

みずほマーケット・トピック(2025 年 9 月 24 日)

ユーロの基軸通貨性を再考する～global euro～

年初来、ユーロ相場の堅調が続いている。第二次トランプ政権発足以降、「ドルの基軸通貨性は毀損しているのか」という問題意識が浮上しているが、それは同時に「結果として浮上する通貨は何か」という問題意識とも重なる。今後、「ドルー強体制」から「多極通貨体制」への移行を想定した場合、「ドル+ α 」の世界観を想像することになる。金融市場の見通しを検討する上では、 α 部分に関し、どの通貨の台頭を想像するかが重要になる。この点、直感的にはドルの写し鏡としてユーロが当然注目されやすく、現在の堅調をその文脈から理解しようとする向きは少ない。実際、その守護者である ECB から同論点への言及が多く見られ始めている。改めて「ユーロは第二の基軸通貨足り得るのか」という点について、最近の ECB が提示した議論を踏まえ、論点整理が必要な状況だろう。EU にとって長年、弱点と考えられてきた安全保障面での自立性や財政統合の欠如は少しずつ修正に向かっていることは重要な事実。

～改めて考える、ユーロの基軸通貨性～

年初来、ユーロ相場の堅調が続いている。周知の通り、第二次トランプ政権発足以降、米国が孤立性を深めるに伴い「ドルの基軸通貨性」が為替市場、いや金融市場全体で争点化している。具体的には「ドルの基軸通貨性は毀損しているのか」という問題意識が浮上しているわけだが、それは同時に「結果として浮上する通貨は何か」という問題意識とも重なる。「ドルの基軸通貨性」が毀損しているとはいっても、それは「ドルー強体制」から「多極通貨体制」への移行を意味するだろうから、引き続きドルの支配的な地位を踏まえた上で「ドル+ α 」の世界観を想像することになる。金融市場の見通しを検討する上では、 α 部分に関しどの通貨の台頭を想像するかが重要になる。

この点、直感的にはドルの写し鏡としてユーロが当然注目されやすく、現在の堅調をその文脈から理解しようとする向きは少ない。実際、その守護者である ECB から同論点への言及が多く見られ始めている。改めて「ユーロは第二の基軸通貨足り得るのか」という点について、最近の ECB が提示した議論を踏まえ、論点整理を行っておきたい。

～好機であることは自覚～

ラガルド ECB 総裁は 2025 年 6 月 17 日に ECB サイト内のコンテンツである「ECB Blog」で「Europe's “global euro” moment」と題した論考を自身の名義で発表している。ちなみに、これと全く同じ論考は同日の英 Financial Times 紙にも寄稿されている。これらはその約 1 週間前(同 6 月 11 日)に公表されている ECB のペーパー「The international role of the euro」の分析を踏まえたものであり、ECB がユーロの国際化について相応の関心を抱いていることが分かる振る舞いと言える。

論考を踏まえる限り、「ドルー強体制が揺らいでいる今こそ、ユーロが国際通貨として役割を拡大できる好機」との思惑は明らかに抱かれている。しかし、「ドルの自滅によって自動的にユーロが浮上する」というほど楽な話ではなく、あくまで「自ら勝ち取るべき(it must be earned)」と断じている。こ

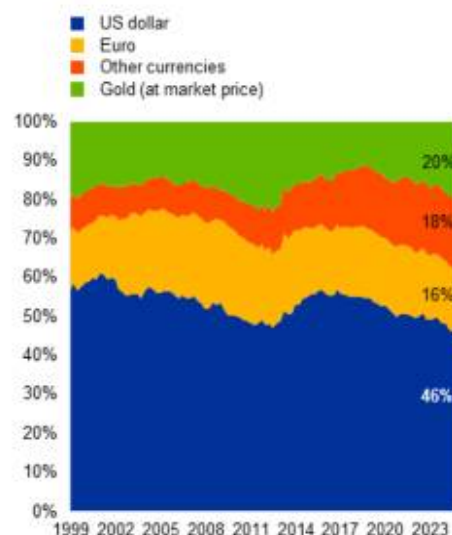
れはかねて本欄で確認しているように、世界の外貨準備におけるドル比率低下に伴ってユーロ比率が殆ど上がってこなかった経緯を踏まえれば至極当然の姿勢だろう。現在の取引量がドルに次いで大きいからと言って、自動的に選んで貰えるわけではなく、「ユーロの保有はここまで」と見限っている投資家も存在するだろう。こうした趣旨の主張はラガルド総裁が ECB 政策理事会後の会見でも折に触れて発言してきた点である。

