

みずほマーケット・トピック(2025 年 8 月 14 日)

ニクソン・トランプ比較論～争点は「覇権国の管理コスト」～

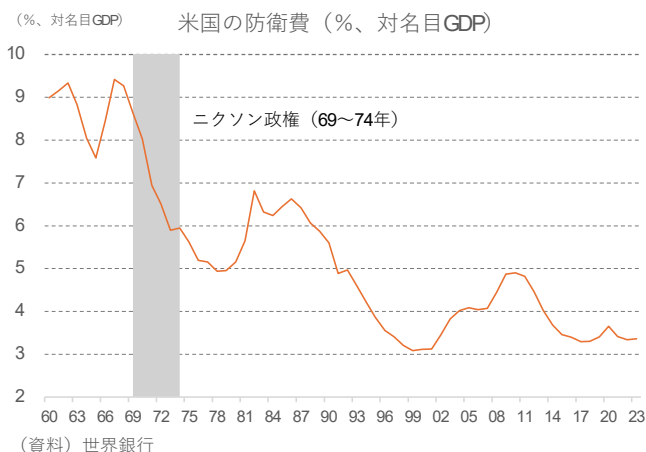
経済・金融面での失政が指摘されるニクソン政権を経ても尚、米国は覇権国であり続け、ドルの基軸通貨性も維持された。第二次トランプ政権と似たような政策を展開してきたニクソン政権下でも米国やドルの地位は大きく変わらなかったことの意味は考える価値がある。ニクソン政権もトランプ政権も米国が背負ってきた「覇権国の管理コスト」を減らしつつ覇権国の地位を温存することを狙っているのであって、覇権国の地位を放棄しようとしているわけではない。ドルの基軸通貨性は「崩壊」というよりも「動揺」しているというのが実情。「動揺」の結果としてユーロ、人民元、金、ビットコインなどが相対的に浮上しているのだろう。ドルは引き続き基軸通貨の一角をなすだろうが、それ以外にもユーロ・人民元なども加わり多極化体制が構築されようとしているのかもしれない。世界の外貨準備運用が多様化していることは本欄でも繰り返し論じてきた通り。

～「覇権国を降りたい」わけではない～

昨日の本欄ではニクソン政権とトランプ政権の類似性について、主にニクソン政権時代の政策運営を中心に議論した。通商・通貨・金融・外交など複数分野において両政権の志向は似通っており、スタグフレーションの悪化やこれに応じた大幅利上げ、結果としてのドル高に苛まされた 1970～1980 年代の教訓は現在の参考にしたところだ。「インフレ的な状況に金融緩和と通貨安を割り当てれば当然、国内物価は押し上げられる」というニクソン政権の失策をトランプ政権が繰り返そうとしている感は否めない。両政権の所業が酷似する以上、構えるべき結末も酷似する恐れはある。

しかし、経済・金融面での失政が指摘されるニクソン政権を経ても尚、米国は覇権国であり続け、ドルの基軸通貨性も維持された。今年 4 月以降、第二次トランプ政権下でのドル安について「ドルの基軸通貨性が貶められている。覇権国から降りようとしている」という評価は目立つが、同じような政策を展開してきたニクソン政権下で米国やドルの地位が変わらなかったことは覚えておいても良いだろう。米国の覇権性、ドルの基軸通貨性にとってニクソン政権やトランプ政権の所業がどのような影響を与えてきたのか、もしくは与えそうなのか。この点について今回は詳しく掘り下げたい。

結論から言えば、ニクソン政権もトランプ政権も目的は「覇権国の管理コストを下げる」ということであって、「覇権国から降りる」ということではなかったと考えられる。ニクソン政権はニクソン・ドクトリン、三角外交、そして金・ドル兌換停止の 3 つの政策を通じて米国の相対的な安全保障上の有利(覇権)を保ちつつ、変動為替相場制の下でもドルが基軸通貨であることを目指したのであった。通貨政策についてより詳しく述べれば、ニクソン



