

経済を読む眼

米国の重商主義的政策が基軸通貨のステータスに与える影響^{*1}

2025 年 5 月 28 日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

上席運用専門員 丸山泰斗

エコノミスト 岩井真子

要旨

1. 米国は、安全保障の傘と経済活動のシェアの大きさを梃子に、高関税政策に乗り出している。将来の通貨安政策の使用も潜在的には燻っている。
2. 現在の米政権は、米国が基軸通貨国であるが故にドル高となり貿易赤字が積み上がる等、その exorbitant burden が大きいと認識している。しかし、歴史的にみるとドルが基軸通貨のステータスを定着させても、長い間貿易収支は黒字を続けていた。貿易収支が赤字に転換するのは財政支出を拡大させてからである。実際には exorbitant privilege の方が大きい。
3. 米政権が対外政策において経済（市場）の大きさというメリットと安全保障の傘の提供との引き換えに関税政策と通貨安政策を他国に押しつけることは、結果として他国の米国に対する信頼を損ねている。
4. また、米政権のこれまでの対内政策においても、法的・政治的安定性や中央銀行の独立性といったガバナンスの安定性、ひいては政府債務の持続性への懸念を背景に金融の安定性も、徐々に損なわれてきている。これも、safe harbor としての米国の価値を損ないかねない。
5. こうしたことは全て、長い目でみて米ドルの基軸通貨ステータスを損なうことに繋がり得る。トランプ大統領は米ドルの基軸通貨としてのステータスの重要性を強調しているが、実際の政策はステータス低下の可能性を高める方向に働いている。
6. 米ドルに替わって global currency になるチャンスがあるのはまずはユーロであろうが、EU の資本規制をはじめ域内の統合をもっと強めることが大前提である。人民元については、資本移動の自由化という中国にとって困難な課題がある。その意味で、米ドルにすぐにとって替われる通貨はなく、様々な通貨を多極的に使用する世界に向かうのかもしれない。

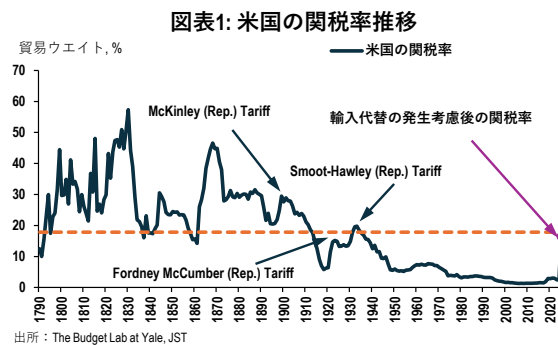
* 本稿の内容や意見は、筆者ら個人に属するものであり、JST の公式見解を示すものではない。

¹ 本稿は、2025 年 5 月 26 日現在のデータ・情報に基づいている。

1. はじめに～米政権の新たな重商主義的考え方と米ドル安志向

米政権のめまぐるしく変わる通商政策が世界経済を揺るがしている。米政権は、貿易赤字は米国の負担であり、貿易収支の黒字は自国の収入増と捉えると共に、競争力の低下によって失われた国内産業、特に製造業の保護を図らなければならない、と考えている。これに対して、標準的な経済学では、米国の貿易赤字が持続しているのは、米国民が貯蓄よりも多く支出をしているからと捉える。そうであれば、米国の場合は特に財政支出の拡大が主因ということになる。標準的な経済学が、消費を経済活動の目標と捉え、生産もその目標を満たすために行われると考えるのに対し、現在の米政権は、生産と雇用を独立した目標として重視している。前者にも雇用の本来の意義を捉え切れていないという点で欠点があるとは言え、後者は、かつて 18 世紀に Adam Smith が「諸国民の富」において批判した重商主義そのものである。

米政権は、まずは関税を武器として他国との貿易不均衡を解消しようと、中国を中心として多くの地域・国に対して歴史的な高関税の賦課を表明した。しかし、実際にはその悪影響が米国経済に跳ね返るため、5 月 12 日の米中合意にみられるように、米国側も妥協をせざるを得なくなっている。それでも米国の現在の関税率は平均して 10% 台後半と、大恐慌の引き金を引いた Smoot-Hawley の関税率引き上げ（1934 年）以来の高さになっている。今後、中国との間でも、それ以外の国との間でも、90 日間の猶予の間に貿易交渉を進め、米国の貿易赤字をバイラテラルで減らそうとするのだろうし、その落ち着き先は不明であるが、それでも少なくとも 10% の相互関税は残すようであり、歴史的な高水準の関税率が残ることは確かであろう。



