



市川レポート

市場のマルチアラゴ合意への警戒に関する考察

- 市場では、米国がマルチアラゴ合意と呼ばれる、ドル高是正の協調を求めることへの警戒が強い。
- ミラン氏は昨11月、米国の競争力強化と不均衡是正のための貿易・通貨政策の見直しを論じた。
- ただミラン氏は、これは政権方針ではないと明言、市場のマルチアラゴ合意への警戒は行き過ぎ。

市場では、米国がマルチアラゴ合意と呼ばれる、ドル高是正の協調を求めることへの警戒が強い

4月17日のドル円は、午前8時半頃（日本時間、以下同じ）、一時1ドル＝141円62銭水準までドル安・円高が進みましたが、その後、日米関税交渉の初会合が終了し、為替については議論されなかったことが伝わると、ドル高・円安方向に転じ、午後5時半前には143円08銭水準に達しました。しかしながら、市場では米国が日本に「円安是正」を求めることへの警戒が根強くみられ、その後のドル高・円安の進行は限定的となりました。

この警戒の背景には、対日関税交渉を主導するスコット・ベッセント米財務長官や、スティーブン・ミラン米大統領経済諮問委員会（CEA）委員長が、「ドル高是正」の国際協調を提唱しているとの市場の受け止めがあると思われます。このドル高是正の考えについては、1985年に主要国がドル高是正で合意した「プラザ合意」を踏まえ「プラザ合意2.0」、またはトランプ米大統領の別荘名をとって「マルチアラゴ合意」と呼ばれています。

【図表1：ミラン氏が示した通貨政策】

多国間 通貨政策	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 主要国による協調的な通貨調整。 ➢ 主要国のドル売りでドルの外貨準備は減少も、保有国債の期限を長期化することで国債市場での利回り上昇を抑制。 ➢ 関税の引き下げや安全保障をカードとし、主要国に通貨合意の受け入れを交渉する。
単独 通貨政策	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 米国単独による通貨調整。 ➢ 市場のボラティリティが高まるというリスクは伴うが、行動の柔軟性が高いという利点がある。 ➢ 市場の動揺を避けるために、小幅かつ段階的な導入がカギであり、FRBや財務省の行動も重要。

(出所) スティーブン・ミラン氏の論文を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：ドル円相場の推移】



(注) データは2017年1月から2025年3月。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



ミラン氏は昨11月、米国の競争力強化と不均衡是正のための貿易・通貨政策の見直しを論じた

市場で注目されているのは、ミラン氏が米ヘッジファンド、ハドソン・ベイ・キャピタル在籍時の2024年11月に発表した論文です。ミラン氏はこの論文で、米ドルの過大評価が米国の製造業の空洞化を招き、貿易赤字や地域経済の衰退をもたらしていると指摘しています。また、米国の貿易・通貨政策の大規模な見直しの可能性とその影響について分析し、米国の競争力強化と不均衡是正のための政策手段を示しています。

具体的には図表1の通りで、関税や安全保障を交渉カードとした主要国に対する圧力を通じ、プラザ合意のような協調的な通貨調整、すなわちドル高是正を行う政策（多国間通貨政策）のほか、行動の柔軟性が高いという利点から、米連邦準備制度理事会（FRB）と米財務省が協力し合い、米国が単独で為替市場に介入してドル高是正を行う政策（単独通貨政策）を紹介しています。

ただミラン氏は、これは政権方針ではないと明言、市場のマールアラーゴ合意への警戒は行き過ぎ

ただ、多国間通貨政策は強制色が強く、単独通貨政策も為替市場の規模を考えると、実行は極めて困難と考えられます。なお、読売新聞は4月18日、ミラン氏へのインタビューを報じており、ミラン氏は、マールアラーゴ合意は他人（元クレディ・スイスの著名アナリスト、ゾルタン・ポズサー氏）の考えを紹介したもので自分の考えではないこと、また、現職就任前の論文でありトランプ政権の方針を示したのではないことを明らかにしました。

以上を踏まえると、足元のドル円相場は第1次トランプ政権時よりドル高・円安水準にあるものの（図表2）、マールアラーゴ合意に対する市場の警戒は行き過ぎのように思われます。日米で何らかの為替合意があっても、「為替レートはファンダメンタルズ（経済の基礎的条件）を反映することにコミット（約束）する」、「通貨の競争的切り下げを回避し、競争力のために為替レートを目標としない」などに近い表現になる公算が大きいとみています。

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。■当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。■当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。■当資料にインテックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了承下さい。

三井住友DSアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会