

ともに挑む。ともに実る。

MIZUHO みずほ銀行

中期為替相場見通し

2025年4月30日

みずほ銀行

国際為替部

目次

【見通しの概要】 P.2

◆ ドル/円相場の見通し～ドル凋落シナリオに押し込まれる円安シナリオ～

円相場の現状と展望～日本の構造変化 vs. 国際金融体制の再編～ P.3

米通商政策の現状と展望～マールアラーゴ合意の正しい理解～ P.5

米国経済の現状と展望～トランプ政権はJカーブ効果に耐えられるのか？～ P.7

メインシナリオへのリスク点検～インバウンドはピークアウトしたのか？～ P.11

◆ ユーロ相場の見通し～リスク視され始めたユーロ高～

ユーロ圏の金融政策の現状と展望について～6月スタッフ見通しの重要性を強調～ P.14

米 EU 交渉の現状と展望～多角化する貿易戦略～ P.16

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

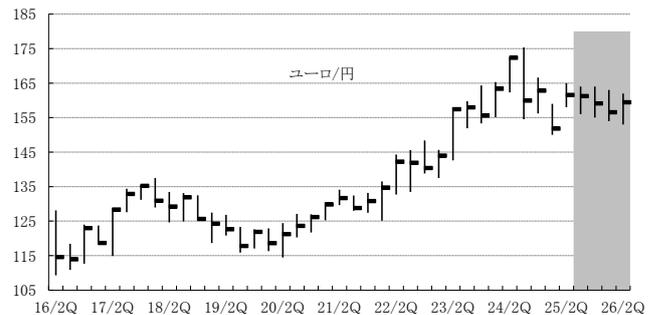
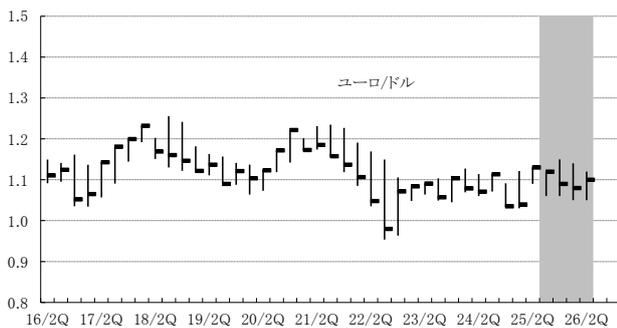
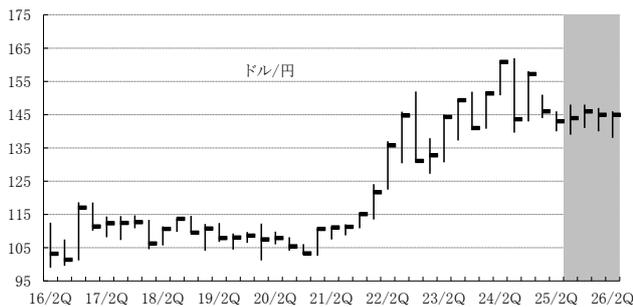
4月のドル/円相場は急落した。とはいえ、過去3年間で全面安を強いられてきた円相場が見直されているわけではなく、ドル安という敵失の中、円を含めたあらゆる通貨が押し上げられている状況に過ぎない。本欄の基本認識として掲げてきた円相場が抱える構造的な脆弱性は今も健在である。しかし、為替は常に「相手がある話」だ。4月以降で直面している現実には、トランプ政権によるブレトンウッズ体制の再編という壮大な野望とこれに呼応した米国離れに伴うドル安である。日本の構造変化は日本にとって大きな話だが、国際金融体制の再編を前にすれば大事の前の小事だろう。米国が自ら孤立主義を深めるのに伴い、ドル一極体制から距離を取ろうとする国・地域が増え、それがドル安の真因だとすれば、日本の構造変化が説明力を失うのは当然である。このままドル凋落シナリオが続くのであれば、円高はある程度続くことにならざるを得ないが、それはトランプ政権とて望むところではあるまい。結局、トランプ政権の面子を保ちながら関税政策の軌道修正が図られ、これに応じてドル相場は復調、円相場は軟調に至るとするのが本欄のメインシナリオになる。第二次ブラザ合意のような協調を通じてドル相場が切り下げられるといった論調はメディアと市場が作り出したナラティブであり、あくまでリスクシナリオである。予測期間後半、FRB利下げに応じた円高はあろうが、円の構造的弱さもありドル/円相場の下値は堅いと考える。

片や、4月のユーロ相場は騰勢を強めた。文字通り、ドルの信認喪失を受けた「敵失のユーロ高」という側面は大きい。ECBの利下げ路線も結局、当面は持続する流れに至っており、トランプ関税の影響は域内経済を下押しすることが予想される。真っ当に考えれば、ユーロを買えるような状況ではないが、国際金融秩序の変革とそれに伴うドル凋落が争点化する中、4月はドル売り優勢の展開が相場を規定した。なお、4月のECB政策理事会ではユーロ高経由でデysinプレ圧力が輸入される展開について懸念が示されており、当面は利下げを前提とした運営が続くと思われる。欧米金利差と安定した関係にあるユーロ/ドル相場の性質を踏まえれば、4月のような一方的な上昇を期待するのは難しいはずである。予想レンジの上方修正は必要だが、全体的なパスの修正までは現段階では必要ないだろう。なお、欧州は米国からの自立をテーマとして独自のFTA戦略を模索する最中にある。予測期間中にその影響が可視化されることはないが、今後、EUとアジアの結びつきが強化される中、日欧貿易の変化などを通じて円相場にどのような影響が生じるかは留意しておきたい論点である。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

| | 2025年 1～4月(実績) | 5～6月期 | 7～9月期 | 10～12月期 | 2026年 1～3月期 | 4～6月期 |
|--------|-----------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| ドル/円 | 139.89 ～ 158.88 (142.42) | 140 ～ 146 (143) | 139 ～ 148 (144) | 141 ～ 148 (146) | 140 ～ 147 (145) | 138 ～ 146 (145) |
| ユーロ/ドル | 1.0125 ～ 1.1575 (1.1383) | 1.09 ～ 1.15 (1.13) | 1.08 ～ 1.14 (1.12) | 1.06 ～ 1.12 (1.09) | 1.05 ～ 1.11 (1.08) | 1.05 ～ 1.11 (1.10) |
| ユーロ/円 | 155.63 ～ 164.52 (162.02) | 158 ～ 165 (162) | 156 ～ 164 (161) | 155 ～ 164 (159) | 154 ～ 163 (157) | 153 ～ 162 (160) |

(注) 1. 実績の欄は4月30日までで、カッコ内は4月30日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。

