

経済を読む眼

トランプ政権の関税の影響は広範囲かつ米国にもマイナス¹

2025年2月28日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

上席運用専門員 丸山泰斗

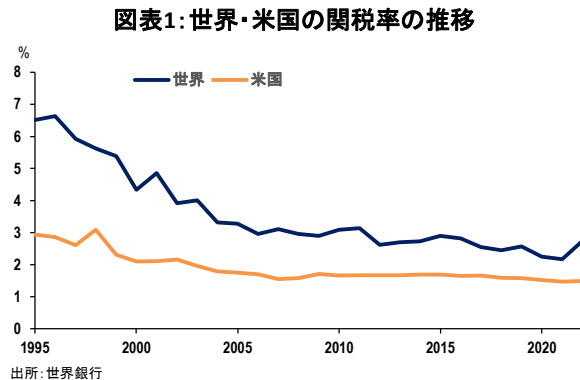
要旨

1. トランプ米大統領は関税政策を交渉材料として乱発し世界経済を揺さぶる。
2. 関税率引き上げは、自国の経済成長・生産性にマイナスの影響があるほか、物価を押し上げる等、賦課した米国にマイナス。但し、物価押し上げはドル増価が減殺要因となる。関税を賦課しても貿易収支は殆ど改善しない。
3. 対中国で10%の追加関税や、対メキシコ・カナダへの一律25%関税は、相手国のみならず、米国にとっても景気減速・物価押し上げ効果を持ち、相手国が報復すればその傷口は互いに更に広がる。
4. さらに、メキシコやカナダに代表されるように、サプライチェーンで統合されている先への関税のマイナスの影響は、以前に比べて大きくなっているほか、2国間で関税をかけ合う場合には当該国への影響が最も大きくなり、その周辺国にはサプライチェーンを通じてプラス・マイナス区々の影響。
5. 今回の局面で最も注意すべきは、トランプ大統領の関税政策の手法は貿易に不確実性を増大させる他、相手国の政治的安定も揺らぎかねないこと。これが世界の設備投資遅延や消費見送りに繋がり、第1期トランプ政権時代の2018~19年でも、米国を含む世界の経済成長を大きく減速させた。
6. 金融政策による対応は判断が難しい。経済成長への悪影響が小さく、インフレ率の押し上げになる場合は、金融引き締めが正当化され得る。互いに報復関税を掛け合う等によって経済成長への悪影響が大きい場合は、インフレ率も低下に転じ、金融緩和が望ましいケースが考えられる。
7. 基軸通貨国としてのドル価値と経常収支を安定させるドル価値は通常異なる。米国が関税政策でドル高を招来する場合、次のステップとして第2プラザ合意に向かう可能性も念頭に置く必要があるだろう。
8. 米国は短期的には関税を振りかざすことで、他国に様々な譲歩を迫れるかもしれない。しかし、中長期的には各国が米国依存を弱め、安定的な西側同盟も維持できなくなるリスクにも注意すべきだろう。

¹ 本稿は、2025年2月19日現在のデータに基づいている。

1. はじめに～トランプ米大統領が関税政策を乱発

トランプ大統領の就任後、関税政策の乱発が止まらない。対中国で一律 10%追加関税（2月4日）、同時に非課税限度額（現在 800ドル）以下の免税の廃止（2月4日）、メキシコ・カナダへの一律 25%関税は一旦公表した後、1ヶ月延期（3月4日）、鉄鋼・アルミ一律 25%関税（3月12日）、更には相互関税（早ければ4月2日にも）、全ての輸入自動車への 25%関税（4月2日前後）、半導体や医薬品にも 25%関税（4月2日前後）、更にその後1年で大幅に引き上げ、といった具合だ。米国の関税率は、これまで低下を続けており、第1期トランプ政権で中国や特定分野をターゲットにして関税率を引き上げたものの、マクロ的には上昇させずに現在に至っている（図表1）。しかし、世界的にみても、関税率の引き下げ傾向は既に底を打っていることがみてとれる。今回のトランプ大統領の構想が実現していくならば、米国、果ては世界の関税率をこれまでになく急激に引き上げることになる。



対中国では、10%の追加関税の発動によって平均して 30%程度の関税になっている。トランプ大統領の当初のプランでは関税率を 60%にするとしていたことや、対中強硬姿勢からみると、更にあと 30%賦課する可能性も否定はできない。恐らく最終的にここまでは達しない可能性が高そうであるが、それでも現在の 10%の追加関税では終わらないのであろう。しかも、今回は非課税限度額（現在 800ドル）以下の免税も廃止したが、これも 2023～24年の輸入消費財（除く自動車）の 7～8%を占める規模に達していたことからみて、無視できない影響があろう。この対中国追加関税と、現在は1ヶ月間猶予しているメキシコ・カナダへの 25%の関税賦課は、フェンタニルの流入と不法移民の流入を当該国が止めていないという、貿易とは関係が無い事象を理由とし、国際緊急経済権限法（IEEPA）で緊急事態を宣言して行っている。これは、1971年にニクソン大統領がドルと金の兌換を停止すると共に、全ての輸入品に 10%の一律関税を課した際に敵国通商法（TWEA）を根拠としたことに近い発想である。

