

【解説】



トランプ大統領の関税戦略

野畑証券役職員研修資料

2025.5.30 (金)

トランプ大統領による関税戦略の論拠

2024年11月 ステイブン・ミラン 著

『グローバル貿易システムの再構築に関する
ユーザーズ・ガイド』

ペーパーは、全41頁、6章構成



A User's Guide to Restructuring the Global Trading System

November 2024

Executive Summary

The desire to reform the global trading system and put American industry on fairer ground *vis-à-vis* the rest of the world has been a consistent theme for President Trump for decades. We may be on the cusp of generational change in the international trade and financial systems.

The root of the economic imbalances lies in persistent dollar overvaluation that prevents the balancing of international trade, and this overvaluation is driven by inelastic demand for reserve assets. As global GDP grows, it becomes increasingly burdensome for the United States to finance the provision of reserve assets and the defense umbrella, as the manufacturing and tradeable sectors bear the brunt of the costs.

In this essay I attempt to catalogue some of the available tools for reshaping these systems, the tradeoffs that accompany the use of those tools, and policy options for minimizing side effects. This is not policy advocacy, but an attempt to understand the financial market consequences of potential significant changes in trade or financial policy.

Tariffs provide revenue, and if offset by currency adjustments, present minimal inflationary or otherwise adverse side effects, consistent with the experience in 2018-2019. While currency offset can inhibit adjustments to trade flows, it suggests that tariffs are ultimately financed by the tariffed nation, whose real purchasing power and wealth decline, and that the revenue raised improves burden sharing for reserve asset provision. Tariffs will likely be implemented in a manner deeply intertwined with national security concerns, and I discuss a variety of possible implementation schemes. I also discuss optimal tariff rates in the context of the rest of the U.S. taxation system.

Currency policy aimed at correcting the undervaluation of other nations' currencies brings an entirely different set of tradeoffs and potential implications. Historically, the United States has pursued multilateral approaches to currency adjustments. While many analysts believe there are no tools available to unilaterally address currency misvaluation, that is not true. I describe some potential avenues for both multilateral and unilateral currency adjustment strategies, as well as means of mitigating unwanted side effects.

Finally, I discuss a variety of financial market consequences of these policy tools, and possible sequencing.

Stephen Miran, *Former Hudson Bay Senior Strategist*

Stephen Miran was Senior Strategist at Hudson Bay Capital. He currently serves as Chairman of the Council of Economic Advisers. Previously, Dr. Miran served as senior advisor for economic policy at the U.S. Department of the Treasury, where he assisted with fiscal policy during the pandemic recession. Prior to Treasury, Dr. Miran worked for a decade as an investment professional. Dr. Miran is also an economics fellow at the Manhattan Institute for Policy Research. He received a Ph.D. in economics from Harvard University and a B.A. from Boston University.

Please direct enquiries to research@hudsonbaycapital.com

A User's Guide to Restructuring the Global Trading System

Contents

Executive Summary	1
Chapter 1: Introduction	3
Chapter 2: Theoretical Underpinnings.....	5
The Roots of Economic Discontent Lie in the Dollar	5
The Triffin World.....	5
Economic Consequences.....	8
The Core Tradeoff.....	11
Reshaping the Global System	11
Chapter 3: Tariffs.....	13
Tariffs and Currency Offset	13
Inflation.....	14
Incidence, Revenue, and Trade Flows	16
Currency Offset and Financial Markets	18
How Likely is Currency Offset to Occur?.....	20
Tariff Implementation	21
Graduated Implementation	21
Graduated Scales, Leverage and Security	22
Tariffs and Competitiveness	24
Fiscal Devaluations	24
Distortions and Optimal Tariff Rates.....	24
Chapter 4: Currencies	27
Currency Policy and Risks	27
Multilateral Currency Approaches	28
Feasibility	29
Unilateral Currency Approaches	30
IEEPA.....	30
Reserve Accumulation	32
Chapter 5: Market and Volatility Considerations	35
Tariffs Then Dollars or Investments	35
Multilateral Currency Approaches	36
Unilateral Currency Approaches	36
In All Cases	37
Chapter 6: Conclusion.....	38
References	39
Disclosures.....	41

