

Market Flash

**トランプの次なる手は・・・！？
～フラザ合意2.0は現実的なのか～**

2025.06



日本アルプス電子株式会社
NIHON ALPS ELECTRONICS CO.,LTD.



～トランプ一族の私利私欲～

ここ数か月トランプ大統領とイーロン・マスクの動向を追ってきた。大統領就任100日が過ぎ、高関税政策によって「自動車メーカーが工場を国内に回帰させる助けになる」とその成果を高々に訴えた。また、イーロン・マスク氏が主導した政府効率化についても数万人を首にして1800億ドルもの無駄な経費を削減したと主張した。

しかし、この100日間は全世界を混乱に陥れ、金融市場を非常に不安定なものにした。数日前に言ったことをすぐに覆したり、難しい問題に対しては常に2週間以内に結論を出すといっておきながらいまだ何も解決されていない状況だ。（イランへは2日後に武力行使を実行したが）

イーロン・マスク氏との関係も5月末に終焉を迎えたばかりではなく敵対し激しくののしりあうまで関係が悪化した。結局は私利私欲でお互いの関係を強くしていった仲はもろくも崩れた。

関税政策も決してうまくいってはいない。妥結したのはもともと貿易赤字は少ない英国だけである。そろそろトランプもあせってくる時期であろう。ではトランプの次なる手は何か？4月のレポートでも見たように、関税でうまくいかない場合は、いよいよ為替政策に移っていく可能性もある。

今月は、再度ミラン論文を取り上げ、プラザ合意以降のアメリカを中心とする為替政策の歴史やドルの基軸通貨としての今後についてまとめてみた。

為替の話に移る前に、イーロン・マスクとの関係の結末、そして、トランプの私利私欲について触れておきたい。

1. トランプ VS イーロン・マスク

イーロン・マスクはトランプ大統領1期目の時は民主党を応援していた。それが、昨年の大統領選の数か月前になって巨額の政治献金をトランプ大統領に贈って以来、蜜月の仲となり、トランプ大統領の登場場面では常に横にいるまでの仲であった。しかしその仲は結局は私利私欲の関係であった。そしてその仲は突然として崩壊した。トランプ大統領が掲げた減税法案を巡る激しい応酬が展開されたのである。

5月30日、マスク氏が政府効率化省（通称DOGE）の役職を降りることになり、トランプ氏から「金色の鍵」を授与された。マスク氏はその際、「トランプ氏の友人であり、アドバイザーであり続ける」と述べ、依然として関係は良好と見られていた。しかし、空気は数日で一変する。6月3日、マスク氏は自身のSNSで、トランプ氏の肝いりである減税法案について、「何でも詰め込まれた不快で忌まわしい法案だ」と強く批判。マスク氏は、「この法案に賛成した議員は恥を知れ」と言い放った。これに対し、トランプ氏は6月5日の会見で、「私は非常に失望している。法案ではなく私を批判してくれた方がよかった」と不快感をあらわにしつつ、「イーロンが怒っているのは、我々がEV義務化を撤回したからだ」と真意を探る発言を行った。また、「彼は法案の中身をすべて把握していた。何の問題も感じていなかった」と主張した。

マスク氏は即座に反論。SNS上で「嘘だ。この法案は一度たりとも私に見せられたことはない」と否定した。両者の応酬はエスカレートし、トランプ氏は同日の記者会見で「イーロンがいなくても、ペンシルベニア州で勝利していた」と発言。これに対し、マスク氏は、「私がいなければ、トランプは選挙に敗れていただろう。なんて恩知らずなんだ」と非難した。また、マスク氏はSNS上で、「トランプ氏は弾劾され、バンス副大統領が後任になるべきだ」と記され第三者の投稿に「イエス」と応答。政権内部への明確な対立姿勢を示した。トランプ氏は「（マスク氏は）正気を失った。対話の予定はない」と突き放し、両者の関係修復は絶望的との見方が強まっている。



～トランプ一族の私利私欲～

トランプ氏とマスク氏の決裂は、市場にまで波紋が広がった。米電気自動車大手「テスラ社」の株価が、6月5日の取引で、前日終値比14%の大幅下落を記録した。時価総額にして約1524億ドル（約22兆円）が一日で吹き飛び、同社としては過去最大の下落幅となった。5日のニューヨーク市場で取引が行われる中で、SNS上では両者によるリアルタイムの舌戦が激化していた。蜜月関係にあった両者が、個人的感情を交錯させながら、極めて異例の形で公衆の面前で対立を展開し、その応酬が投資家心理に直撃した。

米政界と財界の象徴的関係とされたトランプ氏とマスク氏による蜜月が、激しい対立の末に崩壊し、双方に計り知れぬ損失をもたらしつつある。まず矛先を向けられたのは、マスク氏率いる企業群。政府は、スペースXをはじめとするマスク氏の企業との契約見直しに着手。とりわけ、NASAからの152億ドル（約2兆2800億円）規模の契約、また、米国防総省との58億ドル（約8700億円）の国防契約について終了を示唆した。一方で、トランプ陣営にも少なからぬ打撃を与える。2024年の大統領選挙において、マスク氏は総額2億7400万ドル（約411億円）に及ぶ政治献金を行っていた。今後、こうした資金が失われることになれば、共和党、トランプ氏側は深刻な影響を受けるとみられる。

トランプはイーロン・マスクの資金力に、イーロン・マスクはトランプの規制緩和にそれぞれ期待していた。私利私欲の関係が崩れ今のところはイーロン・マスクの策略が崩れたというところであろう。しかし、これがアメリカに第3の政治勢力ができたとしたら将来的にイーロン・マスクが政治にもより深くかかわるきっかけになるのかもしれない。それもまたカオスな世界になりそうではあるが・・・

2. トランプ大統領の私欲

もう一つトランプ大統領で非常に気になる点を取り上げておく。それは**トランプ大統領一家の仮想通貨事業**である。

トランプ大統領は2019年に暗号資産の価値は「根拠がない」と発言していたが、それからの転換は目覚ましい。今では、トランプ米大統領の一族が暗号資産（仮想通貨）ビジネスへの傾斜を強め、「トランプコイン（\$トランプ）」の発行などで、この分野の最大の支持者の1人となり、ミームコイン、DeFi（分散型金融）、NFT、ステーブルコインなどに進出している。

トランプ一家の純資産は暗号資産に関連して29億ドル（約4200億円、1ドル144円換算）増えており、その40%が暗号資産で保有されているという。

監視の目が届かない仮想通貨取引は政権にアクセスする裏ルートに使われ、それが一族の資産をさらに押し上げる危うい循環にある。

仮想通貨をめぐる米政策の変化

バイデン政権	トランプ政権
厳格対応、規制強化	業界振興、規制緩和
無登録の仮想通貨業者を相次ぎ提訴するなど積極的な法執行	調査や法的措置を相次ぎ停止 ロイター
ステーブルコインへの監視を強化	ステーブルコインへの緩めの規制・監督で普及をめざす法案を後押し
中央銀行デジタル通貨の可能性を検討	中央銀行デジタル通貨の発行を禁止する大統領令に署名
	ビットコインや他の仮想通貨の戦略備蓄に向けた大統領令に署名