また、相互関税は、貿易赤字の是正を目的として掲げており、相手国の関税だけでなく、税（VATを含む）、補助金、為替相場、その他慣行まで検証して不公平であれば関税をかけるとしている。米国の貿易赤字が多い先は、中国、メキシコ、ベトナム、EU等だが、日本も第7位に位置している（図表2）。これは、米国の輸入額が大きい国のランキングともかなり一致しているが、相対的にベトナムやアイルランドからは輸入額のランキング以上に貿易赤字のランキングが高く、日本からは輸入額が大きい割に貿易赤字が小さいという特徴がある（図表3）。また、関税率を貿易額でウエイト付けした実効関税率でみると、日本のようにマクロ的には米国より低い国も存在するが、財のレベルまでおいて比較すれば、米国より高い関税の財は農産物をはじめとして幾

らでもある。さらに、(輸入品の競争力に影響しないと思われる) VAT や消費税のような税まで勘案するとしていて、それが適用されれば EU や日本をはじめとして多数の国への影響が懸念される。これは、通商拡大法 232 条、通商法 301 条、IEEPA を組み合わせて法的根拠とする方針である。

図表2：米国の国別貿易赤字（2024年）と各国関税率（2023年）

	貿易赤字 US\$bn	当該国の関税率(貿易加重平均)		
		平均	農産物	非農産物
中国	295.4	3.0	13.1	2.2
メキシコ	171.8	3.9	7.3	3.7
ベトナム	123.5	5.1	10.3	4.5
アイルランド(EU)	86.7	2.7	8.4	2.3
ドイツ(EU)	84.8	2.7	8.4	2.3
台湾	73.9	1.7	9.3	1.4
日本	68.5	1.9	12.6	1.0
韓国	66.0	8.4	94.0	3.4
カナダ	64.2	3.4	14.4	2.2
インド	45.7	12.0	65.0	9.0
(参考)米国	1,221.7	3.3	5.0	3.1

出所：ITC, WTO

図表3：米国の国別輸入額とシェア（2023年）

	US\$bn	シェア%
メキシコ	475.2	15.4
中国	426.9	13.9
カナダ	418.6	13.6
ドイツ	159.3	5.2
日本	147.2	4.8
韓国	116.2	3.8
ベトナム	114.4	3.7
台湾	87.8	2.8
インド	83.7	2.7
アイルランド	82.3	2.7

出所：Census Bureau

更に、個別の財では、鉄鋼・アルミについては通商拡大法 232 条を根拠法として発動する。この関税の影響が大きそうなのはカナダ、EU、中国、メキシコである。一方、自動車についてはメキシコ、カナダ、日本、韓国、ドイツが大きい（図表 4）。日本やドイツは、メキシコやカナダでの自動車生産も多く、ドイツは中国での生産も多い。それだけに、間接的な影響まで考慮する必要がある。また、最近になって突如提唱された半導体への関税も、台湾、韓国、中国、日本といった主要国がトップ 10 に入っている以外に、サプライチェーンを通じて既に主要企業の国籍とは異なる国として、マレーシア、ベトナム、タイ、メキシコが米国の輸入額の上位に入っているが、企業としては台湾系企業、中国系企業、韓国系企業、日本系企業が主要なターゲットになる。

図表4：米国の鉄鋼・アルミ・自動車・半導体輸入額（2023年）

	鉄鋼		アルミ		自動車・同部品		半導体				
	US\$bn	シェア%	US\$bn	シェア%	US\$bn	シェア%	US\$bn	シェア%			
カナダ	14.3	16.1	カナダ	11.2	39.7	メキシコ	130.0	34.1	マレーシア	15.1	20.9
EMU	12.8	14.5	中国	2.7	9.7	カナダ	56.4	14.8	台湾	10.5	14.4
中国	12.6	14.2	EMU	2.2	7.7	日本	50.8	13.3	ベトナム	7.0	9.7
メキシコ	12.2	13.8	メキシコ	2.0	6.9	韓国	38.4	10.1	タイ	6.6	9.1
韓国	5.4	6.1	UAE	1.6	5.7	ドイツ	34.5	9.1	韓国	6.0	8.2
ブラジル	5.0	5.7	インド	0.9	3.2	中国	16.4	4.3	メキシコ	3.6	4.9
台湾	4.5	5.0	バーレーン	0.7	2.4	英国	8.7	2.3	中国	3.0	4.1
インド	3.4	3.8	韓国	0.6	2.3	イタリア	6.7	1.8	日本	2.9	4.0
日本	3.3	3.7	コロンビア	0.6	2.3	スロバキア	6.7	1.7	イスラエル	2.5	3.4
ベトナム	1.8	2.0	豪州	0.6	2.2	スウェーデン	4.4	1.1	アイルランド	1.9	2.6

出所：ITC TradeMap, Census Bureau

対中国の関税以外は、どの範囲までどの程度賦課されるのかは現時点ではわからない。これは、トランプ大統領が、関税を対外交渉（ディール）の手段として使おうとする姿勢をみせているからだ。このため、最終的には交渉の結果として殆ど取り下げられる可能性から、幅広く賦課される可能性まで考えられる。

関税の目的が徐々に国境・移民問題から構造問題—貿易赤字の解消、国内産業の保護、他国税制・規制の変更—へと移ってきているようにみえる。しかも、関税は市場が当初期待したよりもある程度の実現する可能性が高まっているようにみえる。しかし、どの関税が実現するのか、1つ1つの関税の影響を吟味しても、有益な情報を得に