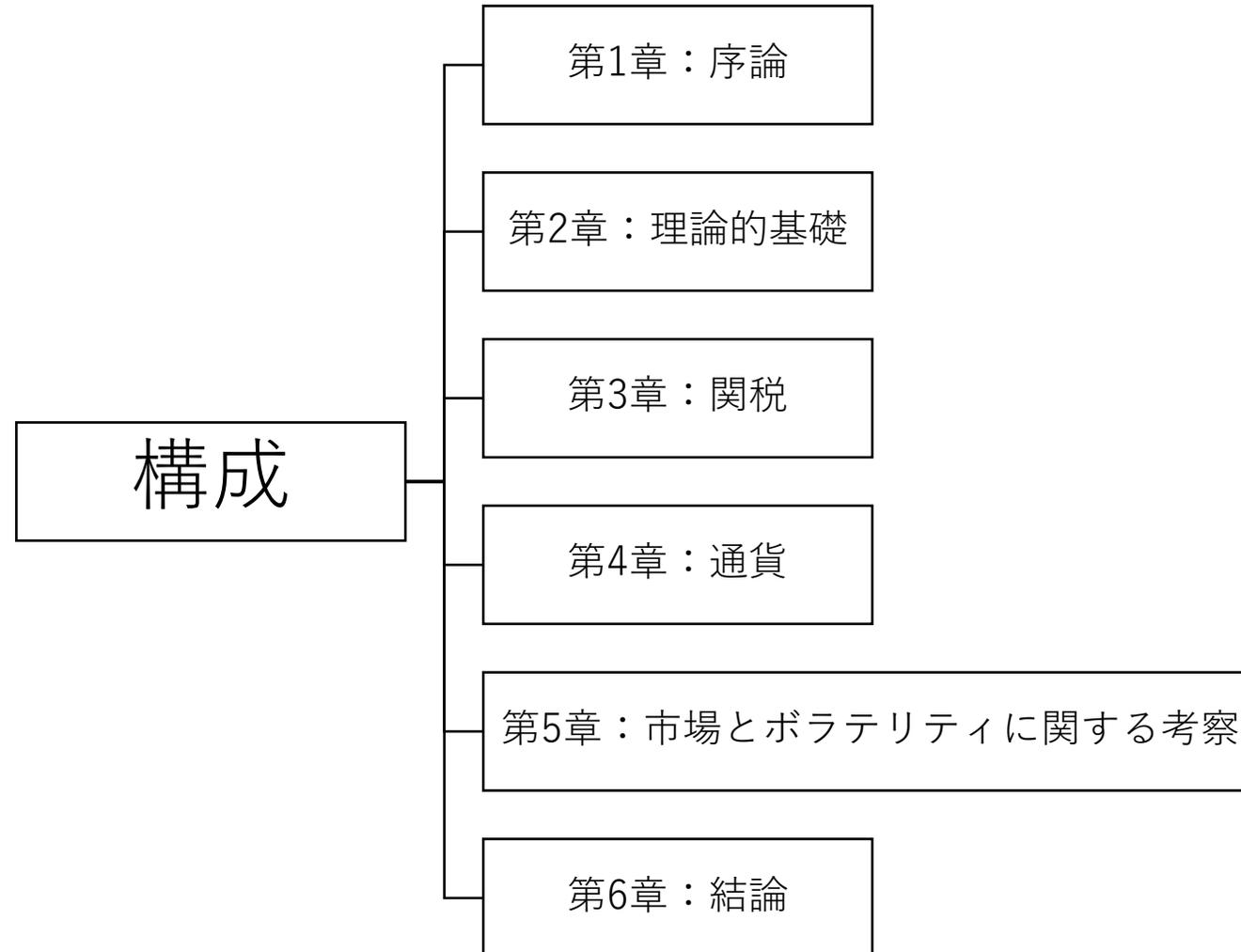
スティーブン・ミラン (STEPHEN MIRAN 1984-)

○公表当時HUDSON BAY CAPITAL上級
ストラテジスト（保守系）

○現在2025年3月大統領経済諮問委員会
（CEA）委員長就任

○トランプ第1期政権時に米国財務省の経
済政策担当上級顧問として、パンデミック
による景気後退時の経済財政支援を支援

ステューブン・ミラン論稿の構成



主張のポイント

○米国は戦後の自由貿易規範を放棄し、

○国際貿易に対してより積極的で取引主義的（ディール）な姿勢を採用すべき

主張の背景

- 米ドルの基軸通貨地位によって支えられたグローバルシステムが、
- ①米国の産業を空洞化し、経済的ライバルを強化し、
 - ②米国に過大な安全保障義務を課しながら、その見返りが不十分だ

具体的解決策

- ① 関税
- ② 通貨手段
- ③ 軍事的圧力



を例外ではなく

米国の経済外交の
活用すべきだ

「新たな基準」 として

序章：第1章 現在のグローバル貿易の構造 は、構造的にアメリカを不利な立場に置く

- ドルの世界準備通貨としての役割
- 持続的な貿易赤字の増加
- 米国が同盟国へ与えた反対給付のない安全保障のコミットメント
(同盟国は、逆に米国の負担で貿易黒字を計上)

米国な不利な立場の状況説明

- これらの不均衡は市場原理などによるものではなく、グローバル秩序の設計に組み込まれており米国は経済的被害者
- リーダーシップの重荷を負わされ、貿易相手国に利用され、国内の繁栄を国際的な「責任」のために犠牲

安全保障のフリーライダー

○米国の軍事保護を受けたドイツ、日本、韓国などの**米国の同盟国が、貿易黒字を積み重ね、米国経済に損害を与えている。**

産業の空洞化

○貿易赤字により
アメリカは国内産業が空洞化した。
⇒空洞化は、米国の安全保障に
とって重要な問題を引き起した。

第2章 基礎理論・準備通貨論

○経済的基盤について、米ドルの基軸通貨地位が米国に貿易赤字を強要し、国内産業を空洞化し、米国の主権を損なうという論理を展開

○トリフィンのジレンマに依拠し、通貨の歪みが、規制緩和や企業行動ではなく、アメリカ経済衰退の主な原因であると示唆

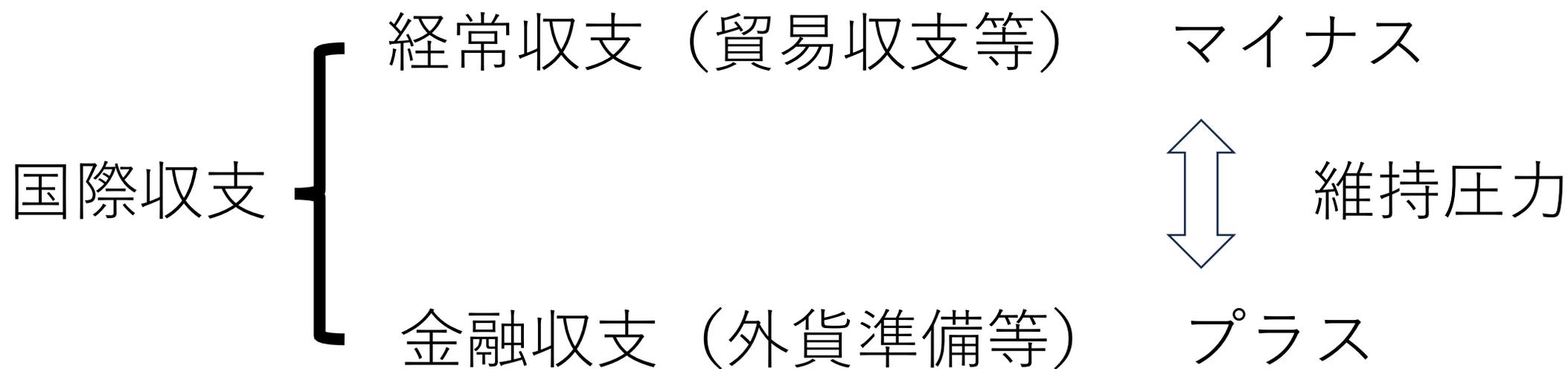
トリフィンのジレンマ (The Triffin dilemma)

