

ともに挑む。ともに実る。



中期為替相場見通し

2025 年 9 月 30 日

みずほ銀行
国際為替部

目次

【見通しの概要】 P.2

◆ ドル/円相場の見通し～警戒したい欧州からの「貰い事故」～

日米通貨政策の現状と展望～睨みが利かされるアジアの外貨準備～	P.3
日銀金融政策の現状と展望～10 月利上げは堅いのか？～	P.5
米金融政策の現状と展望～可視化される独立性毀損～	P.7
円相場の需給環境について～改善傾向にある需給～	P.9
メインシナリオへのリスク点検～「貰い事故」を警戒したい円金利と日本円～	P.10

◆ ユーロ相場の見通し～改めて考えるユーロの基軸通貨性～

ユーロ圏金融政策の現状と展望について～利上げの機を窺う局面へ～	P.13
ユーロ相場の現状と展望について～改めて考える基軸通貨性の今後～	P.14

【見通しの概要】

チーフマーケット・エコノミスト 唐鎌 大輔

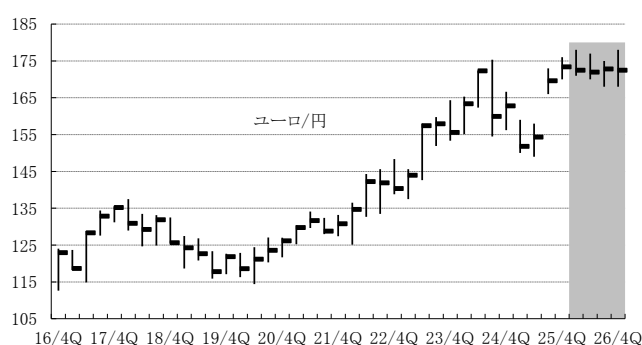
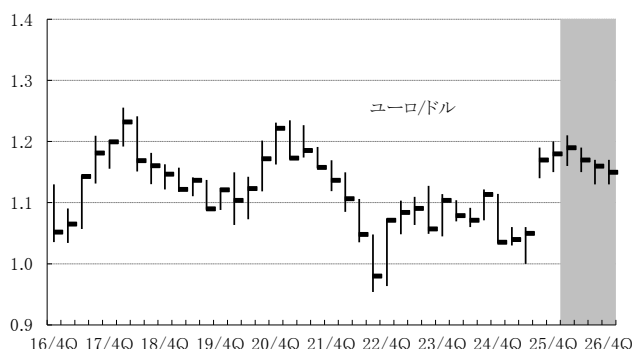
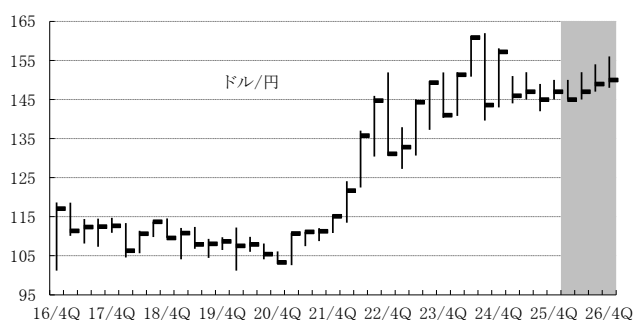
9月のドル/円相場は堅調が維持された。米雇用統計の大幅悪化やこれに伴うFRBの利下げ再開、さらにトランプ政権によるFRBの独立性侵害などドル売り材料が多く重なったものの、円相場の復調には至っていない。多くの通貨は対ドルで堅調だが、円だけは軟調な地合いが続いている。日銀の金融政策は明らかにタカ派色を強め、最速10月の利上げも目されるが、円金利上昇主導で日米金利差が縮小する中でもドル/円相場は下落していない。その理由は1つではないだろうが、本邦政局不安やその結果としての拡張財政路線を警戒した結果、円金利上昇と円安が併存しているとの解釈もある。また、自動車に対するトランプ関税引き上げは9月に始まったばかりであり、その影響を見極めるという点からは10月利上げは難しいとの見方もある。欧州に目をやれば英国を中心に債券市場の脆弱性が増しており、同じく政府債務の大きい日本が「貰い事故」のように円売り・債券売りを食らう恐れがある。円高時代の債券市場のパニックはゼロ金利制約というストッパーがあったが、円安時代のそれは青天井でもあるため、日本市場が抱える予想外のリスクとして構えておきたいものだ。需給環境は相変わらず円売りに傾斜しており、金利差縮小も円高の材料とならない中、予測期間後半の上値余地を見込みたい。

片や、9月のユーロ相場は底堅く推移した。利下げを再開したFRBに対し、利下げ停止およびその先の利上げ再開にまで言及する高官が現れるECBという対照性は際立っており、素直に欧米金利差がユーロ/ドル相場を支える状況である。しかし、それだけではないのかもしれない。今年4月以降に争点化している「ドルの基軸通貨性は毀損しているのか」という問題意識は、「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っており、その対象としてユーロに期待する向きは少ない。軍事的自立性や安全資産の欠如はユーロがドルに劣後する構造的な弱点と考えられてきたものの、遅々たる歩みながらその状況も変わりつつある。欧州再軍備計画に伴って共同債市場が盛り上がっていくのだとすれば、「ユーロの基軸通貨性」もこれまでよりは強化される筋合いにある。現状では「ドルの代替通貨はない」という考え方が支配的ゆえに、無国籍通貨である金が準備資産として台頭しているが、年初来のユーロ相場の堅調は米国から欧州へのローテーションを反映している可能性も否めないだろう。予測期間後半にはFRBの利下げ路線にも限界が見えてくるため、ユーロ/ドル相場の上昇余地も限られると予想するものの、ユーロ相場が構造的に大崩れしない局面に入っている可能性は注視したいところ。

【見通し総括表および為替相場の推移と予想】

	2025年 1～9月(実績)	10～12月期	2026年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期
ドル/円	139.89 ～ 158.88 (148.73)	145 ～ 150 (147)	145 ～ 150 (145)	145 ～ 152 (147)	147 ～ 154 (149)	148 ～ 156 (150)
ユーロ/ドル	1.0125 ～ 1.1918 (1.1721)	1.15 ～ 1.20 (1.18)	1.16 ～ 1.21 (1.19)	1.15 ～ 1.19 (1.17)	1.13 ～ 1.17 (1.16)	1.13 ～ 1.17 (1.15)
ユーロ/円	155.63 ～ 175.02 (174.40)	170 ～ 176 (173)	171 ～ 178 (173)	170 ～ 177 (172)	168 ～ 175 (173)	168 ～ 178 (173)

(注) 1. 実績の欄は9月30日までで、カッコ内は9月30日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照
3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。



