

国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

トランプ政権はドル安誘導を目指すのか？

～「ミラン論文」も踏まえたトランプ政権の狙いと通貨政策の位置付け～

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

橋本 将司

masashi_hashimoto@iima.or.jp

目次

<要旨>	2
<本文>	4
はじめに	4
1. 「ミラン論文」について	4
(1) 世界貿易システム再構築の必要性	4
(2) 関税政策	5
① 関税政策と為替変動による相殺効果	5
② 関税政策の実施	6
③ 関税政策の意義	7
(3) 通貨政策	7
① 多通貨アプローチ	7
② 一方的通貨アプローチ	8
(4) ミラン論文のまとめ	8
2. 「ミラン論文」の内容検証	9
(1) ドルは過大評価か？	10
(2) 経済理論から考える各種政策の効果	11
① マンデル・フレミング・モデルについて	12
② 関税引き上げの効果	13

③ 通貨安政策の効果	14
④ 貿易相手国による市場開放の効果	16
⑤ 財政支出削減の効果	17
⑥ 規制緩和の効果	18
⑦ まとめ～経済理論から考える各種政策の効果	19
(3) 通貨安誘導はそもそも現実的か	20
① プラザ合意やルーブル合意からの教訓	20
② プラザ合意の時代との状況の違い	23
3. トランプ政権によるこれまでの政策と意図	24
(1) トランプ政権のこれまでの政策	24
(2) トランプ政権の狙い	26
① 米国経済・世界貿易・世界経済のリバランス	26
② 通貨政策の位置付け	28
4. まとめ	30
【主要参考文献】	31

＜要旨＞

- 本稿では、トランプ政権が影響を受けているとされる大統領経済諮問委員会委員長のスティーブン・ミラン氏が昨年 11 月に執筆した論文（ミラン論文）を振り返ると共に、そこで言及されているドル安政策が実施される可能性を考える上からも、トランプ政権の経済政策の狙いと通貨政策の位置付けについて、マクロ経済理論やプラザ合意などの経験、またベッセント財務長官の発言などから、整理・考察した。
- ミラン論文では、ドルが基軸通貨であることが一因で過大評価されており、米製造業の衰退と貿易赤字の原因になっていると主張。米国が支える安全保障の傘を維持する上でも、こうした状況を改善するために、関税賦課や通貨政策を提案している。通貨政策ではドル売り協調介入と共に、米長期金利急上昇リスクを抑制するために介入実施国が超長期米国債を購入する「マールアラーゴ合意」を紹介。但し、通貨政策は慎重に行われるべきで、まずは関税政策から着手すべきとしている。
- 理論的には、米国経済が完全雇用水準に近い状態にある中で、関税やドル安政策、あるいは相手国の市場開放などを実現しても、景気過熱とインフレ圧力による実質為替レートの上昇から、持続的に貿易赤字縮小を実現できない可能性がある。貿易赤字を削減するには、本来財政赤字削減を始めとした国内支出削減が主軸となる必要があり、通貨安政策は仮に実施するにしても、主軸の支出削減政策との組み合わせ

せで、貿易赤字縮小を円滑に進めるための側面支援策の位置付けとなる。

- ドル安政策についても、ドル安が一時制御不能になった 1985 年のプラザ合意などの経験を踏まえると、変動相場制において市場を都合良くコントロールすることは容易でなく、ドル安が想定以上に進むリスクがあると共に、当時と同様にそれでも米国の貿易赤字の顕著な縮小にもつながらない可能性がある。大口の外貨準備保有国も、現状中国など新興国を含むようになっており、介入の合意形成も容易でない。
- トランプ政権の経済政策の狙いは、米国経済と世界経済及び貿易システムのリバランスとみられる。すなわち、米国においては肥大化したと主張する公的部門を財政支出削減や規制緩和により縮小すると共に、重要な製造業を米国内に回帰させるなどして、公的部門から民間部門への経済資源の再配置、貿易赤字の縮小、そして持続可能ではないとされる公的債務残高の増加に歯止めをかけることも狙っている。
- こうした米国経済のリバランスは、世界の経済・貿易システムのリバランスにつながり得る。特に中国やドイツなど、輸出依存で内需不足とされる主要なプレーヤーのリバランスも、米国経済のリバランスを円滑に進めるために重要となる。
- そうしたリバランスを支援するドル安は、米国による国内支出削減と貿易相手国による内需拡大が進めば、米金利低下と貿易相手国の金利上昇などを背景に、貿易不均衡の緩和も伴いながら、そもそも市場メカニズムにより自動的に促進され得る。米国はリスクの伴う積極的なドル安政策は採らず、基本的に市場メカニズムに沿った調整にドル相場を委ねるのではないか。この点、米国は、このような本来市場に備わっている調整メカニズムを阻害するような貿易相手国の通貨政策・通貨操作を問題視すると思われる。
- 日本については、通貨操作の面で問題視されることは考え難い。一方、最近の大幅な円安の要因の 1 つとなっている日銀による緩和的な金融政策の長期化について、米国が問題意識を持っている可能性はある。しかし、性急な金融引き締めが、日本経済のデフレへの逆戻りや内需の停滞と外需依存度を高める方向に働けば、日米貿易不均衡の解消にはむしろ逆効果になる恐れがある。
- 米国が景気に減速圧力を加え得る思い切った財政赤字削減を実現できるのか、米国内の高い労働コストやサプライチェーンの組み換えなどを乗り越えて、実際にどこまで重要な製造業の国内回帰を実現できるかなど、リバランスを実現するための課題は現実には多そうで、引き続き不確実性の高い状況が続きそうだ。

＜本文＞

はじめに

2025年1月20日に始動した第二次トランプ政権は、米国第一主義を鮮明にし、経済政策では貿易赤字の縮小と製造業の国内回帰を目標に、主要貿易相手国に対して高率の追加関税を発動し圧力をかけている。こうした政策は、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）」¹（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。本稿では、この「ミラン論文」の概要を振り返った上で、トランプ政権の経済政策の狙いと、そこにおける通貨政策の位置付けについて整理・考察する。

1. 「ミラン論文」について

本節では、まず「ミラン論文」の概要を振り返る。同論文では、世界貿易システム再構築の必要性を指摘した上で、それを実現する政策の試案として、関税政策と通貨政策について説明。通貨政策では、過大評価されていると主張するドルを下落させるための多通貨アプローチと一方的通貨アプローチについて述べている。

(1) 世界貿易システム再構築の必要性

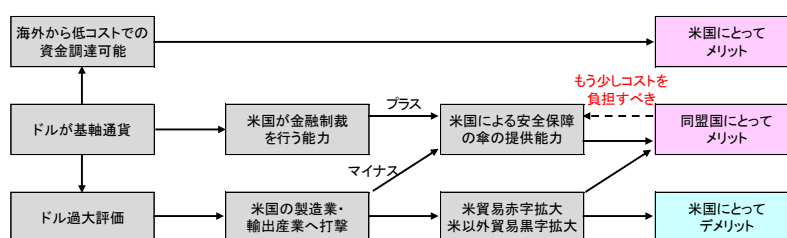
ミラン論文では、ドルが基軸通貨であり準備通貨や安全資産としての需要から、本来あるべき水準よりも過大評価されて割高となっているため、米国の製造業を中心とした輸出産業に不利となっており、一方で米国への輸入品の競争力が底上げされているとしている（第1図）。第二次大戦後、米国が国内市場を広く世界に開放して来た流れもあり、関税など貿易にかかる諸制度も、米国が諸外国に比べて相対的に寛大で非対称となっていることも相俟って、米国の貿易・経常赤字が拡大して来たと指摘している。基軸通貨国は、国際流動性としての自国通貨への世界からの需要増加に伴い必然的に経常赤字が拡大し、それがあある時点でシステムが耐えられない規模に達して自己崩壊するとされる、いわゆるトリフィン・ジレンマの臨界点にこそ達していないものの、こうしたメ

¹https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf

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。冷戦終結後のグローバル化が進んだ時期と違い、昨今は中国やロシアとの地政学的な対立が再び浮上する時代となり、また、米国経済の世界経済に占めるプレゼンスがかつてより低下していることにも鑑みれば、こうしたドルの過大評価がもたらす米国にとっての負荷は無視できなくなって来たと主張している。

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、その代償として既述の通り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。

第 1 図：ドルが基軸通貨であることが米国・同盟国に及ぼすメリットとデメリット



(資料) ミラン論文より筆者作成

(2) 関税政策

① 関税政策と為替変動による相殺効果

世界の貿易システムを再構築する具体的な方法の 1 つとして、ミラン論文ではまず米国による輸入品に対する関税賦課を挙げている。そして、米国による輸入品に対する関税の引き上げは、基本的にドル高方向に作用し易いとしている。輸入関税賦課により米

国の貿易収支が改善して為替需給的にドル高要因になり得る他、輸入物価上昇圧力を通じた米国のインフレ率の相対的な上昇や、純輸出増加による米国経済の相対的な見通しの改善が、FRBの利上げ圧力などを通してドル高に結びつき易いためだ。その場合、関税賦課による当初のインフレ圧力は、結果的にドル高に相殺されて懸念されているほど米国内のインフレ圧力には結び付き難いとしている。実際に第一次トランプ政権下の2018年～2019年に中国に対する制裁関税を賦課した際もドルは上昇基調にあり、米国内のインフレ圧力も限定的であったことを指摘している。但し、為替レートは様々な要因を反映して変動するため、その時々状況によっては必ずしもドルが増価するとは限らず、特に短期においては、関税賦課分を相殺する以上にドルが大きく変動することもあり得るとしている。

仮にドル高によって関税引き上げ分が全て相殺される場合は、米国内の物価に影響は及ばず、米国の消費者にも関税賦課の負担は実質的に生じない（第2図）。米国の関税収入は増加するが、それは相手国の通貨が減価してその実質所得が低下することで負担されることになるとしている。米国の消費者が直面する輸入品の価格が不変のため、輸入フローには影響が出ない一方、ドル高によって輸出にはマイナスの影響が及ぶが、規制緩和などによってこれをある程度相殺できると、同論文では述べられている。