政権はドルを基軸とする国際通貨体制を「1 オンス=35ドル」という固定相場制から変動相場制へ移行させることで金融政策の自由度を確保し、金準備の備蓄義務からも解放されるようにしたのである。言い方を変えれば、ニクソンショックがなければ変動相場制の下でドルを基軸通貨として存続させることは難しかったとも言える。また、前頁図に示すように、ニクソン・ドクトリンと三角外交を経て防衛費の増加に歯止めをかけ、逆に低下基調を辿った。まさに「覇権国の管理コスト」はニクソン政権で押し下げられたと言えるだろう。なお、ニクソンショックを通じて、やはりドルの価値が一時的に大きく損なわれたのも事実である。「覇権国の管理コストを下げる」過程で金融市場にある程度のショックは起きる。しかし、それは基軸通貨性の「崩壊」と同義ではない。

第二次トランプ政権とドルの関係も同様の文脈で理解したい。第二次トランプ政権は米国市場で商売するための「入場料」として関税という恒久財源を創出し、防衛費についても同盟国の軍事負担を引き上げることで米国の相対的負担を軽減している。おりしも中国という新しい覇権国に対峙するために多くの資金が必要になっているため、「覇権国の管理コストを下げる」というミッションが必要になっているという状況がある。ニクソン政権時はその相手が旧ソ連で、しかもベトナム戦争後で国内経済が疲弊していたという事情も重なっていたというわけだ。「覇権国から降りる」というよりも、時代に合わせて「新しい覇権国の形」に変わろうとしているというのが正確な現状認識だろう。

ニクソンショック同様、トランプ政権が「新しい覇権国の形」を目指す上でも相応のコストは発生する。4 月以降に生じている「ドルの基軸通貨性」への疑義は何とか払拭する必要があるため、トランプ政権も断続的に TACO と呼ばれながらも一進一退にならざるを得ないのである。

～新しい覇権国の形～

ではトランプ政権の目指す「新しい覇権国の形」とは何か。特に通貨政策を中心に理解するのであれば、8 月 11 日に報じられた日本経済新聞によるベッセント財務長官インタビューが分かりやすい。ベッセント財務長官は通貨政策について問われ以下のように回答している：

- 強いドルとは(名目レートである)画面上の相場のことではない。ほかの通貨との相対価格である市場レートのことではなく『強いドル』とは米ドルを基軸通貨として維持し続ける政策を指す。良い経済政策が実行されれば、ドルは自然と強くなる
- 「1 つの大きくて美しい法(減税・歳出法)」で実現を目指すのは、海外資本を受け入れるために米国を世界で最も魅力的な場所にする事だ。米国では過去数十年、貿易赤字で海外に流出したドル資金が、今度は米国の幅広い金融資産に投じられて戻ってくる仕組みだった
- 我々が進めているのは、海外資金を(米国債のような)証券投資だけでなく、製造業の米国回帰につながる直接投資に向けてもらう試みだ。そのために我々は『エネルギー覇権』を求めているし、規制緩和も進めて、減税も恒久化した

要するに「過去の覇権国の形」は「貿易赤字で流出したドルを対米証券投資で返して貰う仕組み」だったのに対し、今後は「新しい覇権国の形」として「貿易赤字で流出するドルを減らした上で、対米証券投資で返して貰うのではなく直接投資で返して貰う仕組み」に切り替えたいという戦略のようだ。確かに、資本流入の形態が証券投資から直接投資に切り替われば、長期的に米国から世界

への輸出数量は回復基調を描くため、貿易赤字の縮小が期待される。また、直接投資の方が長期的な資金であるため、ドル相場の需給も崩れにくくなる。それは基軸通貨性の強化でもあろう。

