

基礎研 レポート

ドル離れとユーロ —地位向上を阻む内圧と外圧—

経済研究部 常務理事 伊藤 さゆり

(03) 3512-1832 ito@nli-research.co.jp

1—はじめに

第2期トランプ政権（トランプ 2.0）の関税政策は、第2次世界大戦後、自らが中核となって形作ってきた自由貿易体制の根幹を揺るがしている¹。

戦後秩序のもう1本の柱であるドルを基軸とする国際通貨体制は、これまでのところ、トランプ 2.0 の直接の攻撃対象とはなっていない。しかし、米連邦準備理事会（F R B）のパウエル議長への利下げ圧力やF R B理事の人事への関与は、長期的な成長に重要な物価の安定に有効とされる中央銀行の独立性に対するあからさまな干渉であり、ドルの信認を傷つける動きと見ることができる²。

欧州中央銀行（E C B）のラガルド総裁は、25年5月の講演³で「変化の瞬間はチャンスの瞬間でもある。現在進行中の変化はグローバルなユーロの瞬間の幕開けとなる」と述べている。

トランプ 2.0 の米国の変容は、ユーロの地位向上の好機となるのだろうか。以下では、ドルとユーロの国際通貨としての地位に関わる政策の動きや、市場の反応、米欧の識者らの論調を踏まえつつ、この問いに答えてみたい。

2—トランプ 2.0 の政策とドルの信認

1 | ドルの優位性

（1）ドルの支配的地位を支える要因

現在の国際通貨体制において、ドルは基軸通貨の役割を果たしている。ドルは現存する通貨のうち、Claeys and Wolf（2020）による歴史的に支配的な役割を果たした通貨の7つの特徴（図表1）のすべてを満たす唯一の通貨である。ドルの役割は、経済規模や貿易に占める米国の地位に比べて遥かに大きく（図表2）、「非対称性」が観察される。

こうしたドルの役割の大きさは、第2次世界大戦後のブレトンウッズ体制で基軸通貨として位置づけられたことによる「ネットワーク外部性」や「慣性」（国際通貨としての利用度が高まれば利便性も高まり、その地位が維持される）から説明することもできよう。Eichengree らは⁴、実証分析に基づい

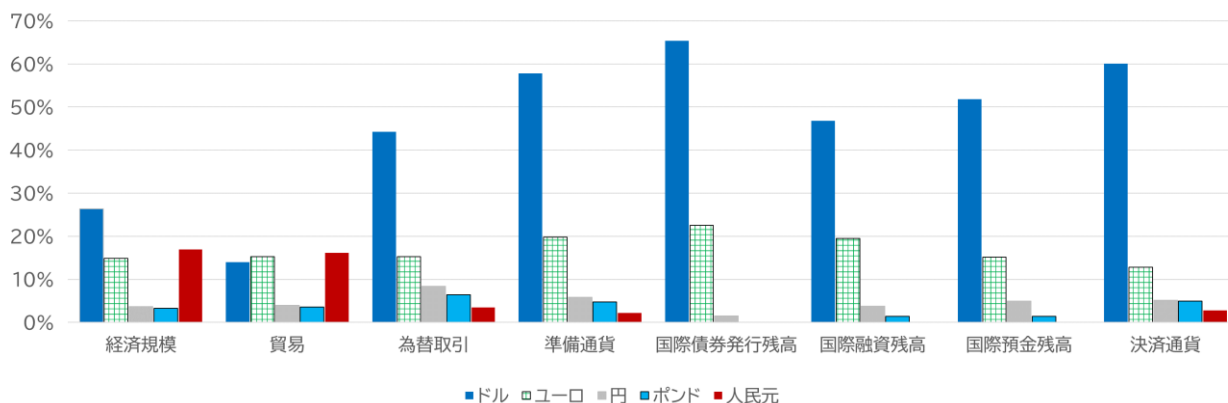
て、準備通貨としての保有に占めるドルの割合は、米国が同盟・安全保障面で果たしている役割の大きさによって説明できるとしている。

図表 1 歴史的に支配的な役割を果たした通貨の 7 つの特徴

	ドル	ユーロ	円	人民元
①経済規模	○	○	×	○
②資本移動の自由	○	○	○	×
③国際通貨の役割を果たすことへの通貨当局の意思	○	○	○	△
④金融政策、金融システム、財政、制度、政治、司法などの安定性	○	○	○	△
⑤大規模かつ弾力的な安全資産の提供能力	○	×	△	△
⑥発展し流動的で深みのある金融市场	○	△	△	△
⑦強力な国家を裏付けとする地政学的、軍事的な強大なパワー	○	×	×	○

(資料) 7 つの特徴は Claey's, G. and G.B. Wolff (2020) による。×は支配的通貨となる上で重大な制約と考えられる項目、△は米国に比べて劣後していると思われる項目 (筆者の評価)

図表 2 世界経済・貿易に占める各国・地域の地位と国際通貨としての利用状況



(注) 圏内取引を含まない狭義の定義。為替は合計 200% を 100% としてシェアを算出

時点は為替は 22 年 4 月時点、その他は 24 年末

(資料) 国際通貨基金 (IMF)、CEPII (フランス国際経済予測情報研究所)、国際決済銀行 (BIS)、SWIFT (国際銀行間通信協会)

(2) 国際通貨としての人民元とユーロの欠点

国際通貨システムと世界の経済・貿易構造との「非対称性」は、ドルに比肩する国際通貨の不在によってもたらされてもいる。

中国は、2000 年代に 7 つの特徴の基盤とも言える①の経済規模で急激に世界的なプレゼンスを高め、2010 年には日本を、2018 年にはユーロ圏を上回り、米国との差も縮めた。貿易 (輸出+輸入) の規模では、米国、ユーロ圏 (除く域内貿易) を上回っている。その一方、国際通貨としての人民元の利用割合は遥かに低く、国際通貨の世界では日中の逆転も生じていない。人民元の国際通貨としての利用

度が低い最大の理由は、金融政策の独立性や為替政策の安定性を重視する立場から、②の資本移動の自由を制限していることにある。③国際通貨の役割を果たすことへの通貨当局の意思はあるが、貿易決済通貨や一帯一路圏内などの選択的な領域で利用を推進する構えである。

ドルとユーロの地位も、経済規模や貿易に比べて差が開いている。ユーロは7つの特徴のうち、①～④は満たすが、政治・財政の統合を欠く単一通貨であるために、国債市場が分断されており、⑤の大規模かつ弾力的な安全資産の提供能力を有していない。金融システムは銀行を中心とする間接金融主体であるため、米国に比べると⑥の金融市場の発展度や流動性、深さも劣る。欧州の安全保障は、米国を主軸とする集団防衛・安全保障のための軍事同盟・北大西洋条約機構（NATO）が担い、EUに連なる欧州の統合は、通商・経済・通貨・金融政策などの面で進展してきた。現時点では、ユーロに⑦の地政学的、軍事的に巨大なパワーの裏付けはない。

2 | トランプ 2.0 の政策の潜在的な影響

（1）通貨の信認への影響

トランプ 2.0 は、反リベラル・エリート、反テクノクラート、反グローバリズムの姿勢をとっている。米国が中心となって形成した第2次世界大戦後の国際秩序は、米国に過度な負担を強いてきたと見ており、破壊を厭わない立場をとる。米国内の深い政治的な分断を背景に、米国内における政権の意に沿わない政策や言論を徹底的に封じ込めるなど、人権や法の支配、言論の自由などの基本的価値を尊重せず、権威主義的との批判を免れない姿勢をとる。

これらは、ドルの支配的な地位を支えた特徴のうち、④金融政策、金融システム、財政、制度、政治、司法などの安定性への評価を変えるものである。③国際通貨の役割を果たすことへの通貨当局の意思、ひいては⑤の低リスクまたは無リスクの安全資産であった米国債の安全性に疑問を投げかけるものでもある。

トランプ 2.0 が、関税政策を通じた自由貿易体制の破壊に続いて、国際通貨体制を米国に有利なものに転換すべく動き出すとの懸念も燃える。スティーブン・ミラン氏は、大統領経済諮問委員会（CEA）委員長で、任期途中で辞任したクグラー理事の後任として、26年1月末までFRBの理事を務める。同氏は、CEA委員長就任前に執筆したレポート「世界貿易システムの再構築のためのユーザーズガイド」⁵で、ドルは基軸通貨としての準備資産の需要によって過大評価されやすく、貿易不均衡の拡大を招き、財政の負担、製造業の衰退につながっているとの考えを示している。第2次世界大戦後のドルを基軸とする国際通貨体制は、米国の双子の赤字の拡大、金準備の減少とドルの流出を背景に、金とドルの交換停止、10%の輸入課徴金の賦課を決めた「ニクソン・ショック（1970年8月）」、主要国で協調的なドル高の是正に動いた「プラザ合意（1985年9月）」という大きな転換を経験している（図表3）。ミラン氏のレポートでは、「プラザ合意 2.0」、あるいは「マールアラーゴ合意」として、関税引き上げを「ムチ」、安全保障の傘を「アメ」とするドル高是正のための国際協調構想が示している。ドル安誘導のために海外の通貨当局の保有する外貨準備（ドル）の売却と、金利上昇の抑制のために保有する米国債を100年債や永久債に切り替えさせる合意を求めるとの構想は、準備資産としての米国債の安全性に疑問を抱かせるものだ。

これまでのところ、「マールアラーゴ合意」を実行に移そうとの動きはなく、トランプ 2.0 によるド

ル高是正につながる動きは、F R Bへの利下げ圧力に留まっている。ミラン氏自身も、F R B理事就任後初の講演でレポートは政策提言ではないと述べている⁶。それでも、これから先も、関税引き上げによる貿易不均衡の是正が期待通り進展しないことが明らかになった段階などに通貨に関わるディールがトランプ 2.0 の優先事項となる可能性は意識され続けるだろう。

図表 3 国際通貨体制を巡る動き

金兌換停止 (1933年4月)	背景	世界大恐慌(1929年)、スムート＝ホーリー法(1930年)、英国金本位制停止(1931年)
ブレトンウッズ合意 (1944年7月)	参加国	米、英、ソ、中、仏など連合軍44カ国(ソ連は調印も批准見送り)
	背景	第二次大戦の遠因となった通貨切り下げ競争の再発防止、自由で多角的な国際貿易の発展を支える国際通貨体制構築
	内容	金・ドル本位制(ドルと金の交換比率の固定、各国通貨とドルの交換比率固定)
ニクソン・ショック (1970年8月)	背景	日欧の復興、ベトナム戦争による米国の双子の赤字の拡大、金準備の減少、ドルの流出
	内容	金とドルの交換停止、10%の輸入課徴金の賦課
スミソニアン合意 (1971年8月)	参加国	先進主要10か国(G10)
	背景	ニクソンショックによる為替市場の混乱
	内容	金とドルの交換比率の切り下げ、各国通貨のドルに対する増価
プラザ合意 (1985年9月)	参加国	G5(米、日、英、独、仏)
	背景	レーガノミクス(金融引き締めと財政拡張)→資本流入→ドル高
	内容	ドル高是正への協調介入
ルーブル合意 (1987年2月)	参加国	G7(米、日、英、独、仏、加、伊)
	背景	プラザ合意後のドル安による世界経済の不安定化
	内容	過度なドル安是正、為替相場の安定化