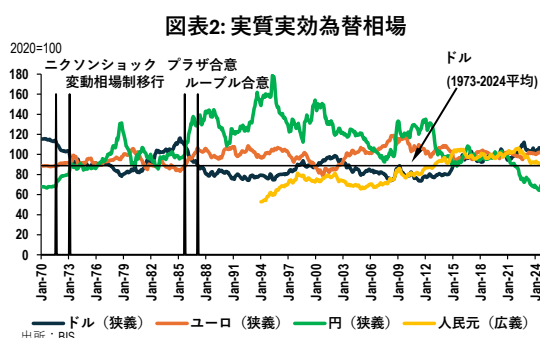
問題は、これによって、米政権が求めるような、貿易赤字を解消し、製造業を米国内で復活させることはできない点²にある。その時、米政権はどのような手を打つかと考えるために、トランプ大統領に影響力がある人々の重商主義的考え方をもう少し掘り進めてみよう。まず Miran CEA 委員長が政権に入るまえに執筆した Miran (2024)³をみると、米国の貿易赤字持続のメカニズムを裏側からみて、基軸通貨国である米国金融資産への他国の需要（特に国債需要）が強過ぎるため、さらには国によっては米ドルに対して通貨操縦（currency manipulation）も行っているため、米国は経常赤字を垂れ流してこのコストを負わなければならないくなっている、と考えている。すなわち、

² この点の詳細は、鶴飼博史・丸山泰斗・藤山拓哉「トランプ政権の関税政策の歴史的意義と世界に及ぼす影響」経済を読む眼第 33 回、科学技術振興機構を参照されたい。

³ 詳細は、S. Miran (2024) “A User’s Guide to Restructuring the Global Trading System,” Hudson Bay Capital を参照。また、鶴飼博史・丸山泰斗 (2025) 「トランプ政権の関税の影響は広範囲かつ米国にもマイナス」経済を読む眼第 31 回、科学技術振興機構でも、その平易な解説と検討を掲載している。

基軸通貨国は基軸通貨を他国に供給しているが故に法外なコスト（exorbitant burden）を背負っていると捉えている訳である。Exorbitant burden として、資本が米国に流れ込み、米ドル高になる結果、米国の製造業が競争力を失い、経常（貿易）赤字が続くことになった、と考えている⁴。現在の米政権は、これまでは他国との貿易交渉には通貨政策を持ち込んでいないようであるが、関税政策が落ち着き処をみた後のリスクとして、考えておくことには意味がありそうである。

実際、米ドルは実質実効ベースでみても、この数年間はやや強くなっている（図表 2）。したがって、こうした考え方からすれば、関税政策が一段落してインフレへの懸念が後退した後、米政権が次のステップとして、基軸通貨国としてのステータスを維持しつつ、安保の傘や経済（市場）の大きさのメリットを提供する対価として、他国に米ドル高是正を行わせようとする可能性も否定は出来ない。Bessent 財務長官は、財務長官になる時に new Bretton Woods moment を起こす必要性に言及し、現在もこれから数年間で、我々は new Bretton Woods と同等の、ある種の大規模



で世界的な経済秩序の再編を迎えざるを得ないと述べている。また、Miran (2024)では、多国間合意としてのマール・ア・ラーゴ合意や、二国間合意として個別国との交渉で米ドル売り介入による米ドル安を目指すことが考えられる、と記述されている。彼は現在は通貨政策を考えていないとして若干の軌道修正を図っているようであるが、それでも背景にある考え方は変わっていないようにみえる。最近の講演でも、米国が基軸通貨国としてのステータスを維持しつつ、全体のシステムを米国にとってもフェアなものにしないとイケないとして、①他国への関税賦課、②米国に対する市場開放、③他国が国防費を増やして米国から兵器を購入、④対米実物投資の促進、さらには⑤他国はグローバルな公共財であるドルのファイナンスが容易になるように米財務省に対して小切手を切る、という選択肢を提示している⁵。

トランプ大統領は、就任前の昨年 9 月に、「もしも我々の米ドルが世界の通貨としての役割を失うのであれば、これは戦争での敗戦に匹敵する」と述べていた。しかし、米政権による（潜在的なプランも含めた）一連の行動は、米ドルの基軸通貨としての役割に影響を与えそうである。短期的には、それでも米国経済が他国よりも大きな市場をもっているだけに、市場や海外の企業・政府にはこれを活用したいというインセンティブが残るだろう。しかし、やや長い目を見た時、基軸通貨としてのステータスについて、英ポンドから 1940 年代に米ドルに移行していった歴史を研究した

⁴ 政権の外側でも、例えば政権に影響力があると目されているエコノミストの Michael Pettis も、“The Global Trading System Was Already Broken” Financial Times において、“The U.S. would be better off without the global dollar.” といった主張を行っている。