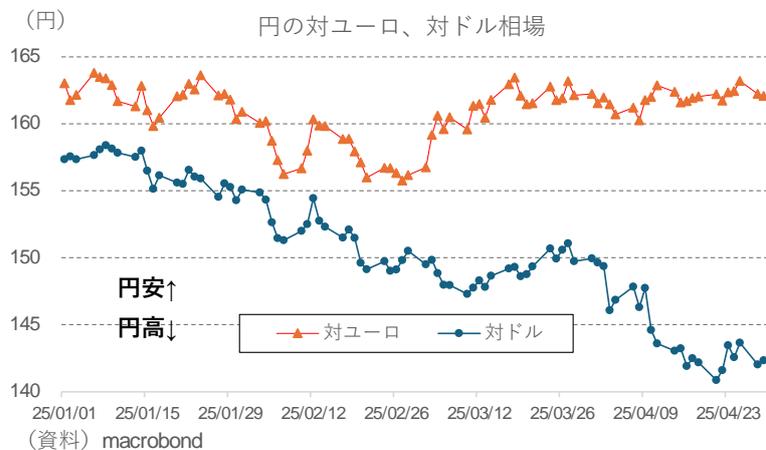


◆ ドル/円相場の見通し～ドル凋落シナリオに押し込まれる円安シナリオ～

《円相場の現状と展望～日本の構造変化 vs. 国際金融体制の再編～》

持つべき視点は「日本の構造変化 vs. 国際金融体制の再編」

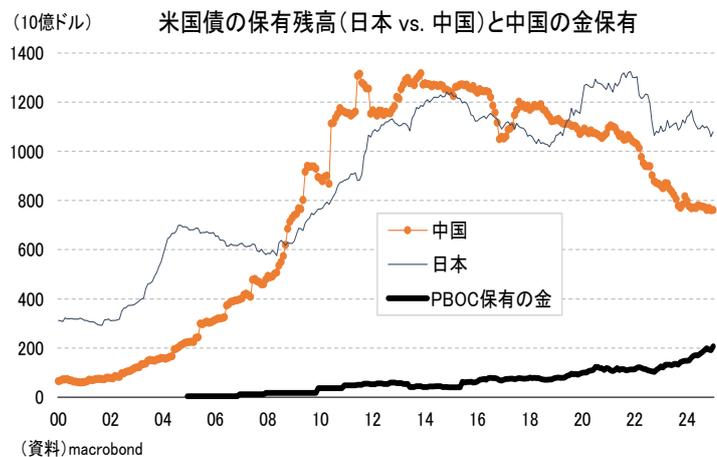
4月のドル/円相場は一時139円台まで急落した。日米関税協議を巡る懸念に振らされた部分も大きかったが、基本的には第二次トランプ政権の無謀な立ち回りを受けた米国離れの結果であり、日本買いではないことは強調しておきたい。右図は円相場の対ドル、対ユーロの動向を年初来で見たものだ。対ドルでの下落は顕著である一方、対ユーロでは概ね



横ばいである。過去3年間で全面安を強いられてきた円相場が見直されているわけではなく、ドル安という敵失の中、円を含めたあらゆる通貨が押し上げられている状況に過ぎない。本欄の基本認識として掲げてきた「国際収支構造の変容に象徴される円の構造変化とそれに伴う弱さ」は今も健在である。日本には回帰しない第一次所得収支黒字に依拠した経常黒字、それが包含する貿易赤字、デジタル赤字といった円売り需要の存在などは全く解消されていない。

しかし、為替は常に「相手がある話」だ。4月以降に直面している現実は、トランプ政権によるブレトンウッズ体制の再編という壮大な野望とこれに呼応した米国離れに伴うドル安である（※ベッセント財務長官はブレトンウッズ体制の再編に関与したいと大統領選中に明言している）。日本の構造変化は日本国民にとって大きな話だが、国際金融体制の再編を前にすれば大事の前の小事である。そのドル安に押されて上昇を強いられているのは円だけではなくスイスフラン、ユーロ、英ポンドなど欧州通貨も同様であり、むしろ敵失の結果として期待がより高まっているのは日本より明らかに欧州である。繰り返しになるが、「円が見直されている」わけではない。

米国が自ら孤立主義を深めるのに伴い、ドル一極体制から距離を取ろうとする国・地域が増えており、それがドル安の真因だとすれば、日本一国の構造変化は説明力を失うのは当然である。現在、ドル建て資産から資金を引いているのがどういった経済主体なのか明確な証拠があるわけではない。しかし、中国の外貨準備運用において米国債と金の入れ替えが進んでいることは過去15年余りで知られてきた話であり、証拠もある（図）。関税戦争が激化する中、中国が



トリガーを引いたという可能性は十分考えられる。また、スイスフランやユーロの騰勢を見る限り、ドル建て資産から欧州通貨建て資産へローテーションが起きているという話も説得力を帯びる。例えば4月

2 週目以降に見られているノルウェークローナの騰勢などは同国の年金資金によるリバランスではないかとの思惑も漂う（この点、定量的な証拠があるわけではない）。今後、このままブレトンウッズ体制の再編やこれに伴うドル凋落、米金利急騰というシナリオに賭けるのであれば円高はある程度続く。