(資料) 各種資料よりニッセイ基礎研究所作成

(2) 金融システムの安定に関わる問題

トランプ 2.0 では、経済成長と金融覇権、経済安全保障などの理由から、規制緩和の方向に舵を切っている。連邦規制当局の規制を担う顔ぶれも変わった。連邦預金保険公社(F D I C)では25年1月20日からヒル副総裁が総裁代行を務める。F R Bの金融監督担当副議長には同6月9日にボウマン理事が就任した。ともに世界金融危機後に国際合意し、段階的に導入されてきた銀行規制(バーゼルⅢ)最終化に関わるバイデン前政権の厳格な規則案に反対の立場をとってきた⁷。

銀行規制・バーゼルⅢについて、米メディアのブルームバーグは、ボウマン副議長の下で、見直しが進められており、国際合意よりも厳格なバイデン政権期の規制案の大部分を撤回し、2026年1～3月期にも大手行の負担を軽減する新提案が示されると報じている⁸。

暗号資産に関しては、バイデン政権の慎重かつ保守的なアプローチ⁹を批判し、米国を「世界の暗号通貨の首都」にするべく法整備を進めている¹⁰。通貨のデジタル化と国際決済との関わりでは、公的なオプションである中央銀行デジタル通貨(C B D C))は禁止、民間のオプションであるステーブルコイン(ドルなどの法定通貨や商品と価値が連動するように設計された暗号資産)を推進する構えであ

る。7月17日には暗号資産関連の3法（①デジタル資産市場構造法案（CLARITY法案）、②米国ステーブルコイン国家革新指導確立法案（GENIUS法案）、③反CBDC監視国家法案）が下院本会議で可決、うち②のGENIUS法は7月18日にトランプ大統領が署名し成立、他の2法案は上院で審議される予定である。

人事面でも暗号資産への傾斜は明確である。4月21日就任した米国証券取引委員会（SEC）のポール・アトキンス委員長は、コンサルティング会社「パトマック・グローバル・パートナーズ」の創業者で暗号資産セクターでの「ベストプラクティス（best practices）」設計や政策・規制アドバイスに関与してきた。7月15日に通貨監督庁（OCC）の長官に就任したジョナサン・グールド氏はブロック・チェーンのインフラ企業「ビットフューリー」で最高法務責任者（CLO）としてのキャリアを有する。

国際通貨基金（IMF）は年次で作成している「対外セクター報告書」の2025年版¹¹で国際通貨システムにおける4つの新たな潮流の1つとしてドル担保型のステーブルコインの拡大を取り上げ、他通貨に基づくステーブルコインが、より速いペースで拡大しなければ、ドルの支配的な役割の強化につながるとの考えを示している。

金融規制の緩和に前のめりで、トランプ大統領ファミリーによる利益誘導、利益相反に歯止めが掛かりづらくなっている¹²点は、米国発の金融システムのリスクを高めているようにも感じられる。他方で、第2次世界大戦後の国際秩序に批判的な立場をとり、関税を相手国に譲歩を迫る圧力として活用し、中央銀行の独立性の侵害を厭わないトランプ2.0が、世界的な金融システム危機に基軸通貨ドルの「最後の貸し手」としての役割を果たすのか疑問を呈する見方もある¹³。

3 | ドル離れの真相

トランプ2.0がドルの支配的な地位を傷つけかねない政策や主張を展開していることは、国際通貨システムに関する活発な議論を引き起こしている。しかし、現時点では米ドルの中心的な役割を覆すには至らないというのが広く共通する結論である。

トランプ2.0の政策は、ドル支配を支える7つの特徴の一部に影を落とす。他方、前項で言及した金融規制や暗号資産、さらに「国家安全保障上の最重要課題」と位置付ける人工知能（AI）へのアプローチ¹⁴は、リスクを内包する一方、成長志向で親ビジネス、イノベーションを促進する効果も期待される。支配的通貨の条件に照らせば、①の経済規模、⑥の金融市場の流動性と厚み、⑦の地政学的、軍事的パワーとしての米国のリードも、代替資産などの「受け皿」が不足している構図も、直ちに变化することはないと見られる。

以下に見る通り、「ドル離れ」の加速を示すデータもなく、現時点では、ドルへの集中の是正、分散投資が模索され始めているという程度であろう。

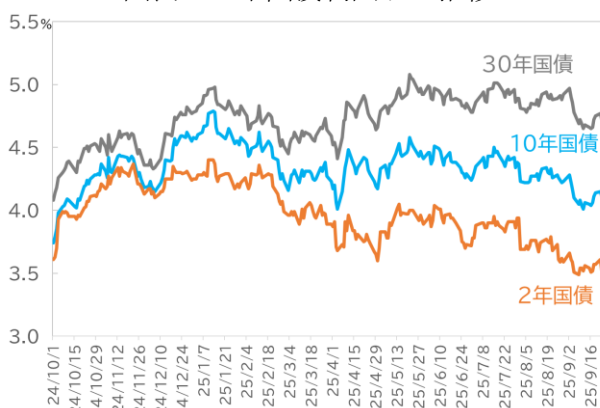
（1）限定的な「米国売り」とその背景

トランプ氏の大統領選での勝利（24年11月5日）、2期目の始動（25年1月20日）後に、市場が最も激しく反応したのは、4月2日の相互関税の公表を受けて債券安（利回りは上昇）（図表4）、株安（図表5）、ドル安（図表6）が同時進行した「トリプル安」の局面である。トランプ2.0始動後

の基調はドル安とユーロ高（図表7）だが、引き金となった相互関税は、上乗せ税率の延期、米中協議や、英国、日本、EUなどとの関税合意などを通じて修正された上で発動された。その後も、FRBのパウエル議長解任を示唆する発言などが「トリプル安」を引き起こす場面はあったものの、市場の動揺は、短期、かつ、限定的に留まっている。市場にはネガティブな材料に対する「慣れ」も感じられるようになっている。

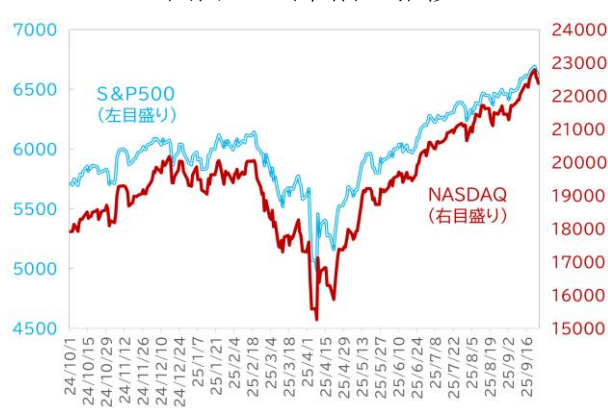
「ドル離れ」が限定的な理由としては、関税率が上がっても、米国経済は底堅く、労働市場は「最大雇用に近い均衡状態（図表8）」¹⁵を保ち、インフレ加速も回避されてきたことも挙げられよう（図表9）。株価が最高値圏にあるのは（図表5）、トランプ2.0の親ビジネス的側面を好感すると共に、関税引き上げの価格転嫁はあっても影響は一時的で、持続的なインフレにはつながらないため、FRBが利下げを再開（図表10）し、景気が支えられるとの期待が働いている。