⁵ S. Miran’s remarks at Hudson Institute event (2025)。

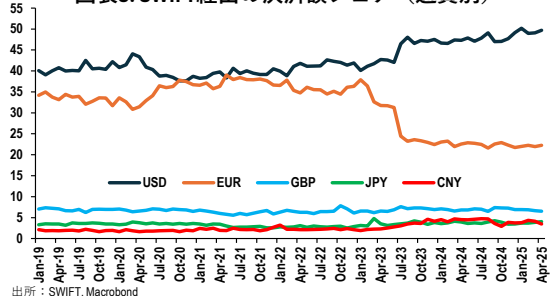
Eichengreen (2025)⁶は、米ドルが基軸通貨としての地位を維持するためには、①金融の不安定化を回避すること、②米ドルが米国外で使われるために関税政策を限定すること、③米国外で米ドルが使用されるには米国が信頼できる国でなければならないので、米国にとっての地政学的同盟を維持すること、が必要との教訓が得られる、と述べている。以下では、こうした視点に立って、米政権が行っている施策が米ドルのステータスに如何なる影響を及ぼし得るかを考察する。

2. 米ドルの基軸通貨としての現在地

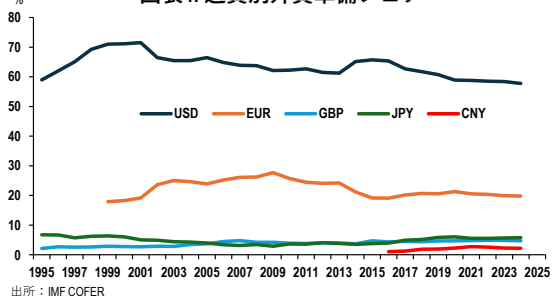
まず、米ドルの基軸通貨としての使われ方を確認しておこう。これまで、米国は世界の為替市場に占める米ドルのシェア、決済に占める米ドルのシェア、更には直接投資等で圧倒的な存在感を発揮し（図表 3）、米国の資産には **safe harbor premium** があると認識されてきた。米欧先進国政府は 2022 年以降、ロシア・ウクライナ戦争を仕掛けたロシアに対して **SWIFT** 使用を制限する制裁をかけたが、これはその他の国に対しても、原油決済等の事実上の主役である米ドルについて、決済通貨としての使用すら制約されるリスクを白日の下に晒すこととなった。それでも他国はドル決済を大幅に減らすには至らず、米ドルは依然として決済の 50%程度を占めたままである。人民元の決済通貨としての台頭が叫ばれることが多いが、人民元はシェアを伸ばしているとは言っても、現在は日本円には追いついたものの、英ポンドにも及ばない。市場におけるカントリーリスク⁷をみても、通常、米国は 0 と認識されてきた。

しかし、仔細にみると、変化の兆しも窺われる。例えば、世界各国の外貨準備に占めるドルのシェアは、今なお他通貨に比べて圧倒的ではあるものの、2000 年代に入って、そして特にトランプ第 1 期政権時代の 2017 年以降に趨勢的に低下してきている（図表 4）。ドル離れの兆しはこんなところにみられている。

図表3: SWIFT経由の決済額シェア（通貨別）



図表4: 通貨別外貨準備シェア



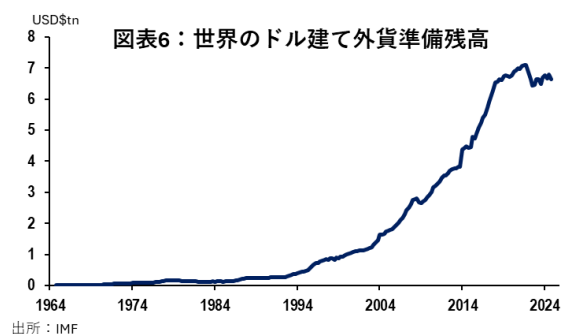
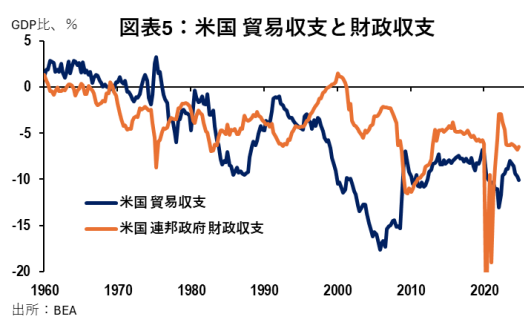
⁶ B. Eichengreen (2025) “Sterling’s Past and the Dollar’s Future,” commentary at Project Syndicate.