- 1960年代に経済学者ロバート・トリフィン (Robert Triffin, 1911-1993) が指摘
- ある通貨を国際準備通貨・基軸通貨にするには、外貨準備の世界需要を満たすようにその通貨の供給しなければならない。結果として貿易赤字をもたらす。

トリフィンのジレンマは転換点に至る

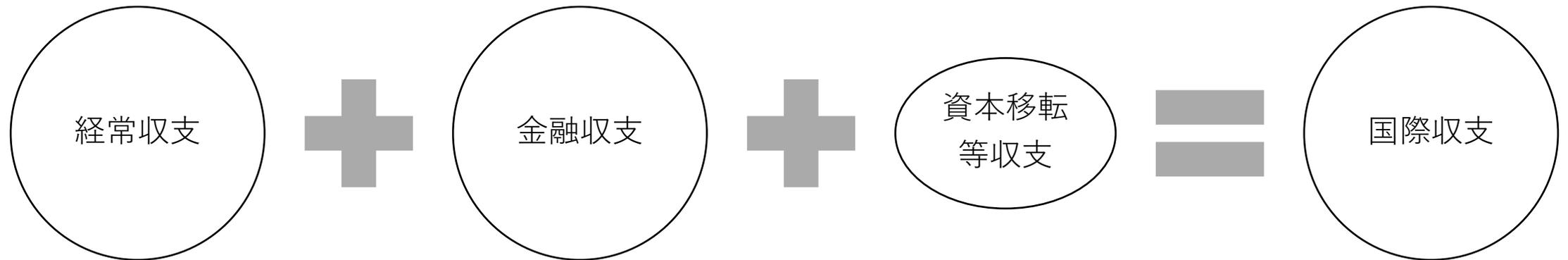
- 準備資産提供者（米国）は、準備資産の輸出の裏返しとして持続的な経常赤字を維持する必要がある。負担過大
- 経常赤字が準備資産の信用リスクを誘発するレベルへ拡大
- ➡ 準備国としての地位を喪失・世界経済が不安定化する。

トリフィンのパラドックス



○ドルのグローバルな準備通貨としての地位が米国にこれらの貿易収支の赤字を強要

(参考) 国際収支の構造



内訳

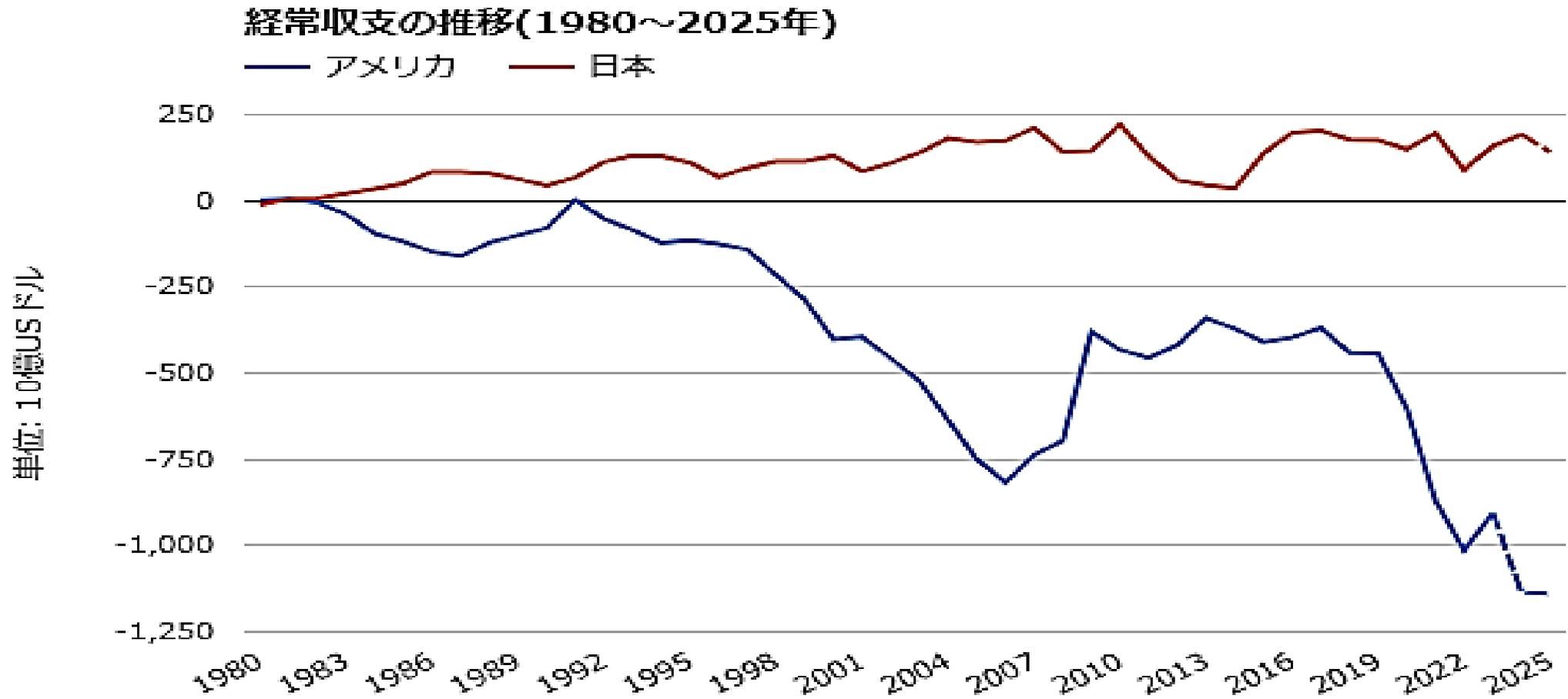
(国際収支の内訳)

