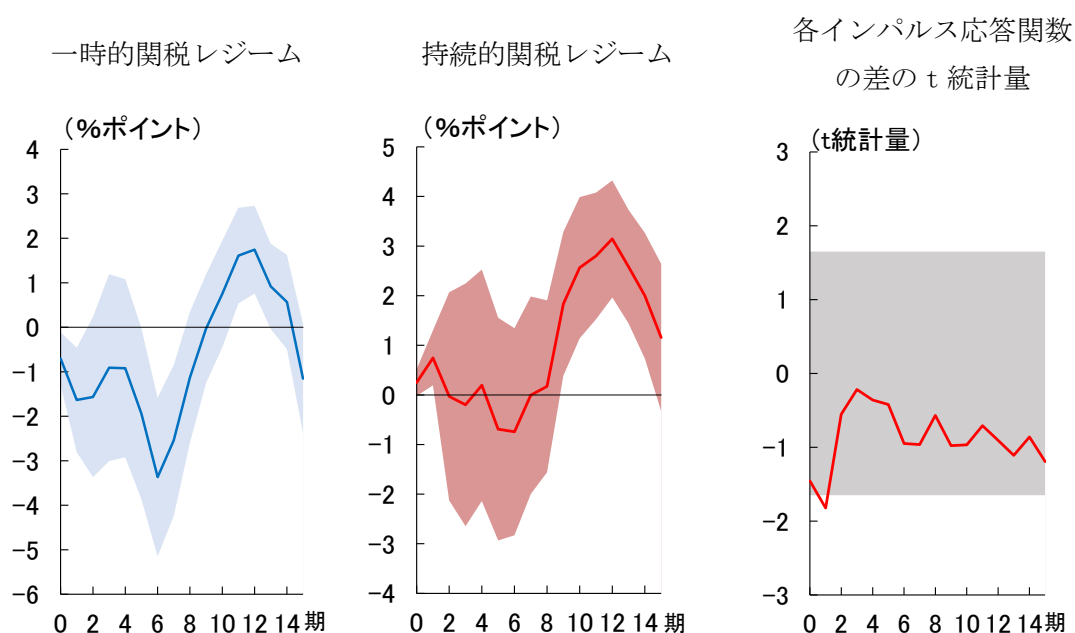
変数	出所	変数	出所
実質消費	HAYER	失業者数： 5 週間未満	HAYER
実質機械投資	HAYER	失業者数： 5-14 週間	HAYER
実質構造物投資	HAYER	失業者数： 15 週以上	HAYER
実質知的財産生産物投資	HAYER	失業率	HAYER
実質住宅投資	HAYER	労働力人口 (16 歳以上)	HAYER
実質財輸出	HAYER	平均時給： 鉱業	HAYER
実質サービス輸出	HAYER	平均時給： 建設	HAYER
実質財輸入	HAYER	平均時給： 耐久財製造業	HAYER
実質サービス輸入	HAYER	平均時給： 非耐久財製造業	HAYER
実質政府支出	HAYER	平均時給： 卸売	HAYER
雇用者数：鉱業	HAYER	平均時給： 小売	HAYER
雇用者数：建設	HAYER	平均時給： 運輸・倉庫	HAYER
雇用者数：非耐久財	HAYER	平均時給：公益	HAYER
雇用者数：耐久財	HAYER	平均時給：情報	HAYER
雇用者数：卸売	HAYER	平均時給：金融	HAYER
雇用者数：小売	HAYER	平均時給： 専門・企業サービス	HAYER
雇用者数：運輸・倉庫	HAYER	平均時給： 教育・医療	HAYER