トランプ一族の仮想通貨事業

トランプコイン	実用性はないが、時価総額25億ドル前後。大量保有者を大統領との夕食会に招く
メラニアコイン	ファーストレディーのミームコイン。発行の公表直前に一部開発者が仕入れ、高値で売り抜けた疑いがある
W L F	仮想通貨ベンチャー。資金提供者には過去にSECの訴追を受けた人物も



～トランプ一族の私利私欲～

- ▶ トランプ大統領は就任式の直前に「TRUMP」というミームコインを発行した。ミームコインとは、本質的な価値を持たず、その名称のとおり、ネット上のミーム（流行りの画像や言葉など）やマンガやアニメのキャラクターをもとに作成されるトークンで、代表的なものとしてはDOGE（ドージコイン）やSHIB（シバイヌ）、PEPEなどがある。2025年1月、トランプ氏がSNSで自身のミームコイン「TRUMP」を宣伝したことで、その過熱ぶりはピークに達した。直後にはファーストレディーのメラニア夫人のミームコイン「MELANIA」も登場した。（しかし、この両コインはその後80～90%急落してほとんどの投資家が損をしているといわれている一方で、一部の内部関係者は巨額の利益を手にしたといわれている⇒そのうちの一人は実際に認めている）
- ▶ トランプ一族の仮想通貨事業はミームコインだけではない。もう一つの柱は大統領選直前の24年9月に立ち上げた仮想通貨ベンチャー「ワールド・リバティ・ファイナンシャル（WLF）」。トランプ一族が関与する団体が株式の60%を保有している。WLFは大量のトークンを発行して3月中旬までに5億5000万ドルを調達。同資金を使って仮想通貨のイーサリアムなどを大量購入した。トランプ氏は仮想通貨の国家備蓄構想を掲げているが、候補としてイーサリアムを名指しする。
- ▶ ウォール・ストリート・ジャーナルの報道によると、トランプ一族はビットコイン（BTC）のマイニング事業への大規模な参入により、暗号資産（仮想通貨）への関与を深めている。エリック・トランプ氏とドナルド・トランプ・ジュニア氏（いずれもトランプ大統領の息子）は、彼らの会社であるアメリカン・データ・センターズを、アメリカン・ビットコインという新しいマイニングベンチャーと合併させ、同社の株式20%を取得する。残りの80%は、上場している暗号資産インフラ企業であるハット8（Hut 8）が所有し、同社は新会社に約6万1000台のマイニングマシンを提供する。アメリカン・ビットコインの最高戦略責任者となるエリック・トランプ氏は、この取り組みを、暗号資産を不動産に例え、トランプ一族が実物資産を重視することと一致するものだと説明している。同氏は、「ビットコイン準備金」を構築し、将来的に株式公開する可能性もあることを強調した。アメリカン・ビットコインはトランプ・オーガニゼーションとは別組織だが、いずれはトランプ兄弟が立ち上げたDeFiプロジェクトであるワールド・リバティ・ファイナンシャル（World Liberty Financial）と提携する可能性もある。
- ▶ トランプ米大統領が立ち上げたSNS、「トゥルースソーシャル」運営元のトランプ・メディア・アンド・テクノロジー・グループ（TMTG）は5月27日、新株および転換社債の発行を通じて約25億ドル（約3600億円。1ドル=144円換算）を調達すると発表した。トランプ政権が暗号資産の普及を後押しする中で、同社はこの資金をビットコインへの投資に充てる計画だ。トランプ政権は3月に、国家の経済戦略の一貫としてビットコインの戦略備蓄を立ち上げると発表していた。TMTGによるビットコインへの投資は、民間企業としての取り組みではあるものの、そのタイミングは政権の動きとの一致を感じさせる。
- ▶ 5月22日トランプ米大統領は仮想通貨「\$ トランプ」の大口購入者220人を首都ワシントン郊外にあるトランプ・ナショナル・ゴルフ・クラブで行われた夕食会に招いた。保有量上位25人は特別に大統領と直接歓談する機会を得たという。



～トランプ一族の私利私欲～

トランプ大統領の仮想通貨関連のお目こぼし

トランプ米大統領は2期目に入り、暗号資産（仮想通貨）業界への支持を全く隠そうとしていない。同業界に友好的な規制当局者を任命したほか、米国によるデジタル資産の備蓄構築構想、関連企業に対する訴訟の取り下げや受刑者の恩赦を打ち出してきた。

✓ 中国出身で、仮想通貨事業トロンの創業者ジャスティン・サン氏。

先の夕食会でも最大額の\$TRUMPを保有した富豪だが、23年に市場操作の罪でSECに提訴された人物だ。トランプ氏の当選直後、一家の事業会社ワールド・リバティ・フィナンシャル（WLF）に7500万ドルを投じ同社の顧問に就任。そのおかげかSECは2月、裁判所に訴訟の停止を求めた。

✓ 仮想通貨交換業大手バイナンス創業者のチャンポン・ジャオ氏反マネーロンダリング（資金洗浄）法違反で24年に4カ月服役したが、米国での復帰に向けてトランプ氏周辺に接近し、大統領に恩赦を求めた。

今年3月、バイナンスはアブダビ政府系投資会社MGXから20億ドルの出資を得た際、USD1を活用した。これによりUSD1は時価総額で世界有数のステーブルコインとなり、WLFとトランプ一家の利益に大きく貢献した。

しかも、この取引をドバイで発表したのは、トランプ氏の息子らと一緒にWLFを経営するザック・ウィットコフ氏。トランプ大統領の側近で中東担当特使スティーブ・ウィットコフ氏の息子だ。

つまり大統領と側近の息子どうしが、法的措置のお目こぼしを求めた富豪らと、巨額の仮想通貨事業を手掛けた構図だ。タイミングも父ウィットコフ氏が、トランプ大統領とともに中東を訪問する約2週間前である。

トランプ大統領第1期においては、一族を政治の世界に引きずり込み見事失敗したが、今度は事業を子らに託し、その子らも利益追求をためらわないと明言している。

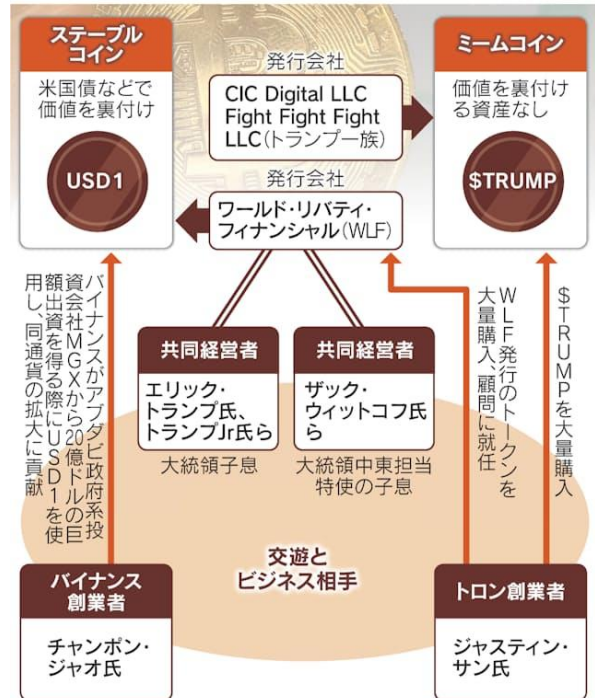
だが大統領自身や取り巻きが自らの利益を優先して仮想通貨への対応を誤れば、しわ寄せは消費者や金融システムに及ぶ。