図表4 米国債利回りの推移



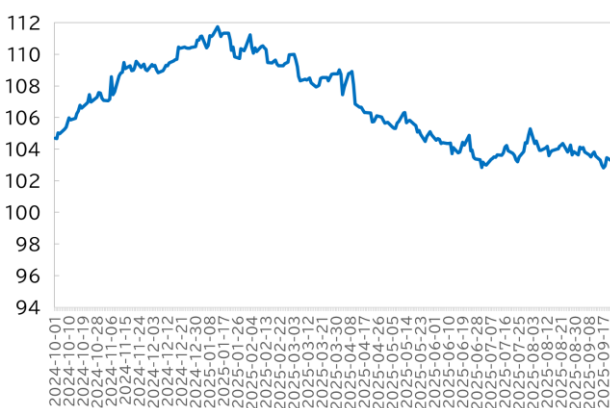
（資料）FRB（米連邦準備理事会）

図表5 米国株の推移



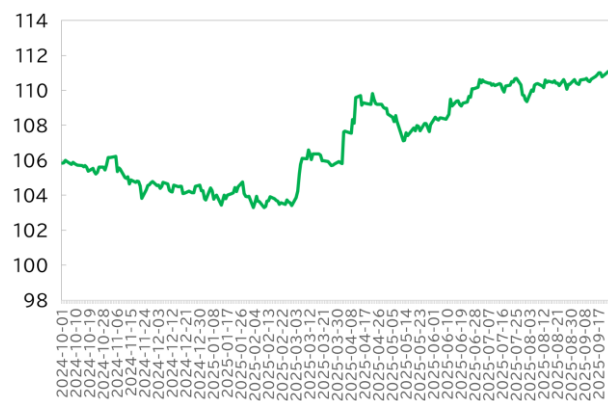
（資料）LSEG

図表6 ドル指数の推移



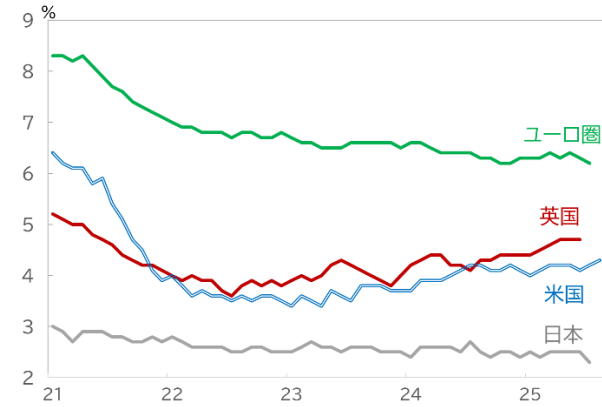
（資料）LSEG

図表7 ユーロ指数の推移



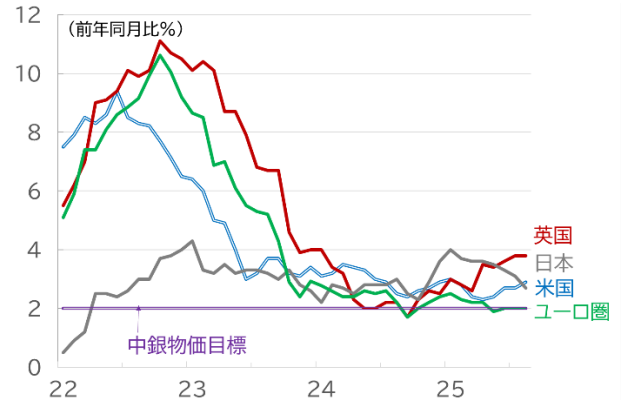
（資料）LSEG

図表8 主要国・地域の失業率



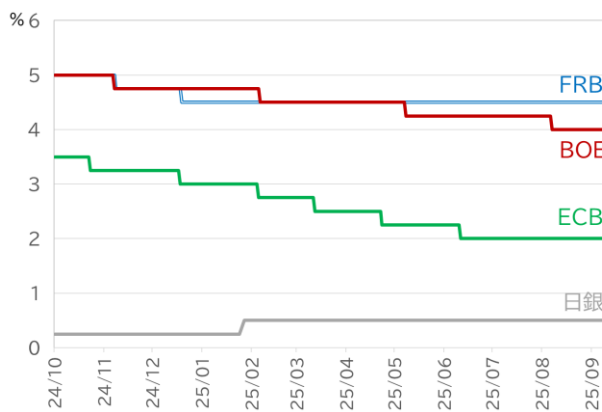
(資料) 各国統計

図表9 主要国・地域のCPI



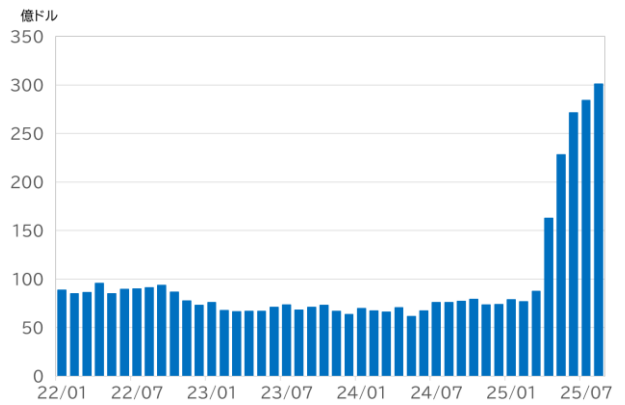
(資料) 各国統計

図表10 主要中銀の政策金利



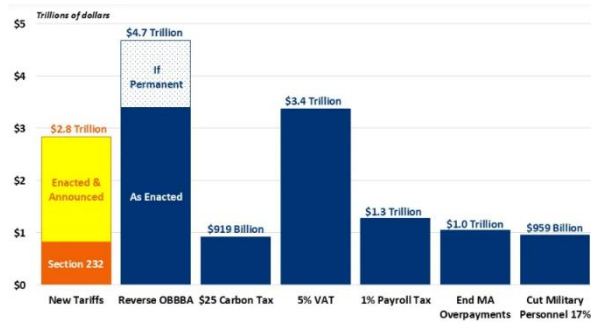
(資料) 米国財務省「月次財政報告 (MTS)」

図表11 米国の関税収入



(資料) 米国財務省「月次財政報告 (MTS)」

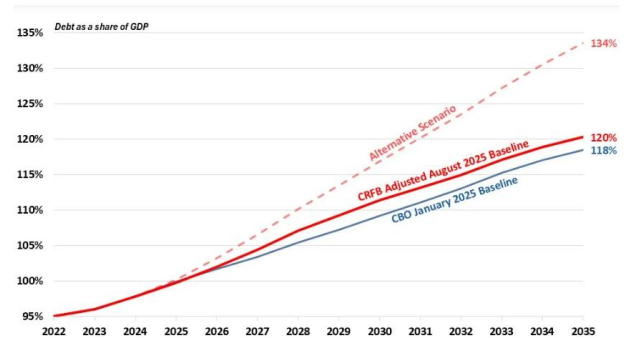
図表12 2034年までに予想される関税収入と
OBBA並びに他の税収減の規模



(注) 左端が新たな関税による収入、左から2番目がOBBAの規模

(出所) 責任ある連邦予算委員会 (CRFB) “Tariffs Are Generating Meaningful New Revenue” Aug 11, 2025

図表13 米国政府債務残高GDP比の予測



(注) 青線は2025年1月時点の財政政策継続の場合、赤の実線はOBBAを踏まえた関税政策と関税政策継続の場合、赤い点線はOBBAで暫定措置となっている項目の延長に加えて、I E E P Aに基づく関税措置が撤回されたという想定に基づく試算

(出所) CRFB An August 2025 Budget Baseline, Aug 20, 2025

（２）財政リスクの評価

米国債の安全資産としての価値は、財政悪化への懸念が高まれば揺らぐ。

米国では、トランプ 2.0 の看板政策の減税や防衛費増、国境警備予算の拡大などを包括的に盛り込んだ「1 本の大きな美しい法（O B B B A）」が 7 月 4 日に成立している。責任ある連邦予算委員会（C R F B）によれば、同法により、減税で 4.5 兆ドル、歳出拡大で 0.3 兆ドル、利払い費で 0.7 兆ドルの赤字拡大が見込まれる一方、歳出の削減は 1.4 兆ドルにとどまるため、25 年度から 34 年度の合計で 4.1 兆ドルの赤字増加が見込まれる。

他方、関税の引き上げによって税収は増加しており（図表 11）、C R F B は O B B B A のコストの多くは関税収入によってカバーされるとの見方を示す（図表 12）。

McKibbin and Shuetrim（2025）は、高関税は経済成長を抑制するため、所得税や法人税などの他の税収が減少し相殺されるし、相手国の報復措置を引き起こせば、純増分はさらに縮小するとの分析結果を示している¹⁶。しかし、これまでのところは、米国の経済成長に陰りは見られず、価格転嫁も抑制され、報復措置を発動した国は中国とカナダに留まり、両国ともにその後、報復関税の引き下げ等を行っていることから¹⁷、税収への負の効果は意識され辛くなっている。

トランプ関税のうち、相互関税など国際緊急経済権限法（I E E P A）に基づく関税措置は最高裁で違憲と判断され撤回される可能性もある。C R F B は、関税が継続した場合にも、米国の政府債務残高の GDP 比は 2024 年度実績の 98% から 120% へと増大する見通しだが、O B B B A で暫定措置となっている項目の延長に加えて、I E E P A に基づく関税措置が撤回された場合には 134% まで膨張すると予測する（図表 13）。

米国債市場では利下げ期待から 2 年債利回りが低下する一方、30 年国債は高留まっており、タームスプレッドが拡大している（図表 4）。市場は、長期的には財政拡張とインフレを警戒していることが伺われる。

（３）代替資産の動向

金（図表 14）と暗号資産（図表 15）は、今年 4 月以降のドルの信認低下との関連で、その値動きが注目されている。

金は伝統的な「安全資産」であり、トランプ 2.0 との政策的な類似性が指摘されるニクソン政権から圧力を受けたバーンズ F R B 議長在任期間（70 年～78 年）には価格が 5 倍になった事例がある。トランプ 2.0 が始動した 2025 年に入って上昇が加速、9 月には 1 トロイオンス 3700 ドル台に乗せて最高値圏を更新している。中央銀行の準備資産としての保有割合も上昇しており（図表 16）、国際的な金業界団体である W G C が今年 2 月 25 日から 5 月 20 日に世界の中央銀行を対象に行った調査によって、今後も金準備を増やし、ドルの保有比率を引き下げる意向が確認できる¹⁸。金へのマネーの流入は、ドル建て資産への信認低下材料ばかりでなく、フランスやイギリスなど他の先進国でも財政悪化懸念から超長期債利回りが上昇（国債価格が下落）していることも影響している可能性もある。

暗号資産は、時価総額では、裏付け資産のあるステーブルコインよりも、裏付け資産のない暗号資産、特にビットコインが大きい。ビットコインの価格は、トランプ 2.0 の政策の恩恵への期待も価格押し上げ要因となり、有力機関投資家の間でも、ビットコイン現物を組み入れる上場投資信託（E T

F) を長期・分散投資の観点から実験的にポートフォリオに組み入れる動きも出始めたとの報道もある¹⁹。しかし、裏付け資産のない暗号資産の価格はボラティリティ（変動率）が高く、代替資産としては限界がある。足もとのビットコインの価格も、戦略備蓄への期待感の剥落から軟調に転じている。

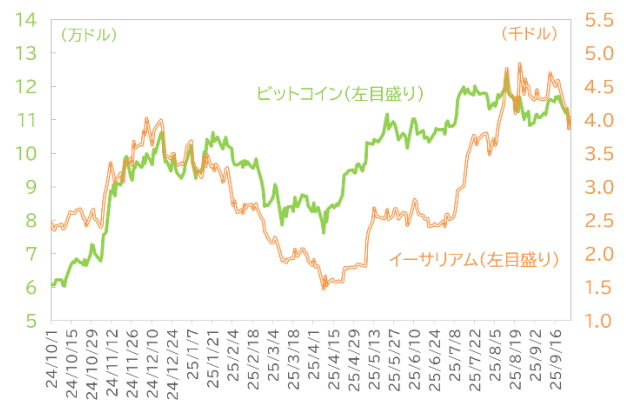
ステーブルコインは、2021 年比で 10 倍増と急拡大している。先述の G E N I U S 法案の成立もあり、特に決済手段としての利用が広がり、ドルの地位向上につながるのかが注目されよう。

