

# 国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

2026年1月21日

ドル基軸通貨体制・国際通貨システムの行方と日本円の今後

～2025年12月16日開催のウェビナーの模様～

公益財団法人 国際通貨研究所

経済調査部 上席研究員

橋本 将司

[masashi\\_hashimoto@iima.or.jp](mailto:masashi_hashimoto@iima.or.jp)

本稿では、2025年12月16日に開催したウェビナー「ドル基軸通貨体制・国際通貨システムの行方と日本円の今後」における、各パネリストによるプレゼンテーションと、パネルディスカッションの内容を紹介する。各パネリストのプレゼンテーション資料については、以下の弊研究所ホームページのウェビナー紹介ページに掲載している。

[https://www.iima.or.jp/info\\_active/webinar/2025/1216.html](https://www.iima.or.jp/info_active/webinar/2025/1216.html)

## パネリスト(敬称略、五十音順)

河合 正弘 東京大学名誉教授

木内 登英 株式会社野村総合研究所 エグゼクティブ・エコノミスト

橋本 将司 公益財団法人国際通貨研究所 上席研究員

## モデレーター

浅川 雅嗣 公益財団法人国際通貨研究所 理事長

## 目次

1. プレゼンテーション（橋本）～「最近の為替市場の動向と主要通貨の現状」	3
(1) ドル円相場～最近の推移と変動相場制移行以来の推移（資料 P3）	3
(2) 外為市場全体の最近の動向（資料 P4）	3
(3) 為替レートの変動構造と今般の歴史的な円安の背景（資料 P5）	3
(4) 円安の構造要因～日本の競争力低下による実質ベースの円安（資料 P6）	4
(5) 円安の循環要因～内外金利差拡大（資料 P7）	5
(6) 円安の循環増幅要因～期待為替レート・リスクプレミアムの変動（資料 P8）	5
(7) 2025 年の円安の一因～TACO トレードを背景としたリスク選好（資料 P9）	6
(8) ドル相場の大局的な動き～2010 年代以降はドル上昇サイクル（資料 P10）	6
(9) 第二次トランプ政権以降のドルの動き（資料 P11）	6
(10) ユーロの大局的な動向について（資料 P12）	7
(11) ユーロは未完の通貨統合をどこまで推し進められるか？（資料 P13）	7
(12) 中国人民元の大局的な動向について（資料 P14）	7
(13) 依然として管理された変動相場制である中国人民元（資料 P15）	8
(14) まとめ～近年の為替市場の動向からみる主要通貨の現状（資料 P16）	8
2. プレゼンテーション（木内）～「ドル基軸通貨体制・国際通貨システムの行方と日本円の今後」	9
(1) 要旨（資料 P1）	9
(2) 異例の金融緩和で日本では個人の長期インフレ期待が大きく上振れ（資料 P2）	9
(3) 日本の基調的な物価上昇率は 1%程度まで低下へ（資料 P3）	9
(4) 米国のステグフレーション的傾向の行方（資料 P4）	10
(5) 企業の過剰債務がトリガーとなる米国の経済・金融危機（資料 P5）	10
(6) 3 つの米国金融不均衡リスク（資料 P6）	11
(7) 2026 年日米欧金融政策への政治介入リスク（資料 P7）	11
(8) 2026 年日米欧金融政策見通し（資料 P8）	12
(9) ベッセント米財務長官の日本の金融政策・為替を巡る発言（資料 P10）	13
(10) トランプ政権のブレトンウッズ体制再編構想（資料 P11）	13
(11) ドル建てステーブルコインの拡大を通じたドル支配の維持（資料 P13,14）	14
(12) 「法定の CBDC」対「民間のステーブルコイン」（資料 P15）	14
3. プレゼンテーション（河合）～「ドル基軸通貨体制と国際通貨システム」	15
(1) ドル基軸通貨体制の現状（資料 P3）	15
(2) 主要通貨圏の経済規模（資料 P4）	15
(3) 人民元圏はどの地域で拡大しているか（資料 P5）	16
(4) 基軸通貨としての米ドル利用のメリット・デメリット（資料 P6）	17

(5) 米ドル優位性の背景（資料 P7）	18
(6) 通貨シェアの計量分析（資料 P8）	18
(7) 米ドルの強靭性・人民元に関するシミュレーション分析（資料 P9,10）	19
(8) 長期的な視点：基軸通貨交替の可能性（資料 P11）	19
(9) 米ドルにとっての長期的なチャレンジ（資料 P12）	20
(10) ユーロと人民元のさらなる台頭の可能性（資料 P13）	21
(11) 日本の役割（資料 P15～17）	21
<b>4. パネルディスカッション</b>	<b>22</b>
(1) デジタル通貨と国際通貨システムについて	22
(2) ドル基軸通貨体制の今後と複数基軸通貨体制の可能性について	25
(3) ドル円相場に対する日米金利差の説明力低下の背景と 2026 年のドル円相場	27

## <本文>

### 1. プレゼンテーション（橋本）～「最近の為替市場の動向と主要通貨の現状」

ここでは、近年の為替市場の動向と主要通貨の現状として、ドル、ユーロ、日本円、中国・人民元、の主要 4 通貨の近年の動向やその背景と共に、それを通して各通貨の大局的な状況について説明する。

#### (1) ドル円相場～最近の推移と変動相場制移行以来の推移（資料 P3）

まず、2020 年からのドル円相場をみると、コロナ後のドル高円安局面は 2021 年頃から始まり、2022 年から急速なドル高円安が進んだ。2025 年は年初からは一時ドル安円高となり、158 円台から 4 月頃までに 139 円台まで円高が進んだが、4 月以降再びドル高円安となり、足元は 150 円の大台で推移している。長期では、1990 年代以降の 75 円から 160 円の大局的なレンジの上限付近で推移している。

#### (2) 外為市場全体の最近の動向（資料 P4）

コロナ後のドル高が始まった 2021 年以降足元までの、主要な先進国・新興国 29 通貨の対米ドルの上昇・下落率をみてみると、ほとんどの通貨は対米ドルで下落しており、ドルは底堅く推移して来た。その中で、ユーロ、人民元は比較的下落率は限定的であったが、円はアルゼンチン・ペソ、トルコ・リラに次いで軟調な通貨となっていた。

#### (3) 為替レートの変動構造と今般の歴史的な円安の背景（資料 P5）

為替レートの変動構造について確認すると、まずインフレ率の長期的動向や産業の国

際競争力などの構造要因を反映した 10 年以上の長期トレンドがある。そしてこれを中心にして、世界の景気や金融政策のサイクル、金利差など循環要因を反映した数年単位のサイクルが形成されている。我々が普段見ている為替レートの動きは、さらにこうしたサイクルを中心にしてより細かく変動しているものということになる。