◆ ドル/円相場の見通し～警戒したい欧州からの「貰い事故」～

《日米通貨政策の現状と展望～睨みが利かされるアジアの外貨準備～》

共同声明の見どころ

9月12日の日本時間午前、日米財務大臣共同声明が突然発表された。今年4月以降で本格化している日米通商協議は、関税部分は赤澤経済財政・再生担当大臣、為替部分は加藤財務大臣がそれぞれ担うという建付けになっていた。声明文には「為替レートは市場において決定されるべきことで、過度の変動や無秩序な動きは経済や金融安定に悪影響を与えうることを再確認した」と為替レートに関する常套句が盛り込まれており、これ自体はG7やG20の財務相会合で確認されるような内容と大差はない。

実際、加藤財務大臣は「これまでのG7などでの議論をベースとしたもの」、「我々の今までのやり方に影響するものではない」との認識を示している。ゆえに、声明後に大きな相場変動も見られていないが、以下2つの気がかりな論点が記載されていたことは注意が必要かと思われる：

- ① 年金基金等その他の政府の投資主体による海外への投資は、引き続きリスク調整後のリターンや分散化の目的で行われ、競争上の目的のために為替レートを目標とはしないこと
- ② IMFの「外貨準備と外貨流動性に関するデータ・テンプレート」に沿って、月次で外貨準備のデータとフォワード・ポジション、年次で外貨準備の通貨構成を公表すること

双方の論点は直ぐに市場の取引材料となる性質のものではないが、長い目で見れば、外国為替市場において非常に重要な話でもあるため、ここで深掘りしておきたい。

為替政策報告書の予告通り

まず、①は今年6月5日に公表された為替政策報告書で既に問題提起されていた経緯があり、当時の本欄でも注目していた。具体的に6月の報告書では「政府系投資機関（例：公的年金基金）は為替相場を目的として投資するのではなく、リスク調整後のリターンや分散投資を目的とすべき」と今回の声明文と類似の趣旨が明記されていた。この記述を踏まえ、当時の筆者は以下のような問題意識を示した：

- 為替介入を通じた円高誘導は露骨な米国債売りを促す可能性があり、G7協定にも反するが、年金運用を修正させる経路ならばそのようなデメリットは回避できる。おりしも日米関税交渉が行われる中、様々な可能性に思索を巡らせてしまうのは筆者だけではないだろう。「需給面での円売り超過」をメインシナリオにおける主たる材料に据える筆者にとって、今回の為替政策報告書は日銀の利上げペースへの影響もさることながら、GPIFを筆頭とする公的年金の挙動にどのように影響するかが大きなリスクとなるように感じている。

今回の声明文に記載された①にどのような意図が込められていたのか。筆者には知る由もないが、程度の差こそあれ、「日本の公的年金運用が通貨安の一因になっている可能性がある」という思惑が無ければ、このような指摘が出てくる理由はない。過去の本欄でも確認したように、GPIFの基本ポートフォリオにおける外貨建て資産の割合は10年で倍以上に膨らんでいる（次頁図）。結果的に見れば、この修正は運用面からは大きな成功を納めているが、理論的に偏った印象を与える構成となっていることも事実

だ。改めて簡単にその経緯を振り返っておくと、2014年10月31日、黒田体制下の日銀はハロウィン緩和と呼ばれた大規模な追加緩和に踏み切り、年間の国債購入額を10～20兆円引き上げることを決定した。これと同日に GPIF のポートフォリオ変更が発表され、基本ポートフォリオにおける外貨建て

GPIF、基本ポートフォリオの変遷（%、全資産に占める割合）

	外国債券	外国株式	外貨建て資産合計
06～09年度	8	9	17
13年6月～14年10月	11	12	23
14年10月～15年3月	15	25	40
20～24年度	25	25	50
25～29年度	25	25	50

（資料）GPIF

資産比率が23%から40%へ大きく引き上げられ、国債は60%から35%へ引き下げられた。日銀が国債購入を増やすタイミングで GPIF が国債購入を減らし、その代わりに外貨建て資産の購入が増えた以上、米国に限らずとも海外市場参加者が「年金基金を活用した相場誘導」と解釈しても不思議はない。この点、トランプ大統領のドル安志向も相まって「それはもう容認できない」というのが米国側の本音なのかもしれない。表立って米国債売りを伴う円買い・ドル売り介入を催促するとその影響が伝播する可能性はあるが、偏っている年金運用を修正する過程で生じるドル売りならば大騒ぎにもなりにくいという考え方はある（もっとも他国の年金運用に干渉する権利はないが）。

30兆円の円買い？

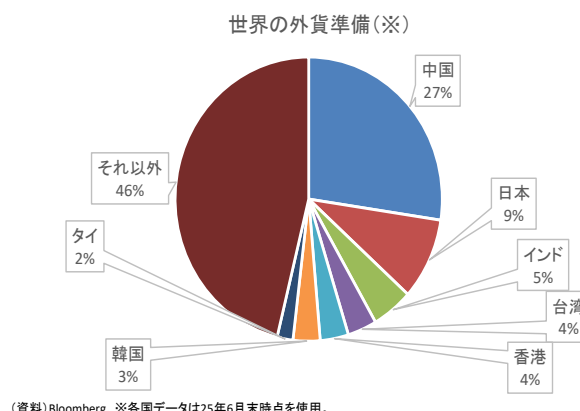
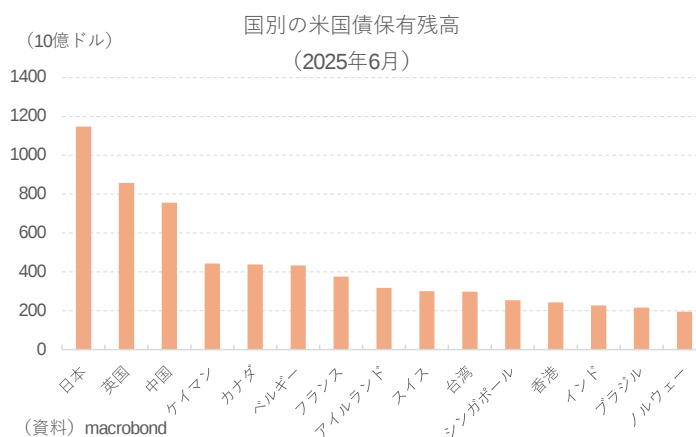
既に GPIF の基本ポートフォリオは2025年度から2029年度の5年間について確定したばかりなので、次回の基本方針変更は2030年度以降になる。その時、もうトランプ政権は任期を終えている。しかし、日米関税協議の中で①のような指摘が明文化されたことに絡めて何らかの動きを想定するならば、「基本ポートフォリオからの乖離許容幅」を上限とする調整はあり得る。例えば、現行計画では「外国債券は±5%ポイント、外国株式は±6%ポイント」の乖離が許容されている（それぞれターゲットは25%）。例えば、外貨建て資産の割合を約▲10%ポイント引き下げるとした場合、現行の総資産（260兆243億円、2025年度第1四半期末現在）を前提とすると約26兆円の円買いが誘発されるイメージになる。