雇用者数：公益	HAYER	PCE デフレーター： 財（除く食料、エネルギー）	HAYER
雇用者数：情報	HAYER	平均時給： 娯楽・宿泊	HAYER
雇用者数：金融	HAYER	平均時給： その他サービス	
雇用者数： 専門・企業サービス	HAYER	住宅着工件数	HAYER
雇用者数：教育・医療	HAYER	住宅価格指数： ケースシラー	HAYER
雇用者数：娯楽・宿泊	HAYER	住宅価格指数：FHFA	HAYER
雇用者数： その他サービス	HAYER	住宅着工許可件数	HAYER
雇用者数：政府	HAYER	新築住宅販売戸数：一世帯住宅	HAYER
鉱工業生産：消費財	HAYER	鉱工業生産： 耐久財原材料	HAYER
鉱工業生産：企業設備	HAYER	PPI：中間財 (除く食料、エネルギー)	HAYER
鉱工業生産： 建設資材	HAYER	PPI：原材料（除く食料、エネルギー）	HAYER
鉱工業生産： 事務用品	HAYER	米 3 か月金利	HAYER
鉱工業生産： 非耐久財原材料	HAYER	米 2 年金利	HAYER
鉱工業生産： エネルギー原材料	HAYER	米 5 年金利	HAYER
自動車販売	HAYER	米 10 年金利	HAYER
小売売上高	HAYER	米 30 年金利	HAYER
卸売売上高	HAYER	自動車向けローン金利	HAYER
PCE デフレーター： 耐久財	HAYER	30 年モーゲージ金利	HAYER
PCE デフレーター： 非耐久財	HAYER	株価：S&P500	HAYER
PCE デフレーター： サービス	HAYER	株価：NASDAQ	HAYER

GDP デフレーター： 構造物投資	HAYER	株価：Dow	HAYER
GDP デフレーター： 機械投資	HAYER	配当利回り（S&P500）	HAYER
GDP デフレーター： 知的財産投資	HAYER	PER（S&P500）	HAYER
GDP デフレーター： 住宅投資	HAYER	米ドル名目実効為替レート	HAYER
GDP デフレーター： 財輸出	HAYER	GZ スプレッド	Favara et al. (2016)
GDP デフレーター： サービス輸出	HAYER	EBP	Favara et al. (2016)
GDP デフレーター： 財輸入	HAYER	CRB 指数	HAYER
GDP デフレーター： サービス輸入	HAYER	M1	HAYER
GDP デフレーター： 政府支出	HAYER	M2	HAYER
消費者信用残高： 非リボルビング信用	HAYER	商工業向け銀行貸出	HAYER
ミシガン大： 消費者期待指数	HAYER	税引き前企業利益額	FRED
ミシガン大： 1年先期待インフレ	HAYER	国民所得	FRED
ISM 製造業指数	HAYER	実効関税率	FRED
実質在庫変動額	HAYER		

次に、図 B.2 の通り、関税の持続性指標を推移変数とした ST-FALP モデルを再推計すると、本文同様に一時的関税レジームでは消費者物価の下押し圧力が生じることが示唆された。このことから、1970 年以前のサンプルを推計期間に含めることでディスインフレが生じる背景には、関税ショックの内生性のみならず、関税の変動が一時的と想定されているかどうか重要な役割を果たすことが考えられる。