く。そこで、本稿では、関税が最終的にどの範囲までどの程度賦課されるかという点を現時点では脇に置き、こうした関税政策はどのような経済的帰結をもたらすかという全体感を論じることとしたい。

2. 世界のマクロ経済への影響鳥瞰

(1) 総論

関税を賦課した時の経済的影響を考えるにあたり、まずは、151ヶ国について1963～2014年のデータを用いて検証した Furceri et al. (2022)²が参考になる。この研究は local projections³のインパルス応答を国別、産業別に計測し、関税の影響を包括的に捉えたものだ。図表5に列挙した通り、スタンダードな経済学が論じる結果と一致している。すなわち、関税を引き上げれば、中期的には生産性を抑制し、国内総生産を減少させるほか、失業率も若干上昇し、不平等も拡大する。インフレは押し上げられる。また、為替は増価するので、その分だけインフレも抑制される。ここからは、関税対象となった国・地域が報復関税をかければ、その悪影響が当該国・地域に及ぶことも示唆される。

そして大事なことは、貿易収支が改善しないことである。貿易収支はその国の投資や財政支出等のマクロ的な貯蓄・投資のバランスで規定されるという、経済学の通常理解を裏打ちしている。トランプ大統領が関税を操作して貿易収支を改善しようとしても、実現できない訳である⁴。そして興味深いことに、経済が拡大している時に経済への負の影響は大きくなる。これは、経済の収縮時にはインフレ率の反応や金融政策の対応が拡大時とは異なっていることが影響しているであろう。

図表5：関税引き上げが自国経済に及ぼす影響の整理
151ヶ国(先進国34、新興国117)、1963～2014年のデータ、5年間の影響を計測

対象	特徴
国内総生産、生産性	生産性を抑制し、国内総生産を減少
消費	減退
インフレ	上昇
失業率	若干上昇
不平等	助長
為替相場	増価
貿易収支	改善効果は統計的に有意でない
先進国、新興国	負の影響は先進国の方が大
経済拡大時、同収縮時	負の影響は経済拡大時に大、収縮時には正の影響にみえるが統計的に有意でない(インフレと金融政策対応の違い)

出所: Furceri et al. (2022)

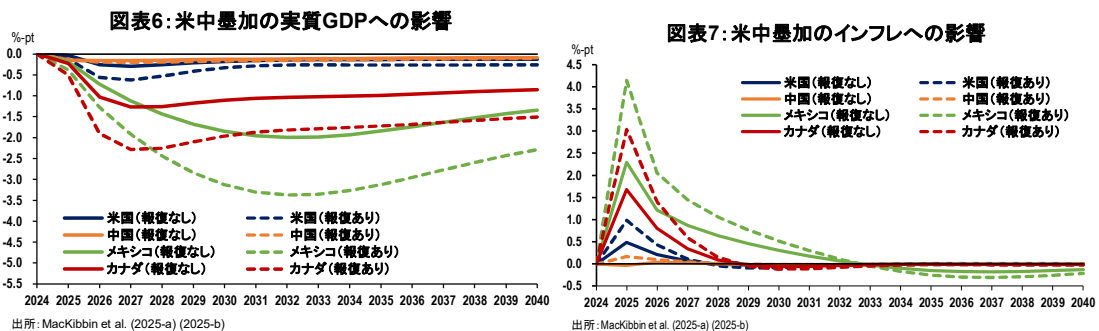
² Furceri, D., Hannan, S., Ostry, J., and A. Rose (2022) "The macroeconomy after tariffs," World Bank Review, vol. 36, issue 2 を参照。

³ VAR モデルだと、インパルス応答のように長い先までの予測を行うとモデルの特定の誤りは予測期間と共に累積していく。そこで、各予測期間固有(ローカル)の予測集合を用い、内政変数を何期か先にシフトしていくという一連の回帰に基づいて推計する。Jórda, O. (2005) "Estimation and inference of impulse responses by lobar projections," American Economic Review, vol. 95(1)を参照。

⁴ 例えば、Eugster, J., Jaumotte, F., MacDonald, M., and R. Piazza (2020) "Are bilateral trade balances irrelevant?" IMF working paper WP/20/210 では、二国間の貿易収支はほぼ全て上記のようなマクロ要因で決まり、関税を含む貿易コストを変化させても殆ど貿易収支の改善に効果がないことを示している。

(2) 事例：米国の対中関税 10%、対メキシコ・カナダ一律関税 25%の影響

ここで、今回の関税政策の影響に関し、関税を賦課する国と賦課される国との相互の関係まで明示的に捉えるために、トランプ政権が現在1ヶ月猶予しているメキシコ・カナダ向けの25%関税と、中国向けの10%追加関税を賦課した場合のメキシコ、カナダ、中国、米国の経済への影響をモデル分析した結果を紹介しよう。但し、モデル分析なので、モデルが持つ構造や仮定によって結果がある程度左右される点に留意する必要がある。McKibbin et al. (2025-a)と同(2025-b)⁵のモデル・シミュレーションによれば、4ヶ国全ての国で経済成長率が低下すると共にインフレ率が上昇するほか、米国の関税政策に対して対象国が報復をするほど、両者の実質GDP押し下げ効果、インフレ押し上げ効果がいずれも大きくなる(図表6、7)。国別に影響の違いを見ると、米国と中国、米国とメキシコ、米国とカナダのいずれも報復をすると、メキシコやカナダはリセッションに陥り、米国や中国はそこまでいかないにしても成長率が減速する。また、メキシコやカナダはインフレにもなるのでスタグフレーション化するほか、中国の物価への影響は軽微だが、米国はFedが利下げをできない程度にはインフレが上昇する。