株式や債券と違い資産の裏付けを欠く仮想通貨は、ほぼ需給で価値が決まる。投機の要素が強く、野放図に広がれば既存の金融機関にも悪影響が及びうる。23年の米地方銀行の連鎖的な破綻も、仮想通貨関連企業と取引する銀行からの預金流出が一因だった。

また、今後懸念されるのがトランプ一家が手掛けるUSD1などで問題が生じてても当局者が報復を恐れて目をつむる可能性だ。そうなれば結果的に摘発を免れる聖域ができる。悪意ある勢力がこれに目をつけ、「不可侵な大統領の通貨」が不正の温床になる可能性もある。

究極的には、大統領と外国勢力の不透明な私的取引に伴う金銭授受の裏ルートができ、外交をゆがめる恐れもある。トランプ政権が政府の不正を監視する監察官らを大量解雇し、国外の汚職を担当する米司法省の部署も次々に縮小・解体している現状を踏まえれば、その可能性は侮れない。

トランプ大統領がかかわる仮想通貨と主な人間模様





～米国製造業は復活するか？～

さて、ここからが今回の本題。トランプ大統領の次なる手だ。トランプ大統領の関税政策は迷走している。世界各国に対する高関税を発表したとたんにドルと米国債が売られ、慌てた大統領はその実施を90日間延長した。中国に145%の関税をかけたなら中国からレアアースが入ってこなくなり慌てて関税を引き下げた。

このいずれも「Good Deal」の一言でかたづけしている。

明らかにトランプ関税は各国の経済活動にマイナスの影響を与えているが、震源地の米国も穏やかではない。高関税政策により国内の製造業を復活させると豪語しているが製造業の復活にはいくつもの高いハードルがある。

1. 米国の製造業は復活するか（日本総研の「困難な米国の貿易赤字解消・製造業復活」のレポートより）

(1) 米国製造業の現状

GDPに占める製造業のシェアは、1953年の28.1%

をピークに低下傾向を辿り、2020年には10.1%まで

低下している。雇用においても同様の傾向が看取され、

非農業部門に占める製造業雇用のシェアは1953年

の32.1%から2024年には8.1%まで低下している。

製造業のシェア低下に代わってシェアを高めたのが、

金融・不動産、専門的・企業向けサービス、ヘルスケア

であり、GDPシェアは1953年の各3.0%、3.6%、

1.6%（計8.2%）から2020年には8.0%、12.8%、

7.6%（計28.4%）と同産業で製造業のシェア低下分を

凌駕する上昇となっている。なかでも、金融・不動産、専門的・企業向けサービスは、1981年のレーガン政

権誕生以降シェア上昇ペースが高まっており、同政権下で推進された規制緩和・金融自由化等がサービス業

の競争力強化につながったことが示唆される。こうしたサービス業の競争力の高まりは、2000年以降グロー

バル化、デジタル化が進展するなかで、米国に高成長をもたらした。

つまり米国は、製造業からソフトサービス部門へのシフトしていったのである。その結果GAFAMをはじめと

したIT関連企業が世界を制覇することになった。

グローバル化に伴い人件費の安い中国をはじめとした新興国が生産拠点としての存在感を高めるなか、米国は

、恒常的に価格低下圧力がかかる財に関しては輸入への依存度を高め、ヒトをはじめとした経済資源をより付

加価値創出力の高い金融やIT関連サービスに振り向けた。その結果、経済の高成長を実現すると同時に、G

A F A Mに象徴されるようにデジタル関連サービスで圧倒的な世界シェアを獲得したのである。

しかし、米国の財の輸入依存度を高める政策は、結果として、米製造業の基盤を著しく弱体化させた面は否め

ない。また、米国の覇権を脅かす中国への依存度を高めることにもつながっており、米国が今後覇権を維持し

ていくうえで、これまでの政策・スタンスを見直す方針を示したことは、経済合理性はともかく国家安全保障

という観点からみれば、全くおかしな話とも言えない。実際、一部製造業の基盤劣化は著しく、造船に関して

は世界の造船竣工量に占める米国のシェアは0.1%にまで低下している。代わって存在感を高めているのが中

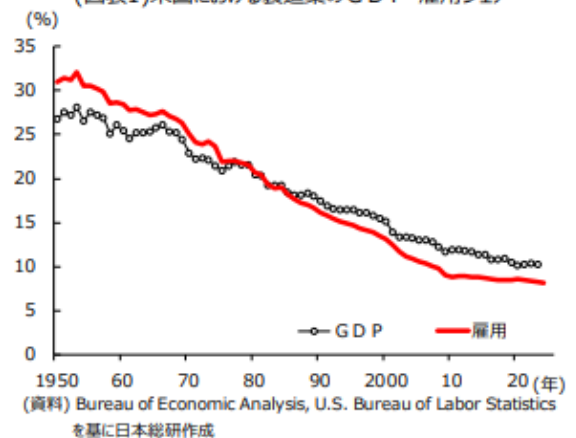
国であり、これまでの造船大国であった日本・韓国を凌駕し、そのシェアはすでに5割を超えている。この建

造能力の米中格差は軍事面にも大きな影響を及ぼしている。現時点で米国の軍事力は他国を圧倒しているとさ

れているものの、こと艦艇数に関しては中国に大きく劣後しており、現行の米国の建造能力を踏まえると、今

後中国との差はますます拡大していくことが予想される。

(図表1)米国における製造業のGDP・雇用シェア





～米国製造業は復活するか？～

このように米国における製造業のシェア低下は、ただ単にラストベルトの雇用を何とか回復させたいという国内向けの政治スタンスだけではなく米国としての国家安全保障上の大きな問題が含まれているのである。ただ、その解決策としてトランプ大統領は高関税政策を前面に押し出しているのが正しいとはならない。米国の製造業復活にはいくつもの高いハードルがある。

(2) 製造業復活のハードル

①高コスト

まず、**米国の高い人件費**である。米国がこれまで高成長を続けてきた結果として、米国の1人当たり国民所得は一貫して上昇しており、主要国のなかではノルウェー、スイスに次ぐ高所得国となっている。そのため、米国での生産は当然人件費コストが大きく膨らむことになる。**中国の1人当たり国民所得は2023年時点で米国の17%、メキシコは同15%にすぎず、それを米国での生産に切り替えればコストの大幅な増加が避けられない**。当然、資本集約的、かつ、高付加価値な財でなければ、米国からの輸出は困難であり、米国内においても販売価格の大幅な上昇が避けられず、関税を賦課されてもなお他国から輸入した方が安価に米消費者・企業に提供できる財も数多くあるだろう。