こうした考え方を基に今回の歴史的な円安の背景を見ると、まず構造要因としては、日本の産業の国際競争力の低下などによる実質ベースでの緩やかな円安圧力があった。もっとも、急激な円安の主要な要因としては、内外金利差の拡大という循環要因が大きく影響していたと考えられる。さらに、今回については循環増幅要因があった。まず 1 つは世界的なインフレ率の上昇で欧米の金利が大幅に上昇した一方、本邦では日銀によるイールドカーブ・コントロール (YCC) 政策、あるいは YCC 政策終了後も慎重な利上げスタンスを取っていたため、内外金利差が従来以上に大幅に拡大したことがある。また、アメリカ経済を中心に大幅な利上げにもかかわらず、本格的な景気後退に至らなかつたため、米国を中心に金利が高止まりを続いていることもある。こうした状況を背景に、為替市場では、期待為替レートの円安方向へのシフト、円のリプライシングのような状況が起き、大幅な円安につながったと考えている。こうした循環増幅要因は、当初一時的な現象とも思われたがなかなか剥落せず、固定化、構造要因にシフトしつつある可能性が浮上している。

#### (4) 円安の構造要因～日本の競争力低下による実質ベースの円安（資料 P6）

構造的な円安要因についてみると、1995 年以降の円の実質実効為替レートの趨勢的な下落が、日米労働生産性の比率の低下と連動しているように、日本の国際競争力の相対的な低下が大きな要因になってきたと考えられる。日本の競争力低下により、日本の輸出品に値下げ圧力がかかり、国際価格、つまり実質ベースの円安に下落圧力がかかって来た。そして実質ベースの円安が実現されるには、相対的に日本国内のインフレ率が下がるか名目ベースで円安になるかが必要となるが、日本においては 1990 年代半ば以降、名目の円相場が大局的には横ばいで推移して來たため、日本のインフレ率の低下でこれが実現された。つまり、実質為替レートの円安圧力が日本のデフレにつながって來た可能性もあるとみている。

一方、2022 年以降は、日本でもインフレ率が高まって來ており、今後、実質円レートがさらに下落する場合は、そうした円安圧力が、名目ベースの為替レートへの円安圧力を表出して来る可能性もある。但し、これらは緩やかな構造要因であり、2022 年からの大幅な円安は、やはり次で見るような大幅な金利差という循環要因が大きく影響してい

ると考えられる。

#### (5) 円安の循環要因～内外金利差拡大（資料 P7）

ドル円相場と日米 10 年金利差（米 10 年一日 10 年）の間には、過去から一定の連動性があり、こうした金利差が循環要因として為替レートの動きを説明していることを確認できる。2022 年以降の大幅なドル高円安も、日米金利差の大幅な拡大と同じタイミングで発生しており、金利差が主因になっていると考えられる。但し、2024 年以降は日米金利差の拡大がピークアウトしたにも関わらず、ドル円相場が高止まる現象が見られている。こうした金利差と為替相場の乖離は、先ほどの循環増幅要因で見た期待為替レートの円安方向へのシフトが大きな要因と考えている。

#### (6) 円安の循環増幅要因～期待為替レート・リスクプレミアムの変動（資料 P8）

横軸に日米 10 年金利差、縦軸にドル円相場を取り、日次ベースのデータを 2000 年以降についてプロットした散布図をみると、大局的には右上がりの緩やかな関係があり、日米 10 年金利差が拡大するとドル円相場はドル高円安になるという順相関の関係を確認できる。但し、時代によってはこの傾向線がシフトするような動きも見られる。こうした動きの背景を分析するために、いわゆる金利平価式を考える。これは為替レートが、日本国内の運用収益と海外の運用収益が等しくなるように決まるという 1 つの考え方になる。海外の運用収益には期待為替レートを基にした予想為替収益も入る。通常、金利差が変動すると為替レートも連動して変動するが、金利差が変動しなくとも、例えば期待為替レートが変動すると、実際の為替レートもそれに引っ張られて変動することになる。

これをドル円相場と日米金利差の散布図で考えると、期待為替レートが円安方向にシフトすると、傾向線がドル高円安方向へシフトすることになる。実際、2010 年代に傾向線が大幅にドル高円安方向へシフトしているが、ちょうど日銀による量的・質的金融緩和が開始された時期であり、これによってドル円相場の期待為替レートが円安方向にシフトしたと考えられる。

その後、2020 年代以降はグローバルなインフレによって欧米を中心に金利が大幅に上昇し、内外金利差が拡大したため、2022 年以降、2023 年まで、新しい傾向線に沿って、140 円台、150 円台へと大幅なドル高円安が進んだ。さらに 2024 年には、ついに日銀が 3 月に利上げを開始したが、利上げペースが非常にゆっくりだということが改めて市場で認識され、さらに傾向線がドル高円安方向にシフトした。2025 年も 7 月の参院

選で財政政策が焦点になり、10月の高市政権誕生で財政拡大と日銀の利上げの遅れなどが意識され、期待為替レートがさらに円安方向へシフトしたため、傾向線も円安方向へシフトし、日米金利差が縮小傾向にあるにもかかわらず、ドル円相場が高止まりするという乖離につながっているとみている。

#### (7) 2025 年の円安の一因～TACO トレードを背景としたリスク選好（資料 P9）

2025 年の円安については、もう 1 つの底流の要因としては、足元グローバルに市場がリスク選好の地合いにあり、ちょうど 4 月の米国株価指数などの持ち直しとともに円も下がり始めており、そういう状況も作用しているのではないかと考えている。

#### (8) ドル相場の大局的な動き～2010 年代以降はドル上昇サイクル（資料 P10）

ドルについてみると、ドルの名目実効為替レートは、米 S&P500 株価指数を MSCI 新興国株価指数（現地通貨建て）で割った比率と大別的に連動性がある。為替レートの動きは、グローバルなリスクマネーの動きから大きく影響を受けると考えている。新興国株価指数は、炭鉱のカナリアという言葉もあるが、非ドル建てのリスク資産にどれだけ資金が流入しているかにかなり敏感に反応する指数だと捉えている。したがって、米国株価指数と新興国株価指数を比較すると、グローバルにリスクマネーがドル建て資産に向かっているのか、非ドル建て資産に向かっているのかを反映することになり、それがドルの動きを良く説明していると考えている。2010 年代以降、この株価指数比率が上昇基調にあるように、ドルも大別的な上昇局面にある。IT 産業の好調などを背景に米経済独り勝ちのような状況の下で、トル高サイクルにあるとみている。