このストーリーはロジックとしては理解できるが、真のポイントはここまで横暴な対外交渉を重ねておきながら本当に対米直接投資がやってくるのかという点にある。各国は対米投資を一応約束しているものの、その実現可能性は未だよく分からない部分が多い。米国からの財購入についても、例えば EU などは現実の 3 倍以上のエネルギー関連費目を購入する約束を交わしている。現実味があるとは到底思えない。不透明感を回避するための口約束ではないのかという疑義は残る。

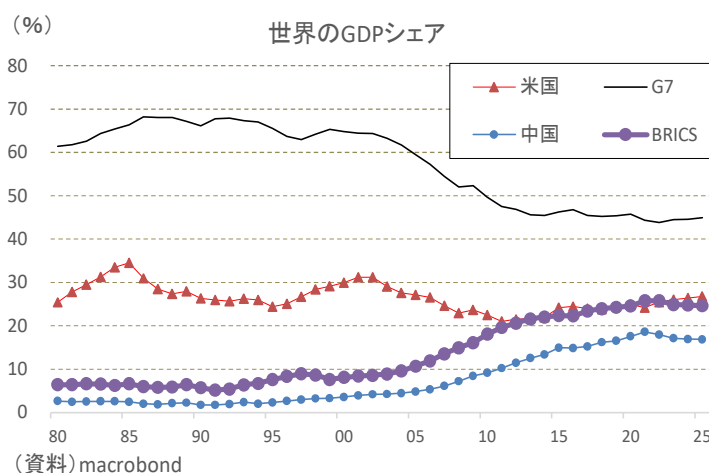
また、利下げと減税を志向するトランプ政権のポリシーミックスでは内需過熱が想定されるが、それは貿易赤字を逆に拡大しないのか。ベッセント財務長官の弁からは「覇権国の管理コストを引き下げて、新しい形の覇権国を目指す」という胸中が透けるものの、実現可能性はまた別だろう。それが正しく理解されていないからこそ、債券・為替市場ではどうしても売りが出やすくなる。

～基軸通貨性は「崩壊」ではなく「動揺」～

まとめよう。ニクソン政権もトランプ政権も米国が背負ってきた「覇権国の管理コスト」を減らしつつ覇権国の地位を温存することが目的であり、巷説指摘される「覇権国が降りようとしている」は言い過ぎである。近刊「世界経済の死角」でも論じている点だが、「ドルが基軸通貨だから米国が覇権国だった」のではなく、「米国が覇権国だからドルが基軸通貨だった」という因果関係が正しい。現状では米国の覇権性に揺らぎがあるため、ドルの基軸通貨性にも揺らぎが生じているということだ

これまで米国が覇権国で足り得た理由は軍事力、経済規模、文化・ソフトパワー、豊富な資源など複数の論点がある。これらは基本的に健在だが、軍事力や経済規模はあくまで相対的な議論であるため、中国の台頭により揺さぶりがかけられているのは間違いない。「米国が覇権国だからドルが基軸通貨だった」という因果関係を前提とすれば、その覇権性の「動揺」に合わせてドルの基軸通貨性も「動揺」を強いられるというのが論理的な理解になる。その「動揺」が年初来のドル安に直結しているわけだが、それを「崩壊」まで引き付ける議論はやはり過剰である。

では、覇権性をどのように可視化すべきか。単純に世界経済に占めるシェアに関し、過去 20 年間で米国と中国はかなり差が縮まっている(図)。これは貿易総額や軍事力についても同じような指摘が可能だろう。今まで通りの覇権性が担保されない以上、今まで通りの「覇権国の管理コスト」では現行体制を維持できないという話は理解できる。「解放の日」以降、米国は「覇権国から降りるつもり」という説が跋扈し、これに応じて米国から



資金流出が進んでいるという言説は多い。事実としてドル安と米長期金利の高止まりが併存しているため、実際に資金流出している可能性は否定できない。とはいえ、「米国が覇権国でなくなる」とか「ドルが基軸通貨でなくなる」という主張は一足飛び過ぎる。あくまで「覇権国としての責任範囲