図表 14 金価格



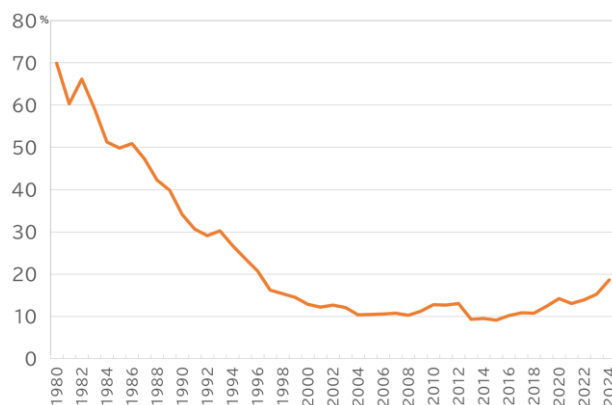
(資料) Datastream

図表 15 暗号資産価格



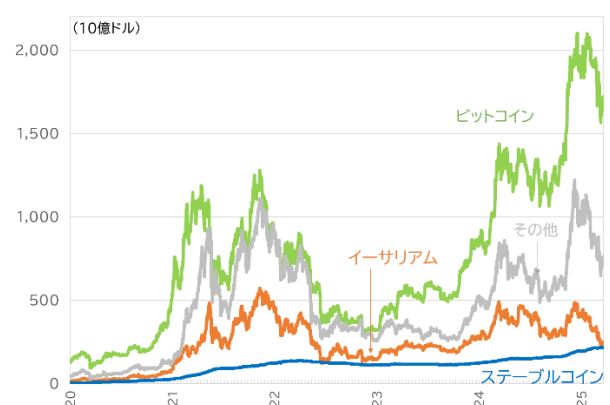
(資料) Datastream

図表 16 中央銀行外貨準備に占める金の割合



(資料) IMF (国際通貨基金)「対外セクター報告書 2025 年」第3章

図表 17 暗号資産の時価総額



(資料) 同左

3—ユーロの地位向上の難路

1 | ユーロの課題克服に向けた動きとその限界

ドルの信認低下がユーロのチャンスになるとの言説は、ユーロ誕生以来、ドルに次ぐ国際通貨としての地位を維持してきたことと、現存する通貨の中で「ドル離れ資金の受け皿としての要件を最も多く満たしている」こと、加えて、ユーロを取り巻く環境の変化が、ユーロが支配的な国際通貨となることを阻んできた要因、すなわち、⑤の安全資産の提供能力、⑥の金融市場の流動性・厚み、⑦の地

政学的、軍事的パワー²⁰の改善につながると考えられることがある。

しかし、以下に見る通り、構造の転換は十分な規模、速度で進みそうにない。

（１）安全資産の提供能力

① 国債市場の分断という問題

米国債の安全性と豊富な流動性は、ドルの基軸性に欠かせない要素である。

国際決済銀行（B I S）の統計によれば、2024 年末時点で米国債の市場規模は 31 兆 5,000 億ドルである（一般政府の債券発行残高ベース、以下同じ）。これに対して、ユーロ圏の国債市場は米国の 4 割程度の 12 兆ドルで、世界 2 位の中国の 11 兆 5,000 億ドルに匹敵する。しかし、資本規制がある中国の国債はグローバルな安全資産としての要件を満たしていない。ユーロ圏の国債市場の問題は、国ごとに細分化され、信用力にもばらつきがあることだ（図表 18）。

米国債は、今年 5 月のムーディーズによる格下げで 3 大格付け会社によるトリプル A の最上位の格付けを失う一方、ユーロ圏では、ドイツ、オランダ、ルクセンブルクは最上位を維持している。しかし、最上位格付けの 3 カ国の市場規模はユーロ圏全体の 4 分の 1 弱にとどまり、ユーロ圏国債の市場の信用力も低下方向にある。フランス、ベルギーなどのダブル A が 4 割弱と最も大きく、トリプル A の国債と投資適格ぎりぎりのトリプル B のイタリアとギリシャ国債などの発行規模が同じ程度という構造だ。しかも、フランス国債は、9 月 12 日にフィッチが AA- から A+ に格下げをしており、10 月 24 日にはムーディーズ、11 月 28 日にはスタンダード・プアーズ（S & P）が見直しを行う予定となっている。ムーディーズ（格付けは A a 3）の見通しは安定的だが、S & P（AA-）はネガティブであり²¹、A+ への引き下げで続く可能性がある。

最上位格付けで最も市場が大きいドイツ国債市場でも米国債の 1 割程度の規模に過ぎず、米国から流出するマネーの受け皿としては不十分だ。

② 国債市場に比べて限定的な E U 債市場

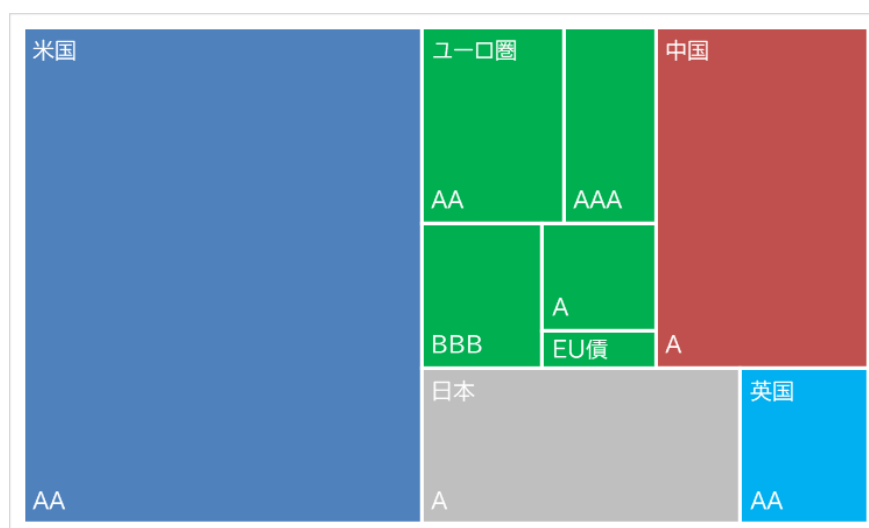
欧州委員会が発行する E U 債は主要格付け会社からトリプル A ないしダブル A に格付けされており、信用力では安全資産の要件を満たすが、やはりボリュームに欠ける。

コロナ禍以前、E U 債の発行は、ユーロ未導入の E U 加盟国への国際収支支援や E U 域外への金融支援といった融資の枠組みの財源などに限定されていた。しかし、コロナ禍対応で、E U が 1,000 億ユーロ規模の「失業リスク緩和のための緊急支援（S U R E）」と、約 8,000 億ユーロの復興基金「次世代 E U」を創設したことで、市場は急成長した。それでも、発行残高は 24 年末時点で 5,700 億ユーロ（1 ユーロ＝1.17 ドル換算で 6,669 億ドル）。時限的な枠組みとして創設された復興基金のための発行が終了する 26 年時点でも 1 兆ユーロ弱とドイツ国債市場の半分以下にとどまる²²。

E U は 3 月に打ち出した 8000 億ユーロの防衛強化策「欧州再軍備計画（ReArm Europe Plan）」の下で、E U 債の発行で財源を調達し、防衛技術・産業基盤に投資するための最大 1,500 億ユーロの融資枠組み「欧州安全保障行動（S A F E）」を立ち上げた。1500 億ユーロの枠に対して 18 カ国が少なくとも 1270 億ユーロの関心を表明しており、11 月 30 日までの産業投資計画の提出、審査、理事会の承認を経て、2026 年 2 月までに実行段階に入る。

現在見込まれている発行計画の下では、EU債の市場が、安全資産の提供能力を大きく変える規模に達することは見込めない。ユーロが支配的な通貨の7つの特徴の「④大規模かつ弾力的な安全資産の提供能力」に適合するためには、イタリアの元首相で単一市場の将来に関する報告書をまとめたエンリコ・レッタ氏や 国際通貨基金（IMF）元チーフエコノミストのオリビエ・ブランシャール氏らが提案する既存の国債の交換²³などの抜本的な改革が必要となる。しかし、現状では、その実現に向けた政治的な意思は乏しいと言わざるを得ない。

図表 18 主要国の国債発行残高



(注) 2024 年末時点、アルファベットは信用格付けを示す

(資料) 国際決済銀行 (B I S)

(2) 金融・資本市場改革

① 欧州・貯蓄投資同盟 (S I U)

米欧間で資本市場の厚みや効率性に大きな格差は、国際通貨の地位ばかりでなく、競争力の格差の原因ともなっている。結果として、欧州では膨大な域内の貯蓄が、域内での生産的な投資に向かっていない。競争力の強化や安全保障体制の拡充の財源を確保するためにも解決すべき課題である。

「欧州貯蓄・投資同盟 (S I U)」は、欧州の貯蓄を投資に活用するための汎欧州金融市場を形成しようというものであり、EUは今後5年間の政策サイクルで優先的に取り組む課題と位置付けている (図表 17)。従来、「資本市場同盟」として推進してきた域内資本市場の規制・監督体制の調和に加えて、未完の「銀行同盟」²⁴についても取り組む。

3月19日に公開されたS I Uの政策文書には、4方面の取り組みによる好循環を形成するコンセプトが示された (図表 19)。個人には、資本市場への幅広いアクセスの機会を提供し、より高いリターン、家計の資産の増大をもたらす。企業には、成長とイノベーション、雇用創出のための資本へのアクセスを改善する。EU域内の規制や監督体制の分散に対処する。単一市場における監督体制を効率化する。

本格的な取り組みは、25年7～9月期の個人の資本市場参加を促す「EU貯蓄・投資口座」や「金

融リテラシー戦略」の提示に始まる。10～12月期には補完的年金制度を強化するための「自動加入」、「年金追跡システム」、「年金ダッシュボード」などの提案、「職域年金基金指令」や「汎欧州年金商品」の見直しのほか、取引に関するインフラの統合や、より統合され調和した監督体制、機関投資家の株式投資促進策などが提示される予定である。

産業界、金融業界はS I Uを歓迎しているが、政治的には優先度の高いテーマとみなされない傾向があり、目標の実現に対する期待値は低い。ユーロ圏に広がった債務危機は、銀行同盟の推進力となったが、危機終息後、完成への動きは止まった。資本市場同盟は、過去10年で、遅々として進まなかったからだ。

Balakrishnan and Pradhan (2025)は、汎欧州金融市場が、EUが成長と地政学的な課題に対処するために必要な投資額を生み出すには投資収益の期待できる市場であることが重要と説く。EUの競争力強化戦略「競争力コンパス」では、S I Uの推進とともに、「規制・行政手続きの簡素化」、「単一市場内の障壁の削減」、「技能と質の高い雇用の促進（技能同盟）」、「EUと各国の政策調整」などを競争力強化のためのイネブラーとしている。ユーロの地位向上という観点でも、S I Uに留まらず、より幅広い規制改革・調和が必要である。

図表 19 貯蓄投資同盟



(資料)European Commission “Factsheet: The Savings and Investments Union – Connecting savings and productive investments” 19 March 2025