実際、ペーパー「The international role of the euro」でも紹介されているが、2024 年末時点で世界の中央銀行が保有する金の総量は 36000 トンで、金本位制の最中にあったブレトンウッズ体制時代である 1965 年の 38000 トンに肉薄している。これを市場価格で評価した場合、「世界の外貨準備に占める金の割合は 20%に達しており、ユーロの 16%を上回っている」との指摘は、既に多くの報道で見られている通りだ(図)。ちなみに 2010 年代を平均すると金の割合は約 10 分の 1 であったというからその変化の大きさに驚くばかりである。

話をユーロに戻せば「自動的に選んでもらえるわけではない」というラガルド総裁の弁はドルの代替資産として選ばれたのはユーロではなく金、そして豪ドルやカナダドルなどの資源国通貨だったという現実を踏まえた上での自戒とも言える。総じて「好機であることは自覚しているが努力は必要」というわけだ。

a) 世界の外貨準備高の構成

(現在の市場価格でのパーセンテージ)



～基軸通貨を支える 3 本柱～

では、どのような努力が必要とされているのか。この点、ラガルド総裁は基軸通貨として存在感を増すための 3 本柱として①地政学的な信頼性 (Geopolitical credibility)、②経済的強靱性 (Economic resilience)、③法制度・機関の信頼性 (Legal & institutional integrity)を挙げている。

まず、①は各国が準備通貨を選ぶにあたって「経済合理性」ではなく「地政学的要素」を優先するという認識に立った議論である。ラガルド総裁は論説の冒頭で EU が世界 72 か国にとって最大の貿易相手国であり、その貿易額が世界 GDP の 40%にも達していること、これに伴って世界の貿易取引における決済通貨に占める比率も 40%に達していることなどを挙げ、ユーロが経済合理性で強みを持っている事実を指摘している。その上で危機に備え他国中銀との間でスワップラインやレポラインなど流動性供給も約束しており、基軸通貨として相応の責任を負っていると主張している。

しかし、これらの経済合理性を認めた上で、ラガルド総裁は「Real confidence, however, rests on hard facts (真の信頼は確かな事実にかかっている)」と述べ、投資家が軍事同盟関係の存在を重く評価するという事実を強調している。この主張はアイケングリーンらの論文¹で指摘される「軍事同盟を結んでいる関係国間では、相手国の通貨がその国の外貨準備に占める割合が約 30 ポイント増える」との議論に依拠している。基軸通貨が多極化する時代に 1 つの通貨の外貨準備比率が 30 ポイントも増えるかどうかは別として、各地で紛争の頻発が起きやすくなっている現状を踏まえれば、

¹ “Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice” (NBER Working Paper 24145, 2017)

「経済合理性よりも地政学的信頼性」という論点が重要になっている世相は間違いないだろう。極論すれば、中国やロシアがドル建て資産の比率を落していることがその証左である。この点、ラガルド総裁は「Europe is undergoing a major shift towards rebuilding its hard power」と述べ、欧州再軍備計画に象徴される現在の動きがユーロの地政学的な信頼性を高めると強調している。その点は過去の EU に欠けていたパーツでもあり、論理的に説得力のある主張だろう。