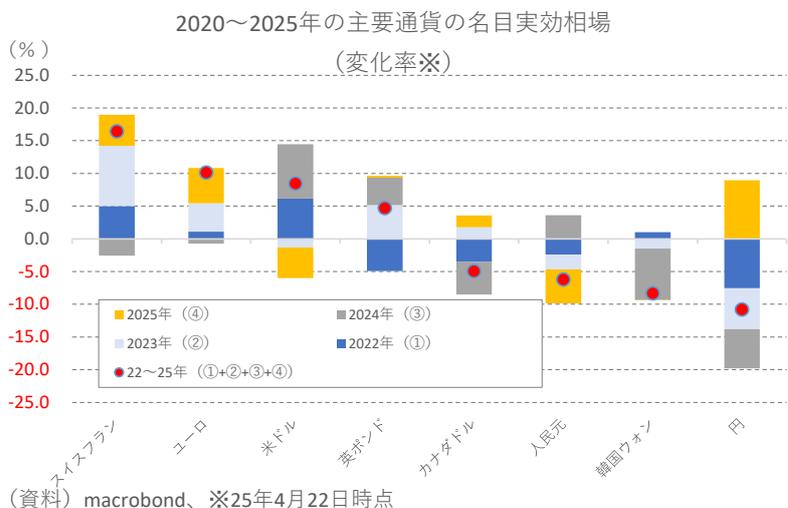
ドル全面安の軌道修正がメインシナリオ

だが、それはトランプ政権とて望むところではあるまい。相互関税の 90 日間停止の判断は米国債利回りの急騰（米国債価格の急落）に促されたと解釈されている。パウエル FRB 議長を政策観の違いから解任させようとした動きも金融市場の混乱を受けて翻意されている。安全保障面で米国に全面依存する日本は世界最大の米国債保有国として今後も安定的な投資家と見込めるだろうが、上述したように中国を含めた投資家はそこまで従順ではない。どう見ても正気ではない情報発信を前にドル凋落シナリオに賭ける投資家は今後も出てくるだろう。結局、それでは米国も困るのだからトランプ政権の面子を保ちながら関税政策の軌道修正が図られるというのがメインシナリオになる。ゆえに、筆者は 4 月のようなドル全面安相場が持続可能とは引き続き考えていない。もちろん、ここまで騒ぎが大きくなった以上、米金利が落ち着きを取り戻すまでには時間を要するかもしれないが、どうしても收拾がつかなくなれば「インフレ抑制の政策姿勢に変化はない」という点を強調した上で FRB が国債購入に乗り出すだろう。システミックなリスクに対応するのも中銀の役目だからだ。

世界中が米国債を保有し、経済取引にドルが必要な状況があり、有事の際には FRB との無制限スワップに依存せざるを得ないという状況こそドルの基軸通貨性を担保している。端的には「困ったらドルが必要」という状況がドルを基軸通貨足らしめているのである。しかし、トランプ政権においては外国人の米国債保有に関し、課税や年限長期化を検討しているという説も取りざたされている。「困ったらドルが必要」どころか、「ドルを持つと困る」という状況である。保有にコストがかかり、用途が限られてしまうような通貨を基軸通貨として使うことはできない。トランプ大統領もベッセント財務長官も基軸通貨性の放棄までは考えていない。このような案が日の目を見ることは無いだろう。

NEER で見る円の現在地

話を円に戻そう。名目実効相場（NEER）で過去 3 年間の相場を整理してみると、円は 2024 年分の下落を打ち返したような状況にある（図）。言い換えれば、2022～23 年に下落した部分はまだ大きく残されており、これは他通貨と比べても非常に大きい。この点、本欄では内外金利差に即した円売りも寄与しているとしても、それだけで説明できるものではないという立場をとってきた。引き続き第二次プラザ合



意やこれに付随する円相場の急騰に対する観測は根強いが、そもそも恒常的に+10 兆円以上の貿易黒字

を記録していた 1980 年代と恒常的に貿易赤字を記録している現在では「円の強さ」を裏付ける需給環境が違い過ぎる（この点は後述する）。関税協議を経て円高誘導を図るとしても当時のような大きな値幅を期待することができるのか。そもそも 2 月の日米首脳会談でも確認したように、日米関税協議は結局、対米輸入が各方面から増えるという着地になる可能性が高い。これは赤澤経済・財政担当大臣や加藤財務大臣がベッセント財務長官と会談した後も変わらぬ印象である。

それによりトランプ政権が矛を収めるのは望ましいことだが、それは同時に日本の貿易赤字拡大を促すものである。「通商協議を経て円高誘導が図られる」という発想それ自体が、「過去の日本の強さ」に捉われているのではないのか。今後、短い時間軸の中で円相場が急伸する可能性があるとするれば、円の実質金利が明確に上昇する展開だろう。事実として、日本の物価情勢と実質金利に齟齬は感じられるので、この展開は絶対に無いとは言えない。しかし、対米国での実質金利差を埋めるほどの急騰に日本経済は耐えられるのか。恐らく弱体化を強いる話になるのではないのか。それで円高になるとは考えにくい。

ドル凋落シナリオに賭けるのか？

巷間話題の第二次プラザ合意観測については後述するものの、その実現可能性に賭けるのは正気の沙汰ではない。1985 年当時の状況と比較して、外為市場の取引量、プレイヤーの多様性、国際関係の在り方、日本経済のファンダメンタルズなど、あらゆる面が違い過ぎる。端的に言えば、「今の時代に国際協調による為替誘導は不可能」という基本認識は持ちたい。

4 月に見たように、ドル安と米国債利回りの急騰が表裏一体になっている節があるため、ここからさらにドル安を進めるということはさらに米国債利回りの急騰を米国が受け入れるということに等しい。その際は 130 円台、120 円台の円高は否定できないだろう。だが、その状況を前提にした円高に賭ける行為はドル凋落シナリオに賭ける行為に等しい。本当にそれが現実的なシナリオなのか。強い米国復活を目論むトランプ政権が基軸通貨という途方もない特権を捨てるだろうか。筆者には到底信じられない展開である。ドル凋落ムードに押された円高は最大のリスクシナリオだが、実現可能性は低い。

《米通商政策の現状と展望～マールアラーゴ合意の正しい理解～》

改めて整理するマールアラーゴ合意

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イブン・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

マールアラーゴ合意の要点

| | 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

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

ラーゴ合意 (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関税の戦略的活用に集約できる (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、マールアラー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ー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、何もかも違ふ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 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。だが、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。その上で協調を得るべく脅迫を仕掛けているという構図だ。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、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懸念されるだろう。もっとも、その時、国際社会が手を貸すとは思えないが。

円は「別の通貨」

なにより④や⑤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。上述したように、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

繰り返しになるが、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、日本で頻繁に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。

《米国経済の現状と展望～トランプ政権はJカーブ効果に耐えられるのか?～》

関税の効果は直ぐに出ない

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。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、一歩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、その計算根拠はデー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するのがマーシャル・ラーナー条件という考え方になる。

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ため当然である。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。いわゆる 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 年間を振り返ってみたい。

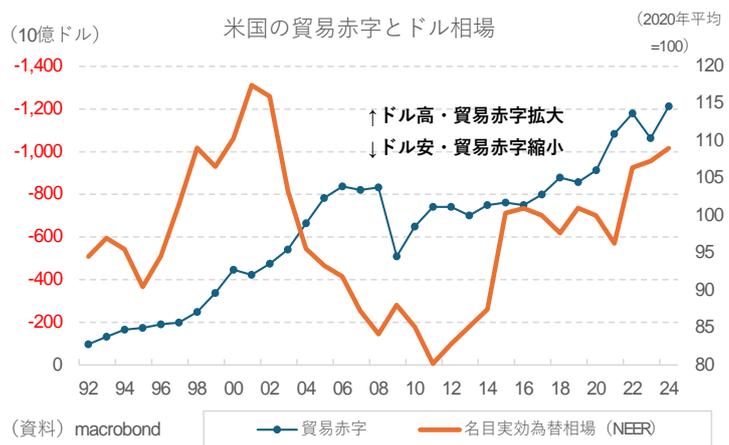
例えば 2002 年から 2008 年頃までドル相場（名目実効為替相場、以下ドル NEER）は著しい下落局面

