

みずほマーケット・トピック(2025 年 4 月 9 日)

トランプ大統領は J カーブ効果に耐えられるのか

トランプ政権に通底する問題意識は「貿易赤字は悪。これを解消するためにドル安が必要。それと整合的に米金利も低い方が良い」というもの。また、「関税をかければ相手国からの輸入価格が上がるので輸入数量は減る。その分、収支は改善する」という発想があるのも間違いないだろう。こうした発想を理論的に検証できるとすれば、マーシャル・ラーナー条件の考え方が参考になる。理論的にマーシャル・ラーナー条件は短期的には成立せず、「通貨安によりしばらく輸入の方が大きく増えてしまい、貿易赤字が拡大する」という現象が想定される。いわゆる J カーブ効果と呼ばれる現象だ。米国でマーシャル・ラーナー条件は成立しているのか。結論から言えば、長期的視点に立った場合、「ドル安では緩やかに成立。ドル高では即座に成立」という印象が強い。かみ砕いて言えば「ドル安による貿易赤字縮小効果は小さいが、ドル高による貿易赤字拡大効果は大きい」という話である。関税やドル安を通じて輸出入価格へ直接的に介入したところで、貿易赤字縮小という所期の効果は直ぐに現れない。少なくともトランプ大統領の任期中に成果を得るのは難しく、逆に赤字拡大を冷静に受け止められるのかが気になるところ。

～関税の効果は直ぐに出てこない～

第一次政権から第二次政権に至るまでトランプ政権に通底している問題意識は「貿易赤字は悪。これを解消するためにドル安が必要。それと整合的に米金利も低い方が良い」というものである。既に公表されている 24%の相互関税は、読んで時の如く「これでお互い様になる」という意図が込められているようで、一步進んだ解釈をすれば「これで貿易赤字が解消に向かう」という期待も含まれていそう。既報の通り、その計算根拠はデタラメそのものであり、その意味を考察する必要はないが、「関税をかければ相手国からの輸入価格が上がるので輸入数量は減る。その分、収支は改善する」という発想があるのは間違いない。こうした発想を理論的に検証できるとすれば、マーシャル・ラーナー条件の考え方が参考になる。以下ではこの点に沿って議論を進めてみたい。

理論的に「為替レートの変動に対する貿易収支の変動」はマーシャル・ラーナー条件が成立しているかどうかで評価される。マーシャル・ラーナー条件は「輸出と輸入の価格弾力性の合計が 1 より大きければ、通貨安は貿易収支を改善する」と規定する考え方だ。ここで価格弾力性とは「価格が 1% 変わったときに、どれくらい量(ここでは輸出入の量)が変わるか」という敏感度合いを示す数字である。例えば「自動車の価格が 10% 下がった時、売れる量が 3% 増えた」という場合、価格弾力性は 0.3 である。マーシャル・ラーナー条件が検討するのは「自国通貨が安くなって、輸出品が安く見えると、外国がどれだけ買ってくれるか」という輸出の価格弾力性(A)と「自国通貨が安くなって、輸入品が高くなると、自国民がどれだけ輸入を減らすか」という輸入の価格弾力性(B)である。この(A)と(B)の合計が 1 を超えれば、「通貨安で貿易収支が改善する」という現象が期待できる(※(B)の符号は「どれくらい減るか」を表現するため必ず負になる。よって(B)の絶対値と(A)を合計する)。

この考え方をトランプ政権の政策に当てはめれば「為替レートや関税を通じた輸出入価格の変

動に対し、輸出入数量がどれほど変動するか」という検討をすることになる。「追加関税による米国の輸入価格上昇」は「ドル安による米国の輸入価格上昇」と同じ話である。いずれにせよ、トランプ政権の抱く「関税をかければ相手国からの輸入価格が上がるので輸入数量は減る。その分、収支は改善する」という発想は米国においてマーシャル・ラーナー条件が成立することを前提としている。

