

「マールアラーゴ合意」は何を示唆するのか？

債券市場

Thomas Wacker, CFA, Head CIO Credit; Kurt Reiman, Head of Fixed Income, Americas; Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist;
Paul Donovan, Chief Economist, UBS GWM

- いわゆる「マールアラーゴ合意*」の長期的な狙いは、米ドルの支配的地位を維持しつつ、外貨準備として米国債を保有する海外の公的機関への利払い削減や超長期債の発行により、過度な米ドル高を是正し、米国債利回りを年限にかかわらず低下させることだ。
- このような内容の合意には署名しない国が大半だとみているが、防衛面で米国に依存する国々が署名を余儀なくされる可能性はある。合意が現実となれば、準備資産としての米ドルの信頼性を低下させるリスクがあり、米長期国債の利回りが急上昇して、他の高格付国債や安全通貨、金(gold)には恩恵となる可能性がある。
- 米トランプ政権はマールアラーゴ合意の内容を実行に移す意向を示してはいないが、本稿では、合意の実現による財政赤字の削減と持続可能な債務水準への回復に対する効果について検証する。この特別措置の一部でも現実味を帯びてきた場合、我々は資産配分の変更を検討する。



出所: Getty Images

*マールアラーゴ合意とは、トランプ政権で大統領経済諮問委員会(CEA)の委員長を務めるスティーブン・ミラン氏が、2024年11月に米ヘッジファンドのシニアストラテジストとして発表したレポート内で提案した、米ドルの支配的地位を維持しつつ米ドル高を是正する考え方の名称。高級ホテルが協議の場となった1985年のプラザ合意などにちなみ、トランプ大統領の別荘名がつけられており、プラザ合意2.0とも呼ばれている。

マールアラーゴ合意の目的

「マールアラーゴ合意」はトランプ政権内の特定の個人の考えの延長線上にあるもので、米ドルの支配的地位を維持しながらも、過度な米ドル高の是正を目指した提案である。

マールアラーゴ合意の支持者の主張は、米国以外の国が幅広い製品の輸出を有利に進められるよう、自国通貨を米ドルに対して人為的に下落させることで、米国にさらなる産業空洞化と貿易赤字拡大をもたらし、主に海外からの米国債投資という形で米国の債務水準が上昇している、というものだ。そして、マールアラーゴ合意に参加する国々は、世界全体の決済システムにおける米ドルの優位性維持に協力し、保有する米国債を100年債と交換することを受け入れ、米国債の利払い削減を許容し、最終的には米ドル高是正に協力する意志と引き換えに、何らかの形で関税を軽減され、安全保障の恩恵を受けられるとしている。

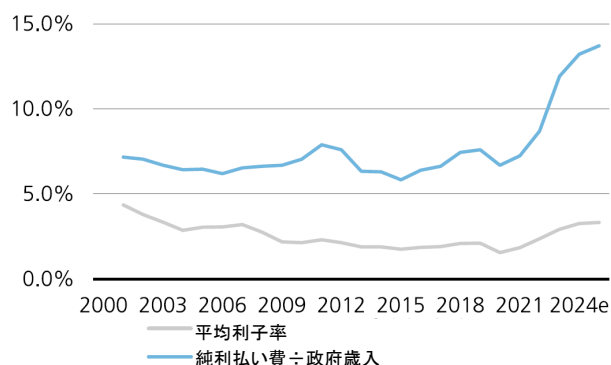
トランプ政権は、マールアラーゴ合意を目指すのであれば最終的な内容に何が含まれるかという詳細をほとんど明かしていないが、政権内の当局者は、構造的な双子の赤字に対処するために、通貨調整と米国債の交換を重視しているとみられる。よって我々は、財政動向と世界貿易、安全保障問題とがさらに複雑に絡み合う環境下において、想定される結果と投資への影響を評価することが重要だと考える。

米国の構造的財政赤字を再考する

2024年に2.2兆米ドル(対GDP比7.6%)に達した財政赤字を大幅に削減するのは容易なことではない。関税引き上げによる収入は、財政赤字を大幅に削減するには不十分と考えられるうえ、逆効果を招きかねない要素も多くはらんでいる。例えば、米国内での生産が回復すれば輸入が減少し、結果として関税収入も減少する。また、関税が高すぎると貿易の流れが停滞し、景気が全体的に悪化するリスクがある。そうなると、社会保障費が増加し、経済活動も停滞するため、財政赤字は拡大する。トランプ政権は増税で政府の収入を増やすことには否定的であり、現行の支出を大幅に削減する取り組みも財政収支を均衡させるには不十分で、極端な手段が取られた場合には経済成長を圧迫する可能性がある。

米国の政府債務の利払い費は、2024年には一般歳入の13.7%と、予算の中で最大の項目となっており、既存の国債の償還に伴って増加しているため、債務コストを削減する方法に関心が集まっている。マールアラーゴ合意には、米国債を保有する海外の公的機関に対し、米国の利払い費を減らすために追加的な負担を求めることが盛り込まれるだろう。トランプ政権の複数の関係者が、経済面および政策面の目標を達成するために、長期債の利回りを低く抑えることが重要だと主張している。