2025 年以降は、ドルや株価指数比率はやや下落して来ている。その切っ掛けとなつたことの 1 つに、1 月の Deep Seek ショックがある。中国の新興 AI 企業、Deep Seek が新たな AI モデルを開発したことなどを発表し、中国もこの分野で米国を追い上げていることで、今年は中国株や新興国株も底堅く推移しており、そうした状況も反映して少しドル下落方向へ振り戻しが起きているとみられる。但し、2000 年代にみられたような大幅なドル下落サイクルへの転換はまだ慎重に見る必要があるとみている。2026 年は FRB の利下げもあり、ある程度ドル安の動きはあると思うが、大幅なドル安サイクルへの転換はまだ慎重に見るべきと考えている。

#### (9) 第二次トランプ政権以降のドルの動き（資料 P11）

第 2 次トランプ政権始動以降、一時いわゆる米国トリプル安のような動きが見られた

が、その後は安定して来ている。米国への対内証券投資の推移を見ると、4月に一旦ネットで流出になっていたが、その後は流入が戻ってきており、基本的に今のところ大きな異変は見られていないとみている。

#### (10) ユーロの大局的な動向について（資料 P12）

ユーロについては、ユーロドル相場と米独10年金利差（独10年－米10年）の推移をみると、両者の間には緩やかな相関がある。2010年代以降、欧州では欧州債務危機により経済が停滞した一方で、米国経済は金融危機からいち早く回復して堅調に推移してきたことから、米金利が独金利をアウトパフォームして推移し、ユーロドルもこの金利差の動きに沿って大局的にドル高ユーロ安方向へ水準調整が進んだ形になっている。

#### (11) ユーロは未完の通貨統合をどこまで推し進められるか？（資料 P13）

ユーロのこれまでの大局的な動向について主要なイベントに沿ってみて行くと、まず1999年にユーロが導入された直後はやや軟調な推移がみられたが、2000年にユーロ買いの協調為替介入もあって支えられ、その後は持ち直しに転じた。2000年代以降はEUの東方拡大などの他、南欧経済を中心に堅調に推移したということで、ユーロユーフオリアという言葉なども聞かれるなどユーロに対して楽観的な見方が台頭し、ユーロは大幅に上昇した。今考えればスペインなどの好調は一部不動産バブルなども含んでおり、2008年の世界金融危機を発端に欧州債務危機が発生したことで、2010年代以降、ユーロは反転下落基調になった。2010年代半ば以降はその下落が一服し、ちょうどユーロが発足した1999年頃の水準で、ユーロドル相場で見てもユーロの実効相場でみても、足元まで10年以上にわたり長期的にレンジ相場になっている。

2010年代以降、欧州債務危機の教訓を踏まえ、ユーロ圏は通貨統合に向けた制度改革を進めており、金融・財政政策の弾力的な運営や、2020年のコロナショック後はEU共同債の発行など、財政統合、通貨統合に向けた動きも見られて来ているが、依然としてまだ完全な通貨統合（経済統合）には至っておらず、2010年代半ば以降の大規模なレンジは、当面ある程度続き易いとみている。逆に通貨統合（経済統合）が進むような大きな材料や大きな動きが出てくると、値動きとしては、この大規模なレンジ相場を明確に上抜けて来る可能性もあるのではないかと考えている。

#### (12) 中国人民元の大局的な動向について（資料 P14）

中国人民元は、2005年にドルペッグ制から管理変動相場制へ移行し、2008年の世界

金融危機を挟んで、当時の高度成長を背景に対ドルで大幅に上昇して来た。もっとも、2010年代に入り中国経済の高度成長が一服。2015年には人民元通貨制度改革により、それまでより市場の変動を反映する制度を採用すると同時に人民元の約2%の切り下げを行ったことを切っ掛けに、資本流出が拡大した、いわゆるチャイナ・ショックが発生した。2017年に第1次トランプ政権が発足すると、翌2018年頃から米中通商摩擦が激化し始め、2020年にはコロナ・パンデミックが発生すると共に、2020年代に入ると不動産バブルの崩壊などもあり、人民元は対ドルでは上昇が止まって反落基調になっており、足元では1ドル=7人民元台での定着（講演時点）が見られる状況となっている。

#### **(13) 依然として管理された変動相場制である中国人民元（資料P15）**

人民元は、依然として管理された変動相場制となっている。中国通貨当局は、毎朝人民元の基準値を、対ドルを含めて様々な通貨に対して発表している。日中はその基準値から上下±2%の変動幅制限があり、この基準値を操作することによって、人民元の相場形成に影響を及ぼして来た。資本規制もあって人民元相場の一定のコントロールが可能となっている。ドル円相場やユーロドル相場などの主要通貨ペアと人民元対ドル相場のヒストリカル・ボラティリティを比較すると、人民元対ドル相場のボラティリティは、過去よりは上昇しているが、依然相対的に低い水準にあり、管理された相場になっていることが確認できる。

#### **(14) まとめ～近年の為替市場の動向からみる主要通貨の現状（資料P16）**

以上まとめると、日本円については、産業の国際競争力の低下による趨勢的な実質ベースの減価圧力に加え、近年の内需停滞を背景に、ここ数年の世界的なインフレでも利上げが緩慢とならざるを得ず、内外金差拡大で大幅な下落を招いている状況となっている。足元では財政赤字や公的債務増大を嫌気した通貨安の兆候もあって要注視の状況となっている。

ドルについては、2010年代以降の米経済独り勝ち的な状況を背景にドル上昇サイクルを形成しており、第二次トランプ政権発足後の米国第一主義的な政策や財政赤字の増大によるドル相場への悪影響は、現時点では限定的に止まっている。

ユーロについては、2010年代の欧洲債務危機などを経て通貨統合に向けた制度改革を進めて来ているが、依然道半ばであり、欧洲債務危機を受けて下落した後に形成した、2010年代半ばからの大局的なレンジ相場にとどまっている。

人民元については、2000年代の高度成長期に見られた趨勢的な上昇トレンドは一服

しており、その後はチャイナ・ショックや米中摩擦、不動産バブル崩壊などで対ドルでは反落基調となっている。こうした中で、対ドルでの変動は様々な政策手段で制御しており、依然として管理された相場であり、近年ドル離れを志向しているものの、そのドルがまだ一定のアンカーになっているとみることもできる。

このように値動きから見る限り、これら4通貨の中ではドルが盤石、堅調な状況にあるということが言える。

## 2. プレゼンテーション（木内）～「ドル基軸通貨体制・国際通貨システムの行方と日本円の今後」

### (1) 要旨（資料P1）

以下では主に3点について説明する。まず1点目は、比較的足元の経済の動き、特に日米欧の動きと金融政策の動きについて、短期の視点から述べる。2点目は、アメリカのトランプ政権の経済政策について、関税政策自体はやや行き詰まりを見せており、それが来年ドル安政策に繋がって行くリスクがあるのではないかとみており、その話をする。3点目は、今回のテーマにあるドル基軸通貨体制というやや長期の話について、時間が許す限り言及する。なかなかドルの基軸通貨としての役割は崩れないというのがコンセンサスだとは思うが、長い目で見ると例えば決済手段のあり方や、政治的なブロック化など、経済外的な要因も決済手段としての通貨の利用に影響して来るのではないかということも、時間が許せば言及したい。