経常収支	①貿易収支 ②サービス収支 ③第一次所得収支 (所得収支) ④第二次所得収支 (経常移転収支)	(金融収支に計上される取引以外の) 居住者・非居住者間で債権・債務の移動を伴う全ての取引収支
金融収支	①直接投資 ②証券投資 ③金融派生商品 ④その他投資 ⑤外貨準備	金融資産にかかる居住者と非居住者間で債権・債務の移動を伴う取引の収支
資本移転等収支		対価の受領を伴わない固定資産の提供や債務免除、非生産・非金融資産の取得処分などの収支

(経常収支の内訳)

貿易収支	財貨の輸出入の収支 貿易収支 = 輸出額 - 輸入額
サービス収支	サービス取引の収支 <ul style="list-style-type: none">• 輸送：国際貨物、旅客運賃の受取・支払• 旅行：訪日外国人旅行者・日本人海外旅行者の宿泊費、飲食費等の受取・支払• 金融：証券売買や金融取引等に係る手数料等の受取・支払• 知的財産等使用料：特許権、著作権等の使用料の受取・支払
第一次所得収支 (所得収支)	対外金融債権・債務から生じる利子配当金等の収支状況 <ul style="list-style-type: none">• 直接投資収益：親会社と子会社との間の配当金・利子等の受取・支払• 証券投資収益：株式配当金および債権利子の受取・支払• その他投資収益：貸付・借入、預金等に係る利子の受取・支払
第二次所得収支 (経常移転収支)	居住者と非居住者の間の対価を伴わない資産の提供にかかる収支 (官民の無償資金協力・寄付・贈与)

(参考2 出典：世界経済のネタ帳)



MANUFACTURING EMPLOYMENT

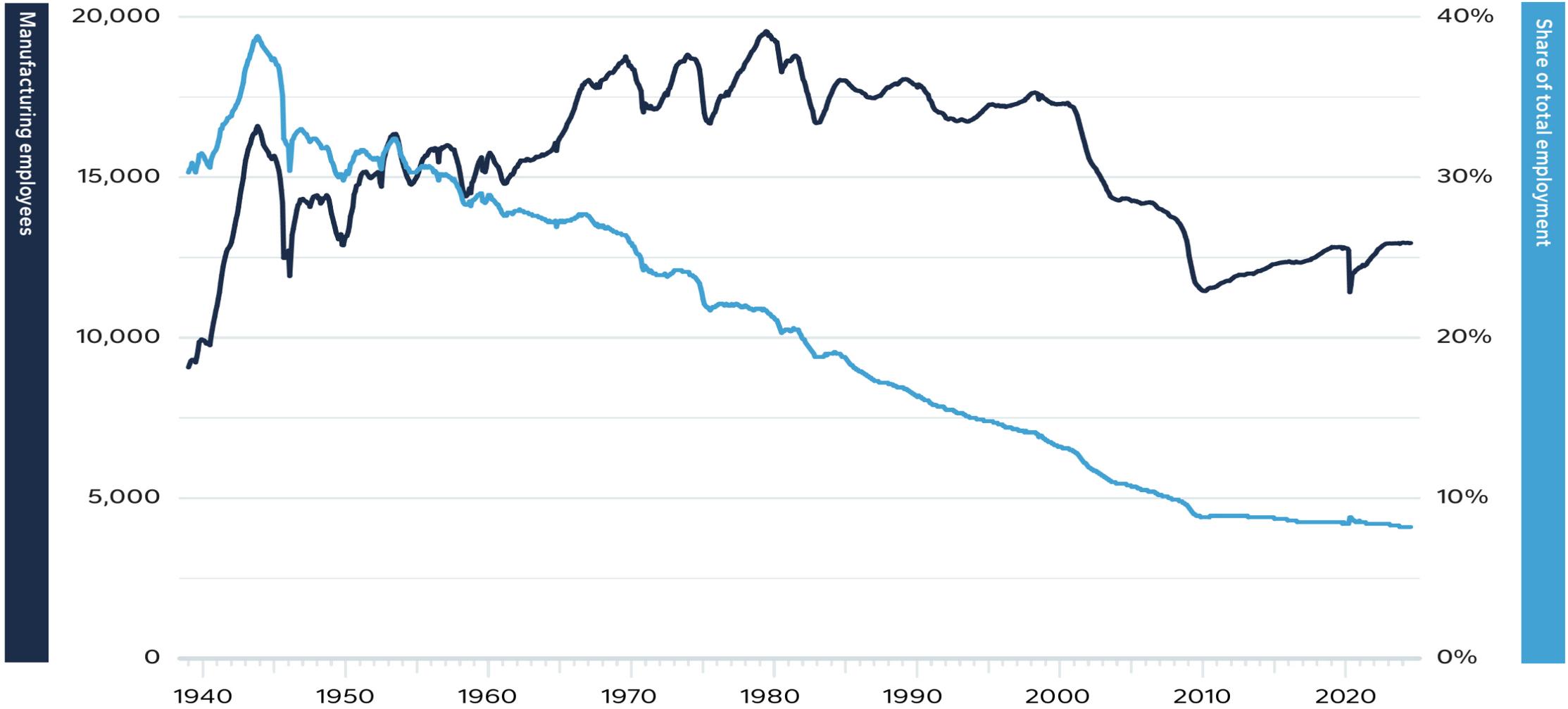


Figure 1 Manufacturing employment in the United States. Source: Bureau of Labor Statistics