GPIF の基本ポートフォリオは GPIF とセットで注目される主要3共済（国家公務員共済、地方公務員共済、私学共済）を筆頭に他の運用主体にとっても事実上のベンチマークとして機能する側面がある。ちなみに主要3共済の運用残高は約30兆円であるため、ここから▲10%ポイント分の外貨建て資産の売却を想定すれば約3兆円の円買いになる。つまり、GPIF と主要3共済で29兆円程度の円買いというイメージになる。直感的に言えば、こうした30兆円に肉薄する円買いは今次円安局面（22～24年の3年間と仮定）を駆動してきたであろう貿易サービス赤字の累積（▲37.4兆円）を8割方飲み込む巨額のフローということになる。もちろん、短期間のうちにこうしたフローが実現するわけではないが、中長期的な円相場を分析する上で、無視できない論点である。

外貨準備構成通貨の公表を求める意味

次に②の外貨準備構成通貨の公表も興味深い論点だ。これは日本に限った話ではなく、今後、日本を筆頭とするアジア諸国に要求される可能性があるという意味で注目したい。かねて本欄で論じているように、外貨準備構成通貨におけるドル比率は低下傾向にある。せめて親米国家に関してはこのような動きに歯止めをかけたいと米国が考えたとすれば、「定期的に外貨準備構成通貨を公表させる」ことでけん制になると考えた可能性はある。こうした思惑を念頭に置いた場合、世界の外貨準備の6割が集中するア

アジア諸国が当然、要求の対象となりやすいはずである。米財務省の証券投資統計（TIC データ）を踏まえれば、日本は既に世界最大の米国債保有国であるため（右図・上下）、公表義務化によりその状態を定着させ、安定消化に繋げたい考えは当然あるだろう。しかし、それ以上に要求しやすい日本を皮切りにして、そのほかの巨額の外貨準備を保有するアジア諸国（インド、台湾、香港、韓国など）も定期公表に持ち込みたいという狙いはあるかもしれない。そもそもスティーブ・ミラン大統領経済諮問委員会（CEA）委員長（兼 FRB 理事）の論文には「海外保有の米国債満期の長期化（具体的には短期債の長期化、究極的には 100 年債への置き換え）」という戦略項目があった。今回、日米合意において、日本の外貨準備構成通貨の公表が義務化される流れは、関税同様、またもミラン論文に沿った立ち回りだったと理解して良いだろう。実は、より厳密には「米国は 100 年債で高金利を払う傍らで、海外保有の米国債に課税する」というのがミラン論文の目論見でもあった。今後、そうしたびっくりするような提案が出てくる可能性にも一応、構えておくべきかもしれない。



《日銀金融政策の現状と展望～10 月利上げは堅いのか？～》

政治のレームダックを突く ETF 売却

9 月 18～19 日の日銀金融政策決定会合は無担保コール翌日物金利の誘導目標を 0.50%程度で維持することを賛成多数で決定した。高田審議委員と田村審議委員が 0.75%まで引き上げる議案を提出しているものの、反対多数で否決されている。これが 1 つ目の見どころとすれば、もう 1 つの見どころは保有する上場投資信託（ETF）と不動産投資信託（REIT）の売却開始であり、この点は全員一致で決定されている。それぞれの評価と今後への展望をまとめておきたい。

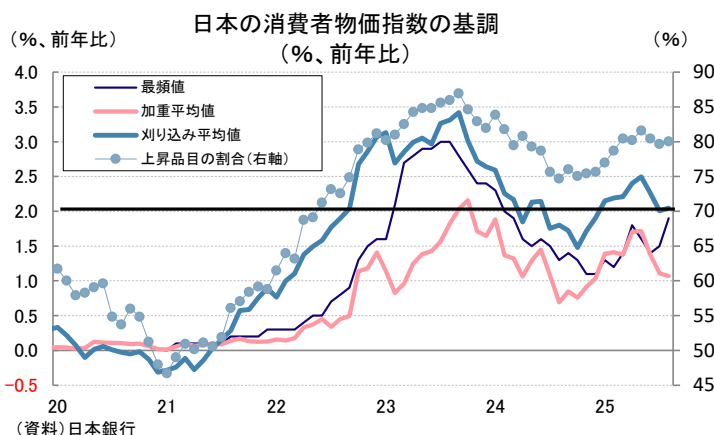
まず、前者について大きな意味を見出そうとする市場参加者は多い。実際、2 名の利上げ提案を受けて 10 月会合への利上げ期待はにわかに高まっており、経済・物価見通し（展望レポート）から大きな乖離がなければ踏み込む可能性は否めない。しかし、現実的には「よくて五分五分」というのが筆者の基本認識だ。この点は詳しく後述する。

後者については年間 3300 億円程度ずつ売却するという基本方針に沿えば、現在の日銀保有 ETF の簿価（37 兆 1862 億円、9 月 10 日時点）を前提とすると売却完了までに 112.68 年の年月がかかることになる。バランスシート正常化にまつわる最後にして最大の砦と考えられていた ETF 売却だが、極めて薄く・広く、その執行に踏み切ることによってその影響が限定されそうである。ETF 売却決定の一報を受けた直後、日経平均株価指数は急落を強いられたものの、その後下げ幅を縮め、平静を取り戻している。このタ

イミシングで決断に踏み切った理由について植田日銀総裁は「マーケットがだんだんと正常化され、そういう措置を続ける必要がなくなった」と明確な言質を与えていないが、株価が連日過去最高値をつけ、政治的にも現政権のレームダック化が進んでいるという環境はとても決断しやすいタイミングだったのではないかとと思われる。その上で 100 年以上の長期にわたるオペレーションということであれば、その影響も極小化されるだろう。

10 月利上げは堅いのか？

ETF 売却は粛々に行われ、今後、そのオペレーション自体も日々の喧騒の中で忘れられていくだろう。問題は利上げの見通しである。今回、2 名の政策委員が利上げを主張したことで「10 月の利上げに動きやすくなった」という声をどう考えるべきか。確かに、政策委員会の足並みが乱れ始めた以上、これに追随するその他委員が現れても不思議ではない。しかし、やはり 10 月利上げについては「よくて五分五分」ではないか。植



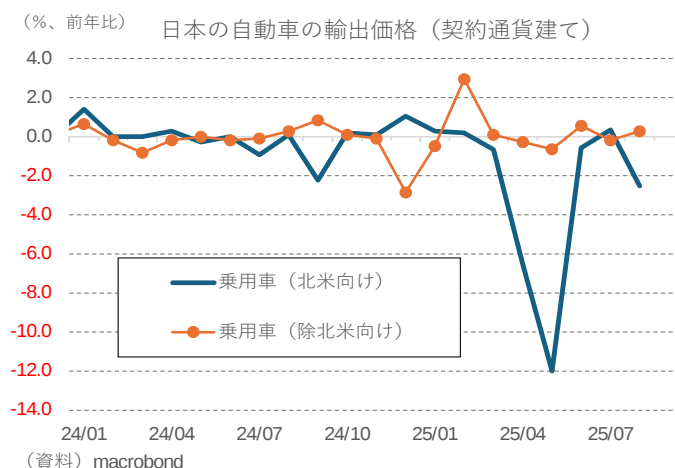
田総裁は基調的物価の現状を尋ねられ、「まだ 2%を少し下回っているが、2%に向けて近づきつつある過程にある。米国の関税政策の影響などがこれから一段と出てくる可能性があり、景気や物価の下振れリスクも意識しないといけな」と回答している。どちらかと言えば、中立からハト派寄りの印象を受ける。高田・田村両審議委員は政策委員会の中でタカ派最右翼であるため、2 人の意見が利上げの号砲となるかどうかは判断が難しい。極めて低い実質金利の中、円安を通じたインフレが日本経済の成長率を実質ベースで抑制しているのは間違いないため、利上げの必要性自体、筆者も両審議委員に同意する。しかし、食料・エネルギーを除く CPI (欧米版コア CPI) は、8 月分が前年比+1.6%と加速しておらず、日銀の捕捉する基調的な物価指標も足許では下向きである (図)。