図表1：米国の政府債務コストは増加が続いている



e: 予想

出所: UBS、国際通貨基金(IMF)、2025年4月14日

米国の政府債務を削減する方法として、生産性の向上による経済成長、緊縮財政、金融抑圧、債務再編(利払い削減・100年債)の4つの方法が挙げられる。

生産性の向上により経済成長を拡大させる場合、財政赤字を対GDP比3.0~3.5%程度に抑えられれば、米国経済が成長することで債務比率を減らすことができると考える。そうでなければ、債務そのものを削減させる他の3つの手段が必要になる。

緊縮財政について、現在実行されているのは米政府効率化省(DOGE)の主導による政府機関の規模縮小のみであり、その効果はまだ具体的な数値として表れていない。政府支出の内訳を見ると、2024年の国防費以外の裁量的支出(非国防費)の総額は約1兆米ドルであり、たとえ大幅に縮小しても、赤字全体のごく一部しか削減できないだろう。議会予算局(CBO)によると、2022年の連邦政府の職員230万人の雇用コストは2,710億米ドル(対GDP比約1%)で、大規模な人員縮小を行っても、2.2兆米ドルの財政赤字に対してはわずかなコスト削減にしかない。

金融抑圧

マールアラーゴ合意の長期的な目標は過度な米ドル高の是正であり、理想は、各国が外貨準備として保有する米ドル建ての資産を売却し、自国通貨建ての資産に交換することによる是正である。しかし米国債の売り圧力が高まり、利回りが上昇することは明らかにリスクであり、米国債の利回りを低下させるというトランプ政権の目標の達成を危うくする。したがって、マールアラーゴ合意には、米国が規制および政治的権限を行使して債務コストを抑制または引き下げるとい、広義の金融抑圧に該当する手段が盛り込まれている。

具体的には、外貨準備として米国債を保有する特定の国への利払いを削減することや、いわゆる100年債や永久債を発行することが挙げられる。また、米国が安全な準備資産と安全保障の傘を提供していることへの対価として、こうした債券保有者に対して利払いを削減または無くすことを正当化している。通常、金融抑圧は中央銀行の支援を受けると効果的に機能する。2026年にFRB議長が交代する見込みが高いことから、米財務省が金融抑圧に取り組む可能性が高まるかもしれない。

利払いの削減

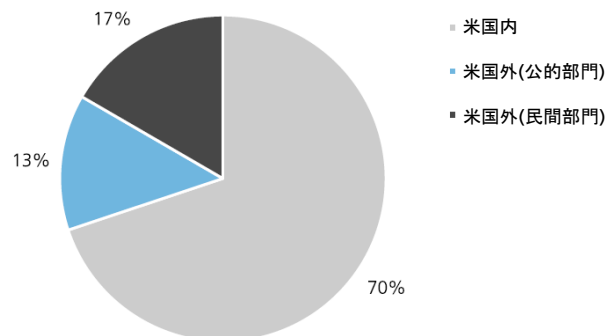
マールアラーゴ合意では、米国が1977年に制定された国際緊急経済権限法(IEEPA)に基づき、米国債の利払いを一部削減することにより、米国債を保有する国に「手数料」を課すことで、外貨準備として米ドルを保有する魅力を低下させることができると示唆している。たとえ特定の国にのみ適用されるとしても、そのような措置は多くの民間の米国債保有者の懸念を強める可能性が高い。利払いの削減が既発の債券に適用される場合、利払いの削減ではなく手数料の徴収という形をとったとしても、格付け機関のデフォルト(債務不履行)の定義に該当することが考えられるため、デフォルトと見なされる可能性がある。

代替案としては、そのような手数料条項を新規発行の米国債にのみ適用し、条件を事前に知ったうえで購入できるようにすることが考えられる。しかし、これにより手数料の対象外の国も利払いの削減(手数料の徴収)がある新発債より既発債を選好するため、利回りに差が生じる可能性が高い。

米財務省が発表した1月時点のデータによると、海外で保有されている米国債は合計約8.5兆米ドルで、そのうち3.4兆米ドルは米国外の公的機関が保有する米国の短期債および中期債である。これらすべての利払いの1%を削減すると、支出が340億米ドル、つまり今年予想される政府の一般歳入の0.3%、対GDP比で0.11%減少する。

図表2：米国債の保有者別内訳

総額: 28兆米ドル



出所: 米財務省、2025年1月31日時点

また、トランプ政権は手数料の対象を公的機関以外にも拡大する、つまり、海外で保有されている8.5兆米ドル全てを対象とすることを検討する可能性がある。これにより、世界の債券市場に深刻な混乱が生じる可能性が高く、海外の投資家は米国債を減らし他の代替投資先(国債や金など)に分散するため、米ドルの準備資産としての地位を脅かす可能性がある。

