

みずほマーケット・トピック(2025年1月7日)

## ブラックスワンとしての「プラザ合意 2.0」を考える

2025年の金融市場におけるブラックスワンとして「プラザ合意 2.0」も念頭に置きたい。実効ドル相場を見た場合、名目・実質ベースともに10年以上の上昇局面にある。実質ベースに至っては既に85年のプラザ合意前後の水準に肉薄。国際協調によるドル高是正が正当化された時代と同水準が視野に入る事実を保護主義推進者であるトランプ氏がどう評価するか。インフレが社会問題化している中で通貨高を是正する必要性は大きくない。しかし裏を返せば、インフレが鎮静化すれば、ドル高は争点化しやすいのではないか。ラストベルトの支持を背負うトランプ政権としても看過できないという判断はあるだろう。実際、これまでもG20など国際会議の開催に合わせて「プラザ合意 2.0」の可能性は取りざたされてきた。現在の政治・経済・金融情勢を踏まえると、米国が自発的にドル安を誘導しようとするに関し、日本、ユーロ圏そして中国がそれほど反対しない環境は整っている。あくまでリスクシナリオだが、構えておきたい論点ではある。

## ～米国はこれ以上のドル高を許容できるのか～

昨日の本欄では2025年のドル相場続伸を念頭に置き議論を展開した。しかし、ドル高相場が続くほど、「低金利やドル安を志向する第二次トランプ政権がドル全面高をどれほど許容するのか」という市場の思惑は強まるだろう。もちろん、インフレ高止まりが社会問題化し、そのおかげでバイデン政権が倒れ、自らの再選に漕ぎつけたのだから、建前では低金利・ドル安を望みつつも本音では「インフレが終息しない間はドル高を容認」と考えるのが基本線だろう。ベッセント次期米財務長官が財政規律派ゆえに米金利が低下、結果としてドル安が実現するという解釈も一時期は持てはやされたが、時の政権にとって世論の離反に繋がりがかねないインフレこそ忌避すべき経済現象であり、基本的には「ドル高の方が都合は良い」と考えるのが自然である。

しかし、実効ドル相場を見た場合、名目・実質ベースともに過去10年以上、上昇局面が続いており、実質ベースに至っては既に1985年のプラザ合意前後の水準に接近している(図)。国際協調によるドル高是正が正当化された時代と同水準が視野に入る事実を保護主義推進者であるトランプ氏がどう評価するか。1985年当時のカーター前大統領は米国内(特に米国議会)の論調が保護主義に傾斜することを危惧してプラ

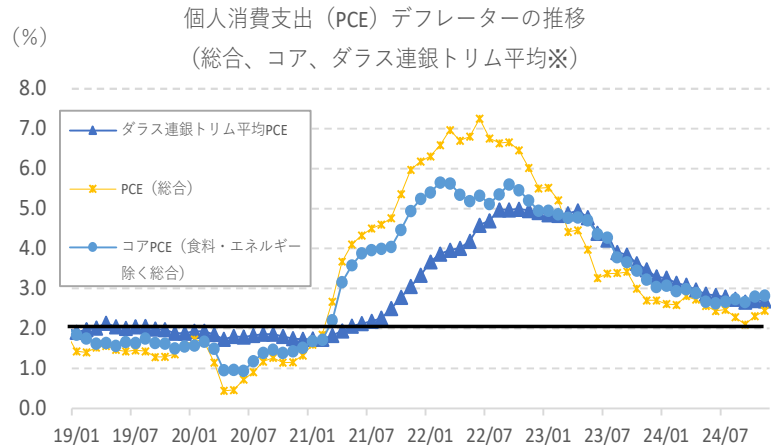


ザ合意の必要性に至ったが、トランプ氏は自身の政治信条に基づき率直なドル高是正を求めるかもしれない。もしくは、為替経路ではなく、ドル高を放置した上で保護主義者らしく追加関税というよ