3. Global Value Chains (GVC) が張り巡らされている影響

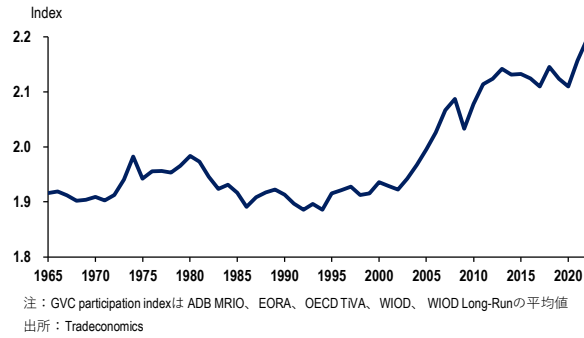
ここまで長期時系列のデータから関税の影響を鳥瞰してきたが、ここまでのアプローチでは捉え切れていないルートとして、これまでの世界経済のグローバル化によって、米国も巻き込む形で世界にサプライチェーンが張り巡らされていることからもたらされる影響をみてみよう。このGlobal Value Chainsによって、最終需要財がそれまでにどれだけの工程数を経ているかという最終需要までの距離を表す指数⁶をみると、

⁵ McKibbin, W., and M. Noland (2025-a) “US tariffs on Canada and Mexico would hurt all three economies; retaliation would worsen the damage,”及び McKibbin, W., and M. Noland (2025-b) “Trump’s threatened tariffs projected to damage economies of US, Canada, Mexico, and China,” PIIEを参照。使用したモデルは、G-Cubed Multi-Country Model と呼ばれるG20中20か国と4地域、その他を対象とした最近の経済学を投影したモデルで、McKibbin, W., and M. Noland (2024) “The international economic implications of a second Trump presidency,” PIIE working paper 24-20 に詳しい。

⁶ 指数の作成方法は、Mancini, M., Montalbano, P., Nenci, S., and D. Vurchio (2024) “Positioning in Global Value Chains: World

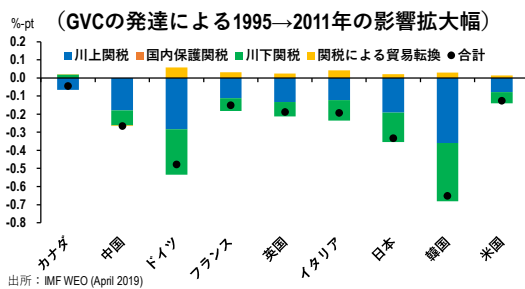
2000年以降に急上昇し、グローバル化が天井を打った2010年代半ば以降もまだ上昇が続いている（図表8）。このようにGlobal Value Chainsが張り巡らされていると、関税によって1企業が影響を受けると、素材や部品のサプライチェーンを通じて影響が波及していくため、サプライチェーンが確立されていない場合に比べて影響が大きくなる。

図表8：GVC Positioningの推移

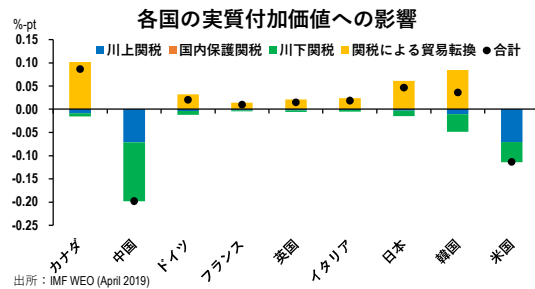


IMF (2019)⁷はこの点を検証するために、世界的にサプライチェーンが確立していなかった1995年と、サプライチェーンが確立された2011年を比較して、一律関税がかかった場合の各国の実質付加価値への影響がどう変わったのかをみている。図表9は2011年の影響と1995年の影響の差をみたものであるが、ほぼ全ての国で2011年に負の影響が増大しており、その大きさはドイツや韓国、次いで中国や日本で大きくなっている。また、米中の二国間で関税と報復関税をかけ合った場合には、他国にも影響が波及するが、当該の米中で負の影響が最も大きくなり、その他国への影響は、サプライチェーンの状況や輸出代替の正の影響も絡み合うので、区々になっている（図表10）。現在は米中間で輸出入依存度が当時から変化しているので、定量的には幅を持つてみる必要があるが、サプライチェーンによって影響が拡大するという特性は、今でも参考になる。