US SHARE OF WORLD GDP

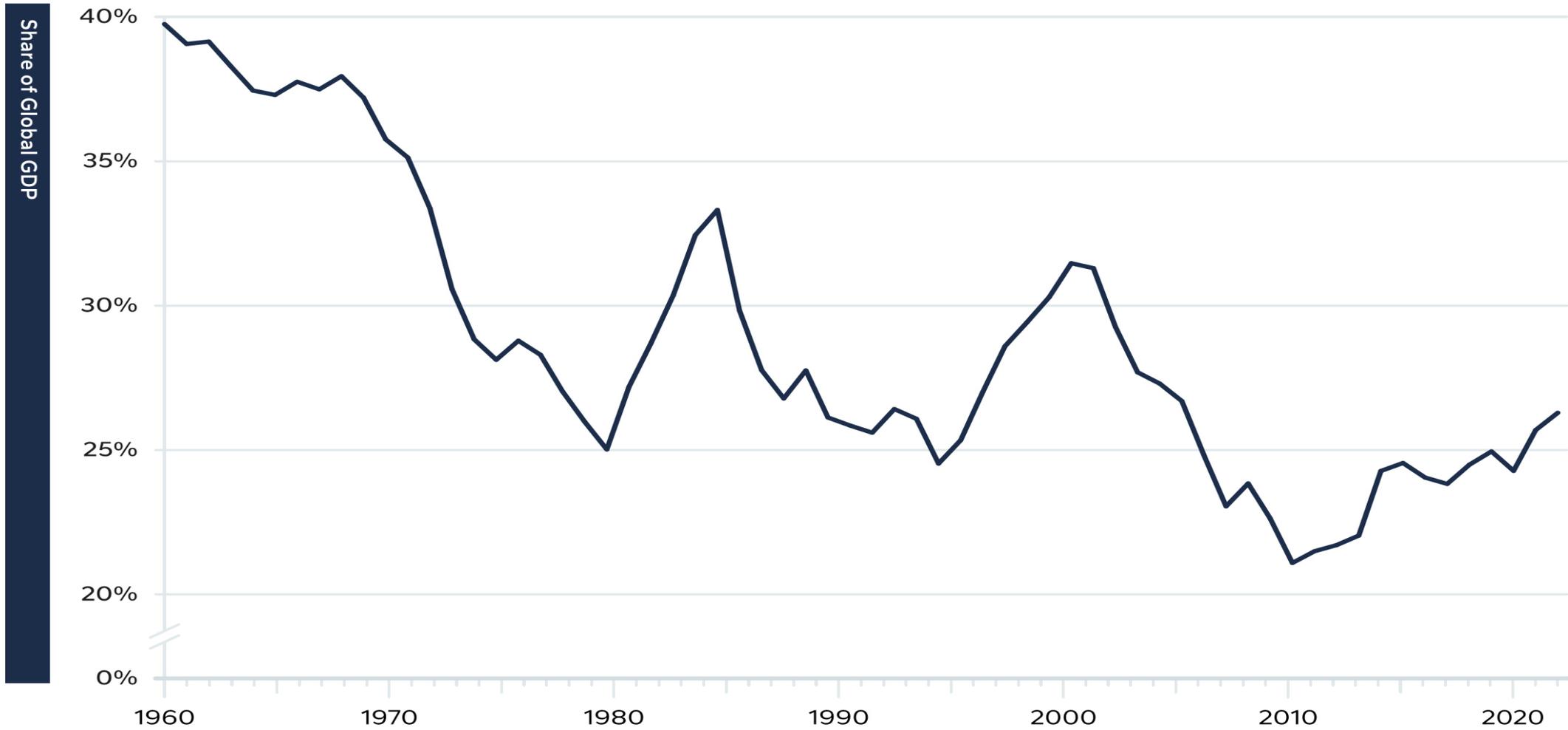


Figure 2 U.S. share of global GDP. Source: World Bank

Canada	-1.05
Japan	-3.38
UK	0.12
France	-1.19
Germany	-1.94
Italy	-0.66
Greece	-1.03
Switzerland	-3.93
Sweden	-2.20

Table 1: 10-year borrowing spreads to Treasury notes. Negative numbers mean the other nation borrows more cheaply than the United States. Source: Bloomberg, HBC calculations

