



2025年4月18日
三井住友DSアセットマネジメント
チーフマーケットストラテジスト 市川 雅浩

市川レポート

市場のマールアラゴ合意への警戒に関する考察

- 市場では、米国がマール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、市場のマールアラゴ合意への警戒は行き過ぎ。

市場では、米国がマール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。

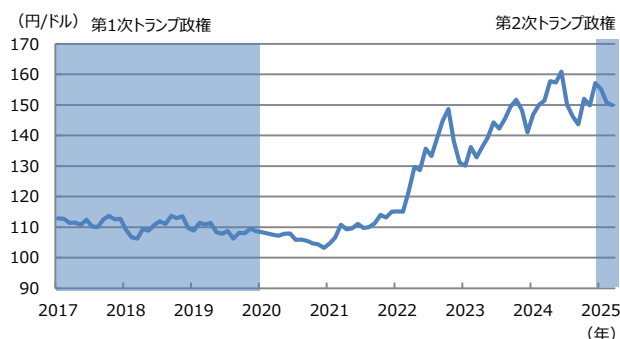
この警戒の背景には、対日関税交渉を主導するスコット・ベッセント米財務長官や、スティーブン・ミラン米大統領経済諮問委員会（CEA）委員長が、「ドル高是正」の国際協調を提唱しているとの市場の受け止めがあると思われます。このドル高是正の考えについては、1985年に主要国がドル高是正で合意した「プラザ合意」を踏まえ「プラザ合意2.0」、またはトランプ米大統領の別荘名をとって「マールアラゴ合意」と呼ばれています。

【図表1：ミラン氏が示した通貨政策】

多国間 通貨政策	➢ 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	➢ 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・ボズサー氏）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。■当資料にインデックス・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、ご了解下さい。

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

取り扱い金融商品に関する留意事項

●商号等:岡三証券株式会社 岡三オンライン証券カンパニー/金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 53 号

第一種金融商品取引業、第二種金融商品取引業、投資助言・代理業

●加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

●リスク:【株式等】株価変動による値下りの損失を被るリスクがあります。信用取引および株価指数証拠金取引(以下、「株価指数 CFD」)では、投資金額(保証金・証拠金)を上回る損失を被る場合があります。株価は、発行会社の業績、財務状況や金利情勢等様々な要因に影響され、損失を被る場合があります。投資信託、不動産投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等は、裏付け資産の評価額(指数連動型の場合は日経平均株価・TOPIX 等)等、株価指数 CFD は対象指数等の変化に伴う価格変動のリスクがあります。外国市場については、為替変動や地域情勢等により損失を被る場合があります。上場投資信託(ETF)および指数連動証券(ETN)のうち、レバレッジ型・インバース型の価格の上昇率・下落率は、2 営業日以上の場合、同期間の原指数の上昇率・下落率に一定の倍率を乗じたものとは通常一致せず、それが長期にわたり継続することにより、期待した投資効果が得られないおそれがあります。上場新株予約権証券は、上場期間・権利行使期間が短期間の期限付きの有価証券であり、上場期間内に売却するか権利行使期間内に行使しなければその価値を失い、また、権利行使による株式の取得には所定の金額の払込みが必要です。株価指数 CFD では建玉を保有し続けることにより金利相当額・配当相当額の受け払いが発生します。【FX】外国為替証拠金取引(以下、「FX」)は預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象通貨の為替相場の変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。外貨間取引は、対象通貨の対円相場の変動により決済時の証拠金授受の額が増減する可能性があります。対象通貨の金利変動等によりスワップポイントの受取額が増減する可能性があります。ポジションを構成する金利水準が逆転した場合、スワップポイントの受取から支払に転じる可能性があります。為替相場の急変時等に取引を行うことができず不測の損害が発生する可能性があります。【各商品共通】システム、通信回線等の障害により発注、執行等ができず機会利益が失われる可能性があります。

●保証金・証拠金:【信用】最低委託保証金 30 万円が必要です。信用取引は委託保証金の額を上回る取引が可能であり、取引額の 30%以上の委託保証金が必要です。【株価指数 CFD】発注証拠金(必要証拠金)は、株価指数ごとに異なり、取引所により定められた証拠金基準額となります。Web サイトで最新のものをご確認ください。【FX】個人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所 FX では、取引所が定める証拠金基準額に選択レバレッジコースに応じた所要額を加えた額とし、店頭 FX では、取引金額(為替レート×取引数量)× 4%以上の額とします。一部レバレッジコースの選択ができない場合があります。法人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所 FX では、取引所が定める証拠金基準額とし、店頭 FX では、取引金額(為替レート×取引数量)×金融先物取引業協会が公表する数値とします。発注証拠金に対して、取引所FXでは、1 取引単位(1 万又は 10 万通貨)、店頭 FX では、1 取引単位(1,000 通貨)の取引が可能です。発注証拠金・取引単位は通貨ごとに異なります。Web サイトで最新のものをご確認ください。

●手数料等諸費用の概要(表示は全て税込・上限金額):【日本株】取引手数料には 1 注文の約定代金に応じたワンショットと 1 日の合計約定代金に応じた定額プランがあります。ワンショットの上限手数料は現物取引で 3,300 円、信用取引で 1,320 円。定額プランの手料は現物取引の場合、約定代金 200 万円以下で上限 1,430 円、以降約定代金 100 万円ごとに 550 円加算、また、信用取引の場合、約定代金 200 万円以下で上限 1,100 円、以降約定代金 100 万円ごとに 330 円加算します。手数料プランは変更可能です。信用取引手数料は月間売買実績により段階的減額があります。信用取引には金利、管理費、権利処理等手数料、品貸料、貸株料の諸費用が必要です。【上場新株予約権証券】日本株に準じます。【中国株】国内取引手数料は約定金額の 1.1%(最低手数料 5,500 円)。この他に香港印紙税、取引所手数料、取引所税、現地決済費用等の諸費用が必要です。売買に当たり円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【株価指数 CFD】取引手数料は、セルフコースは 1 枚につき 330 円、サポートコースは 1 枚につき 3,300 円です。【投資信託】換金時には株式投信の場合、基準価額に対して最大 0.50%の信託財産留保金をご負担いただく場合があります。公社債投信の場合、換金手数料として 1 万口につき最大 110 円をご負担いただきます。信託財産の純資産総額に対する信託報酬(最大 2.42%(年率))、その他の費用を間接的にご負担いただきます。また、運用成績により成功報酬をご負担いただく場合があります。詳細は目論見書でご確認ください。【FX】取引所FXの取引手数料は、セルフコースはくりっく 365 が無料、くりっく 365 ラージが 1 枚につき 1,018 円、サポートコースはくりっく 365 が 1 枚につき 1,100 円、くりっく 365 ラージが 1 枚につき 11,000 円です。店頭FXの取引手数料は無料です。スプレッドは、通貨ごとに異なり、為替相場によって変動します。Web サイトで最新のものをご確認ください。

●お取引の最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書等および Web サイト上の説明事項をお読みいただき、ご自身の判断と責任で行ってください。