### (2) 異例の金融緩和で日本では個人の長期インフレ期待が大きく上振れ（資料P2）

足元の予想外の円安について、1番注目しているのは、インフレ期待、物価高という点である。足元の非常に根強い円安の背景には、物価高あるいはインフレ期待、長期的なインフレ期待の上昇があると思われ、それが円安になることでまた物価高を招くという、一種の悪循環が生じているとみている。一方で日本銀行は、異例の金融緩和を解除して正常化をしているものの、一気に金融緩和状態から脱するわけではないということで長期的なインフレ期待が上振れてしまっており、先進国の中で1番物価が安定していたはずの日本が今はむしろ1番高いという状況が、根強い円安の背景にあるのではないかと思っている。

### (3) 日本の基調的な物価上昇率は1%程度まで低下へ（資料P3）

但し、この高いインフレ率は一時的な側面も強いとみており、いわゆるコアのCPIで

は3%程度であるが、為替の影響を受け易い食料、エネルギーを除いたCPIでみると、1%台半ばで異例の安定を見せてている。つまり基調的な、いわゆるコアコアのインフレ率自体は揺らいでいないように見える。そうすると、インフレ率はいずれ1%程度の水準へ落ち着いてくるのではないかと思っている。こうして実際のインフレ率やインフレ期待が落ち着いて来る、また日本銀行の金融政策正常化が進んで来るという流れの中で、過度なインフレ期待が少しずつ緩和して行くということからすると、円安もゆっくりと修正されていくとみている。但し、一度上振れたインフレ率は、なかなか簡単には変わらず、修正には相当時間がかかるようだ。

実質実効円レートのトレンドからの乖離で簡便的にみると、対ドルで120円台ぐらいが均衡水準ではないかとみているが、そこに戻るとしても何年も先ということで、非常に緩やかな円安の修正が、今後のトレンドになっていくのではないかとみている。

一方、来年については、経済についても金融政策についても、やはり一番不確実性が高いのは、主要国で言うと米国だとみている。米国経済が予想外に下振れる、それからFRBの利下げが予想外に進む、政治からの中央銀行に対する介入が進む、あるいは金融の問題が噴き出す、AIブームが調整を迎える、こういったことがあるとドル安のリスクはあると思うので、為替市場全体での円の位置は大きくは変わらないものの、対ドルでみるとやや円高が進むというのが来年の姿ではないかとみている。

#### (4) 米国のスタグフレーション的傾向の行方（資料P4）

関税を受けても米国、日本、世界全体で見ても心配されたほど大きな悪影響は発生していないものの、米国経済については関税による物価高の影響に加え雇用が弱いという一種のスタグフレーションのような状況を抱えている。それでも経済成長率自体は高いものの、来年かけてはインフレ率が落ち着いていく一方、経済についてはやや減速感が広まって行くということで、今市場が見ているよりもやや利下げが進むのではないかとみている。

#### (5) 企業の過剰債務がトリガーとなる米国の経済・金融危機（資料P5）

テール・リスクではあるが、金融面での大きな調整が起こる可能性もないわけではないと思われる。関税の直接的な影響はあまり大きくなかったが、それが切っ掛けとなり今まで積み上がって来た様々な不均衡が調整を迎える引き金になる可能性はあるように思う。現状、金融面での問題は企業の債務の問題にあるのではないかとみている。リーマン・ショックの時には家計の債務の問題であったが、今回はリーマン・ショック以降の

低金利で資金が流入し易くなっていた企業の債務の調整がまだあまり明確に起きていない。トリガーとなるニュースとしては、例えばプライベート・クレジットファンドの問題が、現状ではまだ大きな問題になっていないが、こここの問題は進むのではないか。もし大きな問題となる場合は、来年ドルは下がる一方、円がリスク回避的に大きく買われる展開になる可能性もリスクシナリオだがある。

#### (6) 3つの米国金融不均衡リスク（資料 P6）

企業、特に中小企業の債務の問題が金融面での問題であり、それが足元の AI ブーム、データセンター・ブームともやや接点を持っているとみている。

#### (7) 2026 年日米欧金融政策への政治介入リスク（資料 P7）

来年の金融政策について、日米欧と 3 極を見た場合に、1 つの決め手になるのは、為替市場のテーマにもなると思うが、やはり政治介入のリスクということではないかと思っている。

今年はトランプ政権による FRB への介入が非常に強まった年であり、第 1 次トランプ政権の時も含めて FRB に対して利下げ要求をした。さらに今回は単に口だけではなく、人事にも影響を及ぼし始めている点が新しい動きとなっている。理事の解任の動きや、いわゆるトランプ派の金融緩和積極派を理事にどんどん指名するという形で、現状本部 7 人のうち 3 人はいわゆるトランプ派の積極緩和派になっており、その動きをさらに進める兆しを見せている。

来年 5 月のパウエル議長の退任に伴い、年明け後に新議長も発表される。これについても、トランプ大統領に非常に近い人物を当てるのか、あるいは金融市場の信認の高い人物を当てるのかと、現状 2 択になっている感もあるが、特にトランプ大統領に近い人をあてた場合には、政治介入色がより強まっていくのではないかと考えられる。これは基本的には、通貨にとって金利が下がるという要因と通貨の信認を下げるという両面から、通貨安要因になるのではないかと思う。

日本銀行については、10 月の高市政権発足以来、当初は利上げに対してかなり明確な牽制がされていた。当初は財政政策と並んで金融政策も政府が方針を決めるという言い方をしていたが、ピークを超えたのではないかと個人的には思っている。今や政府が決めるとは言わなくなってしまっており、日本銀行に任せるという言い方もしている。水面下での日本銀行の調整がそれなりに効果を上げてきているとみられる。

高市政権が日本銀行に対する介入姿勢を弱めた理由は明確にはわからないが、1 つは

やはり利上げを牽制すると円安が進んで物価高になり、国民からの批判が高まる点が大きいと思う。もう 1 つは、まだ物価の目標達成ができるおらず、日本銀行の利上げは緩和状態の縮小でしかないため、景気を悪くすることはないというような説明を高市政権が一定程度受け入れた可能性があると思う。そして、やはり日本銀行法自体は、金融政策の独立性を保証するものであり、政府からの介入はそれに反してしまうという点も考慮したとみられる。

さらにアメリカからも利上げを妨害すべきではないというベッセント財務長官の発言もあった。こうした様々な要因により、金融政策に対する介入色はやや弱まっており、FRB と比べてこの問題の程度は下がって来ているとみている。