～安全資産の供給が肝～

ちなみにアイケングリーン論文では外貨準備通貨の選択にあたって経済・金融要因が重視される考え方を Mercury 仮説、地政学・安全保障要因が重視される考え方を Mars 仮説と呼んでいる。上述の①の議論は Mars 仮説に沿ったものだが、Mercury 仮説に沿った重要性もラガルド総裁は認めている。これが②経済的強靱性 (Economic resilience) の議論だ。貿易決済通貨比率や危機時の流動性供給整備も②の議論に関連するが、ラガルド総裁は基軸通貨として成功する発行体は(1)投資を惹きつける力強い成長、(2)大規模取引を支える流動性の厚い資本市場、(3)豊富な安全資産の供給という3つの特徴を備えていると述べている。

これらの点に照らして欧州に構造的な脆弱性があるのは事実だろう。とりわけ「質の高い安全資産の供給 (the supply of high-quality safe assets)」に関する欧米の格差は大きい。具体的に、ラガルド総裁は AA 格以上のソブリン債の発行残高に関し、EU が GDP の 50% 弱であるのに対し、米国では 100% を超えているとの事実を引用している。この状況を踏まえた上で「防衛のような公共財への共同資金調達は、より安全な資産を生み出す可能性がある (Joint financing of public goods, like defence, could create more safe assets)」と述べる。

しかし、EU が再軍備に傾斜している今、その部分に限って言えば、共同債での資金調達が永続化する道筋も見え始めている。安全保障面での自立性に加え、不完全な財政統合も EU に欠けていたパーツであり、経済・金融分析の観点からはむしろ、その脆弱性に対する懸念は長年放置されてきた経緯がある。遅々たる歩みとはいえ、財政統合が進捗し、新たな安全資産としての EU 共同債の市場が厚みを増していくのであれば、ユーロの基軸通貨性は確かに強化されるはずである。

最後に③法制度・機関の信頼性は、EU という発行体の機関としての強さをどう整えるかと言う話である。これは「一見すると実態が掴めない EU という組織を如何に投資対象として信頼して貰うか」という問題意識である。この点、ラガルド総裁も「確かに EU は外から見て分かりにくい組織 (Admittedly, the EU is not easy to understand from the outside)」と本音を見せている。しかし、EU には法の支配が根付いており、ECB の独立性も担保されているため、この点は「EU が活かすべき決定的な比較優位 (critical comparative advantages the EU should leverage)」だということも強調している。FRB の現状を踏まえれば、中銀独立性という論点については圧倒的に ECB の方が FRB よりも安心感があることは事実だろう。しかし、27 加盟国という大所帯である EU は全会一致でなければ物事が進まないという分野が多く存在しており、機動力が奪われているのは明らかな弱点である。この点、ラガルド総裁は「多くの重要な分野で特定多数決 (qualified majority voting) を導入することで、欧州は一つの声で発言できるようになる」と提言している。内輪揉めに起因する機動力の遅さは EU に付きまとう典型的なイメージでもあり、この点も的を射た指摘だろう。法制度・機関としての EU に今一つ、持続可能性を見出せず、ユーロを保有できないという市場参加者は多いはずだ。

～現行体制は永遠ではない～

ラガルド総裁は最後に「基軸通貨支配の交代は過去に起きてきた(Shifts in global currency dominance have happened before)」と述べた上で、「グローバル・ユーロを目指せる時(it is a “global euro” moment)」と締めている。現行の支配体制はその時代を生きる者達にとって一見永続的に見えるものの、現実異なってきた。最後に基軸通貨の変遷について歴史を振り返っておこう(表)。

1900 年代初頭から第一次世界大戦(1914 年)までは英国の産業力や貿易取引のネットワーク、そして金融市場の圧倒的な規模を背景としてポンドを基軸とする金本位制だった。その後、戦間期(1914～1940 年代前半)では第一次世界大戦を受けて財政難に