逆にドルが上昇せず関税引き上げ分が全く相殺されない場合は、輸入物価の上昇を通じて米国内の物価にもインフレ圧力が及ぶ。米国の関税収入は増加するが、それは米国内の消費者により負担されることになる。米国内の消費者が直面する輸入品の価格が追加関税分上昇するため、輸入は減少し米国の貿易収支のリバランスは進む。輸入が減少することにより、最終的に米国の関税収入も部分的に相殺されることになる。以上は両極端のケースであり、実際はこの間のどこかに位置することになるとしている。

第2図：関税賦課とドルの増価による相殺効果

	ドル高による完全な相殺あり	ドル高による完全な相殺なし
インフレ	インフレ圧力なし (関税賦課後のドル建て価格は不変)	インフレ圧力あり (関税賦課分ドル建て価格は上昇)
関税の負担	相手国の通貨価値減価による実質所得低下により負担される	高い価格により国内消費者が負担
貿易への影響	貿易への影響は小さい (輸入価格は不変な一方、輸出へのマイナス効果は規制緩和である程度相殺)	輸入品が割高となり貿易のリバランスが進む
関税収入	関税収入増加	関税収入は増加するが、輸入減少によりある程度相殺される

(資料) ミラン論文より筆者作成

② 関税政策の実施

関税を賦課した際に起こり得る金融市場の過剰な反応を抑制するため、実際の関税賦課は漸進的かつ見通しを示しつつ予見性を持って行われるべきとしている。また、諸外

国に適用する関税率は、米国に対して望ましい条件を提示したり、協力的なスタンスの国に対して有利となるように設計し、米国にとって状況をより望ましい方向へ誘導するように、交渉力を高めるように適用されるべきとしている。

③ 関税政策の意義

一般に、輸入関税は輸入を減少させ割高な国内製品への依存度を上げることによって、経済厚生上の損失をもたらすとの見方がある。しかし、経済規模が大きい国の場合、一定程度までの関税率の引き上げは経済厚生を改善させるとの見方があり、米国にとって最適な関税率は約 20%であるとする研究を紹介している。そして、中国により国際貿易システムは悪用されていると主張し、こうした貿易相手国の行動を正す上でも関税は必要と述べている。そのためにも、関税賦課に対して、相手国から報復関税が賦課されないように配慮することも重要としている。この点、中国は金融システムの問題などから資本流出圧力に見舞われ易いため、報復関税の掛け合いとなって経済にストレスをかける余力は相対的に乏しいのではないかとしている。その他の国も、安全保障の傘をどこまで提供するかを交渉材料にすることによって報復措置は防ぎ易いとしている。また関税収入は、第二次トランプ政権による減税政策の財源の 1 つになり得るとしている。

(3) 通貨政策

次にミラン論文では、ドルの過大評価を修正し、世界の貿易システムを再構築するもう 1 つの方法として、通貨価値の調整、すなわち米国以外の国々の通貨の価値が過小評価されて割安になっている問題の解決を挙げている。但し、その場合はドル建て資産の評価額低下につながることから、米国債を始めとしたドル建て資産からの資金流出につながるリスクに配慮する必要があるとしている。従って特に通貨政策は、政策提言というよりも様々な政策オプションを示すものであると述べている。具体的な方法としては、多通貨アプローチと一方的通貨アプローチを挙げている。

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。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」と呼び得るとしている。

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 億ドルと金額規模が限られる。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。

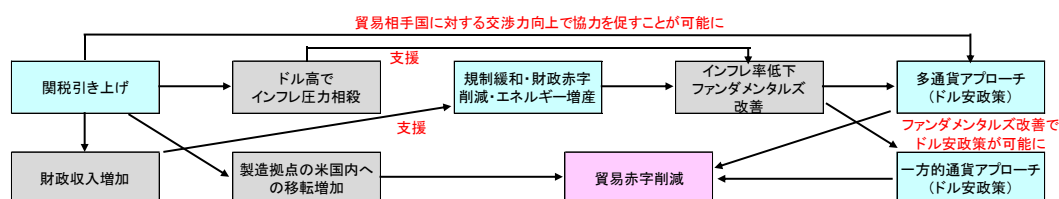
(4)ミラン論文のまとめ

以上のような議論を受けてミラン論文では、通貨政策の影響は不確実性が高く、市場

の大幅な変動につながるリスクもあるため、国際貿易システムの再構築のためには、まず関税政策から始動するのが望ましいとしている（第3図）。関税障壁を迂回するために、貿易相手国による米国内への生産拠点の移転が促進されれば、通貨政策を代替し得る場合もあると述べている。

通貨政策を実施する場合は、まずトランプ政権の他のアジェンダである規制緩和による潜在成長率の底上げやエネルギー政策の転換、財政赤字の縮小などによるインフレ圧力低減などにより、米経済のファンダメンタルズがより改善したところで行う方が、副作用はより抑制され易くなるとしている。関税政策を先に行うことにより、その引き下げを交渉材料にして、通貨政策を行う際の相手国当局からの協調も取り付け易くなる。そして、相手国当局との合意の下で進める多通貨アプローチの方が、市場の大幅な変動は抑制され易いとしている。一方的通貨アプローチは、漸進的手法によるなど注意深く実施しなければ、米長期金利の急上昇やドルの急落など、より激しい市場の変動を引き起こすリスクがあると警告している。

第3図：ミラン論文の政策提案における関税政策・通貨政策の位置づけ



（資料）ミラン論文より筆者作成

以上のような国際貿易システムの再構築を行うことによって、結果的に米国にとっての友好国と敵対国の峻別が進むと共に、世界の安全保障体制の構図にも地殻変動が起きる可能性があるとしている。また、為替市場ではボラティリティが増大傾向になり易いと共に、ドル離れを志向する国の動きを促進させ、金や暗号資産などが一部受け皿として底上げされるのではないかと指摘している。関税政策自体はドル高要因であるため、関税政策を先に行うことによりドルは当初上昇基調となり、その後通貨政策が実施されれば低下基調となるとしている。

2. 「ミラン論文」の内容検証

ミラン論文による政策提案はどのように評価・理解されるべきであろうか？本節では、シンプルなマクロ経済理論やプラザ合意の経験などからこれを検証する。

(1)ドルは過大評価か？

ミラン論文の大前提は、ドルが過大評価されているということだ。ドルが準備通貨や安全資産として世界的に取引・保有されることが、大きな要因になっているとしている。通貨の適正価値の計測は、景気にとって中立な金利の計測と同様に容易ではないが、理論的には為替レートは貿易・経常収支のインバランスを調整する筋合いの変数である。そうした観点から、IMF はサーベイランスの一環として、毎年各国の適正な経常収支水準と、それを参考に主要国の為替レートが適正と推定される水準から何%乖離しているかを、**External Sector Report** として公表している（第 4 図）。もちろんこれも参考値の 1 つに過ぎないものの、2023 年の平均実質実効為替レートについて分析している最新の 2024 年版の **External Sector Report** によると、ドルは米国の経常赤字も反映して 5.8% 過大評価とされている。2023 年版もドルの 2022 年の平均実質実効為替レートが 9.0% 過大評価されているとしており、IMF の分析でもドルは恒常的に過大評価となっている。

第 4 図： IMF による主な通貨の適正値からの乖離率

オーストラリア・ドル	カナダ・ドル	中国・人民元	ユーロ	インド・ルピー	日本円	韓国・ウォン	タイ・バーツ	米ドル	英ポンド
-5.3%	+6.7%	+0.7%	-1.7%	-9.4%	+1.7%	+6.1%	-5.3%	+5.8%	+9.2%

(注) プラスがその通貨が過大評価であることを表す。各数値は 2023 年平均実質実効為替レートの適正値からの乖離率の推計レンジの中心値。

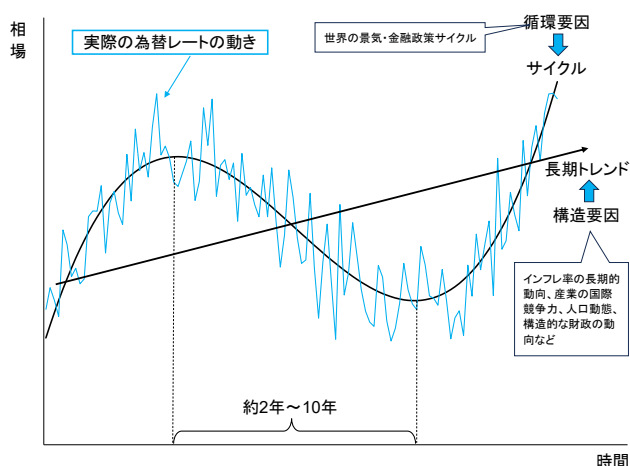
(資料) IMF External Sector Report 2024

もっとも、第 4 図の通り 2024 年版では例えば英ポンドも 9.2% の過大評価となっているなど、ドルのみが極端に過大評価になっている訳ではない。ドルが基軸通貨であることがドルの需要を底上げして、ドルの過大評価の一因にはなっていると思われるが、通貨が過大評価になる要因には様々なものがあり、基軸通貨であることのみがドルの過大評価の要因ではないであろう。そもそも為替レートは、世界の景気や金融政策のサイクルに沿って大局的なサイクルを形成し、長期的な均衡為替レートから数年単位で乖離するのが常態と考えられる（第 5 図）。この点ドルは 2010 年代以降の米経済の相対的な好調を背景に長期的な上昇サイクルにあり（第 6 図）、昨今のドル高は米国の相対的に強いファンダメンタルズを反映した動きとみることができる。為替レートはこうした構造的及び循環的な様々な要因を反映して市場で決まっており、ある 1 つのファクターのみを取り出して割高・割安を議論して、その結果一方向へ誘導を図ろうとするのは、本来慎重に行われるべきではないか。また、米国の経常赤字もドルが恒常的に割高となっていることが影響している面もあるが、同時に大幅な財政赤字など他の要因も大いに影響していると考えられる。このため仮にドル安誘導に成功したとしても、意図したような