②人手不足

米国では、日本と同様に人手不足が深刻化しつつある。米国における2019年末以降の出生地別雇用増減をみると、ネイティブ（米国生まれ）はようやく2019年末の水準を回復した程度で、同時期対比の上振れ分はすべて外国生まれの移民によって賄われている。一方で、トランプ政権は、不法移民に対する取り締まりを強化しているほか、合法的な移民についてもビザの厳格化をはじめ規制を強化しており、今後外国生まれの労働者が漸減していくことが予想される。**近年米国では多くの自動車メーカーが南部に工場を新設してきたが、この背景の一つに中南米からの移民流入のおかげで人件費が安いというメリットがあった**。しかし、移民の流入が細ってくれば、そうしたメリットは薄れ、生産コストは大幅に上昇しかねない。そうした状況が続けば、米国での生産は、あまり多くの雇用を生み出さない資本集約的な業界でしか成り立たなくなってくるだろう。

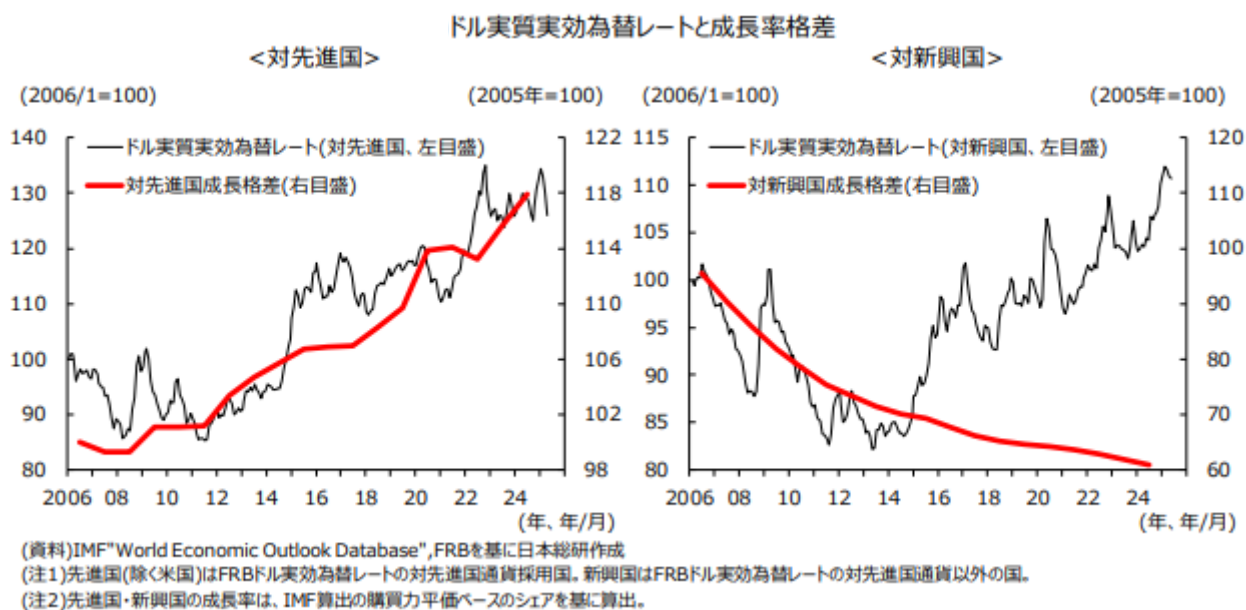
③ドル高圧力

ドル高を巡っては、対先進国通貨と対新興国通貨では、対ドル減価の背景が異なっている。ドル実質実効為替レートの全体的な足取りをみると、現行統計が公表された2006年以降一進一退の展開が続いていたものの、米国がリーマンショックを契機とした景気の落ち込みからようやく抜け出し、米FRBが量的緩和政策の縮小に着手し、近い将来の利上げ観測が高まり始めた2014年後半以降ドル高傾向が続いている。この間の米国と米国を除いた先進国（正確には、ドル実効為替レートで先進国通貨とされている国、具体的にはユーロ圏、カナダ、日本、英国、スイス、オーストラリア、スウェーデン）の実質GDP成長率格差をみると、コンスタントに米国が上回っており、**米国優位の成長率格差が拡大するにつれてドル高が進行している**。これに対し、対新興国（正確には、上記先進国以外の国々）では、2012年までは米国での成長鈍化を映じてドル安が進行したものの、その後は新興国の方が米国よりも高い成長を続けているにもかかわらず、ドル高が進行している（次頁図表）。



～米国製造業は復活するか？～

こうした状況を踏まえると、**対先進国でのドル高は、成長率格差ひいては金利差を反映したものであり**、今後米国の成長ペースが他の先進国とくらべ鈍化すれば、これまでのドル高傾向は反転しうる。これに対し、**対新興国については、自国通貨建ての金融・資本市場が未成熟ななか、輸出で稼いだ資金の大半をドル建て資産に投資せざるを得ない状況にあることから、例え成長率格差・金利差があっても、それが為替相場には反映されにくいという、いわば構造的なドル高が進行している**。こうした状況を踏まえると、新興国において自国通貨建ての債券市場の拡大をはじめとした金融・資本市場の改革が進まない限り、ドル高傾向が続き、米製造業は、新興国からの安価な輸入品からの価格引き下げ圧力にさらされ続ける可能性が高い。



トランプ政権は製造業復活に向けて関税や製造業支援策にヒトやカネをより多く配分する政策を打ち出しているが、こうした政策により、雇用をはじめとした経済資源は、結果として金融やIT関連サービスなどの高い付加価値を創出する産業から平均時給の低い製造業に移っていく。こうした経済資源のシフトは、2000年以降のグローバル化、IT化を推進する過程で米国が築いてきた「強み」を自ら一部放棄することを意味し、全体としての成長率鈍化を招く公算が大きい。また、移民排斥政策を通じて人口動態面からの強さも失われることで、先進国における経済面での「独り勝ち」という状態を続けることは困難になるだろう。

トランプ大統領としては、米国内に海外企業の工場をできる限り招き入れ（トランプの言う「投資」）少なくともラストベルトの雇用を増加させれば「Deal」に成功したと声高に主張するのだろう。しかし、それが製造業の復活とはならないことは裸の王様（トランプ大統領）にもわかっているのではないだろうか。

そこで、トランプ大統領の次の手は何か？為替政策にいよいよ切り込んでくる可能性はあるのか？基軸通貨としての地位を捨てるのか？

4月のレポートでも取り上げた「ミラン論文」の為替政策に係る部分を再度読み解き、それが実行可能なのか？ドルの基軸通貨としての地位はどうなるのか？などについてみていきたい。



～トランプの次なる手～

1, ミラン論文の概要の振り返り

4月のレポートでミラン論文の要約をまとめた。ここで再度為替政策に絞って少し振り返ってみたい。

トランプ政権の大統領経済諮問委員会（CEA）の委員長を務めているスティーブン・ミラン氏が、2024年11月に発表した論文「世界貿易システムの再構築に関するユーザーガイド（A User's Guide to Restructuring the Global Trading System）」（以下ミラン論文）の影響を受けているとの見方がある。さらに「ミラン論文」では、ドル安政策をあくまでも選択肢としてではあるが挙げており、トランプ政権が今後ドル安政策を志向するのではないかとの警戒も根強く残っている。