基軸通貨の変遷

期間	基軸通貨	その他の主要通貨	備考	為替制度
～1914年	ポンド	特になし	ポンドが世界の貿易取引を支配。ポンド基軸の金本位制度。	固定相場
1914～1944年	ポンド、ドル	特になし	第一次・第二次大戦の戦間期。英国敗戦によりドル台頭。	固定相場
1944～1971年	ドル	ポンド	ブレトンウッズ体制開始。ドル基軸の金本位制度。	固定相場
1971～1999年	ドル	ドイツマルク、日本円	ニクソン・ショックで金本位制崩壊。変動相場の開始。	変動相場
1999～2009年	ドル	ユーロ	ユーロの外準比率は一時30%弱に。その後ピークアウト。	変動相場
2009～現在	ドル	ユーロ、人民元	人民元が通貨圏形成。無国籍通貨である金への需要拡大	変動相場

(資料)筆者作

陥った英国のポンドが弱体化し、債権国化した米国が大量の金を保有するに至った。この時期に関して言えば、揺らぐポンドと台頭するドルという二重基軸通貨体制だったと言える。

ここから先は基本的に現代に連なるドル一極支配の始まりである。第二次世界大戦後は米国の主導するブレトンウッズ体制が 30 年弱(厳密には 1944～1971 年)まで続いている。各国はドルに対して為替レートが固定(±1%の変動幅)され、ドルと金は 1 オンス 35ドルで交換保証される金本位制が敷かれた。米国に IMF や世界銀行が設立され、現代に連なる国際金融の基本が仕上げられた時代である。米国の圧倒的な経済規模・金保有量・軍事力がドルを基軸通貨であることを保証する一強時代の始まりであった。周知の通り、現在もこの構図は大崩れしていない。

1971 年のニクソンショックにより金ドル兌換が停止されたことでブレトンウッズ体制が崩壊し、変動為替相場制が始まったことでドルの基軸通貨性に揺らぎが生じるかと思われたものの、そうはならなかった。これは金の裏付けを失った代わりに、1973 年以降は原油取引がドル建てで決済され、その決済代金が米国債へ還流するというペトロダラー体制が補完的に登場したからであった²。今日、人民元やその他通貨での取引が増えつつあるものの、ペトロダラー体制の崩壊には至っていない

結局、1944 年から現在に至るまでドル一強体制は崩れていない。1999 年に誕生したユーロが一石を投じるかと思われたものの、上述したように、安全資産を供給できない通貨が基軸通貨性を帯びることは難しかった(上述の②の論点である)。人民元も一帯一路構想などを経て決済圏を拡げているものの、やはり「国として信用できるのか」という論点に難があることは周知の通りだ(上述の③の論点である)。結局、「ドルの代替通貨はない」という考え方が支配的だからこそ、無国籍通貨

² 1974 年に米・サウジアラビアが設立した経済協力委員会(JECOR)で原油のドル建て決済が義務化されたという説をしばしば目にする。しかし、公式にそうした取り決めがあったわけではない。JECOR はあくまで石油収入の再投資や産油国への技術支援を目的とした経済パートナーシップである。しかし、圧倒的な軍事力を背景とした「米国の安全保障提供(武器輸出含む)」と「産油国における売上代金再投資の必要性」という利害が一致したことでペトロダラー体制の構築に至った。ドル建て決済義務化を強制する以前に世界の基軸通貨がポンドからドルへ移り変わる中、そもそもドル建て決済は商慣行として増えていた事実は無視できない。

である金が台頭しているのである。

もともと、歴史を踏まえれば、1 つの通貨体制が永続している現状が異例ではある。ドルー強体制の崩壊を早晚予見する必要は無いが、ある程度の修正に構えておく必要はあるだろう。事実としてドルの外貨準備比率は低下しているし、金のそれは上昇している。通貨体制の修正について察知する動きは少しずつではあるが出始めている。今後、EU が各種構造改革を進める中で、ユーロへの見直しが入る余地もあるのではないかな。