経常赤字削減に結びつかない可能性は十分にある。

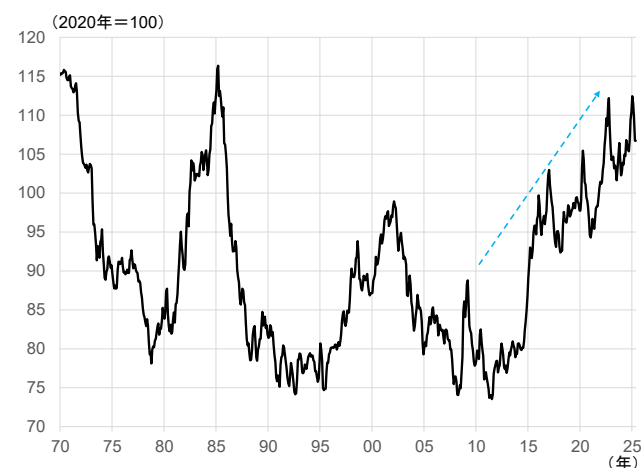
尚、ミラン論文では、既述の通りドルが準備通貨であることがドルを割高にして製造業や輸出産業へのダメージとなり、経常赤字拡大に結び付いているとしている。これは、為替レート決定理論の観点からは、経常黒字・赤字などのフローの為替需給が為替レートを決定するというフロー・アプローチではなく、クロスボーダー資本フローを含む巨大な為替市場全体の様々な需給で為替レートが決定されると考えるアセット・アプローチに基づいていると考えることができる。アセット・アプローチでは、内外金利差やドル建て資産のリスクプレミアム・期待為替レート（ドルの準備通貨としての構造的な過大評価要因もここに反映）をもとに内外金融資産市場の均衡によって決定された為替レートが、経常収支に影響を及ぼす流れとなる²。ミラン論文は、為替レートの決定過程については、クロスボーダー資本フローが巨額になった近年の為替市場の現状を前提にした、標準的な為替レート決定理論の考え方を前提にしていると言える。

第5図：為替レートの変動メカニズム



(資料)筆者作成

第6図：ドルの実質実効為替レート



(資料)Bloomberg

(2)経済理論から考える各種政策の効果

ミラン論文では米国の貿易赤字を削減する方法として、輸入関税引き上げと自国通貨安への誘導を挙げている。また、通貨政策に先んじて財政赤字削減や規制緩和などの政策の必要性を指摘している。ここでは、これらの効果をシンプルなマンデル・フレミング・モデル（MFモデル）により整理する。

² 但し、そのように決定された経常収支が累積して対外債権・債務となり、アセット・アプローチでの為替レートの決定に影響を及ぼすリスクプレミアムを変動させることを通して、逆に為替レートに影響を及ぼすフィード・バック・ループも考えられる。

① マンデル・フレミング・モデルについて

MF モデルは、マクロ経済分析の基本的な枠組みである IS-LM 分析に貿易や内外資本フローなどの対外取引を含めたものである。モデルは第 7 図の通りである。

第 7 図： マンデル・フレミング・モデル

＜マンデル・フレミング・モデル＞

$$S(Y - T) + T = I(r) + G + CA\left(\frac{P^*}{P}e(1 + t), Y - T, Y^*\right) \quad (1)$$

$$\frac{M}{P} = L(Y, r) \quad (2)$$

$$r = r^* + \frac{E - e}{e} \quad (3)$$

＜経常収支均衡線＞

$$CA\left(\frac{P^*}{P}e(1 + t), Y - T, Y^*\right) = 0 \quad (4)$$

Y : 国内産出量, r : 国内金利, e : 自国通貨建て名目為替レート, E : 自国通貨建て名目為替レート期待値, t : 関税率
 T : 関税額, G : 政府支出, M : マネーサプライ, P : 物価水準, Y^* : 海外産出量, r^* : 海外金利, P^* : 海外物価水準
 $\frac{P^*}{P}e$: 実質為替レート, Y^F : 国内完全雇用産出量, $S(Y - T)$: 貯蓄関数, $I(r)$: 投資関数, $L(Y, r)$: 貨幣需要関数
 $CA\left(\frac{P^*}{P}e(1 + t), Y - T, Y^*\right)$: 経常収支関数, $\frac{\partial S}{\partial(Y - T)} > 0$, $\frac{\partial I}{\partial r} < 0$, $\frac{\partial CA}{\partial\left(\frac{P^*}{P}e(1 + t)\right)} > 0$, $\frac{\partial CA}{\partial(Y - T)} < 0$, $\frac{\partial CA}{\partial Y^*} > 0$, $\frac{\partial L}{\partial Y} > 0$, $\frac{\partial L}{\partial r} < 0$

(注) e 及び E は自国通貨建て為替レートの表示であり、その値の上昇は自国通貨の減価を表す。

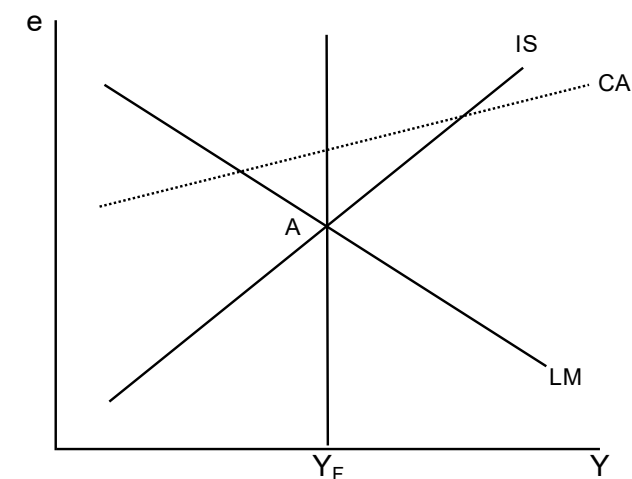
(資料) 筆者作成

ここで(1)式が生産物市場の均衡式、(2)式が貨幣市場の均衡式、(3)式が内外金利差と為替レートの金利平価式を表し、内生変数である国内産出量 Y 、国内金利 r 、自国通貨建て名目為替レート e (e の増加は自国通貨安を意味) が決定される。(1) ~ (3) 式が MF モデルを構成する。(4)式は経常収支が均衡(=0)する際の国内産出量 Y と名目為替レート e の関係を表す式(経常収支均衡線)である³。今回は関税の影響をみるために、生産物市場の均衡式(1)式と経常収支均衡線を表す(4)式に政策変数として関税率 t 、及び関税額 T を入れている。第 8 図は、縦軸を自国通貨建て名目為替レート e (e の値の増加は自国通貨の減価を意味)、横軸を国内産出量 Y として、このモデルをグラフに表したものである。IS 曲線は(1)式と(3)式から導かれ、生産物市場の均衡と為替市場における金利平価の成立を実現する Y と e の組み合わせを表している。LM 曲線は(2)式と(3)式から導かれ、貨幣市場の均衡と為替市場における金利平価の成立を実現する Y と e の組み合わせを表している。両曲線の交点 A が現在の経済の位置である。 Y_F は国内完全雇用産出量を表している。CA 曲線は(4)式をそのまま表したもので、経常収支均

³ ここでは経常収支と貿易収支は区別せず同一視している。(4)式の経常収支均衡線は、MF モデルを構成するものではないが、グラフ上の各均衡点における経常収支の状態を明らかにするために表示する。

衡を実現する国内産出量 Y と為替レート e の組み合わせを示したものであり、その上側は経常黒字、下側は経常赤字にあることを意味している。第 8 図は、 A が Y_F 上にあることから完全雇用産出量にあり、 CA 曲線の下側にあることから、経常赤字の状態にあることを示している。現在の米国経済に近い状況を表している。

第 8 図：MF モデルのグラフ表記



(資料)筆者作成

② 関税引き上げの効果

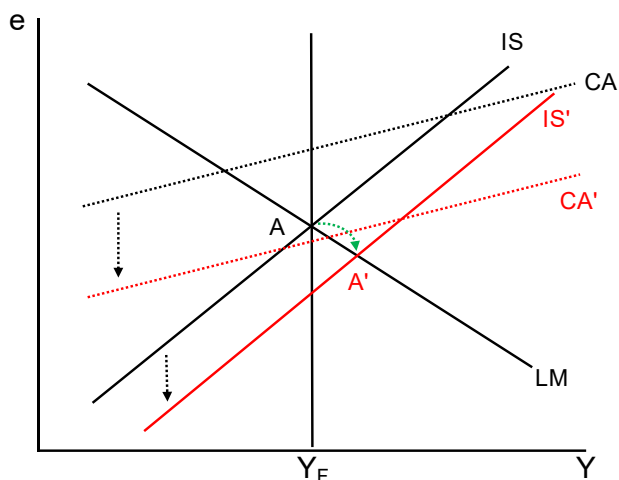
関税の引き上げは (1) 式、及び (4) 式において t 及び T の上昇を意味する。IS 曲線を上下どちらにシフトさせるかは、関税引き上げによる純輸出増加を通じた景気刺激効果と、関税負担の増加による国内需要抑制効果のどちらが大きいかに依存している。両者を分ける要因は複数あるが、大きな要因の 1 つが、関税を含めた内外相対価格の変化に対する経常収支の感応度である。これが十分に大きい場合は、関税賦課による輸入品から国内産品への需要のシフトに国内産業が柔軟に対応でき、ネットでは経常収支改善効果、景気支援効果がみられることになる。逆に感応度が小さい場合は、こうした柔軟な対応ができず、家計などによる関税負担が相対的に大きくなり、関税による経常収支改善効果・景気支援効果が限られることになる。