② 通貨のデジタル化戦略

トランプ 2.0 はG E N I U S法で民間のドル担保ステーブルコインを積極的に推進する一方、公的オプションのCBDCは禁止する姿勢を打ち出しているが、ECBは、CBDCのデジタル・ユーロの導入計画を進めてきた。デジタル・ユーロを担当するECBのチポローネ専務理事は、9月4日の講演で、民間のツールを補完し、レジリエンスを強化する公共財としてデジタル・ユーロの導入を進める方針を確認した。9月26日には、ECBが2024年10月に小売業者、フィンテック企業、スタートアップ、銀行、学術機関、公共機関、決済サービス事業者など約70のパートナーと立ち上げたイ

ノベーションプラットフォームによる第1ラウンドの実験の結果を発表した。2026年に第2ラウンドの実験を開始する方針を表明している²⁵。

デジタル・ユーロの導入に向けた法案の整備に向けた準備も進んでいる。欧州委員会と閣僚理事会、欧州議会が2026年5月までにそれぞれの立場を表明した後、最終的な規制の成立に向けて3者が共同で立法作業に着手する。法案が承認された後、銀行や企業にデジタル・ユーロの流通と受け入れの準備のための時間が必要になる。チポローネ専務理事は、9月24日に行われたイタリア紙とのインタビューで「2026年末までに法案が成立すれば、2029年半ばに実現する」²⁶との見通しを示している。

ドル担保ステーブルコインの急成長は、デジタル・ユーロ導入計画の加速を迫る圧力となっている。チポローネ専務理事は、ドル担保ステーブルコインの普及は、「欧州の世帯や企業を非欧州の民間決済システムにユーロ圏の主権、金融の安定性、そして金融政策にリスクをもたらし」との認識を示した上で、「欧州市民がデジタル・ユーロという効率的な決済手段を利用できれば、ステーブルコインに頼る傾向は弱まるだろう」とデジタル・ユーロの意義を語っている。

EUの暗号資産に関する規制（MiCA規則）は、2023年6月に発効し、段階的な導入のプロセスにある。米国で成立したGENIUS法がステーブルコインの利用促進に狙いがあるのに対して、EUのMiCA規則は投資家保護に重点が置かれている。米欧間では、これまでも様々な領域で規制に関わるアプローチの違いが観察されてきたが、ステーブルコインに関わる規制の乖離は、決済通貨としての利用度の格差拡大につながり得る²⁷ばかりでなく、金融システムリスクの源泉になり得るとして、欧州側は警戒を強めている²⁸。

（3）防衛・安全保障体制の強化

① EUの防衛・安全保障政策の制約

ドルの高い地位は、米国が同盟・安全保障面で果たしている役割によって多くを説明できるとの見方に立てば、欧州が防衛安全保障面での米国への依存度を減らし、戦略的に自立することは、ドルとユーロの地位の差の縮小につながる²⁹。

NATOは、トランプ2.0の求めに応じて、国防費の目標のGDP比5%引き上げに動き出した。ReArm Europe Planでは、前項で触れた融資の枠組みSAFEの立ち上げに加えて、防衛投資を理由とするEUの財政ルールからの時限的な逸脱を認める国家免責条項（NEC）の適用を通じた各国の取り組みも促している。それでも、欧州の安全保障体制が、米国を中心に機能する体制であること、防衛装備品が米国の技術に依存していること、専門的な人材の確保も必要になることなどを踏まえると、安全保障面での米国への依存度の引き下げと、欧州の戦略的自立には時間を要する見通しである。ドルとユーロの地位の差が縮小するとしても長期のタイムスパンでの緩やかな変化となり、短期的には米国が安全保障、特にウクライナ支援を、EUから譲歩を引き出す圧力として活用する傾向が強まるだろう。

欧州の防衛・安全保障体制の強化には財源の問題もある³⁰。ドイツは債務ブレーキの見直しという大きな方向転換をしたが、政府債務残高の水準が2025年3月末時点でGDP比62.3%と低く、格付け会社から最高格付けを得ており、財政のポジションは極めて強固で、ユーロ導入国の中ではむしろ例外的な位置にある。高債務国は、NECの適用によってEUの財政ルールの制約は緩和されるとして

も、市場の圧力にはさらされやすい。S A F Eは資金調達のコストの抑制につながるが、その規模は、所要額に比べて限定的だ。

欧州の防衛・安全保障の戦略的自立には、産業基盤や防衛体制の構築にあたって、域内で連携することが不可欠だ。しかし、E Uは2度と戦争を起こさないという政治的な意思を出発点とする平和のためのプロジェクトであり、意思決定の仕組みも、組織体制も、安全保障環境の激変に対応できるものではない。

ウクライナ支援の有志国連合は、E Uとしてではなく、各加盟国レベルで参加する枠組みであり、英国などE U域外の国々とも政府間の協力体制を構築する試みである。

② E U市民の支持

防衛・安全保障政策は、E Uにとって新たな領域となるが、各加盟国の国民は、E Uレベルでの取り組みという総論は支持している。欧州委員会による意識調査「ユーロバロメーター」³¹によれば、調査時期が25年3月26日から4月22日と米E U関係の緊張が高まっていた時期であったことも影響して、E Uの共通防衛・安全保障政策への支持はE U平均で81%に上り、最も低いオーストリアでも68%、最も高いドイツでは90%に達する。E U予算を優先配分先については、ロシアに対する脅威認識が高い北欧やバルト3国、ドイツ、フランスでは「防衛・安全保障」を、南欧や南東欧では「雇用・社会問題・医療」を最優先と答える割合が高いという温度差があるが、全体で43%が「防衛・安全保障」を最優先としている。

③ 勢いを増す右派ポピュリストの立場

危機意識は政府間でも広く共有されている。N A T Oが国防費目標の大幅な引き上げで合意、9月4日に開催されたウクライナ支援の有志国連合に35カ国が参加し、ウクライナへの「安全の保障」のために26カ国が部隊派遣を確約するなど、安全保障環境の変化に、欧州は、E Uを離脱した英国も含めて結束して対応している³²。

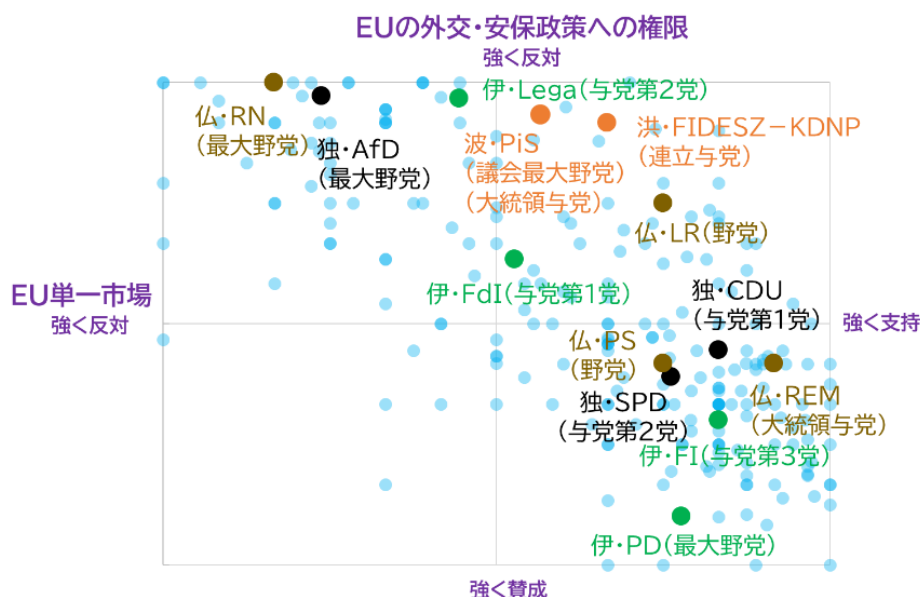
こうした動きの背景には、各国の政権が基本的にE U外交安全保障政策を支持する政党を中心に構成されていることがある。Chapel Hill Expert Survey (C H E S) から欧州の政党の立ち位置を見ると、これまでの政権交代は、E Uの単一市場と外交・安全保障政策を基本的に支持する立場の政党間で行われており、現在も主要国の政権与党は図表20の第4象限（右下）に位置することがわかる。イタリアのメローニ首相の与党は「右派ポピュリスト政党」と分類されるが、E U政策への支持については、中道の主流派と大きく乖離していない。

問題は、主流派の政党への各国国民の支持が低下していることである。替わって支持が拡大しているのは、フランスの国民連合（R N）やドイツのための選択肢（A f D）など、E Uの単一市場と外交・安全保障政策に懐疑的な立場（図表20の第2象限（左上））の右派ポピュリスト政党である。

防衛安全保障体制の強化に限らず、ユーロの地位向上の課題として挙げた安全資産の提供能力の拡大に向けた改革や、S I Uの推進などの各論で具体的な成果を上げるためには、ドイツ、フランスという中核国が推進役となることが不可欠だ。親ロシアのハンガリーのオルバン政権は、単一市場は支持する立場だが、全会一致の合意を必要とするウクライナ支援、ロシア制裁のブレーキとなってきた。

今後、仮に、欧州統合を牽引してきた独仏で、非主流派中心の政権が誕生した場合、EU分裂といった極端な展開はなくても、協調して取り組むべき改革の推進力が大きく低下することは避けられないだろう。

図表 20 欧州の政党のEUの単一市場と外交安全保障政策への支持の分布



(注) 2024 年の EU の単一市場政策と外交・安全保障政策について政策についての 2024 年の政党の指導部の立場に関する 1 (強く反対)、2 反対、3 やや反対、4 中立、5 やや賛成、6 賛成、7 強く賛成で答えた結果を示したもの

(資料) Chapel Hill Expert Survey (CHES) 2024, Feb 2025 (欧州の 31 カ国 279 政党を対象とする調査) より作成

2 | 米欧関係の緊密性と連動性

欧州が、米国に安全保障で依存し、経済・金融面では緊密に結びついていることは、ドルの代替としてのユーロの可能性を狭める面もある。関係が緊密で連動性が高いために、ドルの信認の低下は、ユーロの地位向上ではなく、地位の後退をもたらし、人民元を有利にする可能性がある。

米国と EU の関税合意 (図表 21) は、「相互的で公平でバランスのとれた貿易に関する枠組み合意」³³という名称とは裏腹に、関税に関しては、米国が関税引上げ幅を抑える見返りに、EU は工業製品の関税撤廃、幅広い米国産の水産物・農産物への優先的な市場アクセスの提供を約束する非対称的な合意である。2028 年までに 7500 億ドル相当のエネルギー購入と 6000 億ドル相当の米国の戦略的セクターへの投資に加えて、8 月 21 日に公表された共同声明には「米国からの軍事・防衛装備品の大幅な増加」も盛り込まれた。EU は WTO ルールに適合しない関税合意に加えて、競争力の強化や防衛・安全保障体制の戦略的自立という EU の目標とは齟齬のある約束を迫られたのである。