り制裁色の強い挙動に訴えかける可能性もある。いずれにせよ、ドル高が放置された場合、それが政治的に許容されるのかは注目の論点と言える。

～ブラックスワンとしての「プラザ合意 2.0」～

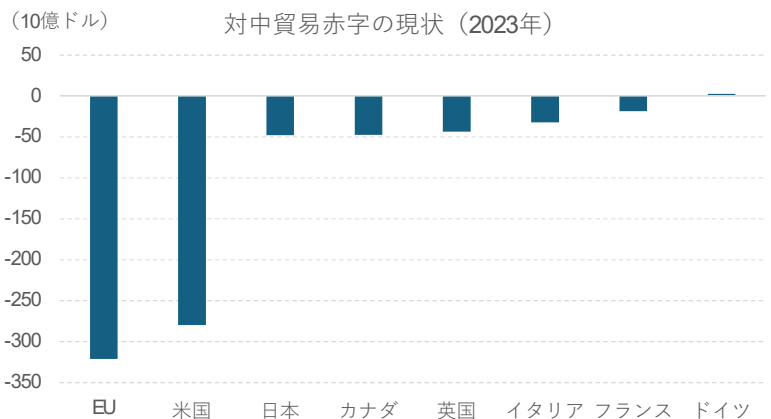
昨日の本欄では「穏当なリスクシナリオ」と「極端なリスクシナリオ」という枠組みをもって想定外の事態を提示した。しかし、それらを凌駕するシナリオとしてのブラックスワンがあるとすれば、「プラザ合意 2.0」を挙げたい。上述したように、インフレが社会問題化している中で通貨高を是正する必要性は大きくない。それは裏を返せば、インフレが鎮静化すれば、そのドル高も争点化



(資料) macrobond、※上位31%と下位24%の品目を除き、残りの平均値を算出

しやすいう意味でもある。例えば、今後、消費者物価指数 (CPI) や個人消費支出 (PCE) デフレーターが+2%前後で落ち着いてきたらどうか。現状では基調的なインフレ関係指標が 2%近傍で落ち着き始めているようにも見える(底打ちして上がり始めているようにも見えるため、今はその点で過渡期とも言える)。かかる状況下、対円だけではなく、対主要通貨、言い換えれば実効相場ベースでドルが歴史的な高値を付けるような展開になれば、金融市場でも注目の論点となるのではないか。ラストベルトの支持を背負うトランプ政権としても看過できないという判断はあり得る。

実際、これまでも G20 など国際会議の開催に合わせて「プラザ合意 2.0」の可能性は取りざたされてきた。特に 2016 年 2 月の上海 G20 に関しては暗黙の第二次プラザ合意としての「上海合意」があったという報道は多数見られた<sup>1</sup>。その真偽や因果関係は定かではないが、上海 G20 の後に FRB の利上げ路線が棚上げされたのは事実である。仮に「プラザ合意 2.0」が現実的に求めら



(資料) macrobond

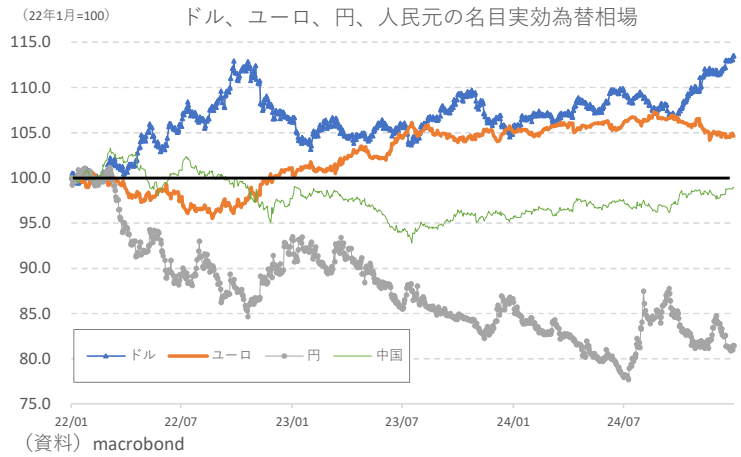
れる場合、その大義として第二次トランプ政権は米国の貿易赤字の大きさを持ち出すだろう。特に、圧倒的な対米貿易黒字を誇る存在として中国が(これまで通り)敵視されることは言うまでもない。この点、実は G7 で米国の次に対中貿易赤字が大きいのは日本である。日本において対中貿易赤字の大きさが争点化しているわけではないが、そもそも貿易赤字の大きさ自体が円安の一因として