このうち、前者の感応度が高く需要刺激効果が大きい場合の関税賦課の影響をみると (第 9 図)、 t 及び T の上昇により IS 曲線は下方方向 ($\rightarrow IS'$ 曲線) にシフトし、LM 曲線は不変で、CA 曲線は下方方向 ($\rightarrow CA'$ 曲線) へシフトする⁴。この結果、均衡点は A から A' へシフトし、産出量 Y は増加し、 e は低下、つまり自国通貨高となる。IS 曲線よりも

⁴ 以下の各政策の効果については、各政策の第一段階の効果によるグラフのシフトを赤色で表記し、その後の物価 P の変動による第二段階の効果によるグラフのシフトを青色で表記している。

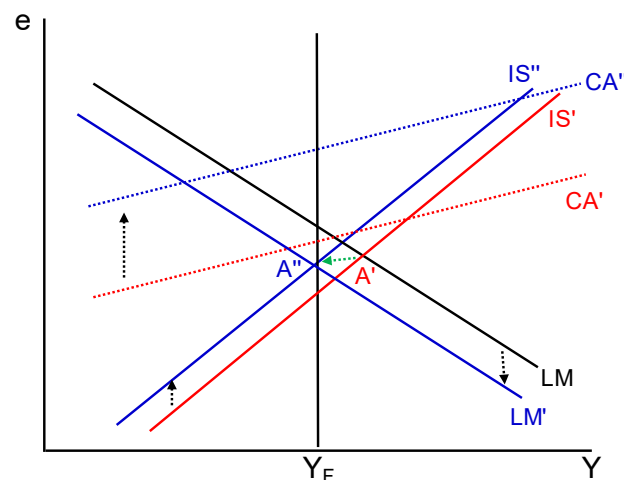
CA 曲線のシフト幅の方が大きくなるため、A に比べて A' は CA' 曲線との距離が縮小する方向となり経常収支は改善する。これは、関税賦課で需要が輸入品から国内製品に切り替わるため経常赤字が縮小して所得 Y が増加（景気拡大）し、国内金利上昇による資本流入から本国通貨が増価することを意味する。

第 9 図：関税政策（景気刺激的な場合）の当初の効果



（資料）筆者作成

第 10 図：関税政策（景気刺激的な場合）の最終的な効果



（資料）筆者作成

しかし、国内完全雇用産出量 Y_F を超えたことで、その後インフレ圧力が高まり、 P が上昇する。第 10 図の通り P の上昇で、 IS' 曲線は上方向（ $\rightarrow IS''$ 曲線）へシフトし、また LM 曲線は下方向（ $\rightarrow LM'$ 曲線）へシフトし、 CA' 曲線は上方向（ $\rightarrow CA''$ 曲線）へシフトする。均衡点は A' から A'' にシフトし、産出量 Y は再び減少して Y_F の方へ戻り、 A'' は CA'' 曲線との距離が拡大するため、経常収支は再び悪化方向となる。つまり全体で見ると、関税賦課により経常収支を改善し、経済のキャパシティ（国内完全雇用産出量）を大きく超える景気拡大を実現しても、インフレ圧力から実質為替レートが増価して経常収支が再び悪化方向へ向かい、景気拡大も最終的に抑制されてしまうことを示している⁵。

③ 通貨安政策の効果

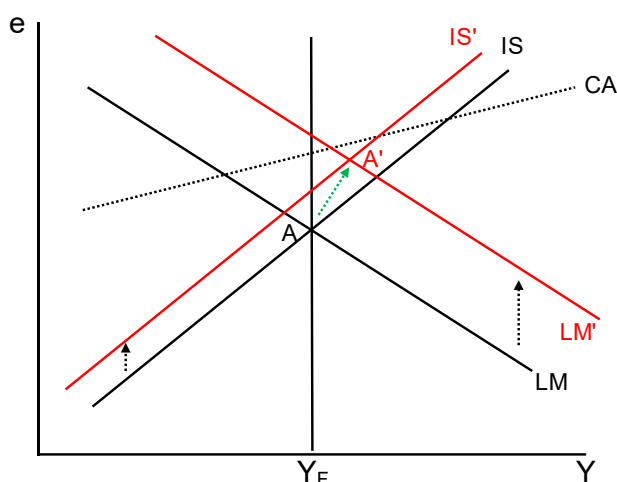
通貨政策により本国通貨安誘導を行う場合、具体的な政策手段としては、当局による本国通貨安を志向するなどの声明の発表だけでなく、本国通貨売り介入も考えられる。

⁵ 物価 P の上昇に対して中央銀行が金融引き締めを行うとしても、名目為替レートの上昇から、やはり実質為替レートが上昇することになる。

しかし、巨大な為替市場を動かすには通貨当局による介入額は小さいため、市場を需給的に直接操作するというよりは、そうした一連の行動により市場の期待為替レートへの影響を通して、市場の価格形成にも影響を及ぼそうとする、アナウンスメント効果を期待しているとみることができる。つまりモデルにおいても、自国通貨安政策は期待為替レート E の自国通貨安方向 (E の上昇) へのシフトとみることができる。

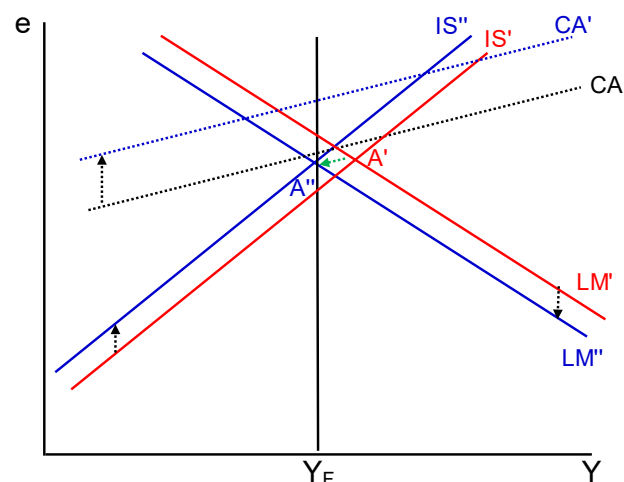
期待為替レート E の減価 (E の上昇) で、IS 曲線、LM 曲線は共に上方 ($\rightarrow IS'$ 曲線、 $\rightarrow LM'$ 曲線) へシフトし、しかも IS 曲線よりも LM 曲線はより大きくシフトし、CA 曲線は不変となる (第 11 図)。この結果、均衡点は A から A' へシフトし、産出量 Y は増加し、 e は上昇、つまり自国通貨安となる。 A' は CA 曲線との距離が縮小するため経常収支は改善する。これは、自国通貨安期待の上昇による外貨建て資産の期待収益率上昇で自国から資本流出が発生し、実際に自国通貨が減価。これによる経常収支改善で景気が改善することを意味する。

第 11 図：通貨安政策の当初の効果



(資料)筆者作成

第 12 図：通貨安政策の最終的な効果



(資料)筆者作成

しかし、先にみた関税のケースと同様、国内完全雇用産出量を超えたことで、その後インフレ圧力が高まり、 P が上昇する。第 12 図の通り P の上昇で、 IS' 曲線はさらに上方 ($\rightarrow IS''$ 曲線) へシフトし、また LM' 曲線は下方 ($\rightarrow LM''$ 曲線) へシフトし、CA 曲線は上方 ($\rightarrow CA'$ 曲線) へシフトする。均衡点は A' から A'' にシフトし、産出量 Y は再び減少して Y_F の方へ戻り、 A'' は CA' 曲線との距離が再び拡大するため、経常赤字は再び悪化方向となる。つまり全体でみると、自国通貨安誘導により資本流出から自国通貨が減価し、経常収支を改善させ (= 外需の増加)、経済のキャパシティ (国内完全雇

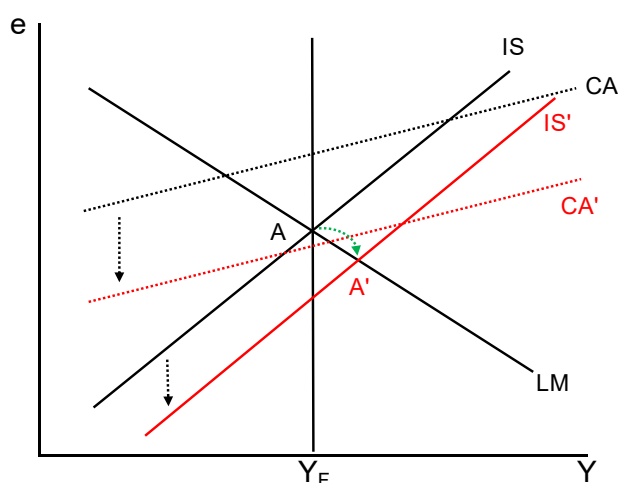
用産出量)を大きく超える景気拡大を実現しても、インフレ圧力から実質為替レートが増価して経常収支が再び悪化し、景気拡大も最終的に抑制されてしまうことを示している。

④ 貿易相手国による市場開放の効果

さらに経常赤字縮小のための政策としては、交渉により貿易相手国による関税・非関税障壁の引き下げ・撤廃でさらなる市場開放を実現して、自国の経常赤字縮小を支援する方法もある。これは他の条件が一定の下で自国の経常収支を改善するものであり、モデルでは(1)式及び(4)式の外国の所得 Y^* の増加と読み替えることができる。このケースは、関税賦課と比べて増税が無い分より景気刺激的だが、基本的に関税賦課で景気拡大が起きる場合と同じ展開となる。