一方、ECB についても、ドイツやフランスでいわゆるポピュリスト政党から緩和要求はあるが、日米と比べて弱く、政治介入色の点でみると、三極間でやや差があり、この辺りが金融政策と共に、通貨にも影響が出てくるのではと思っている。

#### (8) 2026 年日米欧金融政策見通し（資料 P8）

米国については来年の初めに利下げは少し様子見局面に入るとの見方が今増えて来ている。FOMC の見方では 2026 年は 1 回の利下げ、金融市场の見方だと来年 2 回の利下げとなっているが、個人的には、もちろん経済状況次第ではあるものの、3 回の利下げにより、政策金利が 3% を下回る可能性があるとみている。3% は FOMC が示している中立金利の水準であり、そこから下回る場合、その分はいわゆる政治的な要因という解釈からすると、現状よりはドルが弱含むのではないかと思っている。

日本銀行については、高市政権の利上げ牽制を抑え込んだ形で今週金曜日に利上げに動くのはほぼ確実であり、それ以降も利上げを目指していくとみている。高市政権との軋轢が終わったわけではなくまだ来年以降も続くであろうが、特に為替が円安に振れて政権が利上げを容認するような隙をぬって利上げを行うというようなやり方をしていくのかなと思われる。最終的には 1.25% まで利上げが行われる可能性があると思っている。

一方で ECB は、来年は利下げ見送りのモードに入って行くことから、金融政策や金利の動き自体も三極でずれていくとみられる。こういう点からすると、経済の低位安定という点も考えると、やはり欧洲の通貨が 1 番強くなり易いのではないかと、経済ファンダメンタルズからすると、思っている。2 番目が円で、3 番目、やはり弱くなる要因が 1 番大きいのはドルなのではないかなと思っている。

#### (9) ベッセント米財務長官の日本の金融政策・為替を巡る発言（資料 P10）

先ほども言及したように、（トランプ政権は）ドル高を嫌っている政権で、ベッセント財務長官もそれと関連して円安を修正して欲しいという思いがあり、高市政権が日本銀行の利上げを牽制すると円安に振れてしまうため、牽制すべきではないという発言を10月に行った。この辺りも、高市政権の牽制姿勢がやや緩和された背景の1つにもなっているのではと思っており、これは今後もトランプ政権の為替政策にも関わってくるのではないかと思っている。

#### (10) トランプ政権のブレトンウッズ体制再編構想（資料 P11）

2番目の話になるが、最近はやや注目度は下がったものの、いわゆるミランレポートの中で言われているブレトンウッズ体制の再編について、ミラン本人は否定しているが、トランプ政権はこれに沿って政策を実行している可能性もある。特にベッセント財務長官はこの考え方をかなり受け入れている面がある。これによると、1番目の関税による貿易赤字の縮小に関しては、トランプ政権は、ブレトンウッズ体制の下で貿易、通貨の面でアメリカが主導的な役割を果たして来たことによって、他国から負担を押し付けられたと考えており、その象徴である貿易赤字の縮小への思いは非常に強いのではないか。

もっとも、関税による貿易赤字縮小はやや行き詰まって来ている。まず、レアアースという切り札を持っている中国との対立には負けつつある。また輸入農産物の価格が上がり、国内からも不満が出ており、南米からの輸入農産物の関税については完全撤廃という決定も先月している。関税については山を越えて来ている感じがある。半導体や医薬品に200%の関税をかけると言っていたが、実施されてないことも考えると、ピークを超えてきたと考えられる。もしかすると今月には、相互関税に対する違法な判決が下される可能性もある。

その場合は、（関税制度の）見直しだと思うが、ただいざれにせよ、貿易赤字の縮小自体は諦めないとすると、次の策としてはやはり同じように貿易赤字を減らす効果があるドル安政策があるのでないかと思う。一時期言っていたマールアラーゴ合意のように他国が協力してくれることはないので、米国が単独でやろうとすると、為替介入か利下げとなるが、今向かっているのはFRBへの介入を強めて利下げによって、ドルを修正して来る可能性が徐々に出て来るのではないかと思う。象徴するのは、やはり来年5月のパウエルFRB議長の交代であろう。

3番目は安全保障上の費用の負担の見直し（防衛関連費の増額）だが、これについては、この1、2ヶ月で特にアジアの国に対してはかなり明確に言っている。韓国につい

では GDP の 3.5%、日本についても 3.5%ないしはインフラなども含めて 5%ということが水面下で言われているということで、やはり当初言っていた戦後体制の見直しみたいなことを進めていると思う。その中でドル安のリスクもある。ただ、米国が明確にドル安政策を抱えるのは非常にリスクが高く、うまくいくとは思っていない。一時的にドル安政策を標榜するにしても、金融市場が非常に混乱してしまうということを受けて長くは続かないと思うが、一時的にせよドル安が進むリスクは、もしかしたら来年はあるのではないかと思う。

#### (11) ドル建てステーブルコインの拡大を通じたドル支配の維持（資料 P13, 14）

一方でトランプ政権は、ドルの価値は下げたいが基軸通貨としてのドルの競争力は下げたくないという、いいとこ取りもやっており、その手段の 1つとしてステーブルコインを活用するということを言っている。この 7 月には、ジニアス法というステーブルコインを規制しつつ促進する法律を米国で成立させており、これに基づいて米国内では、おそらくクレジットカードをかなり代替するような形でドル建てのステーブルコインが使われて行くと思われる。さらに国内だけではなく海外の決済においても普及させたいということを言っており、それを通じてドルの価値は下げるものの、便利な決済手段を提供してドルの利用は減らないようにすることを目指している。但し、これも簡単には行かないようになっている。数年前に米国も含めた金融当局が抑え込んだリブラ計画と同様に民間の暗号資産であり、マネーロンダリングなど様々な問題がある。

#### (12) 「法定の CBDC」対「民間のステーブルコイン」（資料 P15）

長い目で見ると、国際的な決済は今の銀行システムではなくて、場合によっては中央銀行が発行する CBDC でやって行くのか、あるいはステーブルコインでやって行くのかという選択にもなり、ヨーロッパなどはやはり CBDC となり、おそらく日本も同様だと思われる。米国についてはこれをステーブルコインで行うということを標榜したことは非常に大きな出来事ではないかと思っている。既に言及の通り、やはり民間のステーブルコインにはそれなりのリスクもある。長い目で見てデジタルの決済手段においてどちらを選んで行くかということは、通貨の競争力にも影響して來るとみている。

決済通貨としてどれを選ぶかといった時にも、例えば新しいデジタル通貨の手段でどれが使い勝手がいいのかという辺りも影響を及ぼして來ると思われる。また、新興国の経済規模が大きくなつて來ると、果たして新興国での決済通貨が今まで通りとなるのかどうかということを考えた場合、例えば中国などが政治的な形で新興国地域をブロック