<sup>1</sup> Bloomberg 「プラザ合意に似た「上海合意」が存在する可能性、一部アナリスト指摘」 2016 年 3 月 18 日、日本経済新聞 「第 2 のプラザ合意」臆測も ドル高是正、国際金融の焦点に」 2022 年 10 月 14 日

注目されている以上、中国の貿易黒字の大きさを理由にした「プラザ合意 2.0」やこれに伴うドル高是正は日本にとって「渡りに舟」という側面もある。

～「中国 vs. 西側陣営」の構図～

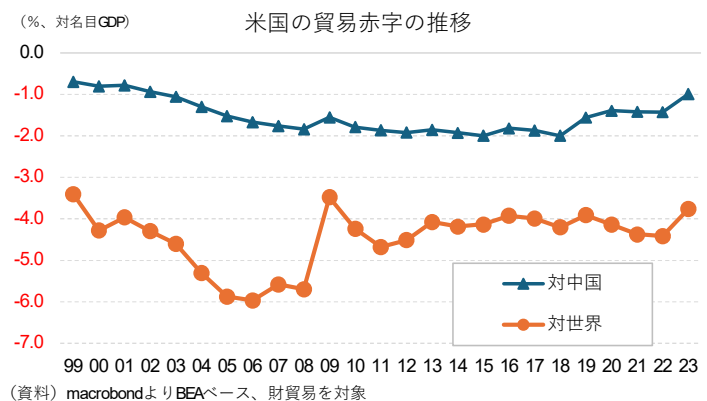
例えば、米国が通貨高の是正を、日本が通貨安の是正を希求した場合、互いの利害は一致する。日米だけではなく、ドイツを除けば G7 は対中貿易赤字であるし、EU レベルで見れば、やはり欧州全体としても対中貿易赤字を抱えている(前頁図・下)。昨年下半年期以降、ユーロ安も相応に深刻度を増しているのので、通貨高の是正を米国が、通貨安の是正を日欧が求めるような構図は仕上がりやすいように思える。ちなみに名目実効相場で見れば、2022 年 1 月対比で人民元は 0～▲5% で穏当な通貨安が続く一方、ドルは優に+10% を超えている。ユーロが実効相場で見ると落ち着いているのは対ドル、対スイスフランで下落する一方(両通貨のウェイト合計で 19.5%)、対人民元、対円(両通貨のウェイト合計で 23.3%) で上昇していることなどが背景にありそうだ。实体经济に目をやれば、対ドル相場での続落が域内のインフレ率を押し上げることに関し ECB を筆頭とする域内の当局者は愉快に思うまい。



いずれにせよ、現状では「仮想敵国である中国が意図的に通貨安誘導を行い、米国を筆頭とする西側陣営が割を食っている」という構図は指摘できなくはない。かかる状況を踏まえ、西側陣営で結託してドル相場を低位誘導しようという発想はトランプ次期大統領らしい発想でもある。

～依然として米貿易赤字の 4 分の 1 は中国～

米国の対中貿易赤字は 2023 年時点で 2787 億ドル (GDP 比で▲1%) と近年の両国関係を反映して 13 年ぶりの低水準まで縮小している。だが、それでも米国の貿易赤字(約 1 兆ドル、GDP 比で▲3.8%) の約 2～3 割が中国という状況は目立つ(図)。対米貿易赤字の大きさに関し、中国に次いで大きいのがメキシコ(1614 億ドル)、これにベトナム(1046 億ドル)と続くが、これらの国は中国から