EU が制裁を封印し、米国に譲歩したのは、2 つの理由によるものだろう。1 つは、欧州の安全保障への米国の関与を必要としたこと、もう 1 つは、関税交渉が米中間のような報復措置の応酬でエスカレートする事態を回避したかったことだ。問題は、トランプ 2.0 の関税の武器化は、7 月の関税

合意では終わらないであろうことだ。非関税障壁や、対米投資、対米輸入の合意に関わる認識の相違や、トランプ 2.0 が問題視するデジタル関連法制やデジタル・サービス税など米国企業を対象とする E U ルールの域外適用への報復として、関税や安全保障の提供を「武器化」し、E U にさらなる政策の変更を迫る可能性は十分に考えられよう。

図表 21 米 E U 関税合意（25 年 7 月 27 日）に関する共同声明（25 年 8 月 21 日）の概要

	米国→EU	EU→米国
関税	- EU 原産品に、①一般関税率(MFN 税率)、② MFN 税率と相互関税率の合計 15% のいずれか高い関税率を適用(232 条調査中の医薬品、半導体、木材、同上による 25% 関税発動中の自動車・部品も適用) - 鉄鋼・アルミは関税割当の設定を検討 - 特定の EU 原産品(米国で調達が困難な資源、全ての航空機・同部品、ジェネリック医薬品・同原料)は 25 年 9 月 1 日から MFN 税率のみ適用 - MFN 税率適用対象の追加を検討	- すべての米国製工業製品の関税撤廃 - 幅広い米国産農産物に特惠市場アクセス提供
非関税障壁	- 非関税障壁削減・排除(自動車の相互承認。基準開発機関の技術協力、適合性評価促進など) - 食品・農産物の非関税障壁への対応で協力	EU 森林破壊規則、CBAM、CSDDD、CSRD に関わる懸念に対応
デジタル貿易	不当な貿易障壁に対処	
対米投資		EU 企業は 2028 年までに戦略的分野に追加で 6000 億ドルを米国に投資
対米輸入		- 米国産 LNG、石油、原子力エネルギー製品を 3 年間で 7500 億ドル購入(ロシア産ガス、石油を代替) 400 億ドル相当の米国製 AI チップを購入
防衛装備品		大量に購入
経済安保協力	第 3 国の非市場的政策への補完的措置、対内対外投資審査、輸出管理、関税措置	

(資料) Joint Statement on a United States-European Union framework on an agreement on reciprocal, fair and balanced trade, 21 August 2025

マクミラン (2025)、ファーガソン (2025) ら歴史家は、トランプ 2.0 は同盟関係を破壊し、米国のパワーの主要な基盤を損ない、世界が米国に対してより敵対的になる、米国が孤立すると見る。

経済学者のポーゼン (2025a) は、米国が、第 2 次世界大戦後の「グローバル公共財の提供者」、言い換えれば「グローバルな保険の提供者」から「利益の搾取者」に転換した影響は、「米国の最も近い同盟国」に大きい、「米国が最も深刻な打撃を受ける」と見る。他方、影響を最も受けない可能性が高いのが、「他の主要経済よりも、輸出入、投資、技術面での米国への依存度の引き下げに着手してきた」中国と見る。

実際、米国は、関税交渉で、同盟関係にある E U、日本、韓国から多額の対米投資、米国製品の購入の合意を取り付けるなど、より多くの譲歩を引き出した。ブラジル、インドなどの主要新興国からは譲歩を引き出せず、むしろ中ロとの接近など、世界の多極化を促しているようにも見える。

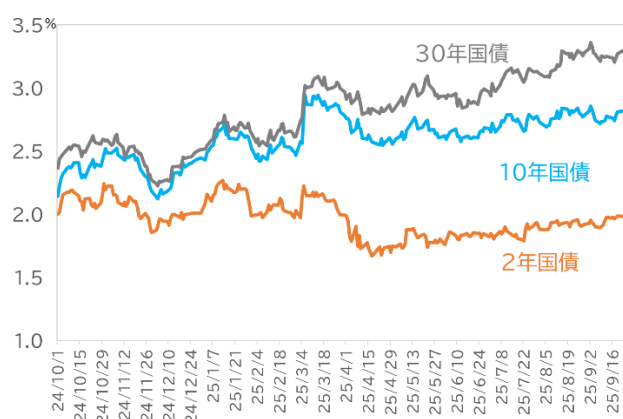
ロシアはクリミア後の制裁、中国は第 1 期トランプ政権期の対立の経験を経て、米国のリスクの削減を進めてきたが、欧州は、米国が「利益の搾取者」に転じるというほどの劇的な転換には備えてい

なかったため、強い衝撃を受けている。

米欧関係は連動性も強い。為替市場ではユーロ高基調にあるが（図表 7）、「安全資産」としての質への懸念の高まりは、米国債固有の現象ではない。E C Bは、2025 年入り後、政策金利を据え置いてきた F R Bと異なり、25 年上半期も利下げを継続（図表 10）してきたが、ドイツが 3 月 4 日に、国防支出とインフラ投資拡大のために均衡財政を義務付ける「債務ブレーキ」を見直す方針を表明したことを境に、長期～超長期国債の利回りの水準が切り上がり、タームスプレッドが拡大する傾向も観察される（図表 22）。ユーロ圏の国債についても、米国債のタームスプレッドの拡大の理由とされる財政拡張、長期のインフレが警戒されている。

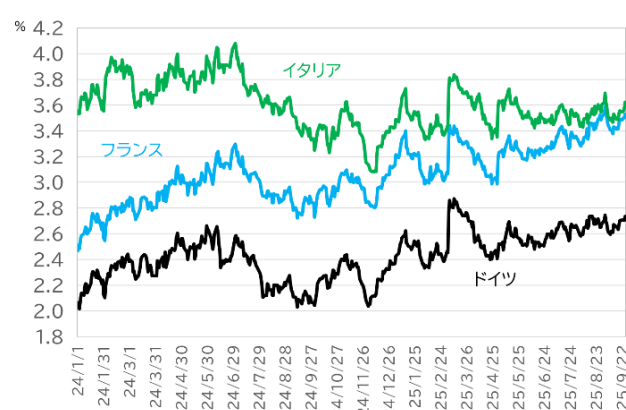
財政リスクという面では米国とユーロ圏は不人気度を競い合う関係にあるとも言えようが、不人気競争では、国債市場が国ごとに細分化され、信用力にもばらつきがあるユーロの方が、財政危機が意識されやすい。

図表 22 ユーロ圏トリプルA国債利回りの推移



（資料）欧州中央銀行（E C B）

図表 23 独仏伊の 10 年国債利回りの推移



（資料）L S E G

3 | フランス発ユーロ危機再燃のリスク

ユーロ圏内の国債利回りには 2 つの変調が生じている。

1 つは、ユーロ圏のベンチマークのドイツの「債務ブレーキ見直し」の方針表明を受けて、圏内の国債利回りが全体に押し上げられたことである。

もう 1 つは、格下げが懸念されるフランスの国債利回りの上昇である（図表 23）。ドイツとフランスの国債利回りの差（スプレッド）は、2024 年 6～7 月の仏国民議会選挙をきっかけに拡大した。各党が財政拡張的な公約を競い合ったためだ。結局、第 1 回投票で最多の得票を得た右派ポピュリスト政党の国民連合（R N）の勢いを止めるため、大統領与党連合と左派連合が選挙協力を行った結果、大統領与党は議席を減らし、国民議会の議席は 3 分裂、予算の成立が難しくなった。独仏のスプレッドは、足もとも拡大傾向にあり、フランスとイタリアとの利回りの格差も縮まっている。フランスは、株価も英国やドイツに比べて勢いが鈍い（図表 23）。ユーロ売りは見られないため、「トリプル安」とはなっていないが、「フランス売り」、「フランス離れ」の動きと見ることができよう。

直近の「フランス売り」は、バイル首相が 9 月 8 日に内閣信任投票の提案がきっかけである（図表

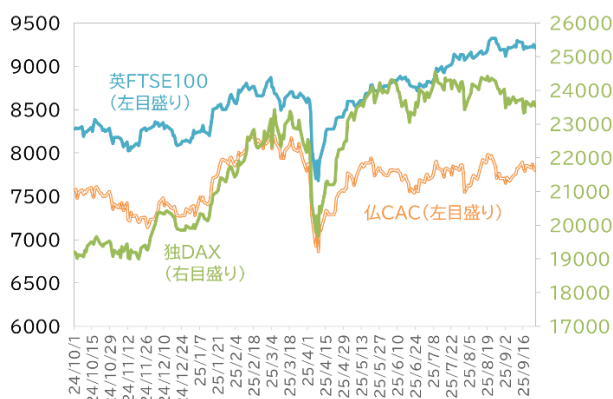
24)。昨年夏の議会選挙後に誕生した右派のバルニエ首相率いる内閣は、2025 年予算の成立を果たせず、不信任を突き付けられた。後を引き継いだ中道のバイル首相は、中道左派の社会党の棄権、RN の採決への不参加で、2025 年予算案こそ成立させてものの、7 月 15 日に示した 2026 年の財政赤字を GDP の 4.6% まで削減するための合計 438 億ユーロ（GDP 比 1.5% 相当）の財政措置（図表 26）への支持を問う 9 月 8 日の信任投票に大差で敗れた。

フランスの政府債務残高は積み上がり、利払い負担も膨らんでいることから、財政健全化措置が必要であることは、政党の間でも、有権者の間でも、コンセンサスとなっている。対立は「健全化措置の負担をどこに求めるか」という点から生じている。バイル首相の提案は「幅広く負担を求める」方針を掲げたが、42 億ユーロほどの効果を見込んだ「祝日を 2 日廃止する」措置は、世論調査³⁴によれば有権者の 8 割が反対、医薬品の自己負担額の上限額の引き上げも 7 割が反対と答えた。その一方、脱税や公的支援の不正受給の取り締まり強化や富裕層・大企業への税制優遇措置の廃止などは 9 割が賛成している。財政健全化は、これまで多くの恩恵を受けてきたエリート層が負担すべきという考え方を見て取ることができるが、特定の層に負担を求める財政健全化の効果には限界がある。投資や雇用を通じて経済にマイナスの効果が及ぶ恐れもある。しかし、こうした点について、有権者の十分な理解は得にくく、予算の成立が危ぶまれるのは、フランスに限った話ではない

マクロン大統領は、9 月 10 日に右派出身で腹心のルコルニュ国防相を後任の首相として指名したが、直後の世論調査では大統領の支持率は 17%、首相の支持率は 16% と第 1 期マクロン政権発足以来の低水準を更新した³⁵。