⁷ 単純化した株価形成モデルでは、Country risk premium（カントリーリスク）＝ Expected return on equity investment - Risk-free rate - Global equity risk premium + と定義される。

3. 米ドル安を強制する対外的な枠組み構想の妥当性

それでは前掲の Miran (2024) を例にとり、その妥当性を検討しよう。同論文はそもそも、Triffin (1961) のジレンマとして、もしも米国が自国通貨の信託を気にして米ドルの他国への供給を拒めば、決済通貨の流動性が不足して貿易は停滞してしまうので、貿易を円滑化するために米ドルを無制限に供給すれば、それが経常収支赤字に繋がり、結局米ドルへの信託を低下させてしまう、ことを問題視している。Triffin のジレンマという基軸通貨国である以上避けられない不可抗力によって、基軸通貨国である米国は輸出競争力と金融の支配力のトレードオフに直面していると考えている訳である。しかし、元々 Triffin 自身は、1930 年代に金本位制の下で一国の通貨が基軸通貨となっても永続的でないことに警鐘を鳴らしていたのであって、資本収支に着目したものであった⁸。最近と同論文のようにそれを経常収支の赤字と結びつけて解釈されることが多いが、これは Triffin 自身が言い出したことではない。だからと言ってこの考え方が誤っていることにはならないが、この点も含めて、以下でこうした考え方の妥当性を歴史的に鳥瞰すると、事実とは合っていないことが判明する。

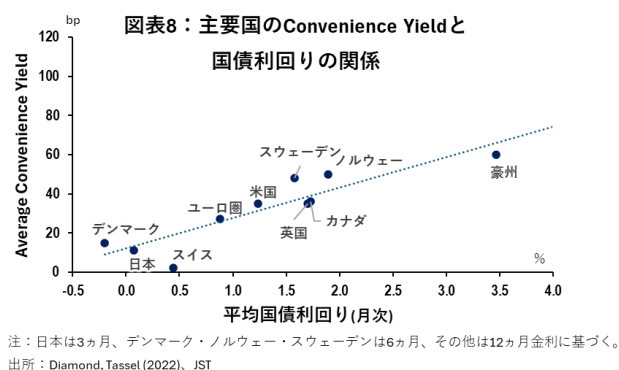
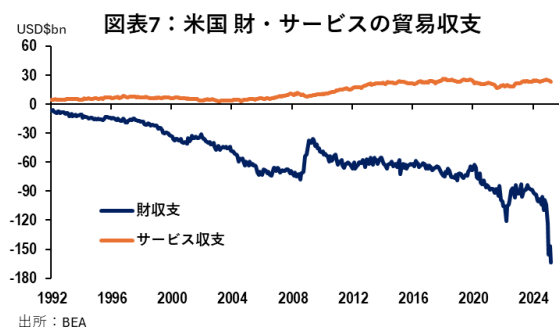
第 1 に、米国の基軸通貨ステータスは、1950 年代には確立されていたが、それにも拘わらず、米国の貿易収支は 1960 年代から 1970 年代半ばまで黒字であった。米国の貿易赤字が定着していくのは 1970 年代半ばからで、その裏側では財政赤字が拡大していた（図表 5）。しかも、海外中銀が米ドル建ての外貨準備を積み上げ始めたのは 1997 年のアジア危機以降であり、それともタイミングが合っていない（図表 6）。



第 2 に、米国は貿易収支が赤字である一方、サービス収支は黒字が続いており、しかも拡大している（図表 7）。言い換えると、製造業の世界ではネットで赤字であるものの、米国が世界で最も強く、付加価値の大きいテックの分野ではネットで黒字が続いている訳だ。これも米ドル高で産業が衰退しているという考え方には当て嵌まっていない。

⁸ この点は、Bordo, M., and R. McCauley (2017) “Triffin: dilemma or myth?” BIS Working Papers No. 684 に詳しい。

第 3 に、米国債に対して海外から過剰な需要があるのであれば、米国債には、安全資産として世界最大の希少性プレミアム（convenience yield）がなければならないだろう。しかし、米国債の convenience yield がそれだけ大きいかには議論の余地があり、例えば NY Fed が安全資産オプションのプット・コール・パリティから導出したレートと安全資産金利との乖離幅から導出した convenience yield をみても⁹、米国債が主要先進国の中で例外的に高くなっている訳ではない（図表 8）。Bernanke (2016)¹⁰も、最近はこのように米国のメリットは著しく削がれているとの認識を述べている。