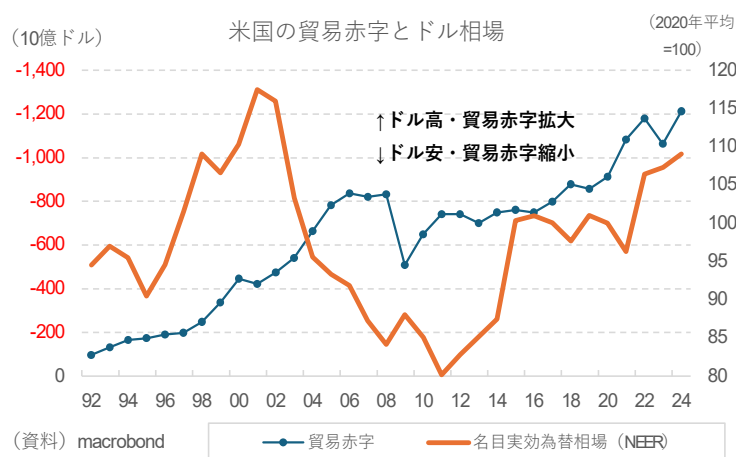
第二次トランプ政権発足後、ドル安は進み、関税も執行されているため、米国にマーシャル・ラーナー条件が成立するならば輸出増加と輸入減少を通じて、貿易赤字は減少に向かうことが期待される。問題は輸出入価格の変動に対して輸出入数量がビビッドに反応するわけではない、という事実だ。これは既存契約や既存設備の制約があるから当然である。理論的にはマーシャル・ラーナー条件は短期的には成立せず、「通貨安によりしばらく輸入の方が大きく増えてしまい、貿易赤字が拡大する」という現象に直面する。その後、時間と共に通貨安によって輸出数量が押し上げられ、次第に貿易赤字が縮小ないし貿易黒字への転化・拡大が実現する。貿易収支は一時的に悪化するものの、じわじわと改善に向かうというわけだ。これが J カーブ効果と呼ばれる現象である。

これ以上の教科書的解説は割愛するが、「輸出入価格へ直接的に介入したところで所期の効果が直ぐに現れるわけではない」という点は留意すべきである。

～米貿易収支とドル相場の歴史～

では、米国でマーシャル・ラーナー条件は成立しているのか。結論から言えば、長期的視点に立った場合、「ドル安では緩やかに成立。ドル高では即座に成立」という印象が強い。かみ砕いて言えば「ドル安による貿易赤字縮小効果は小さいが、ドル高による貿易赤字拡大効果は大きい」という話である。以下では 2000 年以降の約 20 年を振り返ってみたい。

例えば 2002 年から 2008 年頃までドル相場（名目実効為替相場、以下ドル NEER）は著しい下落局面にあった。厳密には後述するように、2002 年から 2008 年 9 月のリーマン・ショックで「有事のドル買い」が強まるまで、ドル安相場は定着していた。ちなみにドル NEER は 2002 年から 2008 年までに▲30% 弱下落している。しかし、同じ期間に米国の貿易赤字が縮小したわけではなく、むしろ 2002 年の約▲4750



億ドルから 2006 年には約▲8400 億ドルまで 2 倍弱に膨らんでいる。この 2006 年をピークとして貿易赤字はようやく拡大が止まる。ドル安が始まってから 5 年ほどして、ようやく収支の改善が見られ始めたということになる。繰り返しになるが、ドル安や関税を通じて米国から世界への輸出環境を改善させたところで、既存契約や生産設備の制約があるため、輸出数量は急に増えたりはしない。一方、米国の家計や企業はドル安と関税で高い輸入品をそれまで通りの輸入数量でしばらく買われる。ドル安と貿易赤字拡大が併存していた 2001～2006 年はこうした J カーブ効果が発現していた時期と推測できる。2007 年以降は遅れて輸出数量の増加が始まり、輸入数量の抑制も効いてき

たため、貿易赤字の拡大ペースは鈍化しているので、この期間に限って言えばマーシャル・ラーナー条件が成立した、という推測も可能だ。

なお、ドル安トレンドは2008年上半期までで、同年9月にリーマン・ショックが発生すると「有事のドル買い」からドル相場は翌2009年にかけて急伸する。理論的には、短期的な逆Jカーブ効果(短期的な通貨高により自国通貨建て輸出が拡大して貿易収支が改善する)が期待される状況である。確かに、貿易赤字は2008年の約▲8300億ドルから2009年には約▲5100億ドルへ4割以上も減っており、結果だけ見れば理論通りの動きと言えそうである。しかし、これは深刻な景気後退による内需縮小や資源価格急落を背景として輸入数量が急減した結果であり、為替変動とはほぼ無関係な特殊なケースと考えられる。もっとも、2000年代前半のドル安を通じて輸出競争力が改善していたことが、2009年以降の貿易赤字再拡大を抑制したという評価もできなくはない。ただ、その見地に立ったとしても、ドル安が貿易収支改善に寄与するまでに約8年もの月日を要したことになる。

～リーマン・ショックとトランプ 1.0 の時代～

前頁図に示したように、2009年をピークとしてドルNEERは下落に転じ、この傾向は2011年まで続いている。FRBが史上初めて非伝統的金融政策に乗り出した結果、ドル相場が低位安定したという解釈が一般的だろう。この時、米国の貿易赤字は2010年から2016年まではほぼフラットであり、ドル安が直ぐに短期的な改善をもたらしたかのようにも思えるが、2010年はオバマ前大統領が「今後5年間で輸出を倍増させ、200万人の雇用を創出する」という輸出倍増計画を打ち出したタイミングでもある。また、2012年以降はシェール革命によるエネルギー輸入減少など構造的な変化もあった。この時代の貿易赤字拡大抑止は単純に為替効果だけとは言い切れないだろう。