こうした中、「現状維持を決定した 7 月や 9 月と比較して 10 月が利上げを支持できる環境になっているか」は確証が持てないはずである。少なくとも直近の正副総裁の言動を踏まえる限り、12 月もしくは次回の展望レポート回である 1 月まで様子見という可能性も十分残る。実際、本稿執筆時点における金融市場の織り込みは 10 月が 68%、12 月が 81%、1 月が 99%、そして 3 月が 112%という状況にあり「半年以内に 1 回」という織り込みにとどまる。仮に、物価情勢が現状と大差ないにもかかわらず、10 月利上げに踏み切るとすれば、高田・田村両審議委員の主張を合成し「既に物価が上がらないノルムが転換しており、『物価安定の目標』の実現は概ね達成されていると考えられる中、足許ではむしろ物価上振れリスクも膨らんでいる。こうした状況下、現行の政策金利を中立金利に接近させる必要性が増していると判断した」といった趣旨などが考えられる。従前との連続性はともかく、この趣旨自体は賛同できる。

10 月なら関税の影響は読めるか？

とはいえ、その趣旨に照らしても追加利上げは 12 月会合が最速ではないか。そもそもトランプ関税の

影響が可視化されるのはこれからだ。既報の通り、自動車関税の取り扱いが固まったのは9月に入ってからであり、実務的な話をすれば、本当に25%から15%へ引き下げが行われたのは9月16日からである。こうした方針が決まるまでの間、日本の自動車業界は関税の影響を契約通貨（現地通貨）建て価格の引き下げという一時的な手段で乗り切っていたと推測される。これは北米向けの乗用車価格指数が5月に急落した動きからも恐らく正しい推測だろう（図）。交渉途中のヘッドラインに応じて現地



の販売価格を機動的に修正するわけにはいかないのだから、「ひとまず追加関税分は自社で引き受け、現地通貨建ての価格は横ばいとする」という立ち回りが企業として合理的な戦略だったのは理解できる。

しかし、日米合意が一応の決着を見た今、ここから先、日本の自動車企業は15%関税を踏まえ、①契約通貨建て価格の引き上げで企業収益を確保しようとするか、②（引き下げ済みの）契約通貨建て価格の据え置きで輸出数量を確保しようとするか、の2択を迫られる。①の場合、輸出数量の減少を通じた企業収益の減少が懸念される。一方、②の場合は輸出数量が横ばいでも売上と共にやはり企業収益の減少が懸念される。結局、15%の追加コストを課せられる以上、企業収益が下振れるという事実か逃げることはできないのである。こうした状況を勘案すると、2026年度の名目賃金引上げは決して盤石ではないという話になる。賃金・物価の好循環を追求する日銀にとって非常に都合の悪い話であろう。そのような展開をどの程度、懸念すべきなのかは10月末時点で判断がつかないのではないかな。

当面の企業周りの重要な計数として10月1日には日銀短観、11月には主要企業決算、12月には冬の賞与などがある。12月に決断する方が追加利上げの説明が容易ではないだろうか。筆者は追加利上げの時期に関するメインシナリオとして12月、次点で10月、その次に2026年1月という想定を抱いている。いずれにせよ、1月展望レポートまでに0.75%までの引き上げが行われると構えておきたい。

《米金融政策の現状と展望～可視化される独立性毀損～》

トランプ派もミラン理事に同調せず

9月FOMCは市場予想通り、FF金利誘導目標を4.00～4.25%へ9か月ぶりに▲25bp引き下げた。早期就任に漕ぎつけたミラン新理事が▲50bpの大幅利下げを主張して反対票を投じているものの、こうした挙動も市場で予想されていたものだ。それよりも短期間とはいえ、政府の要職である大統領経済諮問委員会（CEA）委員長の職を兼任しながら中央銀行の理事として1票を投じるという行為はどう考えても不適切であり、その事実だけでドル相場を押し下げる話に思える。

さておき、パウエルFRB議長は記者会見で労働市場に関して「堅調だとはもはや言えない」と述べ、高インフレと雇用の減速が同時に懸念される状況を「極めて異例」と表現した。こうした説明も大方の想定通りだが、次期FRB議長候補として、端的にトランプ派の執行部として名前の挙がるボウマン副議長とウォラー理事がミラン理事への同調を避けたのは興味深い。スタグフレーションに対するリスク感覚の違いとも言えるが、議長就任後の説明の一貫性に配慮したのかもしれない。

ドットチャートもミラン理事に追従無し

メンバーによる経済・物価見通し(SEP)は成長率がやや上方修正、失業率と物価は横ばいという仕上がりだった。これは政策金利見通し(ドットチャート)に反映されている(今回を含む)複数回の利下げを勘案した結果と解釈すれば納得できないことは無い。ドットチャートからメンバーの挙動を汲み取ると、▲25bpの追加利下げをあと2回見込むメンバーが9名でこれ

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2025	2026	2027	2028	Longer run
Mar-24	3.875%	3.125%	—	—	2.5625%
Jun-24	4.125%	3.125%	—	—	2.7500%
Sep-24	3.375%	2.875%	2.875%	—	2.8750%
Dec-24	3.875%	3.375%	3.125%	—	3.0000%
Mar-25	3.875%	3.375%	3.125%	—	3.0000%
Jun-25	3.875%	3.625%	3.375%	—	3.0000%
Sep-25	3.625%	3.375%	3.125%	3.125%	3.0000%

