

みずほマーケット・トピック(2025 年 4 月 17 日)

マールアラゴ合意の読み方～40 年前の再現は不可能～

巷間話題となるマールアラゴ合意を要約すれば①ドル相場の意図的な減価、②米国債の超長期化、③安全保障と経済政策の連携、④関税の戦略的活用の 4 点に集約できる。通貨・通商・安全保障政策の一体運用というのがマールアラゴ合意最大の特徴。特に為替市場全体で注目される①は、その理想は理解するとしても手段をどうするのかという疑問が抱かれる。結論から言えば、プラザ合意の再現は現実的には不可能だろう。市場参加者の多様化と市場自体の大規模化が進む中で政府・中銀が行使できる影響力も明確に落ち込んでいる。何より円高を企図する上では日本経済や円のファンダメンタルズが過去 40 年間で衰え過ぎている。常に「相手がある話」の為替市場では「円の構造的な弱さ」と円高・ドル安は両立する。現在はドル安の喧騒で円の貧相さが隠されているだけだ。過去 1 週間に起きたことを踏まえると、ドル安がオーバーシュートしてそれを抑止するための協調(さしずめ第二次ルーブル合意)が必要になる可能性すらないだろう。もっとも、その時、国際社会が手を貸すとは思えない。

～改めて整理するマールアラゴ合意～

国際金融市場を振り回すトランプ政権の一挙手一投足はスティーブン・ミラン大統領経済諮問委員会(CEA)委員長が 2024 年 11 月に発表した論文「A User's Guide to Restructuring the Global Trading System」の内容に即していると言われる。同論文の論点は多岐にわたるが、為替市場の観点からは米国の慢性的な貿易赤字と製造業の衰退の主因を「ドルの過剰評価」にあると指摘している点が特筆される。準備通貨として大きな需要を背景としてドル高が定着する中、製造業分野での競争力が劣化しているという分析である。これを解消するために提案されている枠組みが巷間で話題となっているマールアラゴ合意(Mar-a-Lago Accord)である。同論文では「21 世紀版の多通貨合意(a 21st Century version of a multilateral currency agreement)」だと称している。

その内容を要約すれば①ドル相場の意図的な減価、②米国債の超長期化、③安全保障と経済政策の連携、④関税の戦略的活用(表)。いわゆる 1985 年のプラザ合意と重ねて注目されるのは①の論点にフォーカスされているためだが、マールアラゴ合意ではこれまで線引きされてきた安全保障分野の議論と経済分野の議論が統合されていることに特徴がある。通貨・通商・安全保障政策の一体運用というのがマールアラゴ合意最大の特徴だろう。こうした枠組みで議論を向けられると安全保障面で米国への依存が大きい日本や韓国のよ

マールアラゴ合意の要点

	具体策	備考
①	ドル相場の意図的な減価	ドル高是正による米国の輸出競争力向上
②	米国債の超長期化	外国政府が保有する米国債を 100 年物の超長期債に転換。これにより短期的な資金流出リスクを抑制。
③	安全保障と経済政策の連携	米国の安全保障の傘にある国々に対し防衛費の応分負担や米国債の長期保有を要請。
④	関税の戦略的活用	関税を通じた貿易相手国の政策修正を促進

(資料) 「A User's Guide to Restructuring the Global Trading System」より筆者作成

うな国(特にアジア大洋州の国々)は反論に窮する。しかし、日本の場合、世界最大の米国債保有国であり、それ以外のアジア諸国も外貨準備大国として米国債の大量保有者が居並んでいる。②のリクエストは正気とは思えないが、恐らく①・③・④で脅迫することで実現しようという本音だろう。

～違い過ぎる 1985 年との環境～

為替市場全体で注目される①に関しては、その理想は理解するとしても手段をどうするのかという疑問が抱かれる。既に議論が尽くされているように、プラザ合意の再現は現実的には不可能と考えられる。下表は 7 つの論点から 1985 年と現在の相違点を比較したものだ。結論から言えば、何もかも違うとしか言いようがない。まず、頻繁に言われているように、40 年前とは為替市場の広さも深さも全く異なる。まず、②に絡んだ論点として、国際決済銀行(BIS)調査によれば 1 日の平均取引高に関し、1986 年は 6000 億ドルであったのに対し、2022 年は約 7.5 兆ドルと 10 倍以上に膨らんでいる。しかも、③に絡んだ論点として市場参加者が多様化していることも見逃せない。卑近な話をすれば 1980 年代にこれほど個人投資家が影響力を有することは無かったはずであるし、機関投資家の拡がりも同様である。市場参加者の多様化と市場自体の大規模化が進む中で政府・中銀が行使できる影響力も明確に落ち込んでいる。