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される。ドル安と貿易赤字拡大が併存していた2001～06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。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。この点、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

図示するように、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な赤字拡大を引き起こしたと解釈すれば、典型的なJカーブ効果が発現したと

言えなくもない。しかし、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解釈も可能だろう。実際はその両方が寄与しているはずである。

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、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検証する必要があることは断っておく。しかし、総じてドル高時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と言えそうだが、その場合もドル安時に短期的なJカーブ効果が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ーソドックスだが、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、

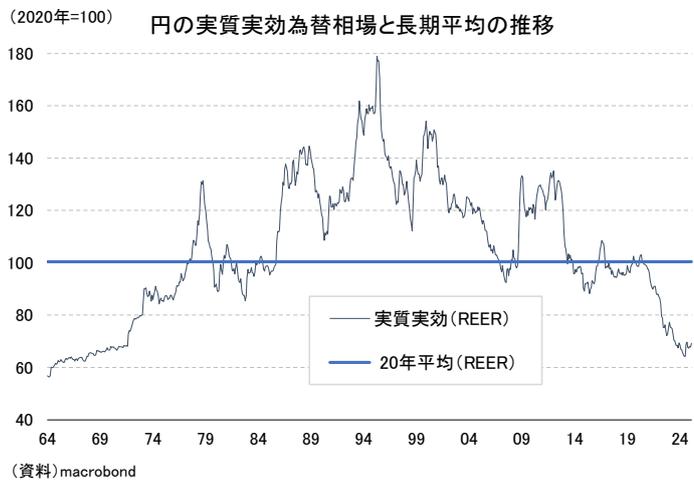
《メインシナリオへのリスク点検～インバウンドはピークアウトしたのか？～》

円高に直面する旅行輸出

既に論じたように、円相場を見通す上での最大のリスクは「ドル凋落シナリオ」の継続であり、ドル全面安が進行する中で 120 円や 130 円をつける展開である。これは年初、ブラックスワンとして議論していた第二次プラザ合意の実現であり、為替市場に限らず、国際金融市場全般を揺るがすことになるだろう。しかし、それほど大きな話以外で気を配るべきリスクはないだろうか。

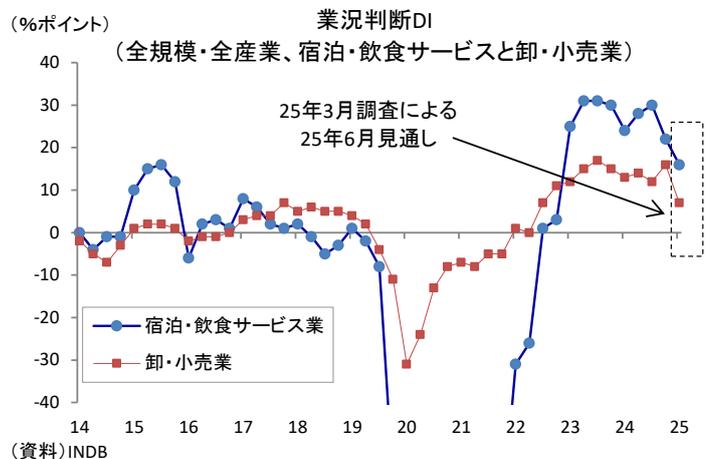
4 月のドル/円相場は最大▲7%の急落を強いられたが、これにより日本経済が痛むことは無いのか。もちろん、既に貿易収支の赤字が常態化し、円安インフレによる実質成長率の低迷が争点化していた経緯を思えば、円高それ自体に狼狽する必要はないだろう。円高が社会問題化していた時代（2012 年頃まで）はそれにより輸出数量が抑制され、国内経済における生産・所得・消費の逆回転が懸念される状況があった。こうした論点は輸出拠点としてのパワーを失っている現状では問題になりにくいだろう。

しかし、今の日本は財ではなく大量のサービスを旅行という形態で輸出している。この点は円高が逆風として作用する余地がある。もちろん、その懸念として時期尚早ではある。今のところ、対ドルで言えば、2022 年 3 月対比で最大約▲30%下落していたものが、約▲20%程度まで下落幅が圧縮されるという程度の状況であり、日本の旅行輸出が早晚競争力を失うということは考えにくい。しかも、名目ベースはともかく内外物価格差を加味した実質ベースで見れば実効相場は簡単に巻き戻らない（図）。外国人から見た財・サービスの消費地としての日本は依然お買い得に映るはずである。円高によって旅行収支黒字が直ぐに圧縮されるとは思えない。



インバウンド需要に陰り？

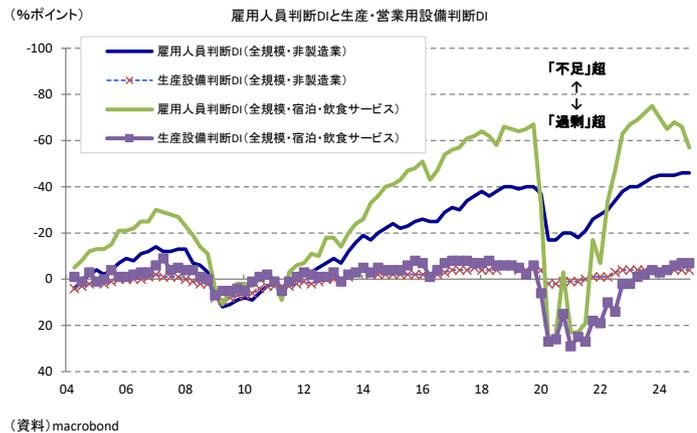
とはいえ、かねて本欄では注目してきた論点だが、そもそも旅行収支黒字にピークアウト懸念があったことは事実である。パンデミックからの増勢が注目された 2022～2024 年と違って、2025 年はインバウンド需要の地力が試される年と考えられていた。それは日本国内において労働供給制約が存在し、増大するインバウンド需要を処理できないのではないかと懸念があったからだ。実際、その兆候は見られ始めている。4 月 1 日に公表された日銀短観では宿泊・飲食サービスや卸・小売業の業況判断 DI では 3 か月先の指数について悪化が予測されている（図）。その



理由は 1 つではないだろうが、労働供給制約による稼働率の停滞、日本人の実質所得環境悪化などが考えられる。現状を踏まえれば、そこへ円安のピークアウトという材料も乗ってくることになる。もちろん、現時点でインバウンド需要のピークアウトはまだ始まっていないのかもしれないが、インバウンド需要だけで国内関連産業の景況感を維持するのが難しくなっているという実情はあるのだろう。