CURRENT ACCOUNT

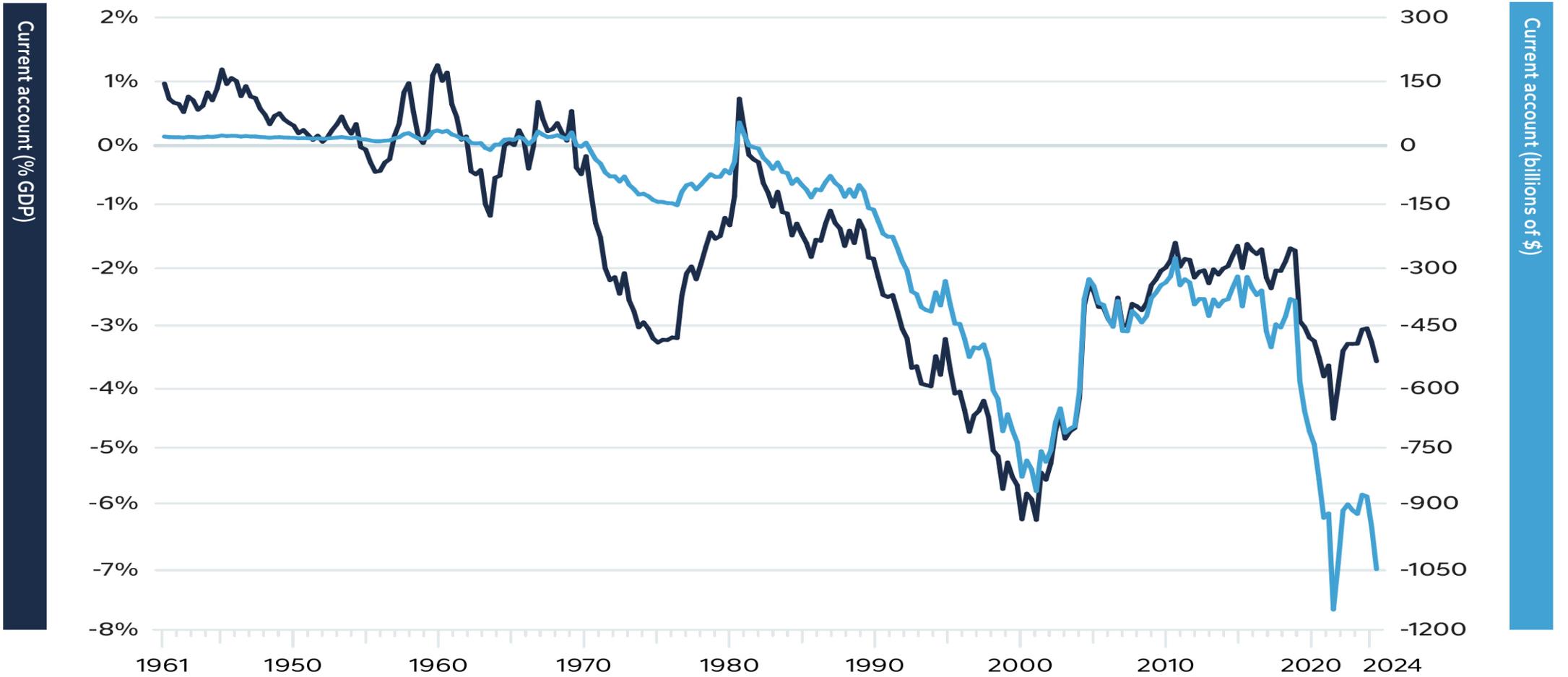


Figure 3 U.S. current account. Source: Bureau of Economic Analysis, HBC calculations

第3章関税

- 関税を合理的な貿易政策のツールとして位置付け
- 関税を緊急措置や時代遅れの保護主義の遺物と見なすべきではなく、米国の経済的強さを再確立するための戦略的メカニズムとして主張

通貨相殺の公式

○PXは、外国の輸出業者が自国通貨で請求する商品の価格

Eは、為替レート

Tは、関税率

○（アメリカの）輸入業者が支払う価格

$$PM = E (1 + T) = PX$$

○政府が輸入品に10%の関税を課すると、
為替レートは10%ドル高になる（外国通貨は
10%減価）。

輸入業者が支払う価格

$PM = 0.9(1.1)PX = 0.99PX$ 通貨相殺

○為替レートの変動と関税はほぼ完全に相殺しド
ル建ての関税後の輸入価格は変わらない。ドル建
ての関税後の輸入価格が同じなので、アメリカ経
済へのインフレの影響は最小限

DIFFERENCE IN TRADE TARIFF AND AFTER-TARIFF USD IMPORT PRICE 2018-19

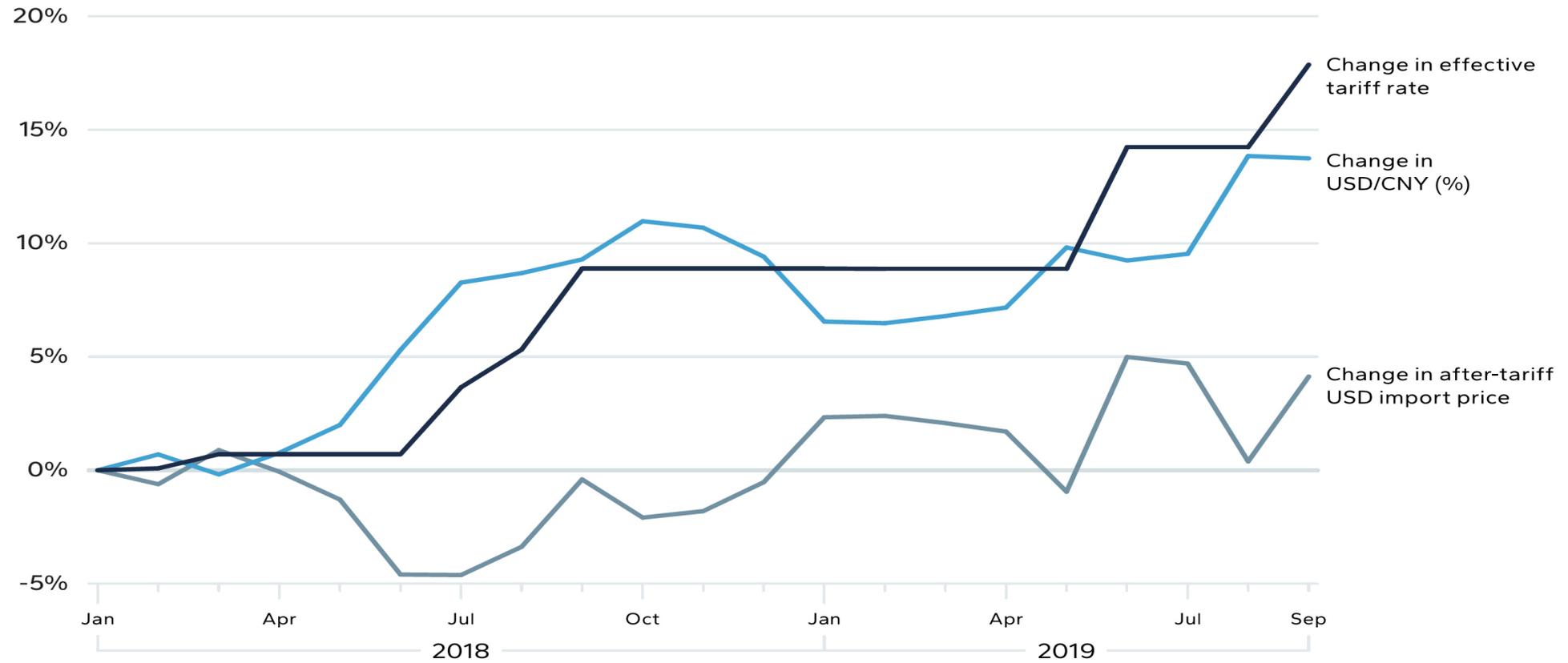


Figure 4 Changes in effective tariff rates and currency offset. Source: Brown (2023), Federal Reserve, authors' calculations.