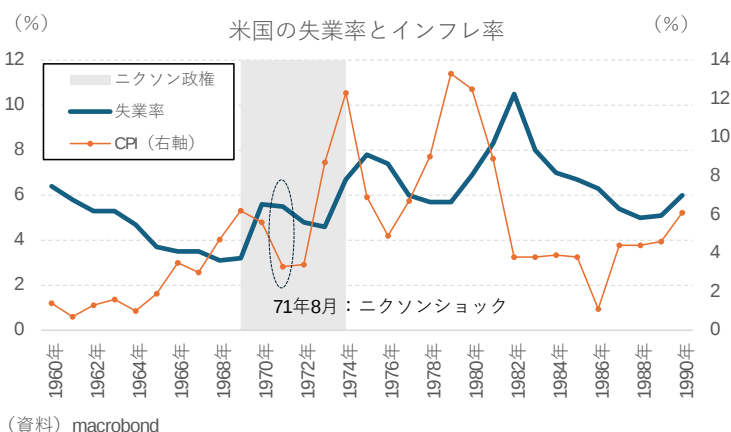
(資料)FRB

が中央値となる。なお、年内に中立金利である「2.75～3.00%」まで引き下げ、要するに今回を含めて▲50bpの追加利下げを3回主張しているメンバーも確認されているが、これは当然、ミラン理事だ。

なお、2026年にかけて中立金利以下の政策金利を希望するという方針はベッセント米財務長官も口にしていたものであり、ドットチャートにその政府方針を明確に反映させたと言ったところだろう。政府と中銀の境界線が徐々に、しかし確実に薄くなっていくことを示す挙動である。もちろん、金融市場は中央値に沿って期待形成を進めるため、現状が続いたとしても大きな問題にはならないかもしれない。しかし、正副議長までこのような色に染まっていくと中央値の修正に至る可能性は出てくる。今回のFOMCは総じて予想通りであったが、従前懸念されていた中銀独立性の毀損が可視化されたという意味で重要な会合になっているようにも感じられた。

やはり思い返されるニクソン政権

現在、FRBが問われているのは「スタグフレーションに対して利下げと利上げのいずれで対応すべきなのか」という論点である。前年比+3%近傍で推移するインフレ率を横目に中立金利以下まで政策金利の引き下げを要求する米政府の意向は中長期的には望まぬ金利上昇とドル高を引き起こす恐れを孕んでいる。この点、過去の本欄では、かつてのニクソン政権が同様の政治的圧力を時のバーンズFRB体制にかけた結果がプラザ合意にまで及ぶドル高



(資料) macrobond

(と金利上昇)をもたらしたという歴史的経緯を確認した。ニクソン政権も低金利とドル安による実体経済の復調を企図したが、結果的に失業率もインフレ率も上がるという悲惨な状況に陥った。政治的には厳しい決断だが、まずはインフレ率の抑制を確実なものにすべく、中立金利以上となる現行の政策金利水準を維持しながら様子見を行うというのが中銀としての合理的な初手になるのではないかと。

それはもちろん、来年に中間選挙を控えるトランプ政権にとって受け入れられない不人気な施策だが、

不人気だからこそ独立性が担保された FRB が賢明な判断を下すことが求められるはずである。

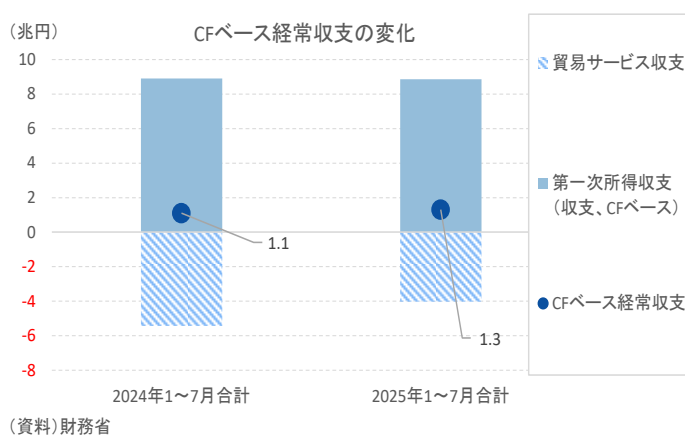
ちなみにニクソン政権がバーンズ FRB 体制に利下げを迫った背景にもニクソン大統領の再選を睨んだ政治的意図が働いていたとの評論がもっぱらだ。現状の利下げはまだ「中立金利以上の水準」を維持しながら調整しているだけであるため、大きな懸念はない。しかし、新議長の下での政策運営がニクソン政権の二の轍を踏むことは無いのか。2026 年を占う上での重要論点の 1 つである。

《円相場の需給環境について～改善傾向にある需給～》

円の需給環境はほぼ昨年と同じ

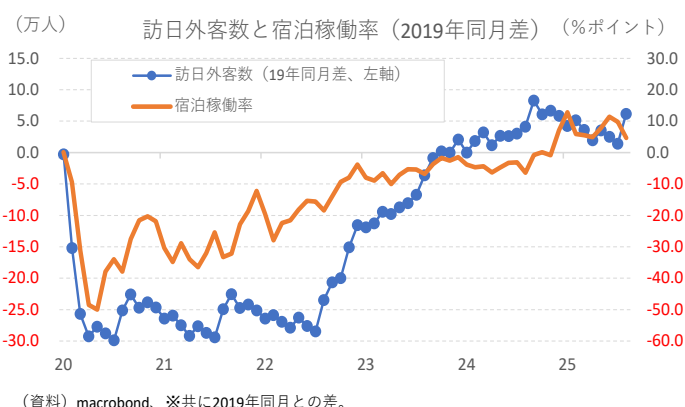
9 月のドル/円相場は決定的な材料を得られず、方向感に乏しい動きが続いた。本邦政局や FRB の利下げにまつわる情報が交錯する中、これといった手がかりを見定めるのが難しい地合いであるため、こうした状況でこそ需給構造の変化を中心として大所高所に立った視点を忘れないでおきたい。9 月 8 日には本邦 7 月国際収支統計が公表されている。経常収支は相変わらず第一次所得収支黒字を主軸として大幅黒字が続いており、1～7 月合計では約+17.2 兆円と過去最大であった昨年を更新する勢いにある（ちなみに昨年 1～7 月合計では約+16.7 兆円）。

もともと、1～7 月合計に関し、筆者試算のキャッシュフロー（CF）ベースで見れば年初来で+1.3 兆円程度の黒字に留まっており、このイメージは円安が続いていた昨年と大きく変わっていない（図）。引き続き「統計上の黒字」は大きくても「実務上の CF」はそうでもないという実情があるという事実は押さえておきたい。この上で国内から海外への対外証券投資や対外直接投資など金融収支側の動きも考慮すれば、やはり円売り超過の需給構造は変わったとは言えず、日米金融政策格差が顕著に縮小しても円安が解消されていない一因と考えるべきだろう。