人手不足の緩和から何を讀むのか？

景況感以外の計数からもインバウンド需要のピークアウトは懸念される。宿泊・飲食サービスと言え、雇用人員判断 DI の悪化が定番となってきたが、足許ではやや様相が異なる。右図に示すように、2023 年 10 月調査 (▲75) をピークとして人手不足感は明らかに緩和しており、今回調査では▲57 まで改善している。それでも大きな人手不足であることには変わらないが、無視はできない変化である。図示されるように、非製造業全体の雇用人員判断 DI は緩やかな悪化が続いて



いるため、人手不足の緩和は宿泊・飲食サービスに限った現象とも読める。これが何を意味するのか現時点では定かではないが、インバウンド需要が後退している可能性と取れなくもない。

ちなみに、雇用人員判断 DI を全業種で比較した場合、今回調査時点で宿泊・飲食サービスは 3 番目のマイナス幅で、建設や運輸・郵便よりはましという構図にある。今まで「人手不足と言えれば宿泊・飲食サービスが圧倒的に大きい」という状況が定着していたため、継続的にウォッチしている立場からすると、やはり気になる変化と言わざるを得ない。

気になる宿泊・飲食サービスの生産設備判断 DI 悪化

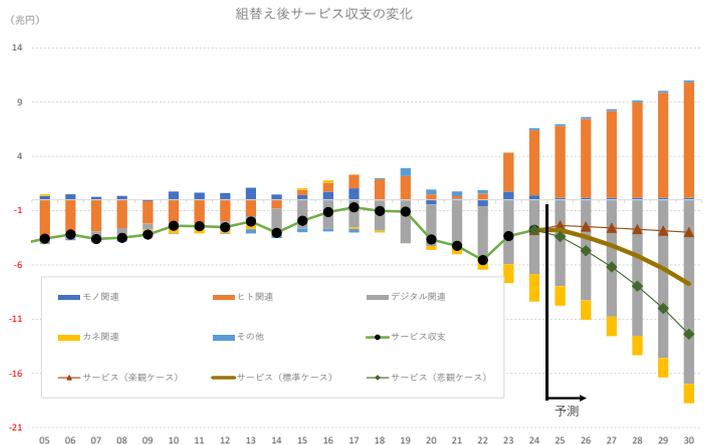
過去の本欄でも論じたように、今年 1 月の展望レポートでは資本と労働の代替弾力性を業種別に試算した上でサービス業や建設業がその代替性の低さから深刻な人手不足に直面している実情が指摘され、話題を集めた。宿泊・飲食サービスを筆頭に対面サービスを求められる業種では特に資本と労働の代替性 (補完性) が低い (高い) ため、人手不足に直面すると設備を稼働できないという状況にも直面しやすくなる。結果、統計上はプラスの労働投入ギャップとマイナスの資本投入ギャップが併存する。こうした状況下、マイナスの資本投入ギャップから「設備が使われていない」と読むだけでは不十分であり、「設備は使いたくても使えない」という事情も読み込む必要があるという分析であった。

この点、上図に見るように、非製造業およびこれに類する宿泊・飲食サービス業では雇用人員判断 DI は大きなマイナスであり、労働力の逼迫を示唆している。だが一方、生産・営業用設備判断 DI は概ね中立水準にあり、資本についてはさほど稼働していない状況が読み取れる。ただし、よく見ると、宿泊飲食サービスについては極めて緩やかではあるが、生産・営業用設備判断 DI の不足感が強まっている様子もある。「人手不足の緩和に伴って設備を稼働させる人員が確保できるようになり、今度はその設備に対する供給制約を感じ始めている」ということだろうか。そうなるとインバウンド需要は後退しておらず、む

しる宿泊・飲食サービスは人手確保に成功し、新規需要を取り込み始めているという可能性もある（しかし、それでは景況感の先行き悪化予測と整合的ではない）。宿泊・飲食サービスの生産・営業用設備判断DIについてはもう少し傾向を見定めたいところだ。

関税騒動は人の往来にも及ぶのか？

かねて本欄では懸念しているポイントだが、日本のサービス収支はデジタル赤字の増勢を旅行収支黒字の増勢で打ち返している実情がある。仮に、旅行収支黒字が頭打ちとなった場合、サービス収支赤字はデジタル赤字にけん引されることで拡大を強いられる可能性が高く、それ自体はアウトライトの円売りが優勢になることを意味する。筆者は遅かれ早かれその時代が到来し、2030年代にはサービス収支赤字▲10兆円台が常態化すると予想してきた。この点、トランプ政権の関税政策は現状のところ貿易収支に焦点を当てた措置が中心だが、人の往来にまで影響する話になるのかは気になる視点である。また、仮にそうした直接的な悪影響が無かったとしても、関税政策は明らかに世界経済を下押ししているのだから、外需そのものが縮小すると考えるのが自然である。海外景気の悪化に従って自動車などの輸出が減少すると同様、旅行のようなサービス輸出もまた、減少を強いられるはずである。日本にとって唯一残された能動的な外貨獲得手段であるインバウンド需要がトランプ政権の政策運営に応じて制限されるのであれば、それ自体は需給面から指摘すべき円安要因である。