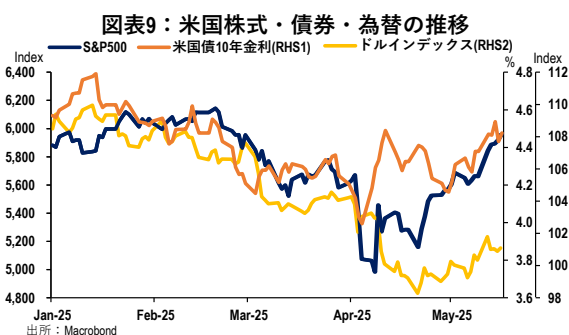
それ以外にも、こうした考え方には以下のように平仄が取れない部分がある。

第 1 に、基軸通貨の需要が本当に exorbitant burden なのであれば、例えば BRICS が米ドル以外の決済手段構築を行っても構わないのであり、他国にも負担をシェアさせる方が合理的ではないのだろうか。この点は、5 節で詳細に検討する。

第 2 に、他国に米ドル売りをさせることで米ドル安を目指すとしつつ、一方で米長期国債を保有させるとしているが、海外中銀が米ドル売りをするためには米国債を売却する必要がある。これは米国の資本流出を招きかねないのではないか。

4. 国内の金融不安の芽

米政権は、国内の統治面でも金融不安に繋がりがねない対応や施策を採っているように見える。具体的には、トランプ大統領が自ら”Liberation Day”と呼んだ 4 月 2 日、世界中の国に相互関税を賦課すると宣言した後、Fed としてなかなか利下げに踏み切らない Powell FRB 議長の解



⁹ Diamond, W., and P. Tassel (2023) “Risk-free rates and convenience yields around the world,” NY Fed Staff Reports による計測を参照されたい。

¹⁰ B. Bernanke (2016) The dollar’s international role: An ‘exorbitant privilege?’ commentary at Brookings.

任を仄めかしたところ、米ドルが売られ、米国債金利が上昇するという、この数十年に殆ど生じなかった「米国売り」がみられた（図表 9）。こうした市場の反応を経て、トランプ大統領は現在、FRB 議長の解任という矛を収めた。しかし一方で、Fed 以外の独立した連邦機関のヘッドを解任する大統領令を発出している。

米ドルが世界の基軸通貨として、safe harbor として安定的に使用される基盤となる条件について、Tedeschi (2024)¹¹が自ら定義した要因（図表 10）に基づいて可能な範囲で定量化したところ、必ずしも米国が圧倒的に安全だとは言えなくなっている。例えば、クレジット面での信用力も格付けはカナダやドイツと比べても劣るし、中央銀行を独立した機関として扱うか、財務省等を専門的な公務員と専門性を有する任用者で固めているか、といった点で疑問が残る。また、米国政府・共和党議員は後述のように歳入の裏付けに乏しい大型の減税法案を可決させようとしている。こうした要素を全て含めてある程度定量化を行うと、最早、米国が世界で最も安全なシステムを保有しているとは言えなくなっていることがみてとれる（図表 11）。更に、最近生じた Moodyz による米国債の最上位（Aaa）からの格下げ（Aa1）を踏まえれば、米国のスコアはもう少し低下する。

図表10: 米国のsafe harbor premiumに影響する要因

クレジット	信用力が基礎。 米国の格付けが更に下がれば脅かされる。
通貨	世界の基軸通貨。
国債	世界の金融システムの中で最も安全かつ最も流動性が高い資産とみなされている。
独立した機関	米国経済・金融システムは、信用力があり、政治的に独立した中央銀行と、専門的な公務員と専門性を有する政治任用者で構成される財務省によって支えられている。
経済見通し	米国は世界最大の経済であり、高い生産性を持つ。金融と財政が一体化した統合経済。労働力は大きく、教育され、国内を自由に移動できる。移民のおかげで他の先進国よりも将来の成長軌道が頑健。
法的・政治的安定性	公正かつ公平な法制度を持ち、200年以上も選挙が定期的に途切れることなく続いてきた。規制当局者は比較的独立しており、官僚機構は専門性の高い人で構成されている。政府統計は透明性が高く、大きな信用力を持ち、広く尊敬されている。軍隊は市民によって監督され、政治に直接的には巻き込まれにくい。

出所：Tedeschi (2024)

図表11: カントリーリスク測定（2023年現在）

	%			ソブリン債格付け			
	世界GDPに占めるシェア*	カントリーリスクプレミアム**	10年 CDS スプレッド***	S&P	Moody's	Fitch	単純平均(1-10にスケール調整)*
米国	15.4	0.0	0.58	AA+	Aaa	AA+	9.7
カナダ	1.4	0.0	0.44	AAA	Aaa	AA+	9.8
ドイツ	3.2	0.0	0.29	AAA	Aaa	AAA	10.0
フランス	2.2	0.7	0.43	AA	Aa2	AA-	8.8
英国	2.2	0.9	0.51	AA	Aa3	AA-	8.7
日本	3.7	1.0	0.43	A+	A1	A	7.8
イタリア	1.8	3.2	1.34	BBB	Baa3	BBB	5.8
その他ユーロ圏	4.6	1.4					
その他OECD諸国	11.0	3.2					
中国	18.8	1.0	0.99	A+	A1	A+	8.0
上記以外の国	35.3	5.3					