～共同債の用途拡大がユーロ国際化の課題～

こうした経緯を踏まえ、見通せる将来においてユーロが基軸通貨性を強化していくとすれば、やはり共同債により調達される資金の用途先が今後拡張していくことが現実的な展開だろう。これまでパンデミックからの復興や防衛という極めて公共性の高い分野に絞って限定的な規模での発行を認めるにとどまっていたが、本当に基軸通貨性を強化したいのであれば、加盟国の経済情勢を支える拡張財政手段として日常的な利用も検討に値する。例えば域内の平均成長率や平均インフレ率を一定期間下回る加盟国には共同債によるサポートがあっても良いかもしれない。財政負担を巡って内輪揉めを繰り返してきた EU (特にユーロ圏) の過去を踏まえると、それは夢物語に聞こえるかもしれない。しかし、ラガルド総裁は「この機会を捉え、国際通貨システムにおけるユーロの役割を強化するためには、団結した欧州として、自らの運命をより明確にコントロールする断固たる行動を取らねばならない」と言い切っている。長年課題となってきた財政統合への歩みは象徴的な「断固たる行動」になるはずである。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年9月22日	日銀金融政策決定会合～10月利上げは堅いのか？～
2025年9月19日	週末版
2025年9月18日	FOMCを終えて～可視化される独立性毀損～
2025年9月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー～自動車、読めず～
2025年9月16日	日米財務大臣共同声明の読み方～2つの論点～
2025年9月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～基本は現状維持、利上げの機を窺う～)
2025年9月11日	警戒すべき「貴い事故」～海外からの財政リスク相場～
2025年9月10日	円相場の需給環境について～頭打ちとなるヒト関連～
2025年9月9日	誰が「首相になっても」変わらぬ3つの論点
2025年9月8日	続・対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年9月5日	週末版
2025年9月4日	遂に「利上げ再開」の兆しも出始めたECB
2025年9月3日	対米投資5500億ドル合意の現在地
2025年8月28日	週末版
2025年8月27日	円金利上昇の背景はどこに～円安終わらず～
2025年8月25日	ジャクソンホール経済シンポジウムの読み方
2025年8月22日	週末版(「ユーロ圏の「人手不足」はどうなったのか？～「需要不足」への問題意識は高止まり～)
2025年8月20日	4～6月期、「米国離れ」の真相～TICデータ～
2025年8月19日	上半期の円の需給環境について～改善傾向～
2025年8月18日	欧州の外交成果が垣間見えた米露首脳会談
2025年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年7月分) 週末版(「家計部門の投資意欲」に腰折れ懸念～「海外→国内」のローテーションはあるか？～)
2025年8月14日	ニクソン・トランプ比較論～争点は「覇権国の管理コスト」～
2025年8月13日	ニクソン・トランプ比較論～恐れるべき結末～
2025年8月12日	過剰反応すべきではないFRB人事の影響力
2025年8月8日	週末版
2025年8月5日	米EU交渉の評価～妥協か、英断か～
2025年8月4日	遂に現れた関税の影響～雇用統計の読み方～
2025年8月1日	週末版(日銀会合を終えて～霧は完全に晴れずも10月利上げが視野に～)
2025年7月31日	FOMCを終えて～年末以降、非常に厄介な状況に～
2025年7月29日	「米国離れ」の検証～5月は過去最大の資本流入～
2025年7月28日	対米投資利益の解釈～「90%取られる」の意味～
2025年7月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月から状況変わらず～)
2025年7月23日	日米関税交渉の合意について～日銀への影響あり～
2025年7月22日	参院選を終えて～現状と展望の整理～
2025年7月18日	週末版(日銀プレビュー～「前門の国内政治、後門の米国政治」～)
2025年7月16日	日本版トラスショック再考～脆弱性は否めず～
2025年7月15日	日本版トラスショック再考～現実味を考える～
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分) 日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貫かれなかった「べき」論～優しさの代償は？～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分) 週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直接投資目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国債格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分) 週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンドートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラウゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編