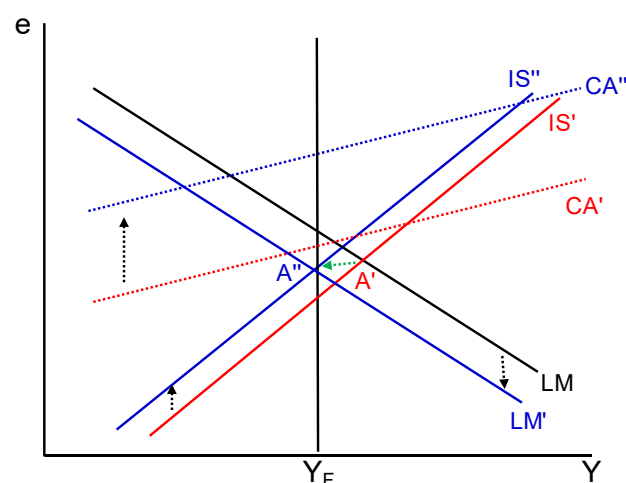
すなわち Y^* の増加で IS 曲線は下方方向 ($\rightarrow IS'$ 曲線) にシフトし、LM 曲線は不変で、CA 曲線は下方方向 ($\rightarrow CA'$ 曲線) へシフトする(第 13 図)。この結果、均衡点は A から A' へシフトし、産出量 Y は増加し、 e は低下、つまり自国通貨高となる。 A' は CA 曲線との距離が縮小するため経常収支は改善する。これは、貿易相手国の市場開放で自国の輸出品に対する需要が増えて経常収支が改善し、所得 Y が増加(景気拡大)。国内金利上昇による資本流入から自国通貨が増価することを意味する。

第 13 図：貿易相手国による市場開放の当初の効果



(資料)筆者作成

第 14 図：貿易相手国による市場開放の最終的な効果



(資料)筆者作成

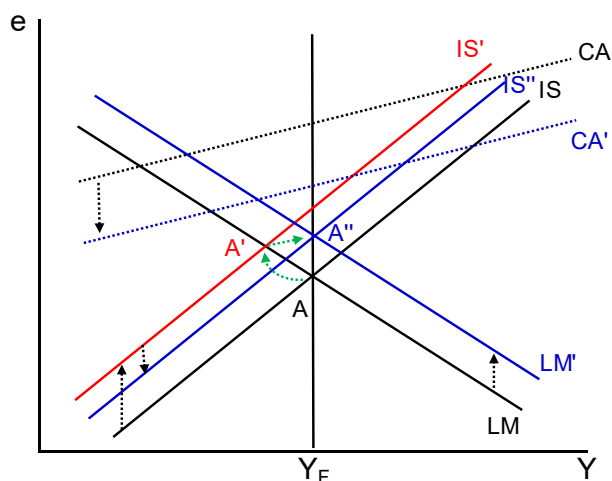
しかし、国内完全雇用産出量を超えたことで、その後インフレ圧力が高まり、 P が上昇する。第 14 図の通り P の上昇で、 IS' 曲線は上方方向 ($\rightarrow IS''$ 曲線) へシフトし、また

LM 曲線は下方向（→LM'曲線）へシフトし、CA'曲線は上方向（→CA''曲線）へシフトする。均衡点は A'から A''にシフトし、産出量 Y は再び減少して Y_F の方へ戻り、A''は CA''曲線との距離が拡大するため、経常収支は再び悪化方向となる。つまり全体でみると、貿易相手国の市場開放により経常収支が改善し、経済のキャパシティ（国内完全雇用産出量）を超える景気拡大が実現しても、インフレ圧力から実質為替レートが増価して経常収支が再び悪化し、景気拡大も最終的に抑制されてしまうことを示している。

⑤ 財政支出削減の効果

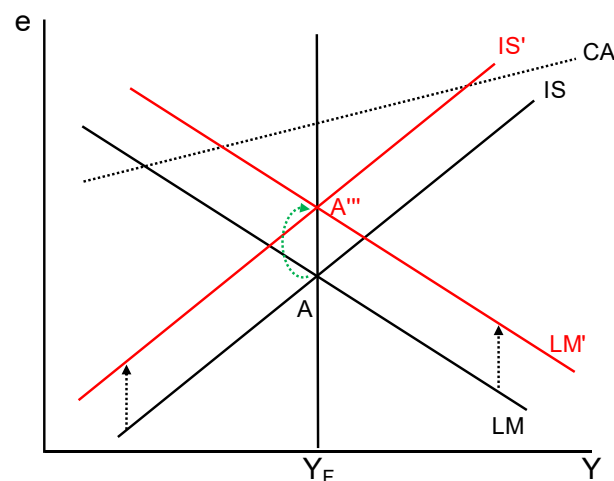
ミラン論文で言及されている財政赤字削減、すなわち財政支出削減の効果はどうであろうか？モデルでは政府支出 G の削減ということになる。G の減少では、IS 曲線が上方（→IS'曲線）へシフトするのみで、LM 曲線と CA 曲線は不変となる（第 15 図）。均衡点は A から A'へシフトし、産出量 Y は減少し、e は上昇して自国通貨安となる。A'は CA 曲線との距離が縮小するため、経常収支は改善する。これは財政支出削減により、景気が減速して金利が低下し、資本流出が起こって自国通貨が減価。景気減速と自国通貨安で経常収支が改善することを意味する。

第 15 図：財政支出削減の当初の効果と最終的な効果



(資料)筆者作成

第 16 図：財政支出削減+通貨安政策の効果



(資料)筆者作成

その後、同じく第 15 図でみると、国内完全雇用産出量 Y_F を下回ったことで物価 P が低下するため、IS' 曲線が下方（→IS''曲線）へシフトし、LM 曲線が上方（→LM'曲線）へシフト、CA 曲線が下方（→CA'曲線）へシフトする。均衡点は A'から A''へシフトし、産出量は国内完全雇用産出量へ向かって回復すると共に、A''と CA'曲線の距離がさらに縮小して経常収支の改善が続くことになる。つまり全体でみると、財政支出削減は、景

景気減速に伴う内需減速と共に、自国通貨安と物価下落による実質為替レートの低下から、経常収支を改善することができる。財政支出削減を含む国内支出削減が進めば、為替レートは市場メカニズムで自ずと減価し、経常収支調整を側面支援するとみることができる。

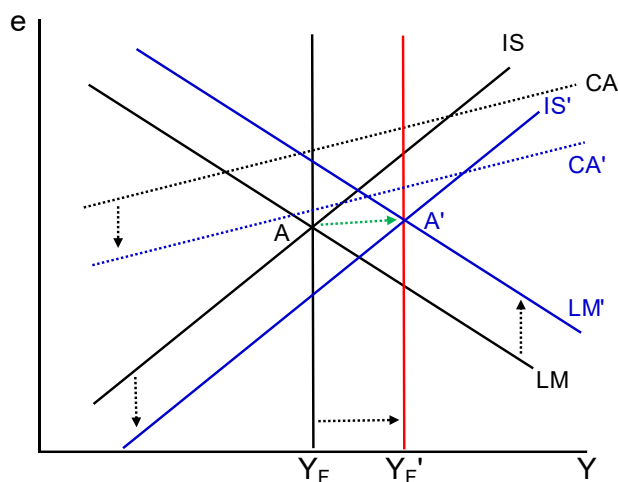
尚、財政支出削減策に加えて、仮に通貨安政策を組み合わせることができれば、景気減速のショックを緩和しながら経常収支を改善することができる。モデルでは財政支出 G の減少と名目為替レート期待値 E の上昇となる。 G の減少により IS 曲線が上方（→ IS' 曲線）へシフト、 E の上昇により LM 曲線も上方（→ LM' 曲線）へそれぞれシフトし、 CA 曲線は不変となる（第 16 図）。均衡点は A から A''' へシフトし、国内完全雇用産出量を一旦下回るプロセス（＝景気減速）を経ずに、 CA 曲線との距離を縮小させて経常収支を改善することができる。つまり、財政支出削減による景気減速圧力を、通貨安政策を反映した自国通貨安による経常収支改善圧力（外需増加）で相殺する形となる。このケースでは、景気減速による物価低下などが起こり難いことが、経常収支改善効果を一部相殺するが、国内経済を顕著に減速させずに、経常収支改善を実現することができる。

⑥ 規制緩和の効果

規制緩和は、生産性上昇などに結びついて潜在産出量が拡大することから、モデルでは国内完全雇用産出量 Y_F の増加を意味する。第 17 図のように、 Y_F が右方（ Y_F' ）へシフトし、均衡点 A が新しい国内完全雇用産出量 Y_F' を下回ることから物価 P が低下。 P の低下により IS 曲線が下方（→ IS' 曲線）へシフトし、 LM 曲線が上方（→ LM' 曲線）へシフト、 CA 曲線が下方（→ CA' 曲線）へシフトする。均衡点は A から A' へシフトし、産出量 Y は増加して A' の CA' 曲線からの距離が縮小するため、経常収支は改善する。つまり、規制緩和により経済のキャパシティが拡大し、物価下落による価格競争力向上で経常収支が改善して産出量 Y も新しい国内完全雇用産出量 Y_F' に向かって増加する。

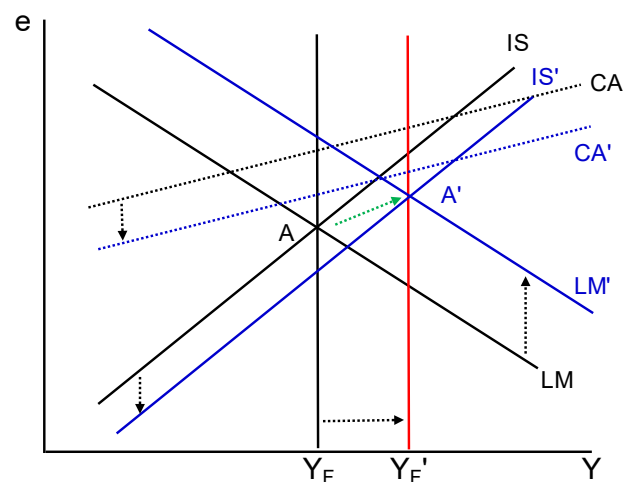
尚、規制緩和に加え、仮に通貨安政策を組み合わせることができれば、物価下落の一部を通貨安で吸収することで限定的にしつつ、経常収支改善と産出量増加を実現することができる。グラフでは第 18 図のように、 Y_F が右方（ Y_F' ）へシフトし、 IS 曲線が下方（→ IS' 曲線）へシフトし、 LM 曲線が上方（→ LM' 曲線）へシフト、 CA 曲線が下方（→ CA' 曲線）へシフトする点は、第 17 図と同様だが、通貨安政策により期待為替レート E の自国通貨安方向（ E の上昇）へのシフトがある分、 LM 曲線がより大きく上方へシフトすることになる。