* ここではPPPベースで計測しているので、米国のシェアが中国より小さくなっている

** Damodaran (2023)による測定 *** 2023年12月31日現在

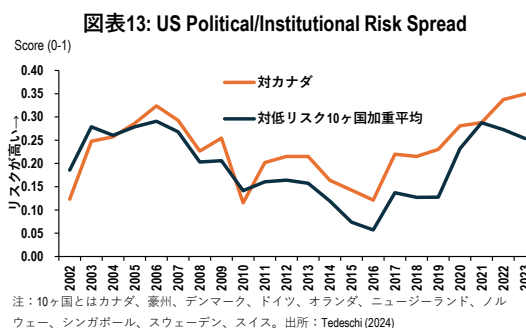
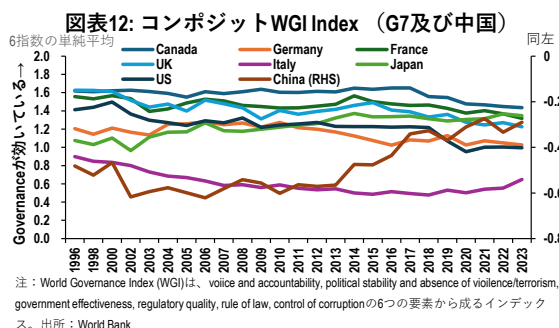
**** 20 (AAA/Aaa) から1 (CC/Ca) までを1-10にリスケールした3種類の格付けの単純平均

出所：IMF, Damodaran (2023), S&P, Moody's, Fitchを基にTedeschi (2024)が統合

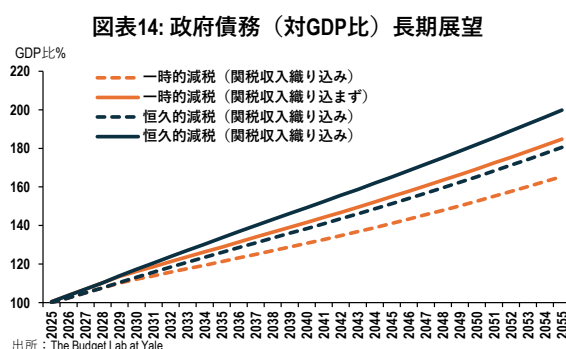
米国のガバナンスの安定性や民主主義の度合いをみると、現在の米政権が誕生する前から、先進国の中でも下位にシフトしてきた（図表 12）。こうした色々なファクター

¹¹ E. Tedeschi (2024) “Political risks to the U.S. safe harbor premium,” paper of the Budget Clum at Yale を参照。

から Tedeschi (2024)は Political and institutional risk spread を計算し、最も安定しているカナダやその他低リスク国と比較しても、現政権発足前の 2023 年の段階で既に米国のリスクが相対的に上昇している（図表 13）。



ここからすれば、市場はまだ、米国の政治リスク等を過小評価しているようにみえる。今後を展望すると、国内では予算案の帰趨に注目したい。下院では 2025 年度の財政法案が委員会を通過したが、これは、第 1 期トランプ政権時代に制定された家計の減税を決めた税制改革法（TCJA 法）の延長に加え、トランプ大統領が提唱してきた様々な個人向けの減税も織り込み、一方でグリーン関連の投資を廃止し、それでも不足する歳入として、関税をかなりあてにする内容になっている。このため、関税収入なしでは政府債務が激増するほか、関税収入を織り込んででもなおかなり高い債務比率まで上昇する。したがって、例えば The Budget Lab at Yale の試算では、減税が恒久化し、かつ関税収入も織り込まないケースでは 30 年後には政府債務対 GDP 比が 200%と、現在と比較すれば日本やスーダンに次ぐとなることが展望されている（図表 14）。今後、8 月初には政府債務の上限問題が俎上にのぼるとみられる中で、議会でどう修正されるか、その帰趨に注目する必要がある。