（参考：国際通貨研レポート「トランプ政権はドル安誘導を目指すのか？」、日本総研「トランプ政権のドル高是正構想、日経新聞など）

（1）ミラン論文の主旨

ミラン論文では、**ドルが基軸通貨であり準備通貨や安全資産としての需要から、本来あるべき水準よりも過大評価されて割高となっているため、米国の製造業を中心とした輸出産業に不利となっており、一方で米国への輸入品の競争力が底上げされているとしていると指摘している。**

基軸通貨国は、国際流動性としての自国通貨への世界からの需要増加に伴い必然的に経常赤字が拡大し、それがある時点でシステムが耐えられない規模に達して自己崩壊するとされる、いわゆる**トリフィン・ジレンマの臨界点（詳細後述）**にこそ達していないものの、こうしたメカニズムが働いているとみることもできると指摘。この結果、米国の軍事力を支えるはずの国内製造業の衰退や貿易赤字の拡大につながって来たとしている。

もちろん同論文は、ドルが基軸通貨であることにより、そうでない場合と比べて米国は海外から低いコストで借入をすることができ、金融制裁を発動する能力により直接軍事力に訴えることなく外交・安全保障面での米国の影響力を大きく高めているという利点も認めている。しかし、その代償として貿易赤字の拡大につながり、米国の製造業を中心とした輸出産業には大きな負担となって来た。

金融制裁を発動する能力を含む米国による安全保障の傘の提供能力と米国製造業の衰退は、ドルが基軸通貨であることを通してリンクしていると捉えている。この点、米国の安全保障の傘の恩恵に浴し、米国向け輸出で利益も得ている同盟国などは、本来これを支えるためにより応分の負担を負うべきとしている。

安全保障環境の変化などを受けて米国はこうした状況を変える必要が出て来たことから、ドルの基軸通貨としての地位は維持しつつも、こうした状況を生んだこれまでの世界の貿易システムを再構築すべきとしている。そして具体的な方法としては、関税政策と通貨政策があり、各政策は副作用が生じるリスクもあるが、それを軽減する方法もあり得るとしている。

（2）通貨政策

① 多通貨アプローチ

多通貨アプローチは、1985年9月のプラザ合意と同様にいくつかの国の間で協定を結び、ドルの押し下げを行うものだ。各国はドル建ての外貨準備を売却してドル売り介入を行う。また、それによる米長期金利の急上昇などの副作用を抑制するため、**各国当局には手元に残った外貨準備で米超長期国債、例えば100年債を購入し、差し替えてもらうことを提案している。**

但し、プラザ合意の時代と比べて、現状は米国の債務残高が当時よりも非常に大きくなっており（GDP比比率：約40%→約120%）、ドル建て外貨準備の大口保有先も、当時のような欧米諸国中心ではなく中国を始めとしたアジア諸国などに構成が変わっているため、米国の影響力が及び難くなっているとしている。



～トランプの次なる手～

対象国を協定に合意させるための交渉力や実現可能性を高める手段としては、関税の削減や安全保障の傘の提供を交渉材料とすると共に、米超長期国債を購入した外国当局には、必要時に FRB が当該超長期債を担保にドル流動性を供給するファシリティを設定することなどを挙げている。因みにこうした通貨政策の合意が成立した場合、1985 年のプラザ合意になぞらえて、トランプ大統領のフロリダ州の別邸の名称に因み、「**マールアラゴ合意**」と呼ばれている。

② 一方的通貨アプローチ

一方的通貨アプローチは、過小評価されている貿易相手国の通貨を、米当局が一方的に増価させる方法だ。ミラン論文では 2 つの方法が紹介されており、まず 1 つは**国際金融経済権限法 (International Emergency Economic Powers Act : IEEPA)** により大統領に付与された権限に基づき、**外国当局が保有する米国債の利息から一定の手数料を源泉徴収するものだ**。外国当局が米国債を保有するインセンティブを低下させ、ドルの過大評価の是正を目指すとする。これによる金融市場の混乱を防ぐ方策としては、手数料率を最初は僅かなものから始めて様子を見ながら段階的に引き上げて行くことや、手数料率を一律ではなく国ごとに変えること、また緊急時は FRB から国債買い入れによる長期金利上昇の抑制などにより政策協力を仰ぐことなどを挙げている。

また、もう 1 つの方法としては、**米当局による外貨準備の積み上げを挙げている**。米財務省が保有する為替安定基金 (Exchange Stabilization Fund : ESF) や FRB のシステム公開市場勘定 (System Open Market Account : SOMA) から該当する国の国債を購入する。但し、為替安定基金はネット資産が約 400 億ドルと金額規模に限られる。また、FRB の SOMA による場合は金額に制約は無いものの、貨幣供給によりインフレ圧力が高まるリスクがある。また、米金利よりも相手国の金利の方が低い場合は逆ザヤとなってコストが発生し得る点や、購入した外貨建て資産を当該国の中央銀行などに保管してもらう必要がある場合など、一定の協力を得る必要があることも指摘している。

* トリフィンのジレンマ

米国が貿易の不利益を被るメカニズムは、「トリフィンのジレンマ」で説明できる (経済学者ロバート・トリフィン<1911-1993年>はエール大教授、ベルギー生まれ)。まず、米国は基軸通貨ドルを世界に幅広く提供している。ドルは、国際決済通貨として米国以外の国々に使われるから、そこで超過需要が生まれる (準備通貨の需要)。その超過需要が過大な通貨高 = ドル高を生み出す。ドル高は米国の輸入価格を割安にして輸入数量を増やす。一方で、輸出価格は割高になって、輸出数量は減る。よって、貿易収支は赤字になってしまう。世界経済が成長するほどにドル需要が生み出されるから、構造的にドル高が生じる。そして、米国はますます貿易赤字化するというジレンマが起こる。



～トランプの次なる手～

(3) マール・ア・ラーゴ合意

ミラン論文で主張されているドル高是正策として多国間による管理された為替政策である。昔のプラザ合意の現代版だ。その内容としては、

▼過去、1985年のプラザ合意、1987年のルーブル合意があった。今後、一連の懲罰的な関税の後、欧州や中国のような貿易相手国が、関税削減と引き換えに何らかの通貨協定を受け入れるということは想像できる。それをトランプ大統領の別荘にちなんだ「マール・ア・ラーゴ合意」と表現することができる。21世紀の多国間通貨協定という思考実験だとしている。

▼手段は、海外の通貨当局の保有する外貨準備（ドル）の売却。これは協調介入と同じことになる。外貨準備が売られるとき、海外通貨当局が保有する米国債も減少する。それによって、米国は国債発行での資金調達に困ることになる。かつて、プラザ合意の時は、米国債務はGDP比で40%だったが、それが120%まで膨れ上がっていて、米政府は資金調達ニーズが大きくなっている。▼もしも、通貨調整＝ドル切り下げを行った場合、海外投資家がドル保有を敬遠するリスクが生じる。米長期金利は上昇する。ほかにも、例えば、▲20%のドル切り下げで、消費者物価は+0.6～1.0%ポイントの上昇が見込まれる。FRBは、政策金利を1.0～1.5%ポイント引き上げる可能性がある。