図表9：1%一律関税の実質付加価値への影響



図表10：米中が互いに1%の関税を賦課した時の

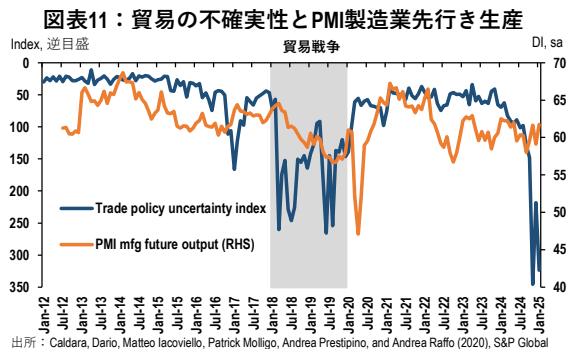


Map and Indicators. A new dataset available for GVC analyses,” World Bank Economic Review, Volume 38, Issue 4 に詳しく紹介されている。

⁷ IMF (April 2019) “The drivers of bilateral trade and the spillovers from tariffs,” World Economic Outlook Ch.4 を参照。

4. 貿易に関する不確実性増大の影響

そしてこれまでのアプローチで明示的に捉えられていないルートとして、貿易の不確実性が増大し、これが企業の設備投資を後ずれさせたり、消費者の買い控えももたらして、実質 GDP を押し下げる経路である。FRB の Caldara et al. (2020)⁸が作成した貿易政策不確実性指数をみると、第 1 期トランプ政権時代には 2018～19 年にずっと貿易不確実性の高い状況が続く中で、製造業の景況が悪化していったのに対し、今回の第 2 期トランプ政権になると、当時よりもさらに不確実性が高くなっている（図表 11）。これが第 1 期の時のように長く続けば、製造業、ひいては他の経済主体への悪影響がやはり懸念される。



更に、彼ら⁹は貿易の不確実性の増大が経済に及ぼす影響も VAR 分析を用いて示している（図表 12）。2018～19 年初までの 3 回の関税賦課の時期と、更にこれに 2Q19 の関税賦課も加えた全体の時期と 2 種類計算している。

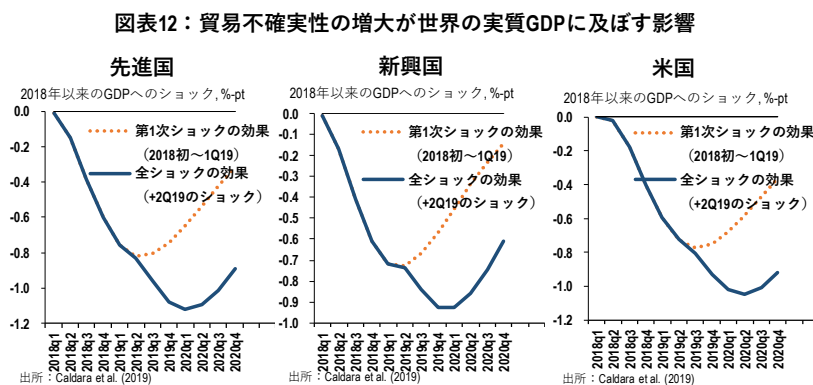
図表 12: 貿易不確実性の増大が世界の実質 GDP に及ぼす影響

先進国 新興国 米国

2018年以降のGDPへのショック, %-pt

Legend: 第1次ショックの効果 (2018初～1Q19) (dotted line), 全ショックの効果 (+2Q19のショック) (solid line)

出所: Caldara et al. (2019)

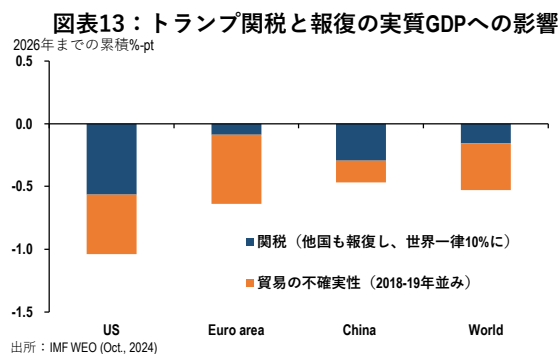


図表 13: トランプ関税と報復の実質 GDP への影響

2026年までの累積%-pt

Legend: 関税 (他国も報復し、世界一律10%に) (blue bar), 貿易の不確実性 (2018-19年並み) (orange bar)

出所: IMF WEO (Oct, 2024)



⁸ Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., and A. Prestipino (2020) “The economic effects of trade policy uncertainty,” Journal of Monetary Economics 109 を参照。米英の 7 種類の新聞から貿易政策に関する表現と不確実性に関する表現の両方が同じ記事に出てくる頻度を計測し、1 ヶ月に公表される記事に占める当該記事のシェアの形で指数化している。

⁹ Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., and A. Prestipino (2019) “Does trade policy uncertainty affect global economic activity?,” FEDS Notes を参照。

¹⁰ IMF (October 2024) “Global prospects and policies,” World Economic Outlook Ch.1 を参照。

方が早く出てくること、そしてユーロ圏や世界全体では、直接的な負の影響よりも大きくなっているのが特徴である（図表 13）。

しかし、米国では、トランプ政権の発足に伴い、貿易とは別に、トランプ大統領が公約してきた国内の規制緩和や減税への期待によってセンチメントが大幅に好転してきた。例えば、NFIB の中小企業楽観度指数をみても、トランプ氏が大統領選に勝った後、急激に改善して現在に至っている。しかし、2月入り後のサーベイ・データでは、地区連銀の製造業サーベイの先行き設備投資計画や、2月 PMI サービスのように、先行き不安が出始めている。また、IPO の動きがここにきて止まっているのも、企業が関税政策の先行きが見えていないことに負うところが大きいと言われてしている。したがって、実際にはこの両方向のセンチメントのどちらが大きいかによって、米国への影響の大きさが変わる点には留意が必要である。