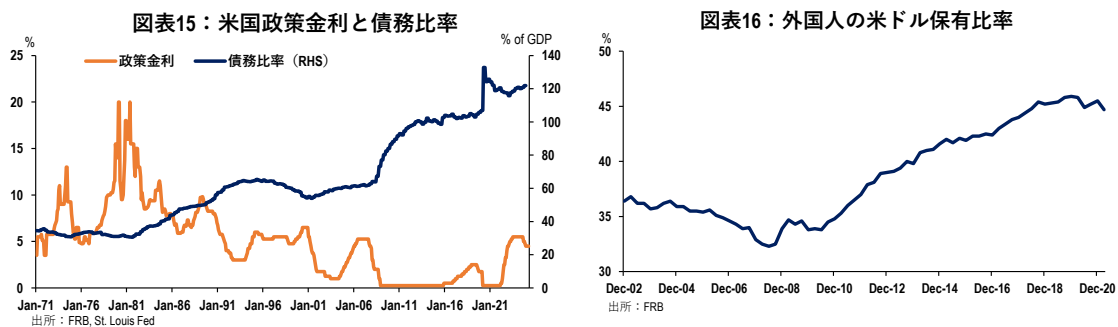


5. 基軸通貨ステータスによる exorbitant privilege と exorbitant burden の比較

米政権の最大の特徴の 1 つに、米ドル基軸通貨は、恩恵よりも負担の方が遙かに大きい（exorbitant burden）と考えていることがある。このため、その負担に応じて他国に還元を求めるという発想になっている。しかし、前述したように米国の歴史に照らしてもその負担は非常に大きいとは言えず、恩恵の方が遙かに大きい（かつてフランスの財務大臣 Giscard d'Estaing はこれを法外な特権＜exorbitant privilege＞と呼んだ）と考えられる。恩恵とは、具体的には以下の 3 点である。

第 1 に、米国政府にとって資金調達が可能にできること。政府が財政赤字を垂れ流しても、基軸通貨としてのプレミアムによって容易にファイナンス出来るのが最大のメリットであろう（図表 15）。

第 2 に、米国にとっては多額のシニョレッジ（政府や中銀が通貨発行権を行使することに伴う財政収入）を得られる。米ドル現金のうち 45%が海外で保有されているので、通常よりもそれだけ多くの現金を発行することになり、シニョレッジ収入もそれだけ多くなる（図表 16）。世界中で米ドルが保有されているということは、無利子の融資を米国に対して行っていることに等しい。



第 3 に、米国が基軸通貨国のステータスを維持していることを背景にして、米系金融機関が金融サービスの中心になっている。

では、基軸通貨国としてのステータスを維持しつつ、米ドル安を求めることは可能なのだろうか。同様の試みとして、過去には、Nixon 大統領が 1971 年 12 月に、米ドルの金との兌換を止めて米ドルの価値を減価させたスミソニアン協定と、Reagan 大統領の下で Connally・Baker 両財務長官が 1985 年 9 月に主導したプラザ合意がある。しかも、どちらも貿易政策（Nixon 大統領は全輸入品に対して 10%の surcharge、Connally・Baker 両財務長官は強力なドル安誘導）で他国の輸出を封じようとしている点でも共通している。現米政権も、相互関税を大きく賦課する案を打ち出し、それを梃子に貿易交渉を行っている。

しかし、スミソニアン協定もプラザ合意も、長続きしなかった点で共通している。スミソニアン協定は欧州勢が固定相場制から変動相場制へ移行し、その他国も追随したことで 1973 年に終了し、プラザ合意はドル安が止まらなくなり、1987 年にルーブル合意を締結して為替相場の安定を目指さざるを得なかった。どちらも、米国の労働者を守ることはなかった。

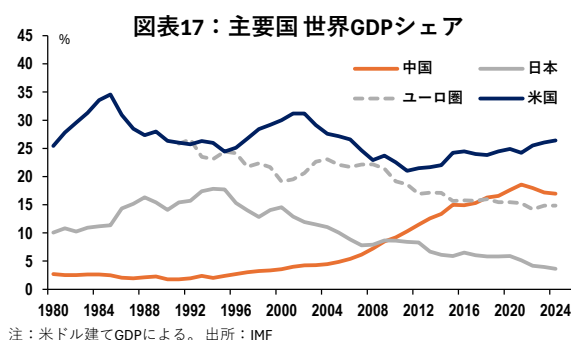
現在の米政権の下でも、関税を交渉の手段としてだけでなく、歳入の源泉としても期待し、恒久的なものにしようとしている。その下で米ドル安を追求するために多国間で協力する、前述のマール・ア・ラーゴ合意は、プラザ合意を模してはいるが、安