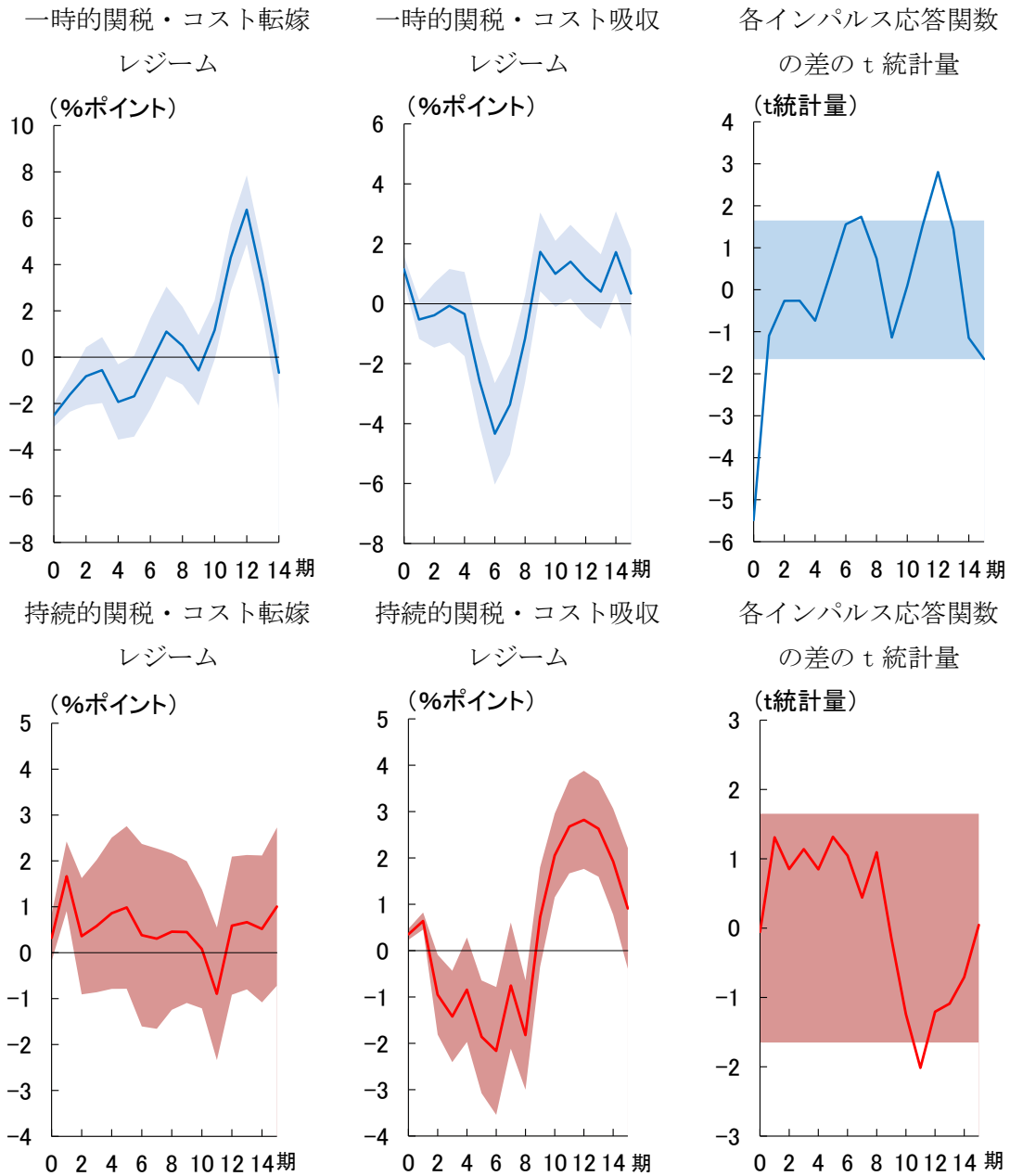
図 B.2： PCE デフレーター（財コア）のインパルス応答関数



(注) 図は、関税率を1%ポイント上昇させる関税ショックに対するインパルス応答関数。バンドは68%信頼区間。右図のシャドーは±1.65を表す。

次に、在庫ギャップの影響についても考慮した DST-FALP モデルを再推計する。結果は B.3 の通りである。本文同様、持続的関税レジームの下では、コスト転嫁レジームでは短期的なインフレ圧力が生じる一方、コスト吸収レジームでは消費者物価の上昇はラグを伴うことが示唆されている。また、コスト吸収レジームかつ一時的関税レジームの場合、正の関税ショックは消費者物価を下押しすることが示唆されている。

図 B.3： PCE デフレーター（財コア）のインパルス応答関数



(注) 図は、関税率を1%ポイント上昇させる関税ショックに対するインパルス応答関数。バンドは68%信頼区間。右図のシャドーは±1.65を表す。

補論 C. 推移関数の推計パラメータ

表 C. 1: ST-FALP モデルの推移関数のパラメータ

変数	推定値
γ	254.090
c	0.175

表 C. 2: DST-FALP モデルの推移関数のパラメータ

変数	推定値
γ_1 (SARC)	179.420
γ_2 (企業利益率)	327.697
γ_3 (在庫ギャップ)	179.647
c_1 (SARC)	0.038
c_2 (企業利益率)	0.001
c_3 (在庫ギャップ)	-0.054