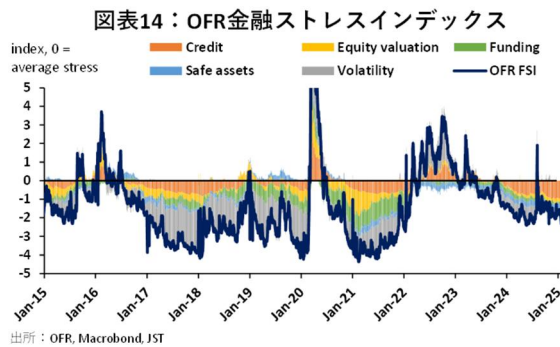
追加的な論点として、サプライチェーンの調達形態も貿易の不確実性が高まると影響を受け、それによって社会厚生が低下することも明らかになってきている。Heise et al. (2024)¹¹は、国内サプライチェーンにおける財の調達形態には、買い手が売り手に対し、長期的な関係の下で高品質の財をコスト以上に高い価格で少額で頻繁に買い付ける「日本型」調達システム（“Japanese” system）と、買い手がスポット市場でコストが最低の売り手から大規模に、頻度も少なく買い付ける「米国型」調達システム（“American” system）が存在するとした Taylor and Wiggins (1997)¹²の定義を国際的なサプライチェーンに広げた。彼らは、下記の事実を割り出した上で、米中間の de-risking に代表されるように貿易の不確実性が上昇すると買い手と売り手の取引関係が変わる状況を定量的にシミュレーションし、そこから、「日本型」調達をなくす程に貿易戦争の確率が上昇すると米国の社会厚生は低下し、自給自足経済の社会厚生に 1/3 程近づくことを見出している。

- ① 貿易戦争が生じる確率が上昇すると、買い手と売り手の関係が短期化し、「日本型」システムでは高品質の財を買う際のプレミアムが上昇するため、「日本型」調達を選択する可能性が低下する。
- ② 「日本型」システムは日本とメキシコの自動車や機械で最も顕著であり、「日本型」システムの買い手は規模が大きく、高い賃金を払い、在庫を少なくする傾向がある。
- ③ 2001年に米国の貿易政策が変わり、中国の WTO 加盟が認められることで、両国間の貿易戦争の確率が劇的に減少した後、米国の輸入業者と中国の輸出業者は、「日本型」調達に移行した。

¹¹ 詳細は Heise, S., Pierce, J., Schaur, J., and P. Schott (2024) “Tariff rate uncertainty and the structure of supply chains,” NBER Working Paper 32138 を参照。

¹² Taylor, C., and S. Wiggins (1997) “Competition or compensation: Supplier incentives under the American and Japanese subcontracting systems,” American Economic Review, vol. 87 (4).

最後に、貿易を巡る不確実性が世界的に増大しており、その実体経済への影響が懸念される一方で、世界の金融市場にはストレスが殆どかかっておらず、極めて楽観的に見える（図表14）。実体経済と金融市場の不確実性に関する違いも、今後の金融市場にとってのリスク要因であろう。



5. 金融・為替政策の対応

(1) 金融政策対応の方向性

本章では、米国が関税を広範囲に賦課した場合の Fed の金融政策の対応の方向性を整理しておこう。一言で言えば、対応はあらゆる環境を考慮しなければならず、難しいものになる。以前、供給ショックによる物価上昇も金融政策上無視すべきではないと述べた¹³。しかし、関税の賦課は、生産性低下等の供給ショックとは異なり、供給ショックであると同時に、需要ショックでもある。またマークアップショックとも異なり、輸入品の価格だけが上昇するほか、輸入国に関税収入が入る。このように考えるべき論点が多い。

例えば関税に報復がない時のように、実体経済への負の影響が比較的軽微であれば、インフレ率の上昇に対して金融引き締めが必要な可能性がある¹⁴。この点は、関税そのものの影響だけでなく、貿易を巡る不確実性の増大が企業のセンチメントをどの程度悪化させるか、それが他の政策によってどの程度減殺されるかにも左右される。

しかし、例えば関税政策に報復が行われる時のように、実体経済への負の影響が大きくなれば、インフレ率がむしろ低下する可能性すらある。ここでは金融政策は緩和される可能性が高い。

¹³ 鶴飼博史・丸山泰斗・関東享佑 (2024) 「世界のインフレは鎮静化しても再び Japanification には向かわない」 経済を読む 第 28 回、科学技術振興機構を参照。

¹⁴ この点を計量モデルを用いながら解析した例として、Bergin, P., and G. Corsetti (2023) “The macroeconomic stabilization of tariff shocks: What is the optimal response?” Robert Schuman Center for Advanced Studies working paper を現在の状況に即してアップデートした Bergin, P., and G. Corsetti (2024) “Monetary policy in response to tariff shocks” Perspectives from around the world, RIETI がある。ここでは、スタンダードな New Keynesian model に国際的な生産の value chains を賦課したモデルを用いてシミュレーションしている。