化していくかといったところも、決済通貨がどれだけ利用されていくかということに関わってくると考えられる。決済通貨としての競争力には、そういった政治、安全保障といった要因も深く関わっていく流れになるのではないかと思っている。

### 3. プレゼンテーション（河合）～「ドル基軸通貨体制と国際通貨システム」

本日は「ドルの基軸通貨体制と国際通貨システム」というタイトルの下で、まずドル基軸通貨体制の現状と、米ドルが基軸通貨（最も優位な国際通貨）である背景を説明する。そして、長期的な視点から国際通貨システムの将来を展望した上で、日本の役割を考えてみる。

#### （1）ドル基軸通貨体制の現状（資料 P3）

まず、ドル基軸通貨体制の現状については、P3 の表にまとめたように、外国為替市場の取引額、公的外貨準備高、国際取引決済額、クロスボーダー銀行債務残高、国際債券発行残高、主要通貨圏経済規模など多くの分野において米ドルの国際的な利用・使用が 1 番となっている。これを 2000 年前後と 2025 年などの直近とを比べると、米ドルのプレゼンスは分野によっては若干落ちてきているところはあるものの、その優位性は揺らいでおらず、ユーロが第 2 の国際通貨として機能し、日本円、英ポンドがそれに続き、そして人民元が台頭してきているという構図になっている。米ドルとユーロの国際的なシェアは、米国とユーロ地域の GDP（経済規模）のシェアよりも高くなっている。日本円と英ポンドのシェアについてはほぼ日本と英国の GDP 規模に見合うレベルにある。それに対し、人民元のシェアは中国の GDP 規模と比べてまだ小さい。

人民元の国際的な役割に関する例外は、人民元圏の大きさに見られる。この表の右から 2 番目に各主要通貨圏の経済規模のシェアが示されているが、人民元圏の経済規模が拡大して来ており、直近では、米ドル圏より小さいものの、ポンド圏や円圏、さらにはユーロ圏よりも大きくなっている。

#### （2）主要通貨圏の経済規模（資料 P4）

私自身、主要通貨圏の経済規模の計算を、ここ 10 年以上様々なやり方で計算して来た。今年の 7 月に IMF が External Sector Report で主要通貨圏の計算を行っているが、その中では、人民元圏をとり上げておらず、私自身が計算しているような「フロート制」（後述）の概念も考慮していない。私自身の計算では、主要通貨圏（米ドル圏、ユーロ圏、英ポンド圏、日本円圏、人民元圏）として、主要通貨国・地域それ自身（つまり米

国、ユーロ地域全体、英国、日本、中国）と、各主要通貨に為替レートを多かれ少なかれ安定化させている周辺国の2つからなると定義している。例えば、米ドル圏の経済規模は米国のGDPおよび米ドルに為替レートを安定化させている多数の周辺国のGDP（その全てないし一部）の総和からなる。ある特定の主要通貨圏に属する周辺国のGDPは以下の手続きで求めている。まず、各周辺国通貨の為替レートがどのような主要通貨バスケットと連動性を持っているか、そしてその連動性の強さはどの程度かということを勘案した上で、通貨バスケットの調整ウェイトを求め、そのウェイトに応じて、各周辺国のGDPをいくつかの主要通貨圏に分けていく。次いで、それらのうち個々の主要通貨圏に当たる部分を世界中足して行くことにより、各主要通貨圏の経済規模を計算することができる。そして、各周辺国のGDPのうち、どの主要通貨圏にも属していない残余部分が出て来るが、これは各国が為替フロートを行っている部分であるという位置付けとなる。

P4の表には、主要通貨圏の経済規模の推移（世界のGDPに占めるシェア）が示されている。この表から、米ドル圏が世界最大の通貨圏であり、ユーロ圏が最近まで世界第二の通貨圏であること、英ポンド圏と日本円圏の規模は限られている一方、人民元圏が急速に拡大し2020年代にはユーロ圏を凌ぐ規模に上っていることがわかる。各主要通貨に自国通貨を安定させている周辺国の大ささを見ると、米ドル圏に属する周辺国のシェアは、傾向として減少しており、同様に英ポンド圏に属する周辺国のシェアも減少している。日本円圏に属する周辺国のシェアは1990年代以降0.4%以下という極めて低い水準で推移している。ユーロ圏に属する周辺国のシェアは、ユーロが導入されて以降、2%台と比較的低い水準ではあるが安定的に推移している。人民元圏に属する周辺国のシェアは少しずつ拡大し、現在ではユーロ圏に属する周辺国のシェアとほぼ同じ水準に達している。また、周辺国の中で、どの主要通貨圏にも属しない為替フロートを行っている経済圏のシェアは傾向的に拡大しており、直近では世界経済全体の18%に上っている。

### （3）人民元圏はどの地域で拡大しているか（資料P5）

人民元圏はどの地域で拡大しているのかということを見ると（P5の左側の表）、新興国・発展途上国だけでなく、意外と先進国の中でも人民元圏が広がっていることがわかる。先進国では、カナダ、オーストラリア、スウェーデンなどが自国通貨を部分的に人民元に対して安定化させることで、それらの一部が人民元圏に属している。新興国・発展途上国を見ると、アジアの中では、韓国、台湾、タイ、シンガポール、インドネシア、

インドなどの一部が人民元圏に属している。中南米では、2010 年代にはブラジルやメキシコ等が部分的に人民元への為替レートの安定化を行っていたが、最近ではそのような傾向は見られない。欧州・中央アジアでは、主としてロシアが 2010 年代に人民元に対して部分的にルーブルを安定化させる政策をとっていたが、最近は意外にそういうことは行っていない。

アジア周辺国における米ドル圏、日本円圏、人民元圏の経済規模（対 GDP 比で示したシェア）の推移を見ると（P5 の右側のグラフ）、アジアにおいては、かつては円圏のシェアが比較的大きい時期があったが、2010 年代以降は人民元圏がプレゼンスを高めてきていることが分かる。アジアにおいては、日本円が人民元に侵食されてきたように思われる。しかし、米ドル圏の規模は依然として最も大きく、優位性を保っており、アジアが人民元圏になったといえる状況ではない。

#### （4）基軸通貨としての米ドル利用のメリット・デメリット（資料 P6）

以上みてきたように、米ドルは基軸通貨として国際的に最も頻繁に利用されているが、そこにはメリットとデメリットがある。米国にとっての最大のメリットは、いわゆる法外な特権（Exorbitant Privilege と言われる）を享受できることにある。たとえば、経常収支赤字が続いても、海外から低い金利で容易に借り入れることができ、赤字を賄える。あるいは、米国がロシアやイランに対して行っているように、米ドルを「武器化」して潜在的な敵対国に対し米ドルの使用を制限することができるなどのメリットがある。米国にとってのデメリットも当然ある。世界中の投資家が米ドルを保有しようとするから、米ドルレートが過大評価され、それが米国の産業の国際価格競争力を低下させ貿易赤字を生み出す可能性がある。あるいは、世界的な金融搅乱時に、ドル流動性を供給して国際金融システムの安定性を維持する責任を負うことにもなる。