部材を輸入し、米国へ輸出するという加工貿易の結果が含まれていることで知られる。当然、こうした貿易取引は第二次トランプ政権も問題視するところだ。極端な話、メキシコやベトナムまで対中貿易の結果だと判断すれば、米国の貿易赤字の半分は中国という着想にも至る(実際は台湾や韓国、

何より米国の自動車企業による輸出も含むため、全てが敵対視される筋合いではないが)。

ちなみにメキシコのほか、ベトナムの次に対米貿易赤字が大きいカナダ(▲723 億ドル)といった旧 NAFTA 諸国は米国の自動車会社が工場を構え、米国に輸出しているという実情もある。トランプ氏は第二次政権においてメキシコとカナダからの輸入品全てに 25%の関税を課すと述べているが、これは自国企業を圧迫する行為でもあり、要は「米国内で作れ」という意思表示と考えられる。なお、カナダの次に対米貿易赤字が大きい国が日本(▲719 億ドル)である。過去の本欄でも議論したように、日本は既に多額の対米投資を実施済みだが、やはり因縁はつけられやすいだろう。

結局、米国は対中国でも、対主要国でも大きな貿易赤字を抱えている。そのため第二次トランプ政権が「プラザ合意 2.0」に踏み込むとした場合、対人民元でのドル高是正であれ、対主要通貨でのドル高是正であれ、相応に理屈は立つ。政治的には対人民元を前面に押し出した方が分かりやすいが、米国第一主義と整合的にドル安誘導を企図するならばシンプルに「米国の過剰な貿易赤字を是正する」という大義と共に国際協調を強弁するかもしれない。上述したように、米国の求め方はどうあれ、通貨安の是正は日本やユーロ圏からにとって悪い話ではない。

### ～ドル安誘導は人民元国際化の橋頭保に～

もちろん、こうした「プラザ合意 2.0」の想定はメインシナリオではない。しかし、この論点は第二次トランプ政権だからこそ看過できないリスクシナリオの 1 つとして留意したいものだ。実際、「半世紀ぶりの安値」までの押し下げられた円の実質実効相場が短期間で大きく切り上がるとすれば、そのような力業くらいしか思いつかない。通貨高(円高)を社会全体で忌避していた過去であれば受け入れの難しかった論点だが、現在は政治・経済的にも円安是正は歓迎されやすい雰囲気はある。あくまでブラックスワンとしての論点であるものの、「プラザ合意 2.0」は興味深い論点である。

もともと、米国が保護主義に訴えかけながら自国通貨の切り下げを先導した場合、「強いドル」への政治的意思には疑義が生じる。過去の本欄でも論じたように、トランプ氏はドルの基軸通貨性にチャレンジするような動きをけん制する意図を明示している。「BRICS 共通通貨を検討するような動きがあれば、追加関税 100%」と述べたことはその象徴であった。「ドル高は嫌だが、基軸通貨を護るのも嫌だ」というのは無理筋であり、総合的に考えれば、やはり基軸通貨性を担保すべく「強いドル」を甘受していくというのがメインシナリオではある。米国が自ら「弱いドル」を志向すれば、それが中国にとっては人民元国際化のための橋頭堡になる可能性は確かにあるだろう。しかし、現在の政治・経済・金融情勢を踏まえると、米国が自発的にドル安を誘導しようとするに関し、日本、ユーロ圏そして中国がそれほど反対しない環境は整っている。この点は知っておいても良い話だろう。

金融市場部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)

[daisuke.karakama@mizuho-bk.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

<sup>2</sup> 本欄 2024 年 12 月 18 日号「ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権」をご参照ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年1月6日	25年、円相場見直しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か?～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのバリエーション
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結資金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結資金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか?
2024年11月13日	内外物価格差で感じることに～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「円売り」なのか?～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか?
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は?～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか?～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は?～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安パブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安パブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていないかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かさず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「正真正銘のバブル超え」の読み方