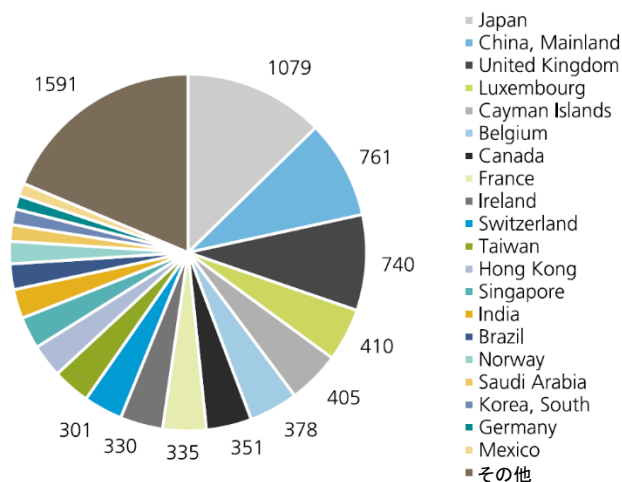
100年債

マールアラーゴ合意では、米国政府が特定の国の公的機関に対して、安全な準備資産と安全保障の傘の下での保護を提供するかわりに、実質的に手数料を課すことを意図する、特別な種類の超長期債を発行することも示唆している。これらの債券は100年債または永久債のように償還期間が非常に長く、超低

利が無利子となり、現在相手国が保有する米短期国債と交換される。これにより既存の他の米国債の信用に直接的な影響が及ぶことはないだろう。相手国の公的機関が既存の米国債を100年債へ徐々に交換する場合、米国債の残高はそれに応じて縮小する(恒常的な赤字を補うための新規国債発行を考慮しない場合)。したがって、この形の金融抑圧は、既存の米国債の民間保有者の不安を掻き立てるリスクは低い、異例となる措置に対する懸念が高まる可能性はある。

図表3：米国債の海外保有額(国・地域別)

単位：10億米ドル



出所：米財務省、2025年1月31日時点

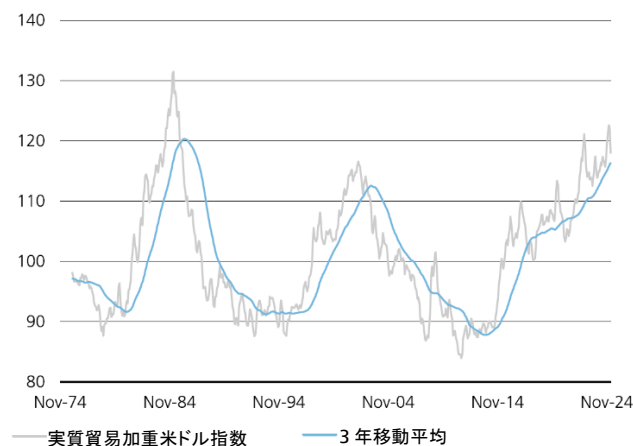
信用の観点からは、超長期債とすることで、金利変動に対する財政の感応度を低下させることはプラスとなるだろう。100年債への交換による効果は、全体の債務負担に対する交換される債務の額による。可能性は低い、海外の公的機関が保有する3.4兆米ドルの米国債(米国債市場の15%に相当)がすべて交換される場合、年間約1,000億米ドルの利払い費用の削減が見込まれる。これは、米国の今年の一般歳入の約1%、対GDP比で0.33%に相当する。米国は2024年に歳入の13.7%を債務返済に費やしている。

市場への影響

こうした措置は米国政府が財政圧力の一部を緩和するのに役立つ可能性が高い。しかし持続可能な債務水準に戻るには、依然として議会が赤字を大幅削減する措置を法制化する必要がある。米国債の安全資産としての地位への懸念から、海外投資家が他の国・地域の高格付国債に分散し、米国投資家も金融抑圧が実質金利のマイナスにつながることを懸念して米国債への配分を削減すれば、長期国債の利回りは急騰しやすい状態が続くだろう。こうした事態が起こると、さらなる金融抑圧によって、利回りが再び低下する可能性がある。これにより長期債の金利とボラティリティの上昇が予想され、短期債と比較して長期債の魅力は低下するだろう。

米ドルは現在、過去50年の中でも高い水準にあり、均衡水準へ調整(リセット)することは、現在の水準から10%台半ば下落することを意味し、長期的に為替市場のボラティリティの上昇を伴う可能性が高い。米ドルのリセットは、為替市場だけに影響を与えるわけではなく、コモディティ価格の上昇も下支えするだろう。さらに、米国債の安全資産としての地位に対する懸念は、主に金をはじめとする貴金属などのコモディティにとって引き続きプラスに働く可能性が高い。

図表4：実質貿易加重ベースの米ドルは高水準にある
月次データ



出所：UBS、ブルームバーグ、2025年4月14日

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG(スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBSチーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメントが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。UBS Groupには旧Credit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

UBS Group内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIOが発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Managementが作成しています。UBS Global ResearchはUBS Investment Bankが作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を手に入れるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメントおよびシニア・マネジメントのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものでもありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等：UBS SuMi TRUSTウェルス・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3233号

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

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.5%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそ

れがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

「UBS投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大2.20%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AGおよびUBS Group内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 2025 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第649号
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