米国以外の諸国にとって、米ドルを使うことのメリットは大きい。米ドルは世界中で自由に使え、国際的なビジネスを行うのに非常に便利である。米ドルを為替レート安定化のためのアンカーとしても使うことができる。一方デメリットは、特に新興国にとって大きく感じられている。米国の FRB による金融政策の変化が国際資本移動のサイクルを引き起こして、大きなマイナスの波及効果を生み出すことがある。あるいは、金融的な混乱時に、ドル流動性を手に入れられず金融危機に陥ることがある。さらには、米ドルが「武器化」されることで、自国は制裁の直接的な対象とならなくても、制裁対象国と取引をしている場合、間接的な影響を受けるリスクがある。現状では、米国以外の諸国、特に BRICS などの新興国はこの米ドル利用に伴うデメリットを相当重視してお

り、「脱ドル化」政策を進める方向にある。

#### (5) 米ドル優位性の背景（資料 P7）

国際通貨としての米ドルの優位性を支える要因としては、これまで、以下の点が挙げられてきた。第一に世界に占める米国の経済規模や貿易・投資・金融取引の規模がきわめて大きいこと、第二に米国が世界最大の軍事力を持続していること、第三に米国のマクロ経済と金融システムが相対的に安定的であること、第四に米ドル建ての金融市场が非常に広く、厚く、深く、流動性が高く開放的であること、第五に FRB が米ドルの価値を安定化させるような金融政策を取っており、国際的な流動性逼迫時には米ドル流動性を供給してきたこと、第六に「ネットワーク外部性」ないしいわゆる「慣性効果」が存在すること、つまり他の人が米ドルを使っていると、自分もやはりドルを使った方が有利だということで多くの企業や投資家がドルを使う傾向にあること、そして最後（第七）に、米ドルの優位性を脅かす代替的な国際通貨が存在していないこと、これらの要因があいまって米ドルの優位性を支えてきたと言える。

#### (6) 通貨シェアの計量分析（資料 P8）

こうした米ドル優位性の要因に基づき、国際的な目的で使用・利用される通貨のシェアの計量分析を行った結果を紹介する。具体的には、資料冒頭の P3 の表で示した外国為替市場の取引額、公的外貨準備高、国際取引決済額、クロスボーダー銀行債務残高、国際債券発行残高、主要通貨圏経済規模（ここでは、主要通貨国・地域それ自身を除外し、周辺国のうち主要通貨に為替レートを安定化させている部分の経済規模）のそれぞれについて、各通貨シェアの決定因に関する計量分析を行った。この分析は、Ito and Kawai, “Determinants of the International Use of Currencies: Implications for U.S. Dollar Dominance.” (December 2025) という論文に示されている。

その結果は、資料の 1 番最後に付表として掲げてあるので、関心のある方には参照して頂きたい。そこから得られる結論としては、以下の点が挙げられる。通貨発行国の経済規模と金融市场の発展度が当該通貨の利用・使用にプラスの影響を及ぼす（ほぼ常に統計的に有意になっている）。また、通貨発行国の金融市场の開放度も、その計量式によっては当該通貨の利用・使用にプラスの影響を及ぼす。通貨シェアの 1 期ラグを回帰式に入れると、それは常に統計的に有意で極めて高い（1 に近い）プラスの値を取っており、これは前期の通貨シェアが本期の通貨シェアに大きな影響を与えるという「慣性効果」が強いことを意味する。興味深いのは、主要通貨圏経済規模における慣性効果は、

他の目的での通貨の使用・利用における慣性効果ほど大きくなないという点である。いずれにせよ、以上まとめると、通貨シェアの決定因としては、通貨発行国の経済規模や金融市场の発展度（あるいは開放度）といった通貨発行国基礎的要因だけでなく、慣性効果も重要だと言える。

#### (7) 米ドルの強靭性・人民元に関するシミュレーション分析（資料 P9, 10）

以上の結論、とりわけ強い慣性効果の存在は米ドルの強靭性を意味する。この点をさらに確認する目的で、人民元に関するシミュレーション分析を前掲の Ito and Kawai 論文で行っているので、その結果を紹介する。このシミュレーションでは、3つのシナリオを分析している。第一は中国の GDP が米国の GDP と同じ規模に増大するという GDP シナリオ、第二は中国の金融市场の発展度と開放度が、比較的高い水準を保っている韓国の水準にまで引き上げられるという FMDO シナリオ、第三はこれら両者が同時に起る両者シナリオである（P10 の表）。

ここで第三の両者シナリオに注目すると、慣性効果を考慮に入れないケースでは、いずれの分野においても、人民元の比率は現状よりも大幅に上昇する。例えば公的外貨準備高では人民元の比率は現状の 3%程度から 21%に増加する、国際取引決済額では現状 3%程度から 10%近くに増大する、外国為替市場取引額では現状 2%から 8%に増える、国際債券発行残高では現状 1%以下から 5%近くに増加する、主要通貨圏の経済規模（表の 1 番右側）では現状 8%程度が 24%と非常に大きく増えることになる。しかし、慣性効果を考慮に入れたシミュレーションでは人民元のシェアはあまり変化しない。比較的大く変化しているのは主要通貨圏の経済規模で、現状 8%から 11%へと約 1.5 倍近くに拡大する。このことは、中国がこれから人民元をさらに国際化していく場合に、周辺国の為替レートを人民元に安定化させることで人民元圏を拡大させていくことが、重要な戦略になることを示唆する。

#### (8) 長期的な視点：基軸通貨交替の可能性（資料 P11）

長期的な視点から見るとどういうことが言えるのか。強い慣性効果の存在は、当面、短期的には米ドルの優位性は揺るがないことを意味する。しかし、同時に、ドルが永遠に優位性を保持するとは言えず、長期的には基軸通貨の座を降りる可能性があることを否定するものではない。

米ドルの優位性が失われるためには、慣性効果を打ち破るほどの重大な 2 つの変化が起こる必要がある。1 つは、米国内で様々な不都合な展開が起き、経済・政治・軍事大

国としての米国の総合的な地位が崩れ、米ドルの安全性・安定性に対する信認が損なわれること、2つ目は、米国以外の国や地域において、米国の競争相手国にとって好都合な事態が進展し、競争相手国の通貨に対する信頼性が高まることである。現状では、米国や米ドルへの信頼が揺らいだとしても、効果的な代替通貨が存在しないことから、世界の企業や投資家は依然として米ドルを利用・使用し続けているが、長期的には競争相手国の通貨が現実的な代替通貨になる可能性がある。