▼ドル安を誘導するには、海外の通貨当局にドル売りをさせる必要があるが、そこでの副作用は米政府の資金調達が困難になる点である。長期国債の代わりに、別の方法で米政府が海外通貨当局などから資金調達する手段を講じなくてはならない。

▼その方法として「100年国債」（割引債）を発行して、既存の利付国債と入れ替えることを考えた。購入の相手は、海外の通貨当局で、この100年国債を買ってもらい、米国は安全保障の資金調達の手段とする。安全保障の恩恵を受ける国々が、もしもそれを断ればより高い関税をかける。この100年国債＝割引国債は、米政府にとって利払い負担を大きく軽減できる。

▼海外通貨当局は、いざというときに備えて米国債を保有し、それを担保にドルの流動性を確保したいと考えている。だから、米国債の代わりに、緊急時にドル貸付をFRBから受けられる通貨スワップ協定を結ぶ。そうすると、売却できない100年国債を保有していても、いざという時に資金調達ができる。

▼また、多国間協定ではなく、米国が単独でドル安のための調整をすることも考えられる。それは、非常手段として「一国での通貨調整」のアイデアである。このアイデアは、独立した中央銀行FRBにドル安誘導のために利下げを強制するというものとは別の手段である。①海外の国債保有者に対して、手数料を課す方法。これは、支払利息に料金をかけて、実質的に利息を減らすことになる。海外の通貨当局が、外貨準備として米国債（ドル）を持つことを阻止する狙い。②財務省の為替介入（ドル売り）をして、FRBがそれをバックアップする。FRBはツイストオペで長期国債を購入し、財務省の資金調達に協力する。

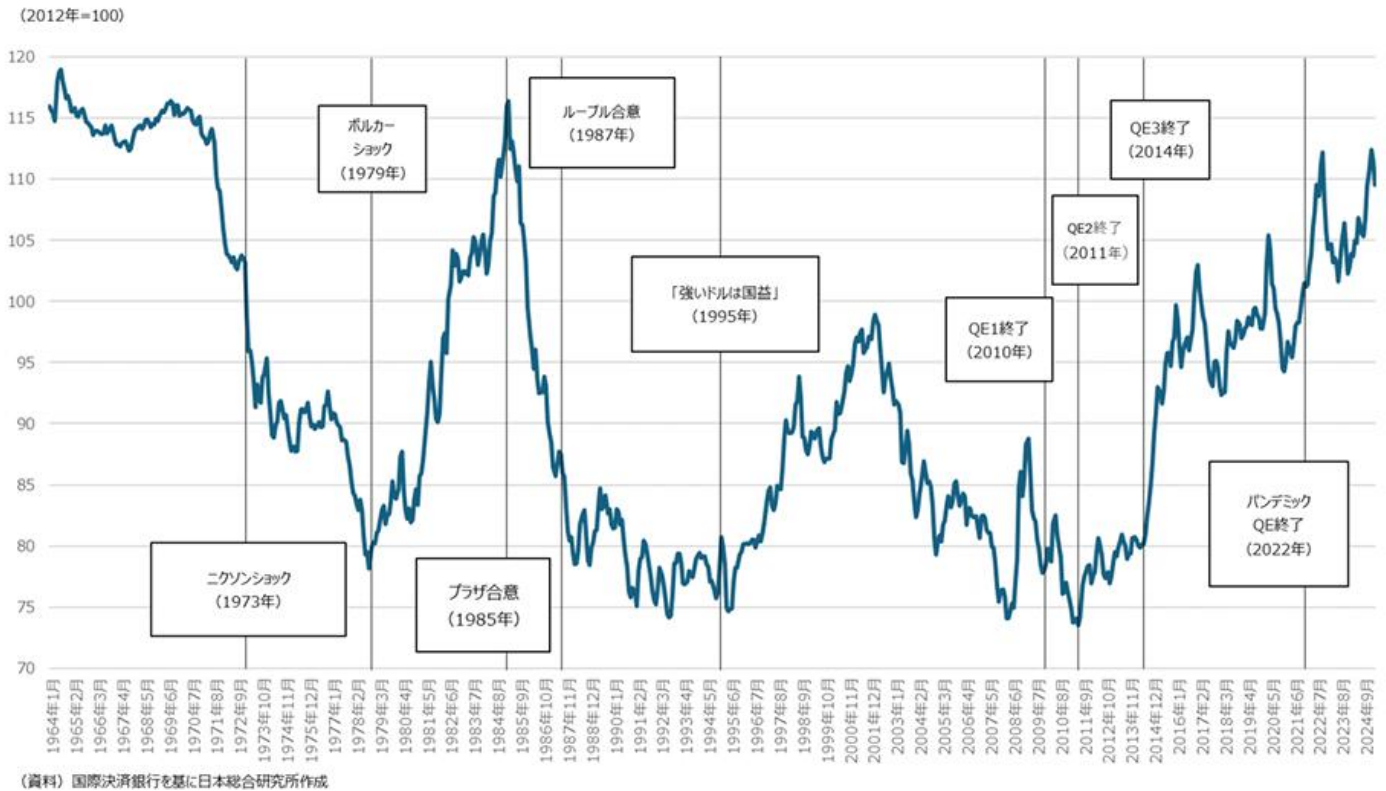


～トランプの次なる手～

2. 米国の通貨政策の振り返り

ここで、米国政府が過去に取ってきた通貨政策についてその経緯をさかのぼってみたい。

米ドルの実質実効レート推移



第二次世界大戦後の国際通貨体制として**ブレトンウッズ体制**が成立し、米ドルは公式に準備通貨となった。1944年のブレトンウッズ協定により、各国通貨は**米ドルとの固定為替相場制に移行し、米ドルは1オンス=35ドルのレートで金と交換可能とされた**。この体制の下で、米ドルは基軸通貨として世界貿易の決済に利用され、戦後復興期の国際貿易の拡大と安定に貢献することとなった。

しかし、1960年代後半になると公的準備収支の赤字とインフレにより米国はドルを過剰に供給し、これを受けて外国が自らの保有するドルを金と交換しようと殺到したため、米国の金準備高は急減することとなった。自国の金準備では他国からの交換要求に応じきれなくなった米国は、1971年8月にリチャード・ニクソン大統領がドルと金の交換停止を宣言し、ブレトンウッズ体制は事実上崩壊した。これがいわゆる「**ニクソンショック**」である。

その後、**1973年までに主要各国は変動相場制へと移行し、固定相場制は終焉を迎えた**。しかし、他国はドル建て資産、特に米国債を安全な資産として保有するようになったため、その後もドルの基軸通貨性は揺るがなかった。**金の裏付けを失ったドルを下支えしたのがオイルマネーである**。1973年の第1次オイルショック後、石油輸出国機構（OPEC）諸国は原油価格を大幅に引き上げ、米国は産油国との関係強化を図り、1974年以降、米国とサウジアラビアは軍事・経済面の包括的協力を深め、その結果として原油のドル建て決済とドル資金の米国債投資が定着した。こうした背景から、**世界の石油取引はドル建てで行われることが多くなり、産油国のドル収入が再び米国に還流する「ペトロダラー」体制が形成された**。