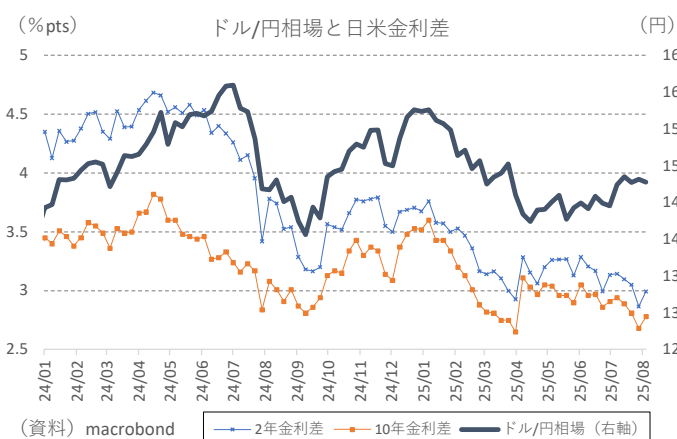
(ジョブディスクリプション)」が変わるという話だろう。従来の「覇権国としての責任範囲」は軍事的および経済的な公共財として安全保障(米軍の軍事力)、国際決済システム(ドルの基軸通貨性)、自由貿易(最終消費地としての内需)を世界に提供することにあつた。その結果が累積した政府債務と貿易赤字であり、「多くの米国民はコストばかりを払わされた」というのがトランプ政権(やその支持者)の主張である。こうした公共財の提供を「全部」止めるつもりはないが、「部分的」に止めたい、それにより「覇権国の管理コスト」を下げたいというのがトランプ政権の希望である。

しかし、米国が供給してきた公共財の度合いに応じてドルの使用頻度も高かったのだから、その提供を絞れば必然的にドルの使用頻度は下がる。使用頻度が圧倒的に高い通貨が「基軸通貨」と呼ばれるわけで、使用頻度を落とせば「基軸通貨性」は薄れる。4月以降、米国は公共財の提供を抑制するような情報発信を繰り返しているのだから、ある程度のドル安は不可抗力ではある。しかし、繰り返しになるが、それはドルの基軸通貨性が「崩壊」しているわけではない。強いて言えば、「動揺」しているとの表現が相応しいかもしれない。「動揺」だけでも為替市場を十分揺るがすことになる。

その「動揺」の結果としてユーロ、人民元、金、ビットコインなどが相対的に浮上しているというわけだ。ドル一極体制はニクソンショック後の1970年代半ばから足許に至るまでのせいぜい50年程度の歴史であり、1944年からニクソンショックが起きるまでは英ポンドとドルの二極体制でもあった。今後、ドルに加え、ユーロや人民元などの多極化というのが1つの目線になるだろうか。実際、過去10年余りで世界の外貨準備運用が多様化していることは本欄でも繰り返し論じてきた話である。

～円の評価はまた別～

最後に円の話をしておこう。過去にも論じてるように、ドルが「動揺」したからと言って、そもそも大きく「動揺」している円相場の価値がどこまで復元されるかは別問題である。4月以降、円金利は着実に上昇しており、日米金利差も明確に縮小している。しかし、結局起きたことは円安だった(図)。米金利に関しては「ドル離れ」の結果として高止まりが叫ばれ、円金利に関しては政府債務への疑義からやはり悪い金利上昇が叫ばれる状況にある。そのような状況で両者の相対的な金利水準から通貨の強弱を語ることに意味があるはずもないが、未だにそのような安易な解説は展開されやすい。しかし、現実はそれでは全く把握できなくなっていることに留意すべきである。



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8月13日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月12日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響力
2025年8月8日	週末版
2025年8月5日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月4日	遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
2025年7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀レビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分)
	日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貫かれなかった「べき」論～優しさの代償は？～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分)
	週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合レビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内投目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会レビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国価格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分)
	週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンドートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談レビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタブ見通しの重要性を強調～)
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～
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「カー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(世界に拡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～