(2) 第2プラザ合意の可能性

一方、為替相場に関しては、今回は、関税政策の発動に為替操作も紐付けられているが、それだけではトランプ政権の目指す貿易不均衡の解消に向けた解決にはならない。元々、一国の通貨である米ドルを基軸通貨として位置付ける仕組みは長期的には維持可能ではない、とする Triffin (1961)のジレンマ¹⁵が存在する。すなわち、もしも米国が自国通貨の信認を気にして米ドルの他国への供給を拒めば、決済通貨の流動性が不足して貿易は停滞してしまう。逆に、貿易を円滑化するために米ドルを無制限に供給すれば、経常収支は赤字となり、ドルへの信認を低下させてしまう。この Triffin のジレンマによって、基軸通貨国である米国は輸出競争力と金融の支配力のトレードオフに直面し得る。この点を問題視しているのが、今回 CEA 委員長として政権に入り、トランプ大統領に直接助言する立場にある Stephen Miran である。彼はこの問題を解決するための方策として、関税政策と通貨政策によるドル安誘導が考えられるとしているが、通貨政策は特に繊細な扱いが必要であるとして、まずは関税政策の方を推奨している。

トランプ大統領自身も関税政策を好んでいるため、現政権は関税政策から取りかかっている。しかも、高関税政策はドル高をもたらしやすいので通貨安政策とは相容れないように見えるほか、トランプ大統領は二国間の交渉に持ち込む姿勢が強いので、市場には多国間の通貨政策には移行しないと安心する見方もあるようだ。また、市場は Bessent 財務長官のドル基軸通貨の地位維持が重要との証言で安心している感じもある。

しかし、関税政策によってドル高が生じれば、その次のステップとして、ドル安政策を推し進める可能性がある点に注意する必要がある。実際、Miran (2024)¹⁶は、懲罰的な関税を課した後のほうが、相手国がこの提案に従い易い、と論じている。しかも、彼の考え方は、米国の利益しか考えていないので我々からみれば大きな問題があるにせよ、一応論理的筋道を付けているうえ、米ドルの基軸通貨としての地位を落とさない形での通貨政策であるという意味でも、将来的に安心できない。

彼は、多国間の通貨アプローチ (Multilateral currency approaches) と二国間の通貨アプローチ (Unilateral currency approaches) の2種類が考えられるとしているが、ここでは、後者の、IEEPA を宣言し、海外当局の準備通貨需要がドル高を生んでいるなら海外当局によるドルの準備通貨保有に手数料を賦課する、というアプローチを脇に置き、多国間の通貨アプローチを紹介する。

- 1985年のプラザ合意の現代版として、Mar-a-Lago Accord が考えられる。
- 現在の構想の対象候補はユーロと人民元であるが、円も重要である。ユーロ圏と中国は産業補助金や市場介入を止める気配はない一方、日本、英国、潜在的には

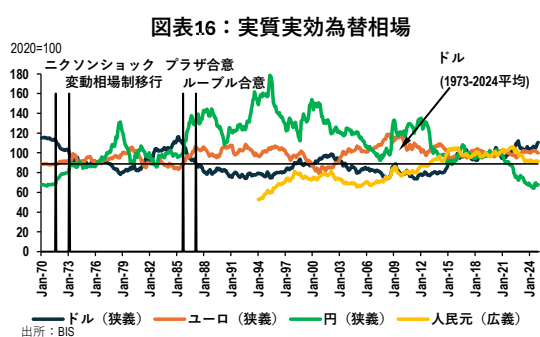
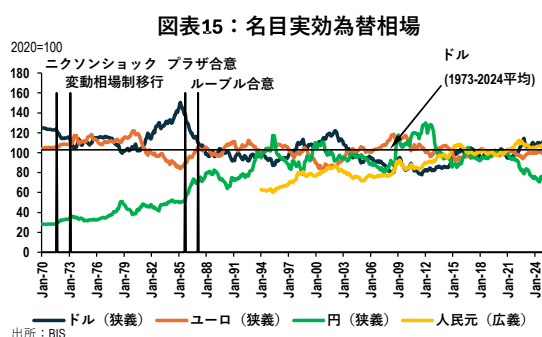
¹⁵ Triffin, R (1961) "Gold and the dollar crisis: The future of convertibility," Yale University Press を参照。

¹⁶ 詳細は Miran, S. (2024) "A user's guide to restructuring the global trading system," Hudson Bay Capital を参照されたい。

カナダとメキシコは、通貨の市場介入を命じれば素直に従うであろうが、世界経済で米国が目的を達する対象としては大きな国ではない。

- **Mar-a-Lago Accord** では、米国の安全保障の傘の供与と国際金融システムをリンクさせ、安保の傘に入る先は、米国債を買って米国政府の資金調達に寄与し（安保は公共財）、国債は短期債ではなく 100 年債とし（安保は資本財）、自ら保有する米短期国債と米長期国債をスワップしないのであれば、関税を賦課されることによって安保の傘から追い出される（安保は有刺鉄線）、というスキームにする。
- 安保の傘に入った国は、準備通貨を用いてドルを売らなければならない。これによって米国は貿易財や製造業の国際競争力を回復させる。
- ドル安が資本流出を通じて金利を上昇させ、財政負担が苦しくなることは避けるべきで、その場合には Fed がそれを抑制するか、Fed のスワップラインや財務省の Exchange Stabilization Fund を活用する。
- これにより、貿易相手国が金融面の世界の安全の責務をこれまでよりも負うことになる（すなわち、ドル安で総需要を米国にシフトさせると共に、金利リスクを米国の納税者から海外の納税者に移転）。一方、米国の安保の傘でどこまで守られるかが明確化されることで、安保に関する不確実性を除去できる。