～トランプの次なる手～

ニクソンショックとオイルショックの後、ドル安とインフレが進み、1970年代後半のジミー・カーター政権期には米国経済はスタグフレーションに陥った。これに対し連邦準備制度理事会（FRB）のポール・ボルカー議長は、大幅な金利引き上げに踏み切り、1980年代初頭にインフレを鎮静化させた。ただし、これは「**ボルカーショック**」と言われ、高金利を定着させ、歴史的なドル高要因となった。また、ロナルド・レーガン政権が1980年代前半は「強いドル」を肯定したことで、高金利政策が続いた結果、米国製品の価格競争力は大きく損なわれた。国際収支の赤字が拡大すると同時に、レーガン政権の経済政策「**レーガノミクス**」下、減税と軍拡による財政赤字も膨らみ、「**双子の赤字**」と呼ばれる巨額の貿易赤字と財政赤字が同時に拡大した。

そうした状況下でもドル高が続いたため、米国は各国政府と協調して是正に動いた。1985年9月、先進5か国（G5）はニューヨークのプラザホテルに財務相が集まり、「**行き過ぎたドル高**」を是正することで合意した。いわゆる**プラザ合意**である。プラザ合意の狙いは、意図的にドル安にして米国の輸出競争力を回復させ、巨額の経常赤字を縮小させると同時に、貿易黒字国である日独に内需拡大を促すことだった。この合意後、各国は協調介入で市場にドル売り介入を行い、米ドルは急速に下落。ドルは対円で2年半の間に240円から120円へ半値となるなどし、ドル安により米国製品の競争力が回復し始め、米国の貿易収支も1988年以降徐々に改善に向かった。その後、急激なドル安により今度は市場の不安定さが増したため、1987年2月には**主要国はパリでルーブル合意を結び、行き過ぎたドル安を食い止める協調に転じた**。

冷戦終結後の1990年代、米国は経済・軍事の両面で突出し、ドル体制はいっそう盤石となった。

1994年にはFRBが11か月で政策金利を3.0%から5.5%へと計250ベーシスポイント引き上げ、長期金利の急騰と景気失速懸念が重なってドルが一時的に下落した。市場動揺を受け、1995年1月に財務長官に就任したロバート・ルービン氏は「**強いドルは米国の国益である**」と公式に表明し、財務省主導のいわゆる「強いドル政策」を確立した。

ルービン氏は、為替レートを貿易上の武器には用いないと明言しつつ、「強く安定したドルは米国だけでなく世界経済全体の利益にかなう」と強調した。高金利とドル安が併存していた当時、この宣言は海外投資家のドル資産売りを牽制し、為替リスク・プレミアムの拡大を抑制する狙いがあった。製造業からはドル高による競争力低下を懸念する声も上がったが、金融市場の安定維持が優先された。以後、程度の差こそあれ、**歴代の米財務長官は「強いドルは米国の利益になる」との立場を踏襲し、市場との対話を通じてドルへの信認を支える姿勢を継続している**。

2008年のリーマンショック以降、経済・金融安定化のために非伝統的な大規模金融緩和を行ったこともありドル安圧力が高まったものの、総じてドルは安全資産として揺るぎない地位を維持した。

2014年にかけての3次にわたる量的緩和（QE）が終わった後には、ドルの実質実効レートは急激に上昇している。IT・金融・多国籍サービス企業はドル高で恩恵を受ける一方、製造業は輸出競争力の減衰に中国の台頭も相まって逆風にさらされた。



～トランプの次なる手～

2017年に発足した第1次トランプ政権は例外である。公式には「強いドルは米国の国益」という文言を踏襲したものの、トランプ大統領自身は折に触れて「ドルは強過ぎる」と発言し、FRBの利上げ方針を公然と牽制するなど異例の言動を繰り返した。2018年1月のダボス会議ではスティーブン・ムニューシン財務長官が「明らかに、貿易に関して弱いドルは我々にとって良いことだ」と述べ、市場は一時的にドル安で反応したが、同長官は翌日、長期的にはドルの強さは米経済の強さを反映するとの補足発言をした。さらに2019年8月、財務省は中国を為替操作国に指定し（2020年1月解除）、対中関税と為替問題を結び付ける強硬姿勢を示した。度重なる発言は政策の一貫性に対する市場の警戒感を高めたが、ドル安誘導のための政策はとられなかった。

2021年発足のバイデン政権は伝統路線へ復帰した。ジャネット・イエレン財務長官は「市場による決定が最良の制度だ」と明言し、ドル安誘導を否定。2022年には、パンデミック終了後の急速な米利上げでドルは20年ぶり高値となり、各国通貨は大幅安となった。だが、米国は市場原理を理由に自国からの介入は行わず、日本など同盟国の単独介入には、無秩序な動きへの対処の場合には受け入れ可能として一定の理解を示した。結果として2025年5月時点でもドルは高位を維持しており、長期的な基軸通貨の信認は保たれている。

一方、製造業の空洞化や貿易赤字問題は解消されず、第2次トランプ政権はミラン論文が取り上げるように根本からのドル安是正策を模索中とみられる。

3. プラザ合意やルーブル合意からの教訓（国際通貨研レポートなど）

1985年9月22日にニューヨークのプラザホテルで行われた主要先進5か国（G5）蔵相・中央銀行総裁会議において、当時の米国の経常赤字や日独の経常黒字の拡大といった対外不均衡とドル高を是正するための政策協調である「プラザ合意」が発表された。

1980年代前半の米国では、当時のレーガン大統領によるいわゆる「レーガノミクス」と呼ばれる経済政策による減税と規制緩和、軍事支出拡大、強いドル政策などを背景に、財政赤字と経常赤字からなる「双子の赤字」の拡大と共に大幅なドル高が進んだ。投機的とみられる大幅なドル高がいずれドルの急落と国際金融市場の混乱につながるリスクが警戒されると共に、ドル高を経常赤字拡大の原因として問題視する米国内の保護主義圧力への対応の必要性も高まっていた。

プラザ合意では、米国の財政赤字削減、日本の市場開放や内需拡大など各国によるマクロ経済政策協調と共に、共同声明の為替レートに関する部分では、「主要非ドル通貨の対ドルレートのある程度のさらなる秩序ある上昇が望ましいと確信」「そうすることが有用である時には、これを促進するためにより密接に協力する用意がある」と述べ、ドル高是正への決意を表明した。

実際、各国当局は翌9月23日からドル押し下げのためのドル売り協調為替介入を開始した。G5の声明の草稿と共に配られた非公式文書には、「ドルの現在のレベルからの10～12%の下方修正は短期的には管理可能である」とあり、非公式なドル下落の目安があった他、竹下蔵相（当時）は円の20%上昇までは受け入れ可能であることを明らかにしていた。しかし、実際にはドル下落の制御が容易でなくなり、ドル円相場もプラザ合意時点の1ドル=240円近辺から、20%の円高はおろか最終的に1987年末には120円近辺まで大幅なドル安円高が進むに至った。