プラザ合意は再現可能なのか？

	項目	1985年（プラザ合意当時）	2025年（現在）
①	為替制度（※1）	管理的な変動為替相場 （政府主導の面も）	完全変動相場制 （あくまで市場主導）
②	外貨取引量（1日当たり、※2）	約6000億ドル	約7.5兆ドル超
③	政府・中銀の価格支配力	高い	プレーヤーの多様化・大規模化により低下
④	日本経済の立場	Japan as Number One。世界経済に占めるシェアは約15%	世界第4位に転落。世界経済に占めるシェアは約4%
⑤	円のファンダメンタルズ	貿易黒字にもかかわらず円安 10年金利は6%超	貿易赤字ゆえの円安 10年金利は1.5%前後
⑥	国際枠組み	冷戦期ゆえに西側陣営の連携は強固。G5 （日米独仏英）で結束	G7の足並みは全く揃っていない
⑦	中国の影響	存在感なし	米国のライバル。米国債を大量に保有し、サプライチェーンでも重要な役割。

（資料）筆者作成、※1：85年時点でも完全変動相場ではあるが政府・中銀介入による「管理」は適宜可能とみなされていた。

※2：98年のBIS調査で86年4月の1日平均が6000億ドル、22年のBIS調査で22年4月の1日平均が約7.5兆ドルとの記載されている。

また、⑥に関する論点として、国際社会はもはや協力などしないし、それゆえに「合意」もしないという現実も踏まえる必要がある。当時は冷戦中ゆえ「G5（日米独仏英） vs. ソ連」という分かりやすい二項対立があり、西側陣営の足並みは揃っていた。それは「資本主義 vs. 共産主義」という構図でもあり、プラザ合意はドル高是正により保護主義に傾斜しようとする米国議会のガス抜きを行い、自由貿易体制を守ろうという目的があった。しかし、現在は当の米国が進んで孤立し、保護主義の殻に閉じこもろうとしている。その上で協調を強要すべく脅迫を仕掛けているという構図である。一致協力してドル相場を米国の望む方向に誘（いざな）うのに手を貸す筋合いはもはや国際社会にはない。対峙する外為市場が巨大化しているのに、それに対抗するための一致協力は得られないのだから、効果も限定される。むしろ、現状を踏まえた上でより長期的な目線に立てば、ドル安がオーバーシュートしてそれを抑止するための協調（さしずめ第二次ルーブル合意）が必要になる可能性すらないだろうか。もっとも、その時、国際社会が手を貸すとは思えないが。

～円は「別の通貨」～

なにより③や④で示すように、日本のファンダメンタルズが全く異なることに留意すべきである。1980年代の日本は「Japan as Number One」のフレーズが示すように、世界最強の経済大国の一角であった。実に世界経済の約15%が日本という時代である。これに対し、今の日本経済のシェアは約4%と相対的なプレゼンスは4分の1まで落ち込んでいる。また、これと整合的に円のファンダメンタルズも激変している。1980年代は「貿易黒字にもかかわらず円安」という状況があったのに対し、現在は「貿易赤字ゆえの円安」である。トランプ政権は日本が円安誘導を図っていると主張するが、近年の円安は日本が望んだ相場現象ではなく低金利・貿易赤字ゆえの結果であり、ある種必然である。その必然を意図的に覆す力は米国であれば相応に認められるものの、それではドル売り・円買い為替介入を強いるのだろうか。繰り返し論じているように、米国債の消化不良とこれに伴う利回り急騰が問題になっている状況下、基本的に米国はそれを望まないはずである。結局、日本が通貨政策で求められるのは日銀利上げだけだろう。10年債利回りで言えば、当時6%超だったものが、今はある程度の上昇をしたとは言っても1.5%程度である。1985年と2025年では全く「別の通貨」であり、これを強くしようと言っても限度があると考えべきである。一昨日の本欄でも論じたように、常に「相手がある話」の為替市場では「円の構造的な弱さ」と円高・ドル安は両立する。

～マールアラーゴ合意はもっと大きな話～

上述したように、マールアラーゴ合意は通貨政策の話ではなく、通貨・通商・安全保障分野を対象とした包括的な政治合意を目指すものだ。その目的は米国の製造業復活と理解される。しかし、経済分野の要求内容(100年債への交換や一方的なドル安)は周知の通り、身勝手極まりない話であり、だからこそ脅迫めいた関税政策と安全保障政策がセットで必要になるという建付けである。そのように考えると、今の日本で報じられているように、ドル高是正ばかりに焦点を当てた論説はバランスを欠いており、視野狭窄ではないかと思われる。そもそもトランプ政権が求めているのはドル安ではなく貿易赤字縮小だ。現状、ドル安と米金利上昇が表裏一体となってしまった以上、ドル強体制の崩壊に賭けない限り、ドル安の持続をメインシナリオにするのは難しい。貿易赤字縮小という目的のためには関税以外にも相手国が輸入を増やすというのが直接的かつ速効性があるだろう。

日本は恐らく日銀利上げの応分で円高が進むという側面は不可避としても、防衛装備品やエネルギー、農産品などの輸入を増やすことでトランプ政権との折り合いをつけられるのではないかとと思われる。プラザ合意2.0やマールアラーゴ合意は包括的な政治合意であって、為替市場の取引材料を超えた視野で理解し、評価を与えていく話だと考える。

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15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分) 日米通商交渉レビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領は「カブ効果」に耐えられるのか
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、パ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/ドルのパリティ割れ
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～