(資料) 日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」を元に筆者作成

◆ ユーロ相場の見通し～リスク視され始めたユーロ高～

《ユーロ圏の金融政策の現状と展望について～6月スタッフ見通しの重要性を強調～》

金融政策姿勢のリセット

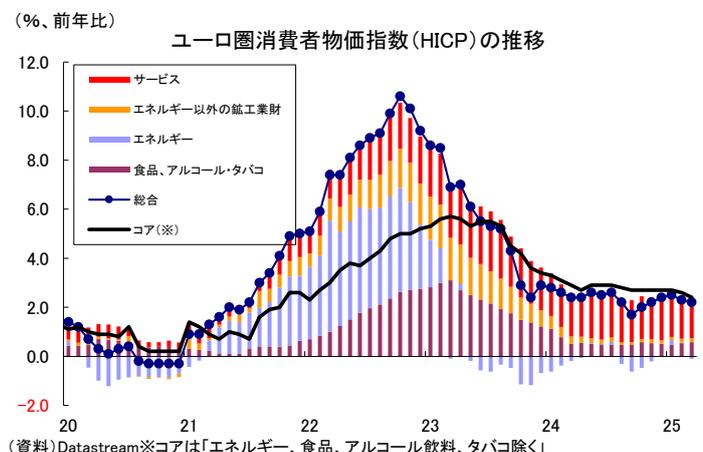
4月のECB政策理事会は▲25bpの引き下げを決定した。利下げは6会合連続である。前回3月会合の声明文では「Our monetary policy is becoming meaningfully less restrictive（金融政策は実質的に抑制的でなくなりつつある）」との表現が挿入され、4月会合以降の利下げ停止を示唆する文言として注目された。ゆえに、今回会合の注目は「利下げ停止が宣言されるかどうか」という1点にあった。しかし、トランプ政権による4月2日の相互関税発表以降、世界が一変したことを受け、こうした金融政策の姿勢評価に関する部分は丸ごとカットされている。この点、記者からも「政策スタンスを制限的・中立的・緩和的という3つのスペクトル（the restrictive/neutral/accommodative spectrum）で明確に表現されなくなったが、それはなぜか」との質問が見られている。これに対し、ラガルド総裁はそういった「引き締め度合い」の評価は政策金利と中立金利を比較することで初めて可能になるものだが、中立金利はあくまで「ショックのない世界（a shock-free world）」で機能する概念であることを強調している。その上で「私たちがショックのない世界にいると考えている方は、手を上げるか、頭を診てもらった方が良い」と述べ、現時点で「引き締め度合い」を評価する意味はないと断じている。

利下げを選好する姿勢は、関税政策が撤回された場合、堅調な経済情勢に対して「中立」か「緩和的」になるだろうし、撤回されなかった場合、脆弱な経済情勢に対して「引き締めの」という評価になるため、現時点では何とも言えないというのがECB政策理事会の本音だろう。いずれにせよ停止したかに思われたECBの利下げ路線は「そうとも言い切れない」という状況にリセットされている。

とはいえ、どちらかと言えば利下げに

リセットされたとはいえ、リスクバランスは明らかに下方に傾斜しており、それ自体は利下げ継続路線の長期化を示唆していると考えられるべきだろう。政策理事会内の議論に関しラガルド総裁は「数週間前であれば、利下げを見送るべきと主張していたメンバーも何人かいたが、今回は全会一致だった」と述べている。その上で▲50bp利下げについても議論が及んだようだが、結局賛成する声もなかったと曖昧な説明がなされている。前回は利下げ停止の可能性が議論されていたところ、今回は▲50bp利下げに関する言及もあったのだから、「次の一手」の可能性は現状維持よりも利下げの方が高いと考えるべきだろう。

本稿執筆時点では次回6月5日会合の利下げ織り込みは約80%で、9月11日会合まで見通した場合、さらにもう1回の利下げが織り込まれる。「年内あと2回」が市場の織り込みとなっており、「4月で停止」との見通しは完全に退けられていると言えるだろう。そもそも米中貿易摩擦の着地点が当面見えず、また従前より域内の基調的なインフレ圧力が弱まっていることを踏まえれば(図)、しばらくは利下げのタイミングを推し量る局面ということになるのではないかと。



ちなみに声明文のリスク評価の箇所では今回からユーロ高がインフレ圧力を押し下げる可能性についても言及が見られている。ドルの自滅が続く限り、このリスクは残存することになる。

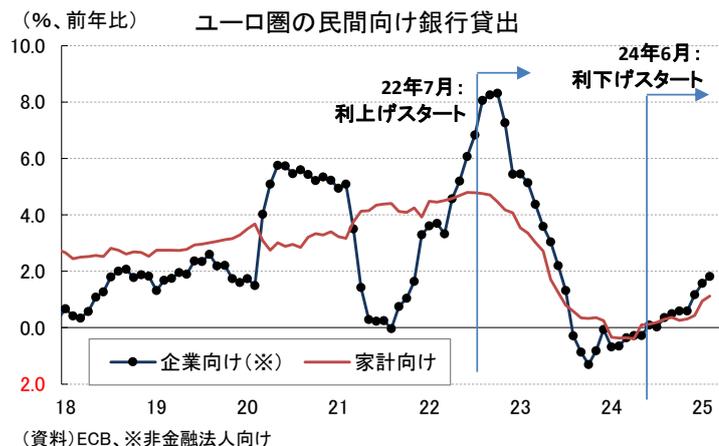
強調された 6 月会合の重要性

ラガルド総裁は「インフレへの影響は現時点で明確ではないものの、その一部は 6 月の会合までに多少は落ち着く。しかし、90 日が経過するのは 7 月中旬ゆえ、その頃にはより詳細な情報が得られるといった趣旨の発言もしている。今回の会見でラガルド総裁は繰り返し 6 月スタッフ見通しの改定によって重要な結果が得られると述べているため、「6 月見通し改定を踏まえ 7 月会合でどうするかを決める」というのが目先の動き方になると思われる。なお、3 月会合時点では不確定要素とされていた関税政策が発表されたのだから不透明感は低下したのではないかとの記者質問が見られているものの、交渉が現在進行形で貼る以上、不透明感が残ると言った趣旨を述べ、あくまで 6 月を待つことで多くのことが分かるため、データ依存としか言いようがないと述べている。より具体的には米国に対する EU の報復措置の影響は 6 月見通しに反映されるとの趣旨にも言及があり、利下げがあろうとなかろうと、6 月会合の情報発信は相応の重要性を帯びるものになりそうである。

ユーロ高抑止のための利下げ？

為替市場からの注目点は「敵失のユーロ高」が声明文でインフレ下押し圧力のリスクと言及されている以上、これを押し下げるための利下げという一手も合理的に選択されやすいという状況を理解する必要がある。年初に想定されていた「欧米景気格差からパリティ割れの常態化」という展開とは真逆だが、トランプ政策によるドル自滅の流れが終わらない以上、あらゆる通貨は対ドルで押し上げられ、欧州通貨は特にその代替需要が大きいとみられる。しかも、

会見中で貿易戦争の影響として言及されていたように、今後は関税政策の影響を受けて「過剰生産能力を抱える国からの輸出がユーロ圏に流入する」という展開も想定される。これは域内の供給過剰が強まる中、デysinフレ圧力が一段と高まる可能性を予感させる。ECB が関税政策をコントロールすることはできないが、ユーロ相場は政策金利の上下動である程度の影響力を行使することができるため、「次の一手」としての利下げはどうしても検討されやすい状況と言える。一方、利下げの継続により与信周りの計数 (図) が不必要に刺激されることは無いが、名目賃金が本当に抑制された状況が続くのかといった点を注視する必要がある。この点は現時点で強い勢いが見て取れることは大きな注意を要する。