新首相は、各党との対話を呼びかけており、予算の成立にあたっては社会党と RN が否決に回らないことが鍵となる。社会党の要望は富裕税の再導入や 2023 年年金改革の凍結・見直しなど、RN は移民政策の厳格化、治安対策の強化、国防支出の増強などを主張している。3 つに分裂した議会で、野党の理解を得て、政府債務 GDP 比の増加に歯止めをかける措置を盛り込んだ予算（図表 27）を成立させることは至難の業と言え、世論調査では成功すると答えた割合はわずか 20% に留まる³⁶。

図表 24 独仏伊株価の推移



(資料) Datastream

図表 25 仏政治の主な動き

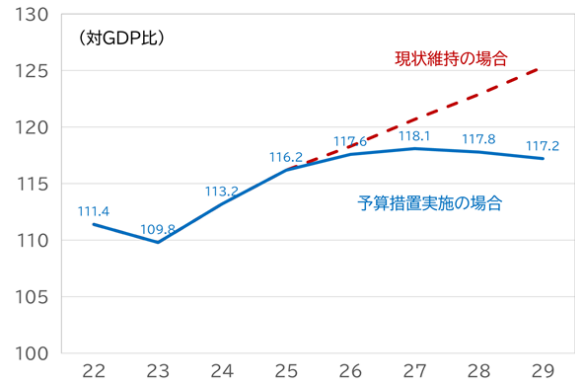
年月日	出来事
24年6月6～9日	・ 欧州議会選挙
6月30日、7月7日	・ 仏国民議会選挙
9月21日	・ バルニエ内閣発足
12月5日	・ バルニエ内閣不信任案可決
12月23日	・ バイル内閣発足
25年2月6日	・ 2025年予算法成立
7月15日	・ バイル首相、26年度予算案での438億ユーロの予算節減方針を表明
8月25日	・ 首相、内閣信任投票実施方針を表明
9月8日	・ バイル内閣信任投票否決～総辞職
9月10日	・ ルコルニュ前国防相、首相就任 ・ 仏各地で大規模抗議活動
27年4月	・ 大統領選挙

図表 26 バイル首相（当時）が提案した
2026 年予算措置

- 歳出削減(除く防衛費):208 億ユーロ
- 空白の年(各種給付、所得課税最低限度額、税率区分凍結):71 億ユーロ
- 税制等の公平化:99 億ユーロ
- 構造改革:18 億ユーロ
- 祝日2日廃止:42 億ユーロ

(資料) LE MOMENT DE VÉRITÉ, 15 juillet 2025

図表 27 仏政府債務残高の推移と見通し

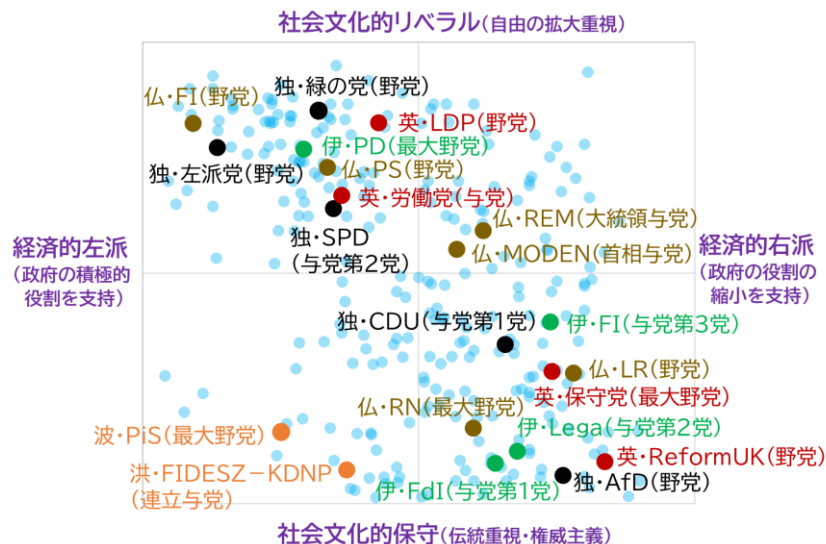


(注) 青線はバイル首相の提案を実施した場合の軌道

(資料) LE MOMENT DE VÉRITÉ, 15 juillet 2025

なお、図表 20 でも使用した C H E S のデータによれば、欧州で勢いを増す右派ポピュリスト政党の共通項は、社会文化的な軸（縦軸）における保守の度合いが既存の政党よりも強い（図表 28 の下方に位置する）ことにある。経済軸（横軸）では、政府の役割の縮小を支持する経済的右派から、政府の積極的役割を支持する経済的左派に広く分布する。ドイツの A f D や英国の R e f o r m U K は経済軸でも右の極にある。両党はトランプ 2.0 と親和的である。フランスの R N は、経済軸では大統領与党など中道派や、イタリアのメローニ首相の与党の F d I に近い位置にある。経済政策での穏健姿勢が、支持拡大の理由と考えることもできそうだ。

図表 28 経済軸・社会物価軸で見た欧州の政党の分布



(注) 横軸の経済軸では、左派は経済において政府が積極的役割を果たすべきとの立場、右派は政府の役割を減らすべきとの立場で、0（左端）が極左、10（右端）が極右。

縦軸の社会・文化軸では、中絶の権利や同性婚、民主的な参加など個人的な自由を重視する立場が 0（上端）、秩序、伝統、安定を支持し、社会・文化的な課題に対して道徳的権威であるべきとの立場が 10（下端）

(資料) CHES

4—おわりに

ECBの前総裁でイタリアの前首相のマリオ・ドラギ氏は、8月のローマ・カトリック教会の年次集会での講演³⁷で、2025年は「経済規模が地政学的影響力と国際貿易関係における優位性をもたらす」というEUへの「幻想が消え去った年として記憶される」と語った。EUは、第2次世界大戦後は当時の最も緊急の課題である「民主主義と平和」のために構築され、1980年代から2000年代初等にかけての新自由主義的な世界で繁栄したが、すでに時代は変わった。EUは「地経学、安全保障、供給源の安定性が効率性よりも国際貿易関係を左右する世界」に適合するには、経済的側面だけでなく政治的な側面も踏まえた「統合の新たな形」を目指さねばならないと呼びかけた。

ユーロは新自由主義的な世界、冷戦終結後のハイパーグローバル化の時代に誕生し、第2の国際通貨としての地位を維持してきたが、新たな国際秩序の下での地位向上には、3章でとりあげた問題を克服し、米中との競争力格差を埋め、同志国との連携を強化する必要がある。統合の新次元に踏み出すだけの、政治的な意思とリーダーシップが求められる。

現時点では、総論のレベルでは、欧州の結束は維持されているが、各論に入ると各国間の利害対立が表面化し、進展が阻まれるというのが経験則だ。しかも、現在の欧州は、安全保障の危機の渦中にあり、米国からの予測困難な攻撃や、中国との競争という「外圧」と、各国国内における政権への支持の低下という「内圧」が高まっている。政策目標の実現力に不安を抱かざるを得ない。

フロマン（2025）は、「今後の世界経済は、第2次世界大戦前のシステムに近づいていくかもしれない」という。断片化する貿易体制については、小規模な複数国間のネットワークによる重層的な構造でルールに基づくグローバル経済を実現することが最良の選択肢と説く。

国際通貨体制も、経済システムと釣り合わないドルを基軸とする一極の通貨体制から、漸進的に複数の通貨が競い合うシステムへの移行が進むことが予想される。IMF（2025）は、体制移行期のリスクに備えて、国際通貨体制のマクロ経済のファンダメンタルズの強化（財政余地、信頼できる金融政策・為替相場政策の構築）と対外的なバッファー（適正な水準の外貨準備の蓄積、グローバルな金融セーフティーネットの構築）が重要と説く。ECBのチポローネチ専務理事は、中銀のすべきこととして、理解と監視、新たな質の供給ショックへの対応、BISやFSBなどを通じた当局間の連携強化、金融の安定のリスクへの対応力の強化が必要という³⁸。

トランプ2.0による米国の変容はユーロの地位向上の好機となり得るが、その実現の道筋は狭く、厳しいと言えよう。

<参考文献>

- ・バリー・アイケングリーン（2025）「[経済教室 破壊された米国中心の秩序 戦後80年の節目に⑤](#)」
日本経済新聞、2025年8月19日
- ・伊藤さゆり（2023）「[国際通貨としてのユーロの過去・現在・将来—コロナ禍、ロシアによるウクライナ侵攻を超えて—](#)」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』令和5年第3号（通

- ・伊藤さゆり (2025) 「[大砲かバスターか 国防費の大幅引き上げに動く欧州の現実](#)」ニッセイ基礎研究所『ニッセイ基礎研 Report』September 2025 Vol.342
- ・小立敬 (2025a) 「米国におけるバーゼルⅢ最終化の遅れと諸外国の対応—トランプ政権のバーゼルⅢエンドゲームを巡る不確実性」『野村資本市場クォーターリー』2025Vol.29-1 Summer
- ・小立敬(2025b) 「銀行の暗号資産関連業務に関する米国当局の姿勢転換—トランプ政権の方針とバーゼル基準の潜在的ギャップ」『野村資本市場クォーターリー』2025Vol.29-1 Summer
- ・クリスタリオ・ゲオルギエバ (2024) 「[世界経済を保護するために、中央銀行の独立性を強化する](#)」IMF BLOG、2024 年 3 月 21 日
- ・スコットベッセン (2025) 「[【寄稿】FRB の「機能獲得型」金融政策、独立性のリスクに＝ベッセント氏](#)」The Wall Street Journal 日本語版 2025 年 9 月 6 日
- ・マーガレット・マクミラン (2025) 「同盟関係の崩壊と米国の孤立—同盟破壊という愚行」『フォーリン・アフェアーズ・レポート』2025 年 9 月号、pp.52-61
- ・ニール・ファーガソン (2025) 「[直言 米政権は関税で失墜する](#)」日本経済新聞朝刊、2025 年 9 月 7 日
- ・マイケル・B・G・フロマン (2025) 「貿易戦争後の世界—システム崩壊からルール再構築へ」『フォーリン・アフェアーズ・レポート』2025 年 9 月号、pp.6-19
- ・Ravi Balakrishnan and Mahmood Pradhan (2025) “[Europe’s Elusive Savings and Investment Union](#)” IMF F&D Magazine, June 2025
- ・Olivier Blanchard and Ángel Ubide (2025) “[Now is the time for Eurobonds: A specific proposal](#)” PIIE RealTime Economics, May 30
- ・Claeys, G. and G.B. Wolff (2020) 'Is the COVID-19 crisis an opportunity to boost the euro as a global currency?' Policy Contribution 11/2020, Bruegel
- ・Barry Eichengreen (2025) “[Mars or Mercury rebooted: The Trump administration, the dollar, and the geopolitics of international currency choice](#)” VoxEU Column, 18 Apr 2025
- ・IMF (2025) “International Monetary System : Currency in a Changing World”, Chapter 2. External Sector Report, July 2025
- ・Daniel Katz and Stephen Miran (2024) “[Reform the Federal Reserve’s Governance to Deliver Better Monetary Outcomes](#)” The Manhattan Institute Report, March 2024
- ・Stuart Kirk (2025) “[I can take or leave central bank independence, frankly](#)” Financial Times, Sep 5 2025
- ・Enrico Letta (2025) “[Trump has handed Europe a chance to shape its own future](#)” Financial Times, Jun 22 2025
- ・Warwick McKibbin and Geoffrey Shuetrim (2025) “[The US Revenue Implications of President Trump’s 2025 Tariffs](#)” PIIE BRIEFING 25-2
- ・Stephen Miran (2024) “[A User’s Guide to Restructuring the Global Trading System](#)” Hudson Bay Capital, November 2024