第 17 図：規制緩和の効果



(資料)筆者作成

第 18 図：規制緩和+通貨安政策の効果



(資料)筆者作成

⑦ まとめ～経済理論から考える各種政策の効果

以上みた政策の効果は、厳密には具体的なパラメーターの値に依存するため、幅を持ってみる必要はあるが、大局的にはこうした構図に沿って推移し易いとみられる。足元米国経済は、失業率が歴史的低水準にあるなど国内完全雇用産出量に近い状態にあるため、関税政策や通貨安政策、さらには貿易相手国の市場開放を実現しても、景気過熱とインフレ圧力による実質為替レートの上昇から、持続的に経常赤字縮小を実現できない可能性がある。経常赤字を削減するには、本来財政赤字削減を始めとした国内支出削減が主軸となる必要があり、通貨安政策は仮に実施するにしても、主軸の支出削減政策と組み合わせて実施され、経常赤字縮小を円滑に進めるために側面支援する位置付けとなる（第 19 図）。

こうした議論は 1980 年代～1990 年代始めの日米通商摩擦の際にも指摘されて来た。例えば、クルーグマン（1998）でも、米国の経常赤字削減には、財政赤字を始めとした「支出削減政策」が主軸となる必要があるが、それだけでは米景気が必要以上に減速してしまう恐れがあるため、同時に通貨安による「支出転換政策」の実施が有用であることが指摘されている。

ミラン論文でも、先にみたように特に通貨政策を行う場合は、まずトランプ政権の他のアジェンダである規制緩和による潜在成長率の底上げやエネルギー政策の転換、財政赤字の縮小などによるインフレ圧力低減などにより、米経済のファンダメンタルズがより改善したところで行う方が、副作用はより抑制され易くなるとしている。以上みたよ

うな議論と重なる部分があると言えよう。

第 19 図： MF モデルに基づく各種政策措置の影響

政策措置	経済への影響
関税引き上げ(景気刺激効果が大きい場合)	当初は景気拡大・経常収支改善・自国通貨高となるが、その後景気過熱によるインフレ率上昇からその揺り戻しが生じる。
通貨安誘導	当初は景気拡大・経常収支改善・自国通貨安となるが、その後景気過熱によるインフレ率上昇からその揺り戻しが生じる。
貿易相手国による市場開放	当初は景気拡大・経常収支改善・自国通貨高となるが、その後景気過熱によるインフレ率上昇からその揺り戻しが生じる。
財政支出削減	財政支出削減による内需削減と共に、自国通貨安への自律調整と物価下落で経常収支は改善。通貨安政策を組み合わせる場合、景気減速を緩和することが可能。
規制緩和	規制緩和による経済のキャパシティ増加、物価下落で価格競争力が向上し経常収支が改善する。通貨安政策を組み合わせる場合、物価下落を緩和することが可能。

(資料) 筆者作成

(3) 通貨安誘導はそもそも現実的か

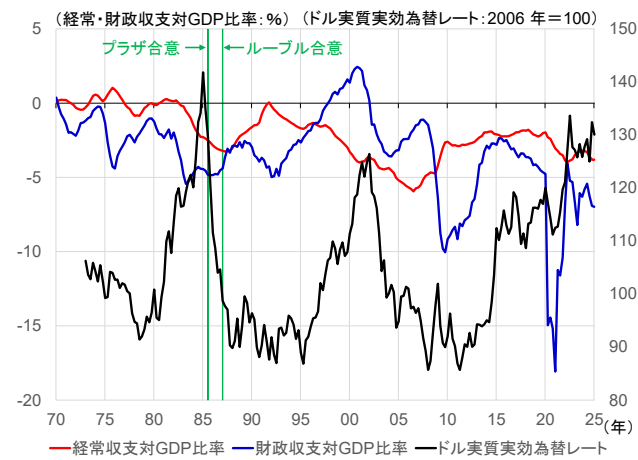
通貨安誘導は、経常赤字縮小を実現するための中心となる政策ではないが、それを支援する側面は持つ。しかし、そもそも自国通貨安誘導は現実的な政策なのであるだろうか？

① プラザ合意やルーブル合意からの教訓

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 (第 20 図)。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。ドルは名目・実質実効為替レートでみて既に 1985 年 2 月をピークに下落に転じていたが、当時米経常赤字が縮小する兆しは無く、ドルも再び上昇に転じるとみる向きもまだ少なかった。

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。

第 20 図：ドル実質実効為替レートと米国の双子の赤字



(資料) Bloomberg より筆者作成

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。上記の通りプラザ合意の声明には具体的なドルの下落率の目途などは記載されていなかったが、行天（2013）によれば、会議において G5 蔵相代理達から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。

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。公式声明には含まれていなかったが、行天（2013）によれば、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。

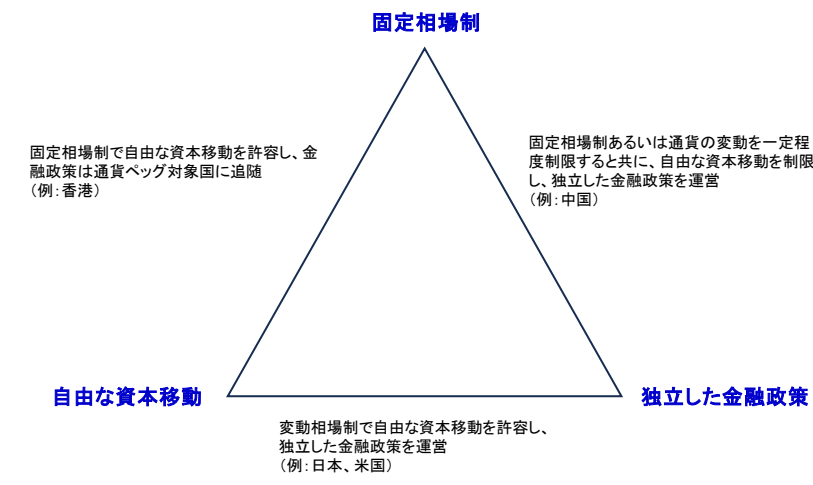
こうした過去の経験から言えることは、当時の市場規模でさえ、市場を都合良くコントロールすることは容易でなかったということであろう。確かにプラザ合意では意図していた方向であるドル安方向への誘導には成功した。これは協調為替介入による需給要因よりも、声明を含めた各国当局の決意・スタンスが、市場の期待をドル安方向へシフトさせたアナウンスメント効果が大きいだろう。既にドル相場は大幅な上昇からの反転下落が始まっており、そうした市場の流れも有利に作用したと考えられる。しかし、一度市場のボラティリティが高まり始めると、都合の良い水準での安定を期待するのは相当に楽観的でしかないということは、こうした歴史的経験が示している。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。

今回についても、米当局が、ドル安が望ましいとの意思表示を行うのに合わせてドル売り介入などを行い、うまく市場の期待を動かすことができれば、ドル安方向へ誘導することは不可能ではないだろう。自国通貨売り介入は、理論上は無制限にできるはずであり、それだけ米当局が市場に決意を示せるか次第であろう。しかし、ここ数年の上昇でドルはかなり高い水準にあり、またトランプ政権の予測不能な政策運営や国際的な協調を軽視する政策スタンスが、ドル建て資産への投資センチメントを棄損し始めている兆候もある。一度ドル安期待が市場に織り込まれると、必要以上にドルが急落するリスクも少なからずあるのではないか。

市場を都合良くコントロールできないという観点では、ある特定の管理の枠組みの下で特定の水準へドル円相場を誘導することも、ルーブル合意の経験を踏まえれば、やはり容易でなかろう。いわゆる国際金融のトリレンマによれば、「固定相場制」と「自由な内外資本移動」と「独立した金融政策」は同時に達成することはできない(第21図)。言うまでもなく日米共に、自由な内外資本移動と2%をインフレ目標とする独立した金融政策の下で、変動相場制を採用している。為替レートを特定の水準へ誘導するという固定相場制的な要素が入ってくると、自由な内外資本移動を維持するとすれば、金融政策を為替レート目標にある程度割り当てる必要性も出て来る可能性があり、2%のインフレ目標との整合性が問われたり、当局の政策目標が分かり難くなるなどして現実的ではないであろう。

そもそもミラン論文においても、通貨政策は意図せざる市場のボラティリティ増大につながるリスクが小さくないとされているが、こうした過去の経験に鑑みても、意図的な為替レートの誘導は慎重に行われるべきであろう。

第 21 図：国際金融のトリレンマ



(注) 日本や米国など自由な国際資本移動を許容し、独立した国内金融政策(金融政策を国内政策目標に割り当て)を運営する国は、固定相場制を採用できない(変動相場制)。香港のように固定相場制で自由な資本移動を許容している国の場合は、独立した金融政策を運営できない(この場合ベッグ対象国の米国のFRBに金融政策は追随)。また、中国のように一定以上為替変動を制限し、独立した金融政策を採用する国は、完全に自由な資本移動を許容できない。
(資料) 筆者作成

② 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 (第 22 図)。これに対し直近 2022 年 4 月の調査では、1 日あたりの世界の外国為替市場の規模は 7.5 兆ドルで、年間ベースでは 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よう。

第 22 図：世界の外国為替市場と名目 GDP の規模

(兆ドル)

	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

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（第 23 図）。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（第 24 図）。

第 23 図：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) 誤差脱漏などの影響により、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