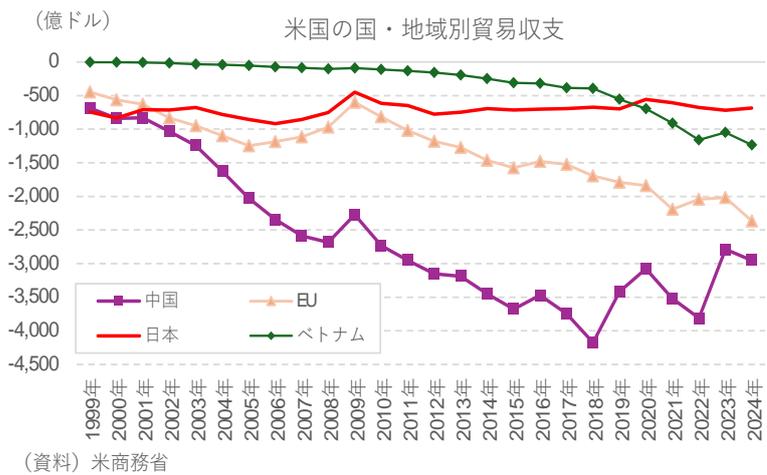


《米 EU 交渉の現状と展望～多角化する貿易戦略～》

EU は米国最大の貿易相手

4月25日、トランプ大統領は日本との関税交渉について「合意にとても近づいている」との見方を示した。日本が交渉のトップバッターに選ばれた背景は安全保障の対米依存度が極めて大きく、米国の要求が最も摩擦なく受け入れられそうだからという理由を指摘する声が多い。日本から大幅な譲歩を引き出せば、それによって相互関税の影響力を世界に誇示することができる。トップバッターとの交渉が難航した場合、その後が差し支えるのだから当然だろう。トランプ大統領は90日後の再延期は無いと述べるが、そうであれば尚更、その間に有利なディールの成果が必要になる。

一方、日本のように従順な国ばかりではない。宿敵である中国は言うまでもないが、影響度に鑑みれば、EUもトランプ政権にとっては看過できない相手である。率直に言って、経済効果だけを念頭に置けば、日本よりもEUの方が交渉の優先順位は高いはずだ。もはや米国の輸出入に関し、最大の貿易相手国は中国ではなくEUである。2024年の貿易額(輸出+輸入)で言えば、EUが約9820億ドルであったのに対し、中国は約5840億ドルだった。ちなみに貿易収支で言えば、2024年の対EU赤字は約▲2370億ドルで、これは対中赤字の約▲2950億ドルよりもやや小さいが、近年の米中貿易の縮小傾向を踏まえれば対EU赤字が米国にとって最大の赤字となる公算は大きい。



EU は手強い交渉相手

だが、「90日間で効果を出す」という目的に照らせばEUは交渉相手としてかなり手強い。何といってもトランプ大統領が得意とする二国間交渉が必ずしも通用しないという特質がある。EU法(とりわけ基本条約たるリス

EUに授与された3つの権限領域について

| EUに授与された権限 | 特徴 | 具体的分野 |
|------------|---|--|
| 排他的権限 | EUが単独で立法し、権限を持つ。加盟国はEUルールに従うのみ。 | 通商政策、金融政策、競争政策(独禁法)、関税政策、海洋政策(海洋資源の管理) |
| 共有権限 | EUも加盟国も権限を持つ。共に立法可能。しかし、EUが立法した範囲のみ加盟国は動ける。 | 環境、交通、エネルギー、消費者保護、労働法、移民・難民政策(一部)など |
| 補充的権限 | 加盟国が主導する。EUは支援・調整・促進でしか関与できず。 | 教育、文化、観光、保健(医療)、産業政策など |

(資料) 欧州委員会

ボン条約)はEU(≒欧州委員会)と加盟国の権限が及ぶ分野を厳密に定めている。このうちEUが単独で立法可能で行使できる権限を排他的権限と呼ぶが、それは5つの分野にのみに限定されている(図)。通商政策や関税政策がまさにそれに該当しており、トランプ大統領が相互関税の修正余地を探る相手はEU加盟国の政府ではなくEUの行政政府である欧州委員会となる。ちなみに、対日交渉で話題になった為替分野もEUは27か国中20か国がユーロ加盟国なので、話すべき相手は欧州委員会だが、裏を返せば

7か国は自国通貨なのでこれは加盟国政府ということになる。基本的に関税交渉で影響を受けそうな分野は排他的権限に関わる部分が多い。片や、トランプ政権は「安全保障の傘」について応分負担を要求し、これを経済分野の議論とセットで持ち出すことが特徴でもある。この点、国家安全保障に関する議論は原則、欧州委員会に委譲されている部分はなく、加盟国政府が独占する権限である。この分野は加盟国政府との交渉が必要になる。

本稿執筆時点では日米交渉の直後、メローニ伊首相が渡米し、その友好関係はかつての安倍元首相とトランプ大統領のそれに重ねられるほど順当と報じられたが、そこで確認された論点はあくまでイタリアといういち加盟国が防衛費を積んだり、米国産 LNG を購入したりすることに限られた。安全保障は加盟国政府の独占する分野であり、エネルギー政策は共有権限として加盟国政府も決断できる分野だからだ。しかし、肝心要の関税や非関税障壁に関する議論は何も進んでいない。それは排他的権限として EU しか関与できない分野であり、欧州委員会が意思決定者になる。さらに厳密に言えば、その意思決定以前に欧州理事会（いわゆる EU 首脳会議）で意見集約が必要になる。実務的に EU 側は通商・経済安全保障担当のシェフチョビッチ欧州委員、米国側はグリア USTR 代表が折衝していることが報じられている。

そもそも手続き論として EU に構っていると時間がかかりかかるとい実情はある。よって、90日間で EU との交渉が果たして進むのか。筆者はかなり懐疑的である。「進まないから相互関税を課す」のか、「EU は仕方ないから特別に交渉を先送りする」のか。トランプ大統領は現在、前者のスタンスだが、ぎりぎりまで分からない。手続き上の問題だけであれば、例外的に先送りもあるかもしれない。

EU は「デジタル赤字でのカウンターパンチ」を狙う

現状、トランプ政権の EU に対する追加関税を整理すると、鉄鋼・アルミニウム製品への 25% 関税に関しては 2025 年 3 月 12 日に発効済みである。また、自動車および部品への 25% 関税は自動車が 2025 年 4 月 3 日に発効済みである一方、部品は 2025 年 5 月 3 日に発効予定というステータスにある。さらに世界を揺るがした相互関税については一律 10% 部分に上乗せされる税率が EU については 20% と試算され、合計 30% が発効予定とされていた。しかし、既報の通り、上乗せ 20% 部分は 90 日間の執行猶予がなされているため、現在は 10% 部分のみである。