この Mar-a-Lago Accord 構想の前例と Miran がみなしているプラザ合意（1985年9月）を結んだ時点では、米ドルは名目実効相場で見ても他国よりも突出して大幅に増価していたが、現在はそこまで強くはない（図表 15）。実質実効相場で見れば現在は当時に次ぐ増価とみなせるが、標的になっているユーロや人民元とそれ程の差は無い。しかし、関税でさらにドル高になった場合、Triffin のジレンマを持ち出してドル安への調整を目指す可能性は、トランプ大統領の就任前の発言を聞いていても否定はできないだろう。特に関税政策の後に、通貨政策で合意すれば関税を除くことで相手国がこうした提案に従うインセンティブになるという考え方をしてもおかしくはないだろう。



もちろん、安保の傘で脅しをかけるという考え方は、米国の安保の傘に入っていない中国、メキシコ、ベトナムだけで貿易赤字の半分近くを占める状況では、そもそも米国が企図するような効果を期待できないのかもしれない。

しかし、人民元を抜きにしても、米国が主導して西側諸国主体にこうしたことを主張するリスクはある。ここで気になるのは、Miran は日本の重要性は大きくはないと言いつつも、円も重要と述べていることである。実際、円は、実質実効相場で見ると最も減価している。プラザ合意の後、ドル円は 240 円/ドルから 1 年半以内に 120 円/ドルまで低下し、日本が大騒ぎになった記憶は、古くて新しい。ドル円が 160 円に近付くと、財務省界限から、牽制発言と同時に、日本は米国の財政当局に対して為替介入でドル安を生み出せると訴えるべきであるとか、日米が協調する姿勢を示すべきといった発言すら聞こえることがある。米国の Mar-a-Lago 政策の誘いに乗らざるを得なくならないように注意しておくべきであろう。

6. おわりにかえて～まとめと長期展望

ここまでみてきたように、米国が関税を厳しく賦課すれば、その影響は相手国のみならず、自国にも景気減速、物価押し上げ方向に及び、サプライチェーンを通じて強まるほか、相手国が報復すれば更に悪化する。現在、米国経済は世界の中でも例外的に強いため、関税の米国への影響はまだそれ程気にされていないようであるが、相手国は一部を除き、報復を宣言している地域・国が多いだけに気をつけたい。特にトランプ大統領の政策が予測できないため、貿易に関して不確実性が高まっており、その経済成長への影響はセンチメントの悪化という姿で、米国を含め世界的に最初に顕在化しないかを注視する必要がある。金融政策運営は、相手国側では主として景気に配慮した運営になる可能性が高いが、米国は景気と物価のどちらを優先するか、状況次第で難しい運営を迫られよう。更に、関税政策が一段落したら、今度は通貨政策にも注意を向けなければならないだろう。

最後に、トランプ大統領のこうした手法は、世界の政治・経済の関係に中長期的に大きな影響をもたらし得ることを述べておきたい。ここまでは関税を賦課される相手国は報復を行うか、米国での投資拡大や農産物輸入の拡大で対応することを前提としてきた。しかし、これ以外にも、製造業のオフショア化を図って米国の関税がかからないようにすると共に、貿易自体をもっと多角化して米国への依存を減らすことも考えられる。中国は既にその方向に舵を切り、欧州にも目を向けている。また、米中を天秤にかけながら取引を考えているグローバルサウスも、米国に背を向けて他国に向かっていってもおかしくない。

そればかりか、Wolf (2025)¹⁷は、その影響は経済的な側面を越えるとも指摘している。米国が予見不能だと、味方であれ敵であれ、誰も米国をあてにできないので、将来について信頼の置ける想定に基づいた計画を誰も立てられなくなる。このため、米国と同盟関係にあり、米国に親近感を抱いていても、中国の方が予見可能性が高いと結論付ける国が出てくることも考えられるとし、更には今後も同盟関係は変わらないと想

¹⁷ Wolf, M. (2025) "Predictability is the victim of Trump's tariff threats," Financial Times.

定できるだろうか、と指摘している。トランプ大統領が上述のような関税・通貨政策を進めていけば、長い目で見た時、経済のダイナミズムや世界的な影響力という観点で世界から取り残されてしまうのが米国になるリスク¹⁸、にも気を配っておきたい。

著者紹介

鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年のFinancial Stability Board発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月までJPモルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

丸山泰斗

損害保険ジャパンにおいて、債券ポートフォリオの運用やアセットアロケーション業務を経験。その後、ニッセイアセットマネジメントに在籍し、チーフ・ポートフォリオ・マネジャーとして債券のアクティブファンド等の運用を担当した。2022年11月より現職。債券・為替投資業務を行う債券ユニットの総括に加え、経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を用いて行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。
当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくはURL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。
当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容はJSTの管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。

¹⁸ 例えば Ito, T. (2024) “Trump’s tariffs will backfire,” Project Syndicate もこうした議論を展開している。