第 24 図：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

ミラン論文でも指摘されていた通りであるが、改めてデータをみても、ドル安誘導を含めて実効性のある政策調整を行おうとすれば、世界経済の主要なプレーヤーとなったこうした新興国も巻き込む必要があり、その合意形成も益々容易でなくなったと言える。

3. トランプ政権によるこれまでの政策と意図

本節では、ミラン論文の内容に照らし合わせてみて、第二次トランプ政権始動以降に実施された政策を振り返りつつ、今後トランプ政権が何を狙っているのか、その中で通貨政策をどのように位置付けているのかを考える。

(1) トランプ政権のこれまでの政策

第二次トランプ政権始動以来のこれまでの政策を、ミラン論文に関連する部分を中心

にみると、まず諸外国との通商関係や貿易不均衡を是正し、自動車や半導体、鉄鋼など、経済安全保障や軍事産業の観点から重要である、基幹となる製造業を米国に回帰させるという問題意識については、ミラン論文と同様にトランプ政権も共有しているようだ。

具体的な政策としては、ミラン論文が提案している通り、トランプ政権もまず関税政策を最初に発動した（第 25 図）。但し、ミラン論文は金融市場への悪影響を抑制するために、関税政策は漸進性かつ予見性を伴い、協力的な国には関税率を引き下げるなど緩急をつけて行われるべきとしていたが、トランプ政権は当初から高率関税を発動し、しかも事前の猶予期間なども殆どなく発動し突然変更するなどして不確実性を高め、緊密な同盟国とそれ以外の国もほぼ区別なく全方位的に適用した。このため、金融市場は米国経済自身への悪影響を織り込み、これまでのところドル相場はミラン論文の想定とは逆に下落で反応している。尚、5 月 28 日に米国国際貿易裁判所は、1977 年国際緊急経済権限法（IEEPA）に基づく相互関税や、カナダとメキシコに不法移民や合成麻薬流入対策として課した 25%の関税は違法であるとの判断を発表。その後、控訴裁判所によって違法との判断の効力は一旦差し止めとなっているが、今後の政策運営の見通しはさらに不透明感が強まっている。

通貨政策については、ミラン論文では関税政策により相手国に対する米国の交渉力を高め、財政赤字削減、規制緩和などにより米国経済のファンダメンタルズを改善した上で、副作用に配慮して慎重に行うべきとしていた。これに対しトランプ政権では、通貨政策を所管するベッセント財務長官が、これまでのところ一貫して強いドル政策が望ましいとの従来からの米政府の見方を維持しており、ドル安政策を発動する兆候はみられていない。日米財務相会談や G7 財務相・中央銀行総裁会議でも、為替レートはファンダメンタルズを反映して市場で決定されるべきとの意見で合意している。以前にトランプ大統領が特に日本円や中国人民元が安過ぎると発言したことはあるものの、最近は通貨に関する発言は概ね封印しているようだ。但し、上述の通り実際のドル相場は、関税政策などを受けて結果的には下落基調となっている。

財政赤字削減については、ミラン論文では通貨政策の前に実施されるべきとされている。トランプ政権では、政府効率化省（DOGE）による財政支出削減策が進められており、同省ホームページではこれまでに 1,800 億ドルの経費などの節約を実施したと表示されている。一方、ウクライナ戦争やイスラエル・パレスチナ戦争の停戦による軍事支援などの削減を目指しているが、これまでのところ難航。また、2017 年に実施されたトランプ減税の延長やチップ・残業代への課税免除などが盛り込まれた減税法案が議会で

審議中であり、財政赤字の見通し悪化から、5月16日に大手格付会社ムーディーズが米国債の格付けを最上級のAAAから1ノッチ下のAa1へ引き下げた。規制緩和については、環境・エネルギー関連や金融関連などで進捗がみられている。

第25図：ミラン論文の提案とトランプ政権によるこれまでの政策

	ミラン論文の提案	トランプ政権による実際の政策	備考
関税政策	世界の貿易システム再構築のために最初に実施されるべき政策。金融市場への悪影響抑制のため、漸進的かつ予見可能性を持って行われるべき。協力的な国への関税率は引き下げるなどの緩急をつけるべき。他の政策を実施する際に相手国から協力を取り付けるための交渉材料となる。また追加的な財政収入にもなる。ドル高となればインフレ圧力は一部相殺される。	様々な政策の中では最初に実施されたが、漸進的かつ予見可能性を持った形とは言えず。但し、金融市場の反応を受けて随時修正。	現在各国と相互関税を巡り交渉中。
通貨政策	過大評価となっているドルの押し下げを、多通貨アプローチ、あるいは一方的アプローチにより実施。多通貨アプローチでは、外国当局が保有する米国債を100年債などに差し替えてもらい、副作用である米長期金利の急上昇を抑制する。但し、市場の急変動を招きやすく、各種政策実施により米国のファンダメンタルズがより改善したところで慎重に行われるべき。	ベッセント財務長官は強いドル政策を維持と表明。日米財務相会談やG7財務相・中央銀行総裁会議でも、為替レートはファンダメンタルズを反映して市場で決定されるべきとの意見で合意。但し、トランプ大統領は以前に日本円や中国人民幣は安過ぎると発言したことがある。	実際にはトランプ政権の通商政策の不確実性やFRBの独立性への懸念などが嫌気され、ドルは下落。
財政赤字削減	通貨政策などを行う前に実施すべき。関税収入が支援材料。	一部政府機関の閉鎖などを含めて財政支出の削減を実施。政府効率化省(DOGE)のホームページによると、2025年6月15日時点で1,800億ドルの経費などの節約を実施したと主張。また、ウクライナ戦争やイスラエル・パレスチナ戦争の停戦による軍事支援などの削減を目指すも難航。一方で、減税政策も議会で審議中。	5月16日に大手格付会社ムーディーズが米国債をAAAからAa1へ格下げ。
規制緩和	通貨政策などを行う前に実施すべき。	環境・エネルギーや金融分野などの規制緩和を実施。	-

(資料) ミラン論文、各種報道などより筆者作成

(2)トランプ政権の狙い

ここでは、第二次トランプ政権が最終的に目指す米国経済の姿や、そこにおける通貨政策の位置付けについて、事実上トランプ政権における経済政策の司令塔になっているとみられるベッセント財務長官の主な発言(第26図)も参考に、整理・考察する。

① 米国経済・世界貿易・世界経済のリバランス

トランプ政権の経済政策の長期的なゴールは、まずグローバリゼーションの下で効率化・低コスト化を追求して来た結果、海外に流出してしまった製造業のうち、経済安全保障上、重要な産業を国内に回帰させることだ。それにより輸入が減少し、場合によっては輸出が増加することで、貿易収支も改善する。また、これはそうした産業を担う労働者層・中間層の生活水準の改善につながる面もある。

しかし、理論分析でみたように、米国経済は失業率が歴史的な低水準で推移するなど、国内完全雇用産出量水準に近い状態にあり、追加で製造業を誘致しようとする、労働市場の逼迫などからインフレ圧力が高まってしまう。そのため、同時に国内経済のリバランスが必要であり、まずトランプ政権が肥大化したと主張する政府部門の縮小により、製造業受け入れのための労働力を含めた余剰資源の放出を目指すとみられる(第26図: 発言 h)。この時、各種規制緩和などにより民間製造業がよりビジネスをし易い環境を

醸成し、また AI などの技術の活用によりインフレ圧力が高まらない形で製造業の拡大を目指すとしている（発言 g, h）。公的部門を縮小し、製造業を中心に民間部門を再活性化することを目指す。

第 26 図：ベッセント財務長官による経済政策についての主な発言

日時	主な発言
3月6日	Economic Club of New Yorkでのスピーチ
(a)	公共部門のデレバレッジと民間部門の再レバレッジは、規制された金融機関を賢く再活性化することから始まり、それに終わる。
(b)	大統領はすでに国際的な経済システムのバランスを取り戻すキャンペーンを始めている。おそらく、ドイツが軍事費を劇的に増加させることを議論していることで、私たちは最初の大勝利を目にしているのだろう。
(c)	国際貿易システムは、軍事的、経済的、政治的なネットワークから成り立っている。一つの側面を切り離して考えることはできない。
(d)	安価な商品へのアクセスは、アメリカン・ドリームの本質ではない。アメリカン・ドリームは、どんな市民でも繁栄し、上昇志向、経済的安全を達成できるという概念に根ざしている。
4月7日	タッカー・カルソン・ショー インタビュー
(e)	コロナ・パンデミックによる数少ない良い成果のひとつは、非常に効率的ではあるサプライチェーンがテストされた結果、戦略的に安全ではないことが判明したことだ。私たちは医薬品や半導体、船も目前ではもう作れない。
(f)	関税の究極の目的は、「工場をここに持ってくることだ」と大統領はいつも言っている。それが関税の壁から逃れるための最善の解決策だ。中国、メキシコ、ベトナムから工場を移転させ、ここに持ってくるのだ。
(g)	AIやオートメーションなどの活用で新しい工場を建てることで、米国内で製造業再興に必要な労働力は確保できると思う。
(h)	高水準の政府支出が高水準の政府債務につながっており、先行き金融的な混乱につながることを懸念している。これを防ぐためにも、一方では貿易の秩序を再構築し、もう一方では連邦政府の過剰な労働力を削減し、連邦政府の借入金も減らしている。そしてそこから新たな製造業に必要な労働力を確保する。過剰な規制を撤廃し、民間部門を再び活性化させる。
(i)	我々は製造業を増やしたいと思っており、必然的に消費のシェアがより低下することになる。中国は製造業が多過ぎて不均衡となっている。
(j)	ドイツ経済は不均衡な輸出主導経済だ。ドイツは我々と正反対で脱工業化の局面にある。ドイツはエネルギー価格が高く、イタリアや南欧の国の影響から通貨ユーロを低めに維持し、中国に工業製品を売り込んでいた。そして今、中国は彼らの競争相手となりつつある。
(k)	この政権でドル政策について発信するのは、トランプ大統領と私だけだ。私たちは強いドル政策を維持しており、長期的にドルが強くなるようにあらゆる材料を投入している。ドルは短期的には上下する可能性はあり、ドルと他の通貨との間で二国間の動きがある可能性もある。しかし、長期的には私たちが健全なファンダメンタルズを導入し、この変革を貫徹すれば、ドルは大きな成果を上げるだろうし、アメリカ国民もそうなるだろう。
5月12日	米中協議後の記者会見
(l)	貿易赤字は、貿易条件、通貨、財政赤字の3つの要因の結果によるものだ。対中協議で中国には財政赤字の削減に注力していることを説明した。通貨の話はしていない。
(m)	トランプ政権の経済政策の3つの柱は貿易、税、規制緩和だ。
(n)	トランプ政権は、他国を責めているのではなく、他国にこれまで不平等な貿易条件を認めて来た歴代米政権を批判している。
(o)	米国は優れた金融産業とIT産業があり、エネルギー産業を始めとした資源産業も充実しているが、その間の精密な製造業が一掃されてしまっており、経済のリバランスが必要だ。
(p)	中国は製造業が過剰生産となっている一方、消費は過少となっており、米中で協力してリバランスすることが可能だ。