～トランプの次なる手～

この間、1987年2月21、22日にパリのルーブル宮殿で開催されたG5及びG7による会合で、プラザ合意を受けたドル下落に歯止めをかけるために、いわゆる「**目標相場圏**」構想を含んだ「**ルーブル合意**」が発表されていた。共同声明の為替レートに関する部分では、「今や各通貨は経済ファンダメンタルズに概ね合致した範囲内となった」「為替レートを現在の水準の周辺に安定させることを促すために緊密に協力することに合意した」と述べられていた。合意前日のドル円相場（1ドル=153円50銭）とドル・マルク相場（1ドル=1.825マルク）を基準とし、実際の相場がその上下2.5%のゾーンを超えたら初期介入を行い、上下5.0%のゾーンを超えたら再協議するとされていた。しかし、基準相場が会合前日のものに過ぎなかったことや、合意を守ろうとする関係国の決意と準備が不十分であったことから、**市場は程なくレンジを割り込み、合意は失敗に終わった。**

プラザ合意及びルーブル合意で米国を中心にドル相場を一定の範囲で安定させようとした思惑は見事に破られた。都合のいい水準で安定を期待するのは相当楽観的でしかないということが証明された。しかも大幅なドル安にもかかわらず米国の経常赤字の構造的かつ顕著な縮小にもつながらなかったのである。

もしトランプ大統領が強引にマル・ア・ラーゴ合意を推し進めた場合、予想い所のドル建て資産への投資センチメントを棄損させ、必要以上にドルが急落するリスクがある。

4. プラザ合意の時代との状況の違い

1985年のプラザ合意当時と現在の世界の外国為替市場の規模を比較すると、国際決済銀行（BIS）の調査によれば、まず1985年当時に近い1989年4月の世界の外国為替市場の1日あたり取引額は6,200億ドルで、年間ベース（×250営業日）では**155兆ドル**となり、同年の世界の名目GDP規模20.2兆ドルを既に大きく上回る規模であった（右の図）。

世界の外国為替市場と名目GDPの規模

	外国為替市場の規模		世界の名目GDP規模
	4月中1日平均	年間	
1989年	0.62	155	20.2
2022年	7.5	1,875	101.9
2022年/1989年	12.1倍		5.0倍

（資料）BIS、IMFより筆者作成

これに対し直近2022年4月の調査では、1日あたりでは**1,875兆ドル**であり、同年の世界の名目GDP規模は101.9兆ドルであった。この間、**世界の名目GDPは5.0倍となったが、外国為替市場の規模は12.1倍と実体経済の約2.4倍のペースで拡大した。**当時と比べて、為替市場の規模は実体経済比さらに大きくなっており、仮に政策的にコントロールしようとしても益々容易ではなくなっていると言える。

世界経済の構造をみると、1985年当時も2024年も、**世界経済における経常赤字の主な計上国・地域は米国とその他先進国（英国やカナダ、オーストラリアなど）**であった。一方、経常黒字の主な計上国・地域は、1985年は日本やドイツを始めとしたユーロ圏諸国（現在のユーロ圏諸国の当時のデータを集計）であったが、2024年は日本やユーロ圏の黒字合計額以上に、中国やアジア諸国の合計額が占めるようになってきている。外貨準備の保有国・地域をみても、1985年は欧米諸国を中心に先進国が世界の外貨準備の約75%を保有していたが、**2024年は中国を中心に新興国が約50%を保有するようになっており、過去40年で大きくシフトした。**

このようなデータを見てみるとたとえドル安誘導で各国が合意したとしても、それを実効性のあるものとするようとする政策調整だけでは市場をコントロールすることはプラザ合意当時に比べて数段難しくなっていることがわかるであろう。しかも、昔のようなG5だけの合意ではなく新興国も巻き込む必要がありなおさらその実行は難しいものと思われる。



～トランプの次なる手～

世界の主な経常黒字・赤字計上国・地域

(10億ドル)

	1985年	2024年
日本	50.2	193.0
中国	N.A.	423.9
ユーロ圏	14.0	460.9
中東	0.0	131.9
その他アジア	-1.2	372.4
その他欧州	4.7	198.4
ロシア	N.A.	62.3
米国	-118.2	1,133.6
その他先進国	-16.4	-184.2
その他の国々	4.2	-132.7

(注) 顕差税関などの影響により、IMF の原データでも世界全体の経常黒字と赤字の合計は0になっていない。

(資料) IMF より筆者作成

世界の主な外貨準備保有国・地域

	1985年		2024年	
	金額 (億ドル)	シェア	金額 (兆ドル)	シェア
世界全体	7,555.5	100.0%	16.07	100.0%
先進国	5,631.4	74.5%	7.36	45.8%
日本	346.4	4.6%	1.23	7.7%
米国	1,179.8	15.6%	0.91	5.7%
ユーロ圏	2,547.9	33.7%	1.45	9.0%
スイス	452.5	6.0%	0.91	5.7%
新興国	1,924.1	25.5%	8.71	54.2%
中国	168.8	2.2%	3.46	21.5%
インド	94.9	1.3%	0.64	4.0%
サウジアラビア	265.1	3.5%	0.46	2.9%

(資料) IMF より筆者作成

5. トランプ大統領の狙いは？

ミラン論文では、米国は①防衛の傘と②ドルと米国債の提供を通じ、世界的な貿易と金融システムを提供してきたと主張している。ただ、この二つのグローバル公共財の提供にはコストがかかり、防衛面では米国人の犠牲と国防に使われる歳出が、金融面ではドルの基軸機能がもたらすドル高が製造業や労働者階級の家や地域社会を衰退させた」と説く。そのための負担を世界レベルで行うための方策を以下のように列挙した。

- 他国は米国への輸出に対して課せられる関税を、報復なしで受け入れる
- 不公平で有害な貿易慣行をやめ、市場を開放し、米国からの輸入を増やす
- 防衛費を拡大し、米国からの調達を増やすことで、我々の軍人への負担を軽減すると同時に国内雇用を創出
- 米国で工場を建設・稼働
- 単純に財務省へ小切手を送る

この分担により、「米国は何十年もの間、自由な世界をリードし続けることができる」「世界はまだ米国の防衛の傘と貿易システムを持つことができる」「そのために公平な負担をしなければならない」としている。分担の実現手段としてトランプ政権が考えているのが、関税政策と為替政策だ。

トランプ大統領は、関税はあくまでも相手国通貨との間でドルを減価させる交渉力を担保するためのものだと考えているかもしれない。関税で相手国に痛みを与え、輸出市場を人質にすることで多国間ないし二国間の為替協定を引き出し、最終的にドル過大評価を修正するという道筋を描いているのではないだろうか。

1980年代の日米貿易摩擦において、関税・輸出自主規制・プラザ合意などの組み合わせが円高誘導を実現した歴史がある。日米関税交渉が暗礁に乗り上げた場合、為替協調でドル高を是正するという戦略に出てくる可能性は十分にある。

さらにミラン論文でも主張しているようにこれらの関税・為替政策を安全保障と結び付けてくる可能性は大きく、これを拒絶すれば米国の防衛義務は弱まると宣言する手段が考えられる。

来月はドルの基軸通貨としての地位についてまとめる予定です。