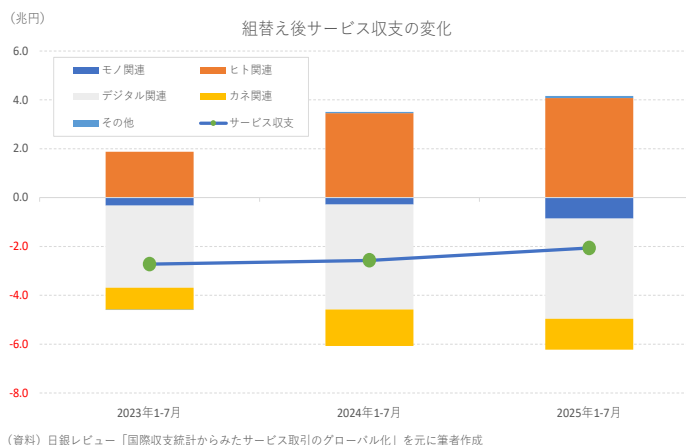
インバウンド頭打ちの影響

なお、円需給への影響という意味ではインバウンド需要を巡る近況も気になりである。観光庁が発表した 7 月宿泊旅行統計によれば、国内のホテルや旅館など宿泊施設における延べ宿泊者数は前年同月比▲1.4%と 2 か月連続のマイナスとなり、外国人、日本人のいずれも宿泊者数が前年割れとなっている。外国人の宿泊者数について言えば、7 月は前年比▲2.5%であった。2024 年以降、パンデミック以前を超える訪日外客数の勢いが見られてきたが、2025



年に入ってから頭打ちは指摘せざるを得ず、また宿泊稼働率自体もやはり頭打ちだ（図）。この背景としては円安がピークアウトしていることや海外経済環境の失速を指摘するのが王道と思われるが、6～7月に限れば、日本における大地震発生の噂も SNS を中心に大きく注目された。

理由はどうあれ、インバウンド需要の頭打ちが見えてくれば、旅行収支黒字の減退を通じて円の需給環境にも大いに影響がある。図に示すように、年初来1～7月合計のサービス収支赤字は▲2兆657億円と去年同期（▲2兆5705億円）から若干改善しているが、膨らみ続けるデジタル赤字をインバウンド（ヒト関連）黒字で打ち返す姿は不変だ。上述したように、インバウンド需要の頭打ちが事実だとすれば、増勢を続けるデジタル赤字に押される格好でサービス収支赤字全体も増勢基調に入ることになる。



（資料）日銀レビュー「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」を元に筆者作成

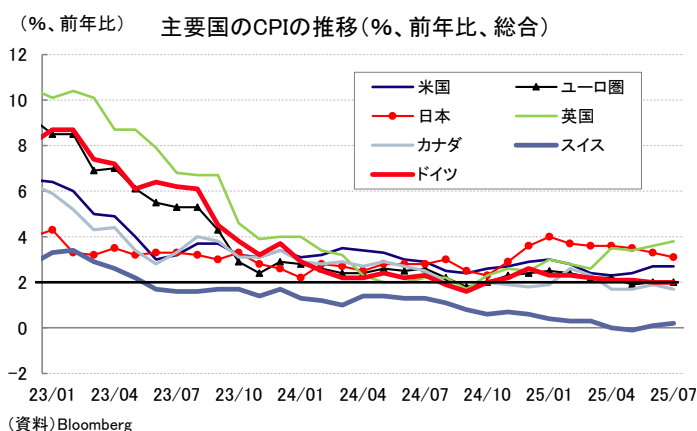
現時点の国際収支統計からはその傾向を汲み取ることができないものの、デジタル赤字が何らかの理由で縮小しない限り、その未来は高い確率で実現するはずである。近年、デジタル赤字がトレンドワードになったことで誤解されやすいが、デジタル赤字は足許の円安要因ではなく、こうしてサービス収支赤字の規模を徐々に、しかし確実に規定していくという長期的な円安要因と考える方が正しい。

もっとも、デジタル赤字は為替の変動要因である以前に、日本経済に嵌められた半永久的な足枷としてその課題を検討する姿勢の方が余程大事である。過去の本欄でも論じたように、筆者は原油と似たような財・サービス輸入と位置付けた上で、日本経済が背負う恒久的なコストとして向き合うべきだと思っている。「それが円安に関係あるかどうか」という些末な論点ではなく、日本経済の形を検討する上での重要論点としてデジタル赤字問題を含む、日本の国際収支の構造変化を継続的に分析していきたい。

《メインシナリオへのリスク点検～「貰い事故」を警戒したい円金利と日本円～》

にわかに高まる英国懸念

欧州の債券市場で不穏な報道が増えている。9月はフランスの政局不安から同国の10年債利回りがイタリアのそれを凌駕するという動きが注目を集めた。これは1999年以來の出来事である。こうしたフランスの動き以前に英国の債券市場も断続的な注目を集めており、9月2日、英国債の10年物利回りが一時4.85%を突破したことが話題になった。これは2022年9月のトラスショック時を上回る水準だ。ちなみに本稿執筆時点（9月30日時点）では4.70%と依然高止まりしている。なお、ユーロ圏の10年債利回りに目をやると、政局不安に揺れるフランスおよびイタリアが3.53%、スペインが3.26%、ギリシャに至って



（資料）Bloomberg

は3.38%である。「解放の日」以降、財政懸念がテーマ視される米国でも4.14%だ。英国の債券市場が先進国の中でも特に強いストレスに晒されているのは間違いないだろう。その背景は様々な視点から議論可能だが、一言で言えば同国に対するスタグフレーション懸念が大きい。英国のインフレ率（CPI 総合で議論）は2024年いっぱいをかけて+2%近傍まで鈍化したものの、2025年に入ってから明らかに底打ちし、加速している。最新8月分は+3.8%とG7でも突出して強い伸びを示している。しかし、物価の騰勢とは裏腹に成長率は鈍化しており、2025年4～6月期の実質GDP成長率は前期比+0.3%と1～3月期（同+0.7%）から明確に鈍化している。

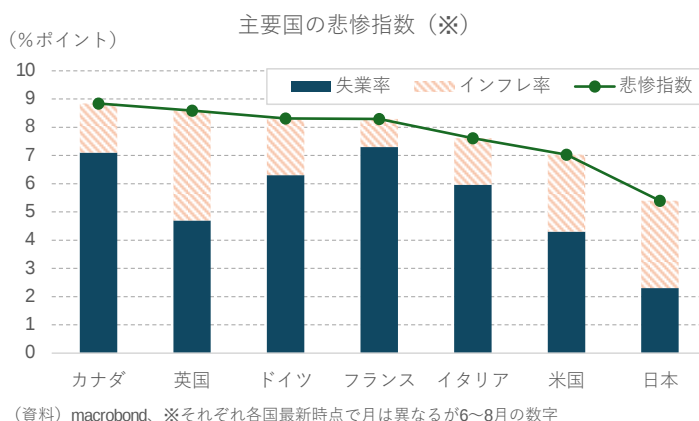
こうした状況下、イングランド銀行（BOE）の「次の一手」は利下げとの観測が強まっており、文字通り、「不況下の物価高」であるスタグフレーションへの対応モードに入っている。BOEのMPC（金融政策委員会）メンバーであるテイラー氏は9月3日、英議会の財務特別委員会に対する年次報告書において「（英経済は）現在ソフトランディングに近づいている。しかし、脆弱な局面にあるため、この軌道を維持するために今後数か月間、金融政策を慎重に調整する必要がある」と述べている。目先のインフレ率の騰勢を脇に置いたとしても、実体経済を下支えするために利下げが正当化されるという姿勢である。ちなみにテイラー氏自身は8月のMPMで▲50bpの利下げを支持していた（8月MPCは史上初の2回投票が行われ、1回目で▲50bp、2回目で▲25bpを支持していた）。