- Adam S. Posen (2025a) “[The New Economic Geography Who Profits in a Post-American World?](#)” *Foreign Affairs Report*, September/October 2025
- Adam S. Posen (2025b) “[Systemic Risks for Europe from the New Economic Geography](#)” European Systemic Risk Board 9th Annual Conference, 03 September 2025
- President’s Working Group on Digital Asset Markets (2025) “[Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology](#)” July 30, 2025
- Paul Richards (2025) “Ensuring financial stability in a time of tariffs” *ICMA Quarterly Report Third Quarter 2025, issue no.78*, 9 July 2025, pp.18-21

¹ トランプ 2.0 による戦後秩序の破壊を論じたものとして、アイケングリーン (2025)、フロマン (2005) などがある。

² ゲオルギエバ (2024)。但し、Kurk (2025) は中銀の独立性は、成長やその他の重要なマクロ経済変数に関して大きな違いをもたらさないとの見方もある。また、Katz and Stephen Miran (2024) やベッセント (2025) などから第 2 期トランプ政権は、F R B が限定的な使命を逸脱し、財政当局に本来属する分野にまで使命を拡大し、金融政策と財政政策の境界を曖昧にしたこと等を問題視し、中銀の独立性のために改革が必要との立場であることが伺える。

³ “[Earning influence: lessons from the history of international currencies](#)” speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at an event on Europe’s role in a fragmented world organized by Jacques Delors Centre at Hertie School in Berlin, Germany, Berlin, 26 May 2025

⁴ Eichengreen (2025)

⁵ Stephen Miran (2024)

⁶ 「[ミラン FRB 理事「マールアラゴ合意、提唱せず」 ドル安構想を否定](#)」 日経電子版 2025 年 9 月 23 日

⁷ ボウマン副議長は、就任後初の講演で、「世界金融危機後の改革の多くはより強靱で回復力のある銀行システムを確保する上で重要かつ不可欠であった」と評価しつつ、「変更の多くはバックワードルッキング」で「将来の予期せぬ結果や世界の将来像を十分に考慮していなかった」とし、「これらの変更のすべてが依然として適切であるかを評価すべき時期に来ている」と述べている（“[Taking a Fresh Look at Supervision and Regulation](#)” Vice Chair for Supervision Michelle W. Bowman at the Georgetown University McDonough School of Business Psaros Center for Financial Markets and Policy, Washington, D.C., June 06, 2025）

⁸ “[Fed Starts Talks on a Looser Version of Basel III endgame](#)”, Bloomberg Updated on August 2, 2025。バイデン政権期の最終化案と銀行業界の反発については小立 (2025a) が詳しい。

⁹ トランプ 2.0 始動後の連邦銀行当局 (F R B、F D I C、O C C) の暗号資産関連業務に対する姿勢の転換については小立 (2025b) が詳しい。

¹⁰ 大統領就任直後に発出された大統領令に基づいて設置された大統領デジタル資産市場作業部会が米国を世界の暗号資産の首都」とするための規制の体系に関する報告書を公表している。President’s Working Group on Digital Asset Markets (2025)

¹¹ I M F (2025)

¹² トランプ大統領ファミリーは、DeFi (分散型金融) プロジェクトの World Liberty Financial (WLFI)、ビットコインマイニングの American Bitcoin、ミームコインなど暗号資産ビジネスを多角的に展開している ([Eric Trump-backed crypto venture surges in market debut](#)) Financial Times, Sep 4 2025)。

¹³ 米ピーターソン国際経済研究所 (P E E E) 所長アダム・ポーゼン氏は、欧州システミックリスク委員会 (E S R B) の年次総会の基調講演 (Posen (2025b)) で、過去の金融危機で活用された F R B が他の中央銀行にドルの流動性を供給するスワップラインが政治化されることに警鐘を鳴らし、外国中銀は、ドルの流動性確保のために外需の共同化などをすべきと述べた。E S R B は 2010 年に設立されたマクロプルーデンス監督とシステミックリスクの防止・軽減に責任を負う機関。

¹⁴ トランプ政権が 7 月 23 日に公表した「A I 行動計画 (America’s AI Action Plan)」では煩雑な手続き、過度な規制の撤廃などによる「A I イノベーションの加速」、データセンター、半導体製造施設、エネルギーインフラ建設の許認可プロセスの効率化など「A I インフラの整備」、同盟国・パートナー国への米国の技術の普及と拡散、イノベーション促進的で、米国の価値観を反映し、権威主義の性協力に対抗する A I ガバナンスのアプローチの提唱、輸出管理の強化など「国際的な A I 外交と安全保障の主導」という 3 本の柱から構成される。

¹⁵ “[Monetary Policy and the Fed’s Framework Review](#)” Speech, Chair Jerome H. Powell at “Labor Markets in Transition: Demographics, Productivity, and Macroeconomic Policy,” an economic symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyoming

¹⁶ 15%ポイント関税を引き上げた場合、関税収入は 3.9 兆ドル増加するが、法人税は 0.2 兆ドル、所得税は 0.5 兆ドル減少

するため、純増額は3.2兆ドルとなる。報復措置がある場合は、関税収入が2.9兆ドル増加、法人税が0.5兆ドル、所得税が0.9兆ドル減少し、純増額は1.5兆ドルとなる。

17 Tax Foundation [“Trump Tariffs: Tracking the Economic Impact of the Trump Trade War”](#) September 12, 2025 の Retaliation 欄参照。EUは報復関税を準備しつつ交渉に臨んだが、7月27日に関税合意に至ったことから、8月4日に6カ月の延期を決めている。

18 World Gold Council [“Central Bank Gold Reserves Survey 2025”](#) 17 June, 2025によれば、回答者の95%が向こう12カ月で金準備を増やすとする一方、米ドルの保有比率は45%が「ある程度」、28%が「大幅に」低下と回答している。

19 [「ビットコインETFに資金 ハーバード大など、今年2.7兆円 実験的な組み入れ拡大」](#) 日経電子版 2025年9月2日

20 伊藤 (2023) 参照

21 Agence France Trésor (仏国債庁) [France's credit ratings](#)

22 European Commission [“EU Investor Presentation-Investing in EU-Bonds & EU-Bills”](#), 31 JULY 2025

23 Letta (2025)、Blanchard and Ubide (2025)

24 ユーロ圏の銀行同盟は、当初、銀行監督、破綻処理、預金保険の3本柱から成る構想であったが、銀行監督のSSMと破綻処理のSRMが先行して稼働し、預金保険については「欧州預金保険スキーム (EDIS)」として段階的に実現する経路を辿っており、未だ、完全実施には至っていない。

25 [ECB presents findings from digital euro innovation platform and announces second round of experimentation](#),

26 September 2025

26 [Interview with Piero Cipollone, Member of the Executive Board of the European Central Bank, conducted by Francesco Ninfole on 24 September 2025](#)

27 前掲のCTOLによれば、ステーブルコインの時価総額では、ドル建ての2221.3億ドルに対して、ユーロ建てはわずか4.8億ドルと圧倒的な差がついている。

28 規制当局のESMAは、リスク暗号資産のサービスプロバイダー (CASP) が同じプラットフォームで規制対象と非規制対象の商品を提供した場合、投資家が違いを認識できない、一部のCASPが混同を助長するリスクに警鐘を鳴らした。

[“European securities regulator warns about crypto firms misleading customers”](#) Reuter July 12, 2025。ラガルド総裁も、ESRBの年次総会の基調講演で、EU域内事業体と域外事業体が共同で代替可能なステーブルコインを発行するマルチ発行スキームの下では、域外事業体にはMiCA規則の要件が適用されないため、取り付け騒ぎが発生した場合に、投資家が、最も強力な保護措置が講じられている管轄区域であるEUでの償還が優先され、準備金が不足するおそれがあるため、他の管轄区域との同等性が確保されない場合はスキームを適用できないようにすべきとの考えを示した ([“Cutting through the noise: exercising good judgment in a world of change”](#) welcome address by Christine Lagarde at the ninth annual conference of the ESRB, 3 September 2025)。

29 Posen (2025b)

30 伊藤 (2025)

31 European Commission [“Standard Eurobarometer 103 Spring 2025”](#)。本文で引用した設問はPresentationの51ページと61ページに掲載されている。

32 [「ウクライナ安全保証、26カ国が部隊派遣確約 米国の支援は近く最終決定」](#) ロイター、2025年9月5日

33 [Joint Statement on a United States-European Union framework on an agreement on reciprocal, fair and balanced trade](#), 21 August 2025

34 [“Les Français, Les annonces budgétaires de François Bayrou Et les déclarations d’Emmanuel Macron sur la Défense Sondage Elabe pour BFMTV”](#), 16 juillet 2025

35 [“Baromètre politique Ipsos bva-CESI École d’ingénieurs pour La Tribune Dimanche - La popularité d’Emmanuel Macron au plus bas depuis 2017”](#) 13 septembre 2025

36 前掲調査

37 “Turn skepticism into action.” Mario Draghi’s speech at the Meeting, August 22, 2025 (講演はイタリア語)

38 [“Navigating a fractured horizon: risks and policy options in a fragmenting world”](#) 29 April 2025 Speech by Piero Cipollone, Member of the Executive Board of the ECB, at the conference on “Policy challenges in a fragmenting world: Global trade, exchange rates, and capital flow” organised by the Bank for International Settlements, the Bank of England, the ECB and the International Monetary Fund

本資料記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と完全性を保証するものではありません。また、本資料は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。