これら全ての措置に対して EU が報復しているわけではなく、鉄鋼・アルミニウム製品への 25% 関税を受けて、2025 年 4 月 9 日に一部の米国製品（アーモンド、オレンジジュース、家禽類、大豆、鋼鉄、アルミニウム、タバコなど）に 25% 関税を提案しているだけだ。しかし、上述の通り、トランプ政権が 4 月 10 日に 90 日間の執行猶予を決定したことで、この EU による報復関税も 90 日間停止するというステータスにある。もっとも、一律 10% 部分の課税は徴収されているため、EU はここに対する報復関税を検討する筋合いにある。現状、EU から米国に対して「全工業製品の関税を相互に撤廃する」という「ゼロ・ゼロ」提案が行われているものの、トランプ政権はこれを拒否し、自動車や農産物分野での譲歩を EU に迫る現状がある。このまま交渉が平行線をたどれば、90 日以内の妥結どころから、EU による上述とは異なる報復措置の提案・発効も考えられる。現状、その筆頭はデジタルサービスへの課税と言われている。4 月 10 日、フォンデアライエン欧州委員長は、トランプ政権との関税を巡る交渉が決裂した場合、米 IT 大手企業に対する課税を含む強力な報復措置を講じる可能性、具体的には、米 IT 大手企業の広告収益への課税を争点にする可能性を示唆している。「財貿易の黒字を問題視するならばサービス貿易の黒字も問題視する」というロジックは当然である。

ちなみに EU は第三国からの経済的な強制行為を受けた場合、これに対抗するために「反強制措置法 (Anti-Coercion Instrument, ACI)」という法的枠組みを導入しており、2023 年 12 月 27 日に施行している。第一次トランプ政権の経験は元より、パンデミックやウクライナ戦争を経て物資やエネルギー供給を政治的な武器として行使するケースが増えているため EU が検討を重ねてきた法律だが、実際に運用されたことはまだ一度もない。ACI の運用が検討された場合、欧州委員会が欧州理事会に対抗措置を諮ることになるが、そこで検討される選択肢は関税引き上げ、輸出入の制限、直接投資の制限、金融サービスや資本市場へのアクセス制限など多岐に渡る。要するに、第二次トランプ政権がやっているようなことを可能にするのが ACI である。「ACI 手続きを通じたデジタル赤字へのカウンターパンチ」というのが EU の「次の一手」として注目されるものだろう。

日本の交渉姿勢との相違点・類似点

本日に EU が「財貿易の黒字を問題視するならばサービス貿易の黒字も問題視する」という報復措置に踏み切った場合、「デジタル赤字大国の日本はなぜ黙っているのか」という声は上がるはずである。当然、事務方はこの認識を持っていると思われるが、報道を見る限り、議論の遡上には上っていない。この点は米国への安全保障への依存度に関わってくる話なのだろう。上で見たように EU とて、米国の全ての対応について報復しているわけではない。これはロシアを念頭に置いた安全保障議論において、ある程度は欧州の軍事的自立を検討せねばならないのは自覚しているとしても、米国の関与を少しでも残したいという思惑が働いているはずである。

日本の場合、軍事的自立を検討する余地はないのだから、デジタル赤字への苦情は恐らく指弾しづらい事情はある。核心を突いて相手を怒らせるよりも、程々の着地点を探らざるを得ないのだろう。また、そもそも論としてプラットフォームのサービスについては代替財が存在しないため、最終的に供給制約が生じれば困るのは日本国民という結末にもなりかねない。

アジア、特に中国をどう巻き込む？

EU が貿易相手の多角化戦略を進めていることは意外と知られていない。2021 年 2 月、欧州委員会が「オープンで持続可能かつ断固たる貿易戦略 (Open, Sustainable and Assertive Trade Policy)」との基本方針を示して以降、EU の FTA 戦略は着々と進んでいる。中国の代替市場として注目されるインドとは 2025 年末までに FTA 締結を目指し、昨年 12 月にはメルコスール (ブラジル、アルゼンチン、ウルグアイ、パラグアイ) との最終合意にも漕ぎつけている (一部加盟国の反対により、批准はまだ)。また、対米依存度の押し下げという共通の目的を持つメキシコとも 2025 年 1 月 17 日に従前の「グローバル協定 (Global Agreement)」を更新する格好で FTA が最終合意に至っている。また、「安全保障の傘」に入っており、対米交渉で一段と弱い立場にあるアジア諸国についても、上述したインドのほかタイ、マレーシア、シンガポールと FTA 交渉が継続している。ちなみに EU は韓国やシンガポールとデジタル貿易協定 (DTA) を締結しており、上述のインドやタイとも DTA 交渉を並行して進めている。米国のデジタル黒字に対抗するような立ち回りである。なにより、4 月 10 日にはフォンデアライエン欧州委員長は EU が CPTPP (環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定) への加盟を検討していることを明らかにしている。これは相互関税発表直後の表明であり、要するに「EU もアジアも対米依存度を下げよう」という呼びかけである。

ちなみに通商交渉ではないが、フォンデアライエン欧州委員長は、2025年4月8日に李強首相とも電話会談を行っている。この会談は、EUと中国の外交関係樹立50周年を記念する年にあたり、両者の関係強化と国際的な通商問題への対応を目的として行われたものであり、儀礼的な側面が大きそうだが、欧州委員会の声明文では「自由で公正で、公平な競争条件に基づいた強力な改革された貿易システムを支援する責任」を強調したとされている。恐らく、この会談には2つの意味があるだろう。まず、EUが中国に接近することで①対米関税交渉のレバレッジとなること、もう1つが②米露主導の和平プロセスに中国を介入させること、である。上述したCPTPPへの参加に加え、対中貿易の復元にEUが舵を切れば、対米交渉のレバレッジにはなる。そもそもフォンデアライエン委員会の下でのEUの対中政策は「デリスキング（リスク回避）であって、デカップリング（切り離し）ではない」ため、両者の関係修復は利害が一致すれば急速に進む可能性がある。②については多くの説明を要しないだろう。EUはあくまで「ウクライナ自身が和平条件を決定すべき」との立場を堅持しており、中国からロシアをその方向へ誘導させて欲しいとの思惑は常にある。その実現のためにはEUと中国の貿易関係が前向きなものに変容する可能性も十分考えられる。日本においてEU関連報道は多くないが、米国抜きの貿易秩序を構築する動きがEU中心に進みつつあることは重要な事実であり、今後、EUとアジアの結びつきが強化される中、日欧貿易の変化などを通じて円相場にどのような影響が生じるかは留意しておきたい論点である。

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。