なお、こうした状況を踏まえ、1976年の再来、すなわちIMFへの国際金融支援（bail out）の可能性を気にする向きも増え始めている。もっとも+20%を超えるインフレ率とマイナス成長、これに伴うポンドの急落、新規国債発行の難航などに見舞われていた当時と現在ではかなり距離がある。スタグフレーションであるという事実は共通しても、コストは高くとも市場からの資金調達が続いている以上、IMF支援はやや飛躍のあるストーリーではないかと思われる。

悲惨指数で見る日本の立ち位置

もっとも、金融市場の値動きにとって「本当にそれが正しいのか」は重要ではない。多くの市場参加者がそのナラティブを信用すれば資産価格は動く。今年に入ってから英国以前に米国でも財政リスクを意識した金利上昇が頻発しており、FRBへの人事介入に絡めてドルや米国債への信認は引き続き重要なテーマであり続けそうだ。こうした中、英米の債券・為替市場が異例の緊張感を強いられる中、日本が無関係を貫けるだろうか。程度の差こそあれ、スタグフレーションの様相を呈しているのは多くの先進国に共通しており、英国の混乱が日本に飛び火する可能性は一考に値する。

例えば悲惨指数（失業率+インフレ率、数字は各国最新時点）で見た場合、カナダ、英国、ドイツの順に高く、日本は最低である。しかし、これは日本型雇用を前提とした極めて低い失業率の結果でもある（図）。インフレ率だけで見た場合、英国の次に高いのが日本であり、その次に米国と続く。「日本型雇用を前提とした極めて低い失業率」については人手不足を背景としてその持続可能性に疑義が生じており、どこまで



肯定的な評価を与えるべきなのかは議論の余地もあるだろう。高止まりする物価が実質ベースでの成長率を抑制するというスタグフレーションの苦しみを日本も目下、味わっている最中であり、英国の惨状から日本のそれを連想する市場参加者も少なくないはずである。

警戒すべき「貰い事故」のリスク

元より「終わらない円安」に日本が悩んでいることも考慮すべきである。というのも、「円高時代のパニック」と「円安時代のパニック」は債券市場への影響が決定的に異なるからだ。「円高時代のパニック」は金利低下（債券高）を伴うが、これにはゼロ金利制約があった。だから慢性的な円高に苦しめられてきた日本経済はそれと整合的に超低金利環境を常に享受してきたのである。しかし、「円安時代のパニック」には金利上昇（債券安）が青天井のリスクとして付いてくる。当然、投機的な収益機会をもたらしやすいのは「円安時代のパニック」の方であり、債券市場も巻き込まれる公算が大きい。英国の危機をフックとして日本のそれを仕掛けようという思惑はあっても不思議ではない。

こうした中、筆者は英国市場の混乱を「対岸の火事」と切って捨てるのは危ういと感じている。もちろん、経常黒字に象徴される対外経済部門の頑健性に鑑みれば、日本が英国から「貰い事故」のように財政リスクを理由とした金利上昇や通貨安を強いられる筋合いにはない。しかし、今年4月以降、「財政リスクを理由とした円売りと日本国債売り」はパターン化している雰囲気もある。昨年の衆院選や今年の参院選はその前後で円安と円金利上昇が併発した。その理由として与党敗北による政局流動化と、それに伴う拡張財政路線への懸念は頻繁に持ち出されていた。その真偽や妥当性はさておき、過去、日本の国政選挙が取引材料となることは極めて稀だったことを思えば、やはり不穏な雰囲気を感じるべきであろう。

繰り返しになるが、投機的な仕掛けを講じる向きからすれば、「理論的に正しいかどうか」はあまり重要ではない。過去の本欄で繰り返し論じているように、伝統的に防火壁と考えられていた経常黒字はCFベースで見れば意外と小さく、対外純資産の半分以上も恐らくは戻ってこない直接投資で構成されてしまっている。諸条件を踏まえ「攻めてみる価値はある」という思惑は浮上してもおかしくない。海外主要国における財政リスクがテーマ化される際、そこから「貰い事故」のように円安と円金利上昇が加速する可能性は1つのリスクシナリオと考えておきたい。

◆ ユーロ相場の見通し～改めて考えるユーロの基軸通貨性～

《ユーロ圏金融政策の現状と展望について～利上げの機を窺う局面へ～》

足並み揃う ECB と市場の期待

9月のECB政策理事会は預金ファシリティ金利を含む主要政策金利を2会合連続で据え置いた。市場予想通りの決定であり、波乱はない。ラガルドECB総裁の会見も利下げの連続性を否定する内容であり、この点も市場予想と大きな乖離はなかった。ECBの「次の一手」については、金融市場もECB自身も「当面は現状維持」で期待形成が進んでおり、米EU関税合意が一応の決着を見た今、これを覆すだけの材料は想定されない状況にある。利下げ局面の終了については、1番目の記者が「エコノミスト達は緩和サイクルが終わったと信じているが、それは正しいか」といった趣旨の質問を行っている。これに対しラガルド総裁は第一声で「これを言わせてください。デフレーションプロセスは終わりました (Let me say this: the disinflationary process is over)」と断言している。かなり率直な物言いと言えるだろう。もっとも、政策経路を事前に決め打ちするものではないとの発言も見られており、「私はタカ派でもハト派でもなく、フクロウ派 (I'm neither a hawk nor a dove, I'm an owl)」という2019年の就任会見時に注目された発言を持ち出している。利下げが終わることを認めつつ、リスクヘッジは怠っていない。

なお、「フクロウ」はギリシャ神話における「知恵の象徴」であることに加え、首を270度回転して周囲を確認することができる。今回の会見でもラガルド総裁は「自分の周りで起こるあらゆる出来事を見たい。360度ではありませんが、見渡せる範囲は広く、すべての同僚の意見を聞いた上で結論を出したい」とフクロウの比喻に重ねて強調している。

スタッフ見通しも不変

これほど自信を持って「次の一手」を示唆する背景には不透明感の後退があるわけだが、実際、スタッフ見通しは前回(6月)時点からほぼ不変である。見通しに沿って現実が推移する中、金融政策の修正も不要というがECBの基本認識だろう。2025～2027年に関し、ユーロ圏消費者物価指数(HICP)の見通しは+2.1%/+1.7%

ECBのスタッフ見通し(2025年9月)

(%)

	2025	2026	2027
消費者物価上昇率(HICP)	2.1	1.7	1.9
(前回:2025年6月)	2.0	1.6	2.0
コアHICP	2.4	1.9	1.8
(前回:2025年6月)	2.4	1.9	1.9
実質GDP	1.2	1.0	1.3
(前回:2025年6月)	0.9	1.1	1.3