CORE INFLATION

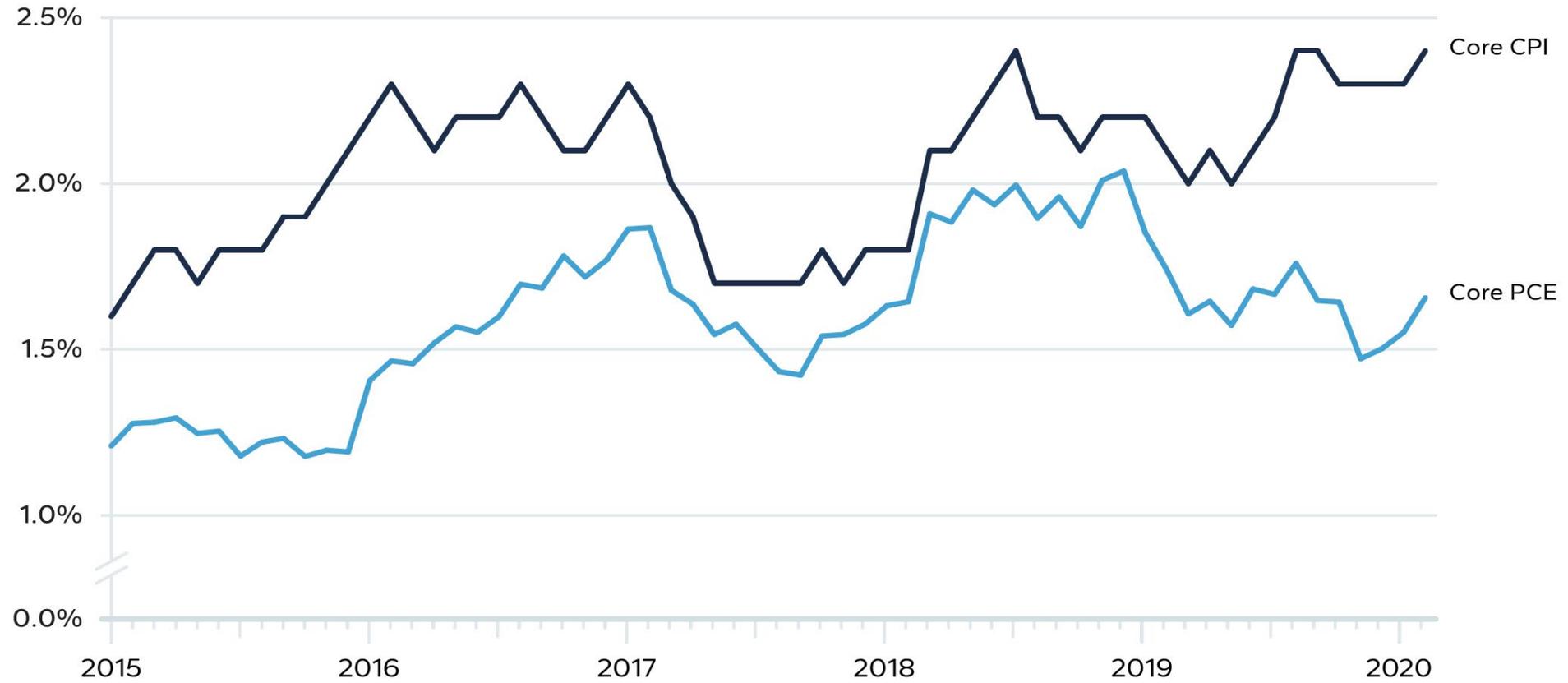


Figure 5 Core CPI and PCE inflation, annual rates. Source: BLS, BEA

	完全な通貨相殺	通貨相殺なし
インフレ	非インフレ的(関税後の USD 価格は変化なし)	インフレ的(関税が転嫁される)
税の帰着	通貨の弱体化による購買力低下を介して、関税対象国が負担	より高価な消費者向け製品をもたらす
貿易の流れ	有効な輸入価格が上昇せず、規制改革が輸出に対する通貨の影響を相殺するため、貿易の流れへの影響は小さい	輸入が国内生産に比べて高価になるため、時間の経過とともにリバランスが発生
歳入	財務省は歳入を徴収	関税対象の商品からの貿易リバランスが発生すると、財務省は徴収する歳入が少なくなる

表 2: 関税の完全な通貨相殺と通貨相殺なしの場合の成果の比較

関税が果たす役割

○ 敵対国と同盟国双方との交渉におけるレバレッジを創出

○ インフレを伴わずに実施可能

○ 誤解されているが強力な経済調整ツールとして機能する

⇒ 関税を通常のパolicy手段とし、それに対する反発は現実の経済的損害よりもイデオロギーに根ざしているとの主張を展開

NASDAQ COMPOSITE AND USD/JPY



Figure 6 During the flash-crash of early August, the correlation between the yen and stocks was near complete. Source: Bloomberg

CHINA TOTAL ECONOMY DEBT (% GDP)