(注)一部筆者による抜粋・意訳あり。

(資料) 米財務省、各種報道などより筆者作成

もう 1 つベッセント財務長官が問題視しているのが、米国の公的債務の持続可能性だ（発言 h）。このまま公的債務が拡大して行くと最終的に金融市場の混乱につながる恐れがあり、米国経済のリバランスは、公的債務のこれ以上の拡大を防ぐということも視野に入れているようだ。財政支出の削減は、政府から家計への社会保障支出などの削減にもつながり得るため、必然的に経済に占める消費のシェアも低下する可能性がある（発言 i）。これまで効率化・コスト削減最優先で形成されて来たグローバル・サプライチェーンが一部巻き戻されるため、今後製品価格が一部上昇することなどからも、消費者の経済厚生が以前より低下する可能性はある。しかし、経済安全保障や公的債務の観点から、このままではいずれ米国経済は持続可能ではなくなるため、これらのリスク抑制につながる米国経済のリバランスが優先されるとの考え方のようだ（発言 d）。安全保障のコストを同盟国の間でより公平に負担すべきとの主張も、米国の不必要な軍事支

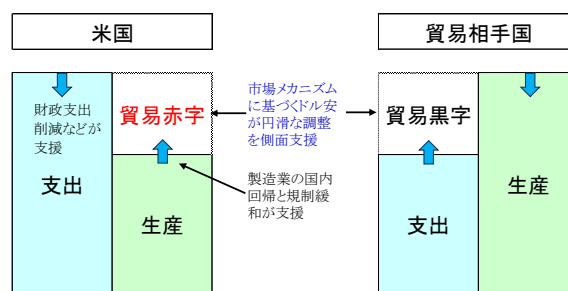
出の削減、財政支出・公的債務の削減につながるものと整理できよう。

そして、こうした米国経済のリバランスには、上記の通り世界の貿易システムのリバランスが必要となるが、それは米国のみならず貿易相手国の経済、延いては世界経済のリバランスにつながり得る。特に中国やドイツなどは、国内製造業が過剰で国内消費を含む内需が過小としており、米国経済のリバランスを円滑に進めるためには、こうした主要な貿易相手国の生産・支出構造のリバランスも必要になるということだろう（発言 b, i, j, p）。

② 通貨政策の位置付け

こうした取り組みを、トランプ政権は主に関税政策によって開始した。この点、理論分析でもみたように、関税賦課のみではインフレ圧力が高まってリバランスが円滑に進まない恐れがある。それでも関税政策は増税の側面もあり、一定の景気抑制効果・財政赤字抑制効果があるが、通貨安政策はよりインフレ圧力が高まり易い。つまり米国経済のリバランス実現のためには、米国自身の財政赤字を含む支出削減が主軸の政策となる必要があり、貿易相手国が内需拡大によりこれに平仄を合わせることができれば、より効果的となる（第 27 図）。

第 27 図： 対外不均衡調整とドル安



（資料）筆者作成

通貨政策は、こうした主軸の政策の側面支援の役割を担うことも、理論分析のところでみた通りだ。但し、仮に側面支援の政策として実施するにしても、プラザ合意やルーブル合意の経験からもみた通り不用意なドル安誘導を行うと、変動相場制の下ではドル安が制御不能になるリスクがある。特に第二次トランプ政権の発足以降、その政策運営の手法などを巡って、海外投資家からみたドル建て資産投資の先行きに不透明感が浮上しており、無秩序なドル下落につながるリスクは相応に高くなっていると言えよう。そうしたリバランスを支援する通貨安は、米国による財政赤字の削減と貿易相手国による

内需拡大が順調に進めば、米国のインフレ圧力低下・金利低下と貿易相手国のインフレ圧力上昇・金利上昇を背景に、そもそも市場メカニズムにより自動的に促進される可能性がある。米国は、リスクの伴う積極的なドル安政策は採らず、基本的に市場メカニズムに沿った調整にドル相場を委ねるのではないか。

この点、ベッセント財務長官が問題視するのは、このような本来市場に備わっている調整メカニズムを阻害するような貿易相手国の通貨政策・通貨操作と考えられる。トランプ政権が、1月20日に公表した大統領覚書「米国第一の貿易政策」において、通貨問題も論点に加えていることの背景にも、こうした考え方があると推察される。ベッセント財務長官が、5月の米中通商協議後の記者会見で、「貿易赤字は貿易条件・通貨・財政赤字の結果」と述べているのも、以上のような考察と合致しよう（発言1）。

こうした観点からは、為替介入実績や通貨政策の目的などの透明性が低く、自国通貨高抑制の為替介入や各種取引規制などにより市場メカニズムによる為替の変動を過度に抑制している恐れのある国は問題視されよう。米財務省が半年に1度公表し、主要な貿易相手国の為替政策を検証する為替報告書では、先日公表された直近版も含めて、予てよりこうした点で特に中国が問題視されて来た。第1次トランプ政権の米中通商交渉を振り返ると、中国は通貨問題を協議の対象とすることを極力回避して来た印象があり、5月の米中通商協議でも通貨の問題は議題とならなかったようだ。しかし、今後米中協議が紛糾するような場合に、米国側が改めて強く是正を求めることはあるかもしれない。

日本については、G7での合意に沿って、為替介入実績の公表も含めて透明性を持った通貨政策が運営されており、通貨操作の面で問題視されることは考え難いだろう。ここ数年で為替介入は行っているが、自国通貨買い介入であった。特定の相場水準を目標とするような枠組みの設定も、先般の日米財務相会合でも改めて採り上げられなかったことが確認されたように、先に見た副作用のリスクなどに鑑みれば現実的な手段とは考え難い。一方、近年円相場が実質実効為替レートでみて大幅に低下したのは事実で、その要因としては、日本の対外競争力の低下に加え、日銀による緩和的な金融政策の長期化がある。このため日銀の緩やかな利上げペースをもう少し速めることができないか米国が問題意識を持っている可能性もある。しかし、日銀の金融政策は為替レート水準ではなくインフレ目標2%をターゲットに運営しており、過度な金融引き締めはインフレ目標の達成を危うくし、日本経済のデフレへの逆戻りや内需の停滞と外需依存度を高める方向に働き、日米貿易不均衡の解消にはむしろ逆効果になる恐れがあると言えよう。

4. まとめ

トランプ政権が、貿易赤字縮小や製造業の米国内への回帰を実現するためには、関税などによる製造業の国内回帰支援策と合わせて、財政赤字削減を始めとした国内支出削減、米国経済のリバランスが主軸となる必要があり、ドル安はその円滑な進捗を側面支援する効果がある。この点、不用意なドル安誘導はドル安が制御不能となるリスクがあり、そもそも経済のリバランスが進めば、インフレ率や金利の低下から市場メカニズムで自然なドル安が進む可能性がある。ベッセント財務長官もこうした財政支出削減の必要性などはもとより認識している模様であり、市場が決定する為替レートを重視し、ドル安依存に偏重した政策は採らないようにみえる。貿易相手国の通貨政策に関しては、中国のような通貨政策の透明性が低い国を問題視しそうだ。

米国を中心とした世界経済のリバランスの必要性については、1つの考え方ではあるかもしれない。もっとも、来年の中間選挙も控える中、景気に減速圧力を加え得る思い切った財政赤字削減を実現できるのか、米国内の高い労働コストやサプライチェーンの組み換えなどを乗り越えて、実際にどこまで重要な製造業の国内回帰を実現できるかなど、課題は多い。世界経済のリバランスという点では、貿易相手国の協調が必要な面もある中で、一方的な関税賦課で圧力を強めて迅速な成果を求めた手法が吉と出るか凶と出るかも現時点ではわからない。こうした数々のハードルを乗り越えて、経済のリバランスという高い目標を実現できるか、引き続き不確実性の高い状況が続きそうだ。

以上

【主要参考文献】

- 行天豊雄（2013）「円の興亡～通貨マフィアの独白」朝日新聞出版
- ポール・クルーグマン（1998）「クルーグマン教授の経済入門」山形浩生訳 主婦の友社
- ポール・クルーグマン、モリス・オブスフェルド（2002）「国際経済学」吉田和男監訳 エコノミスト社
- ロバート・ソロモン（1999）「マネーは世界を駆け巡る」佐久間潮訳 東洋経済新報社
- IMF（2024）”External Sector Report 2024”
- Stephen Miran（2024）“A user’s Guide to Restructuring the Global Trading System” Hudson Bay Capital

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2025 Institute for International Monetary Affairs（公益財団法人 国際通貨研究所）

All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

e-mail: admin@iima.or.jp

URL: <https://www.iima.or.jp>