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は2025年は1.13、26-27年にかけて1.16。

※コアはエネルギー・食品を除く

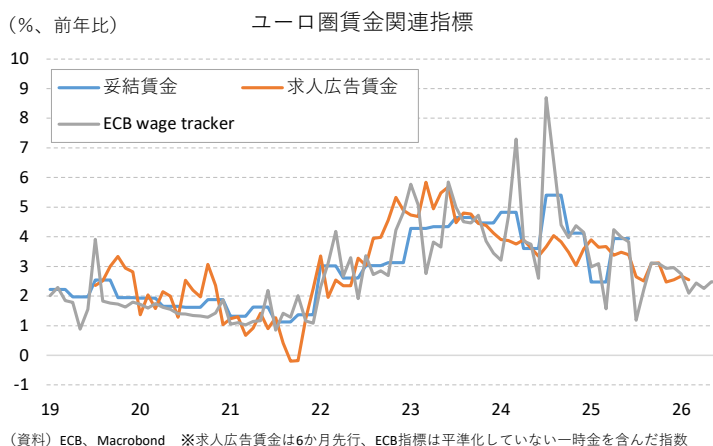
+1.9%と前回見通しから2025年と2026年は+0.1%ポイントずつ、2027年については▲0.1%ポイント引き下げられている。会見では2027年の下方修正に伴って「2年連続の2%割れ」となる事態をどう理解すべきかと質す記者も現れた。この点、ラガルド総裁は2027年の下方修正の背景として「為替レートの変動による影響と、それが通常持つ遅延効果によるもの」と述べ、その影響は長期にわたるものではないため「必ずしも特別な動きを正当化するものではない」と説明している。年初来のユーロ相場は対ドルで+13%以上、名目実効為替相場でも+6%以上上昇している。輸入物価の押し下げを通じて域内のインフレ率が押し下げられるとの説明に違和感はない。唯一、リスクがあるとすれば、2025年10～12月期以降から2026年いっぱいにかけて、ECBとFRBの政策方向が真っ向から対立するため、さらなるユーロ高がHICPを押し下げる展開は否定できないということだろうか。次回以降の見通しの注目点である。

次のテーマは債券市場への配慮

9月初頭には、既に一部の ECB 高官（シュナーベル理事）が利上げ局面の再開まで言及する状況にある。会見ではこの点を指摘する記者も現れたが、ラガルド総裁は「リスクは上にも下にもある」とお茶を濁し、明確な発言を避けた。もちろん、利上げムードが醸成されるとしても 2026 年下期以降の話と考えられるが、まずは局面としての利下げは終わり、当面は現状維持を基本路線とするモードに入ったことはある程度確かなのだろう。7月会合の議事要旨でも表現された通り、当面は現状維持を「堅実な対応（a robust approach）」として事態を乗り切るはずである。

むしろ、今後の不安は債券市場への評価だ。後述する英国に象徴されるように、世界的にはスタグフレーション下で突発的に警戒される債券市場の大崩れを如何に回避するかが重要な視点となりつつある。今回の会見でも政情不安に揺れるフランスの国債市場に対し TPI（Transmission Protection Instrument、伝達保護措置）の発動は検討しないのかという質問が出ている。既に多くの市場参加者は忘れているだろうが、2022 年 7 月の ECB 政策理事会では主にイタリアの政情不安を背景とした無制限の国債購入を可能とする TPI が導入された。TPI は国債発行が困難となるほど追い込まれた状況に対し使用可能となるツールであるため、今のフランスに適用するには過剰な措置と考えられるものの、債券市場の脆弱性が政治・経済の両面から懸念される状況が強まっているのは事実だろう。

既に英国の例を挙げたように、債券市場の脆弱性に注目が集まりやすくなっている。ユーロ圏を含め世界的にインフレ率の底打ちが懸念される中、インフレに寛容な財政・金融政策は今後ハードルが高くなってくる可能性があるだろう。この点、インフレ高止まりを尻目に实体经济への配慮から利下げに傾倒しようとしている BOE は危うい運営と見受けられ、実際、債券市場からは厳しいリアクションが見られている。ユーロ圏はどうだろう



うか。雇用・賃金情勢に先行する求人広告賃金や ECB 賃金トラッカーの動きから察する限り（図）、当面の域内インフレ率は下げ止まりが視野に入っており、インフレリスクの上振れを招きかねない利下げに着手する必要はない。この辺りの見通しは今回の政策理事会でも議論されたはずである。「基本は現状維持で、利上げ着手の機を窺う」というのが今後 1 年の ECB に課せられた課題になりそうだ。繰り返しになるが、この点は「あと何回利下げできるか」が争点になる FRB と大きな差がある。かかる状況下、欧米金利差の観点からユーロ/ドル相場は底堅さが維持できるというのが本欄の骨子である。

《ユーロ相場の現状と展望について～改めて考える基軸通貨性の今後～》

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動きに伴い「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くない。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。

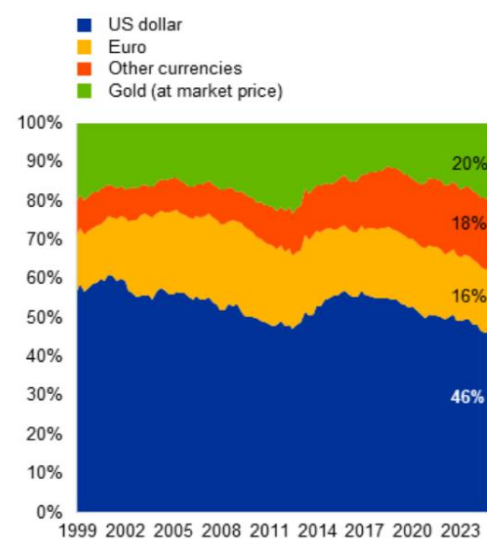
論考を踏まえる限り、「ドルー強体制が揺らいでいる今こそ、ユーロが国際通貨として役割を拡大できる好機」との思惑は明らかに抱かれている。しかし、「ドルの自滅によって自動的にユーロが浮上する」というほど楽な話ではなく、あくまで「自ら勝ち取るべき (it must be earned)」と断じている。これはかねて本欄で確認しているように、世界の外貨準備におけるドル比率低下に伴ってユーロ比率が殆ど上がってこなかった経緯を踏まえれば至極当然の姿勢だろう。現在の取引量がドルに次いで大きいからと言って、自動的に選んで貰えるわけではなく、「ユーロの保有はここまで」と見限っている投資家も存在するだろう。こうした趣旨の主張はラガルド総裁が記者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、「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である。

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、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

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

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」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、現実とは異なってきた。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

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

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、その決裁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。なお、この背景には米国とサウジの密約があったとも言われているが、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という意味では必然の展開だったという見方もできる。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。

いずれにせよ、今日、人民元など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おらず、結果としてドル一強体制も健在である。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）。人民元も一帯一路構想などを経て決済圏を拡げているが、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）。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。ドル一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ろう。事実、ドルの外貨準備比率は低下しているし、金のそれも上昇している。通貨体制の修正を察知する動きは少しずつではあるが始めている。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。これまでは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だろう。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。