2017年以降はドル高相場が一服して、やや軟化している。当時の貿易収支に目をやれば、第一次トランプ政権の初年度に行われた減税やこれに伴う景気拡大、結果としての輸入増で貿易赤字は拡大している。ドル安相場が短期的に赤字拡大を引き起こしたという意味では典型的なJカーブ効果が発現したと言えなくもないが、当時は減税などによる所得効果が内需を押し上げており、結果として輸入が膨らんだという可能性も相応に高い。

その後、2019年以降は第一次トランプ政権の下で米中貿易摩擦が激化したタイミングであり、関税措置などから対中輸入が減少し、赤字縮小に寄与した部分もあったとみられる。しかし、図示されるように 2017～2020年の第一次トランプ政権下で貿易赤字は緩やかな拡大が認められるため、関税効果を積極的に認めるべきか議論の余地はある。確かに、対中貿易に限って言えば、この頃から縮小しているが、米国全体の貿易赤字が目立って縮小したわけではない。

ちなみに、パンデミック以降となる2020～2021年はドルNEERが下落しており、Jカーブ効果で想定されるように短期的な貿易赤字拡大に直面しているが、2022年以降のドル相場急伸を受けても貿易赤字はさらに拡大している(厳密には2023年だけは国内景気失速を受けて輸入が減少し、赤字は若干縮小している)。結局、パンデミックや戦争という有事が相次いだ2020年以降はドル安でもドル高でも貿易赤字が拡大している。

～ドル高にはビビッドに、ドル安には緩やかに？～

以上、過去20年程度におけるドルNEERと米貿易赤字の動きを簡単に振り返ってみた。もちろん

ん、実際には定量分析を通じて弾性値を算出、マーシャル・ラーナー条件の成立可否を問う必要があることは断っておく。しかし、総じてドル高時にはビビッドに貿易赤字拡大が見られる一方、ドル安時には極めて緩やかな貿易赤字縮小(というより拡大停止)しか見られていないという実情はあったように見受けられる。5～10 年程度の長期目線に立てば、マーシャル・ラーナー条件が満たされている印象もあるが、その場合もドル安時に短期的な J カーブ効果が顕著に発現する可能性は無視できない。一方、ドル高に関しては逆 J カーブ効果(短期的な通貨高により自国通貨建て輸出が拡大して貿易収支が改善する)はあまり発現せず、即座に貿易収支赤字が拡大する。ドル高を受けた輸入価格下落に対し内需が大きく反応しやすく、また、輸出価格は容易に競争力が劣化しやすいという特徴が疑われる。

もちろん、途中で見たように、内外経済の景気情勢に応じた所得効果の多寡やエネルギー価格の上下動、今回話題になっているような関税・非関税障壁の変容などあらゆる側面から収支変化は起きる。よって、米国貿易収支に関してマーシャル・ラーナー条件が妥当性を有するかどうかは予断を許さない。しかし、少なくとも歴史的かつ理論的に支持される答えとして、いくらトランプ大統領がドル相場を低めに誘導して、関税政策で相手国からの輸出を妨害したとしても、短期的に米国の貿易赤字が縮小するのは難しいように思える。仮にその成果が出るとしても 5～10 年といった年月が必要だろう。つまり、トランプ大統領の任期中に成果を視認するのは難しいという話だ。

むしろ、任期中に発生しそうなのはドル安に伴う貿易赤字拡大という J カーブ効果だろう。トランプ大統領はこれを冷静に受け止められるのか。ドル安や関税によって貿易赤字縮小を企図する発想はオゾドックスだが、効果が発現するまでのタイムラグも織り込んだ上で政策が打たれなければ、短期的な貿易赤字拡大やインフレ圧力の輸入に面食らうことになる。トランプ政権の場合、面食らった先に考えられる選択肢はさらなる関税強化、FRB への利下げ強要、もしくは相手国通貨の切り下げ強要などだろう。意味のない一手ばかりである。ベッセント財務長官など良識的な視点を持った助言役がその役割を果たさない限り、不毛な「勝者無き関税戦争」は犠牲者ばかりが積み上がるだけである。

国際為替部
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.co.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。

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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に広がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適應する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー～現状維持が基本に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はするい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分)
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、バリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
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1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
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	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分)
	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/ドルのバリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結賃金を受けて～)
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	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分)
	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～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「日本売り」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)