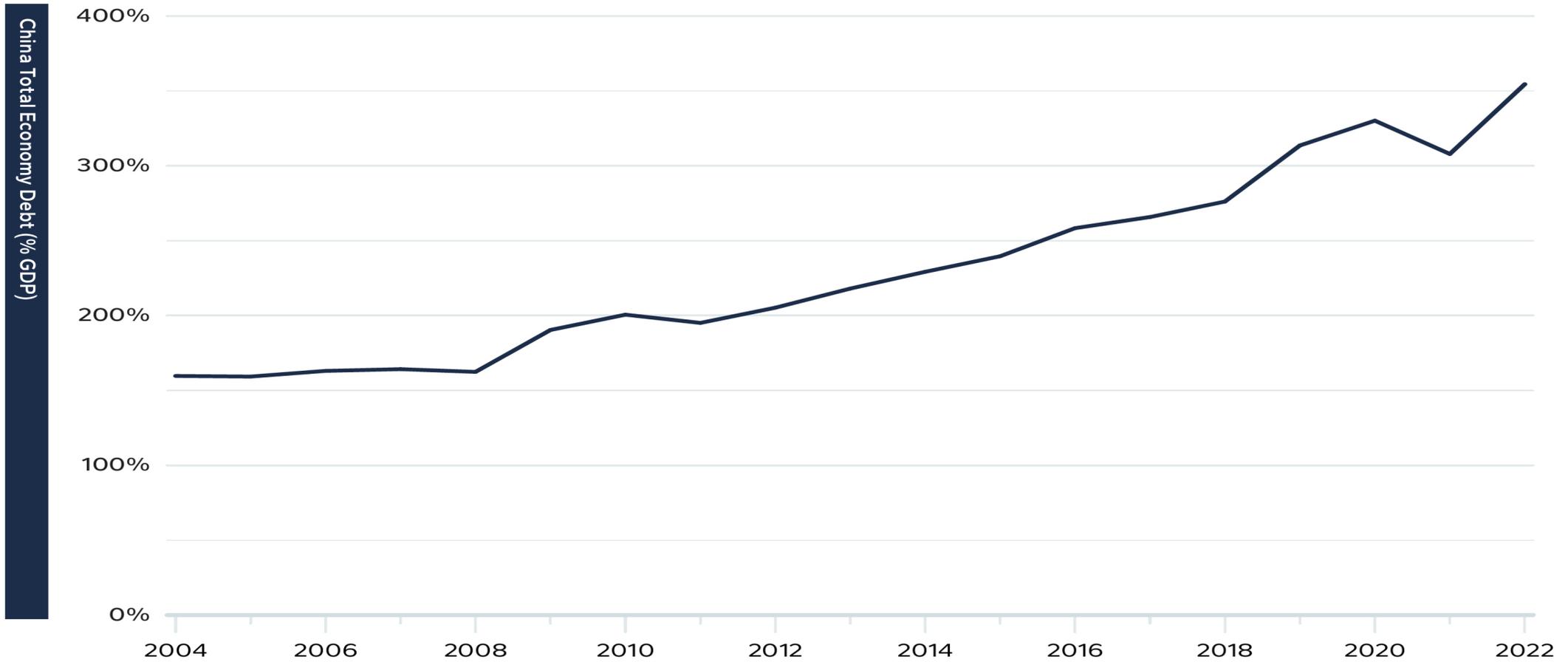


Figure 7 Excessive levels of debt in the Chinese economy. Source: Bloomberg

2 YEAR YIELD SPREAD VS. FX

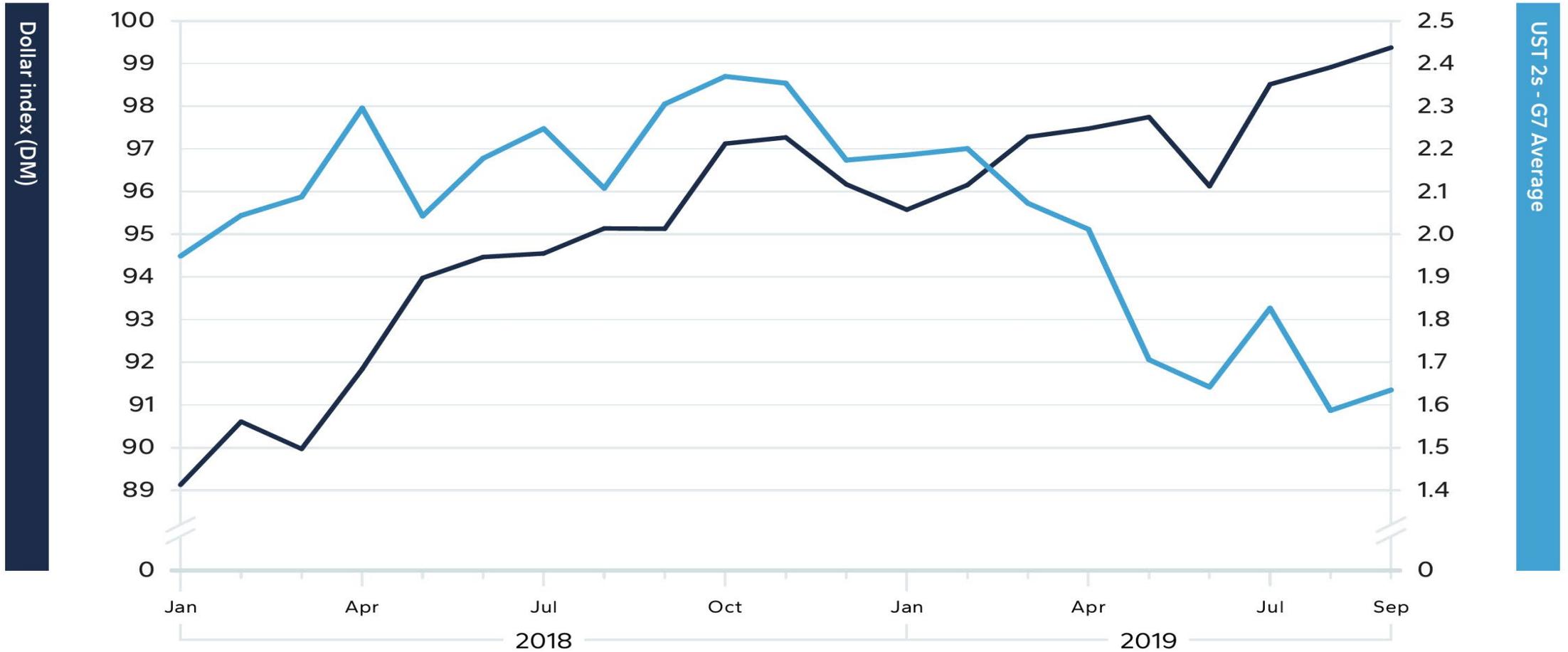


Figure 8 Dollar index vs. the spread on sovereign U.S. two-year debt relative to the average on two-year debt for other G7 nations.
Source: Bloomberg

第4章通貨

- 関税のみで貿易を再均衡化できない場合、米国はドルを弱体化するための直接的な措置を講じるべきだ
- 多国間合意（1985年のプラザ合意など）
または財務省と連邦準備制度理事会による単独介入

第5章市場とボラテリティに関する考察

- 関税が先で、為替は後の手段
- 関税はレバレッジ効果もある。
- ドルは、FRBの交代が必要である。通貨政策の変更は慎重になるべきだ。

第6章結論

- 関税が交渉力を効果的に引き出せるので、通貨ツールよりも先に使われる可能性が高い。
- 関税は、ドル高に寄与するため、投資家は改革の手順を理解することが重要である。