全保障の傘を梃子として他国を従わせようという発想が含まれる¹²。多国間交渉では無く個別交渉のプランも出されているが、そこでも同じ発想が底流にある。これに近い例としては、1960年代に米国が西ドイツに対し、ソ連に対する西ドイツの軍事的防御を期待するならば、米国の金融の目標達成に向けて協力するよう要請したという前例がある。また、英国が覇権を握っていた19世紀に、資金調達面での2大巨人である英国とフランスが、中東欧を初めとする辺境国に対して、国防の代償として英国やフランスの短期預金や国債を保有するよう依頼したが、1930年代までにはこうした枠組みは機能しないことが見透かされ、そうした小国はこれを守らず、金だけを保有すると主張した。現代でも、中国やロシア、トルコ等は金準備を増やし続けている。経済史家の James (2025)¹³は、マール・ア・ラーゴ合意のように貿易と米国の安全保障を武器として米ドル安を進めようとする、それ自体が米ドルへの信頼を破壊する、と述べている。

6. おわりにかえて～世界の通貨秩序はどう変わるか？

現在の米政権が国内外で行っていることは、投資家に対して米国債に替わる安全資産を探すよう促しているように見える。ということは、今後、世界の基軸通貨、さらに金融の秩序はどう変わっていくのであろうか。

そもそも、歴史的にも日本の興隆、そして奇跡と呼ばれた東アジアの高成長、その後の中国の興隆によって相対的に犠牲になったのは、米国よりも欧州である。米国は今でも世界の GDP の2割を超えるシェアとなっており、中国経済が米国経済を規模で上回ることも当面展望されない（図表17）。それにも拘わらず、現在は米国が、戦後築かれてきた世界秩序を人為的に揺さぶっている¹⁴。投資目線としては、関税政策の目先の世界経済への影響だけでなく、長い目でみて、米国の基軸通貨国としてのステータスが低下していく可能性も意識しておきたい。



かつては、基軸通貨の役割を IMF が SDR で取って代わろうとして失敗し、SDR は現在は危機時にしか世界的に使用されなくなっている。こうした状況の下、今こそ EU が

¹² 詳細は、前掲の S. Miran (2024) “A User’s Guide to Restructuring the Global Trading System,” Hudson Bay Capital を参照。

¹³ H. James (2025) “A Mar-a-Lago Accord Could Break the Dollar,” commentary at Project Syndicate を参照。

¹⁴ J. Nye (2025-a) “The Future of World Order,” comments at Project Syndicate 及び J. Nye (2025-b) “How World Order Changes,” comments at Project Syndicate は、我々は世界秩序がこれまで通り維持されるか、それとも戦後最大の変化をみせつつあるのか、その分岐点にいるのではないかと問いかけている。

取って代わるチャンスという意見¹⁵もこのところ増えてきた。しかし、ユーロが **global euro** になるためには、EU が財やサービスの単一市場を大きく深くしなければならないであろうし、銀行同盟を完結させるとともに資本市場の同盟まで実現させなければならない。しかも EU として単一決済システムを許容するのみならず、それ自体の主権を増大させるとともに ECB の最後の貸手機能を綿密に構築することが必要となろう。したがって、EU が取って代わることはなかなか直ぐには実現できそうもない。一方、最近決済でプレゼンスを上げつつある人民元はどうだろうか（前掲図表 3）。これも中国の経済自体は大きいにしても、中国が変動相場制に移行しないのであれば困難であろう。

そう考えると、もし米国が米ドルの基軸通貨のステータスを低下させても、実現可能な代替通貨はすぐには出現せず、様々な通貨を多極的に使用する世界に向かっていくのかもしれない。

¹⁵ 例えば、P. Legrain (2025) “Time for EU Bonds to Shine” comments at Project Syndicate や H. Rey (2025) “Prepare for the Global Euro” comments at Project Syndicate でこうした意見が聞かれる。更にここに来て、Lagarde ECB 総裁 (2025) “Earning influence: lessons from the history of international currencies” speech for Jacques Delors Centre at Hertie School も、かつては盤石と思われた国際金融システムが移行し始めており、**global euro moment** への途を開く絶好の機会であること、そしてこれは与えられるものではなく、自ら取りに行くべきものであること、を述べている。

著者紹介

鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年のFinancial Stability Board発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月までJPモルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

丸山泰斗

損害保険ジャパンにおいて、債券ポートフォリオの運用やアセットアロケーション業務を経験。その後、ニッセイアセットマネジメントに在籍し、チーフ・ポートフォリオ・マネジャーとして債券のアクティブファンド等の運用を担当した。2022年11月より現職。債券・為替投資業務を行う債券ユニットの総括に加え、経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

岩井真子

りそなアセットマネジメントにおいて経済・市場分析および複数資産ポートフォリオのアセットアロケーション業務を経験。2025年5月より現職。エコノミストとして経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を利用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくはURL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容はJSTの管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。