#### (9) 米ドルにとっての長期的なチャレンジ（資料 P12）

こうした観点からすると、米国にとっての長期的なチャレンジは何か？米国経済は世界経済に占めるシェアが傾向的に低下して来ている。その米国自身は、米国のマクロ経済的な安定（安定的な成長率と低位・安定的なインフレ率の達成）を追求する目的で金融・財政政策を決定するが、その政策（とくに FRB による金融政策）が国内景気や物価動向の判断の変更により大きく振れることがある。それに対して、世界経済は持続的な成長と金融的な安定を図るために米ドルの十分な供給を必要とするが、米国がそれに応えるとは限らない。つまり、米国は自国のために政策を決めるのであり、世界経済全体のために政策を決めるわけではない。その結果、相対的に縮小する米国の政策決定と米ドルが基軸通貨として世界中で使われているということの間に緊張関係が生じることになる。世界経済の中で相対的に縮小する米国が、世界の基軸通貨としての米ドルを維持し続けることは非常に難しくなる。

また、米国が「法外な特権」を利用すればするほど、米ドルの優位性を支える基盤が崩れしていくことになる。「法外な特権」によって経常収支赤字を累積して行くと、純国際投資ポジション（NIIP）がさらに悪化して行く。今のところ、米国の NIIP は大幅なマイナスであるにも拘わらず、対外資産の收益率が対外負債の收益率よりも高いことから、投資収益収支はプラスを計上している。しかし、経常収支赤字が続くと NIIP のマイナス幅はさらに大きくなり、いずれ投資収益収支もマイナスになって、NIIP が累積的に悪化していくという悪循環に陥ることになる。そうなると、米ドル債務に対する国際的な信認が低下していく。

これに加えて、今のトランプ政権による米国の価値資産への攻撃（同盟国軽視、国際公共財の供給削減、FRB の独立性軽視、法の支配など国際法の軽視）といったものも、それが長期化すると米国ならびに米ドルに対する信頼性を失わせて行くことになる。

#### (10) ユーロと人民元のさらなる台頭の可能性（資料 P13）

米国以外の国・地域に起こる展開としては、米国に次ぐ規模の経済圏を背景に、ユーロと人民元がさらに台頭してくることが考えられる。

ユーロについては、ユーロ地域が発展した開放的な金融市場と法の支配に基づく成熟した制度をもつ巨大な経済領域であるにも拘わらず、ユーロ建て国債市場は米国債市場に比べ規模がはるかに小さい。ユーロ地域は、本格的な財政統合を進めて共通のユーロ債市場を拡大させることができ、さらには政治統合に向かうことで経済通貨同盟の枠組みをより強固なものにしていくことが考えられる。そして、懸案のデジタルユーロを導入して域外諸国との円滑なクロスボーダー取引を支えていくことで、ユーロをより魅力的な国際通貨にし、米ドルと競合する代替通貨に押し上げることが可能になる。

人民元については、中国の権威主義体制、脆弱なガバナンス・制度、資本取引規制がその本格的な国際化を妨げている。また、中国は米国に次ぐ世界第二の経済大国になったものの、人口減少、不動産不況、トランプ関税などで成長率が傾向的に鈍化しつつあり、米国経済の規模に追いつくかどうか見通せない状況になっている。そのような中国が、経済・制度・政治の抜本的な改革に着手し、資本取引を完全に自由化していくのであれば、自由な経済活動の活性化と人民元のさらなる国際化につなげられる可能性がある。加えて、中国が米ドルや米国銀行を介さず人民元によるクロスボーダー取引を促進する目的で、現行の人民元決済システム（CIPS）や中銀デジタル通貨の決済基盤としてのmBridgeなどを通じて独自の国際決済システムを拡大して行くことで、人民元の国際的な役割を高め、米ドルの基盤を徐々に侵食するための手段となりうる。

#### (11) 日本の役割（資料 P15～17）

日本の役割については、時間の関係上簡単に述べる。まず、国際金融センターとしての東京市場のランキングが、Z/Yen の「グローバル金融センター・インデックス」（資料 P16）によると相当低下してきている。中国の機関が最近この指標作りに参加して、中国寄りのバイアスを生んでいる可能性はあるが（中国の主要都市の多くが国際金融センターとして高くランク付けされている）、それでもひと頃と比べて東京市場が埋没してきていることは否定できない。国際通貨システムにおける円の役割を高めていくには、東京や大阪の国際金融市场の再活性化と両輪で戦略的に改革を進めていくべきだ。

第二に、先ほども橋本氏から話があったが、1970 年から最近までの円の実質実効為替レートの動きと内外生産性比率が非常に強く相関しており（バラッサ＝サムエルソンの関係を示す P18 の図）、現状の実質円レートが円安であるのは、日本の生産性が海外

の生産性と比較して低いことが原因であることがわかる。したがって、円安を解消し円高にもっていくためには、構造的に日本の成長を促す、生産性を高めていくことが必要になる。

以上まとめると、日本としては、構造政策を通じて持続的な経済成長を再開させるとともに、円と東京（や大阪）国際金融市場の活性化を進展させる努力が求められる。

#### 4. パネルディスカッション

##### （1）デジタル通貨と国際通貨システムについて

（浅川）

まず最初に、国際通貨システムとデジタル通貨との関連について、ドル基軸通貨体制は容易には揺らがないとの見方が一般的ではあるが、トランプ政権によるジニアス法成立などステーブルコインへの梃入れや、ECBによるユーロのCBDC推進など、デジタル通貨の浸透は、ドル基軸通貨体制や国際通貨システムにどういった影響を与えると考えるか？

（河合）

ステーブルコインと中央銀行デジタル通貨（CBDC）は、おそらくこれから国際的な金融インフラ、通貨インフラになって行くのではないかと思う。今のトランプ政権はステーブルコインを重視する一方、CBDC開発の動きを封じているが、世界全体の大きな流れではCBDCの採用に動いていくのではないか。ということは、各国がCBDCを備えていないと国際競争上不利になるということも言えるかと思う。

ステーブルコインについては、先ほど木内氏からも言及されていたが、バイデン政権時には慎重な態度がとられていた。実際、当時のG7やG20では、ステーブルコインについて、金融的な安定性が損なわれるリスクがある、マネーロンダリング対策やテロリスト・ファイナンシング対策への抜け道になるので、しっかりした監督体制や規制の枠組みを整えなくてはいけないということで合意されており、その見方は基本的には正しいと思う。監督や規制の枠組み無しにステーブルコインをどんどん追求していくということはなかなか難しくなると思われる。

いずれにしても、ECBがデジタルユーロを導入する方向に動き、中国もmBridgeを使ってデジタル人民元をクロスボーダー取引に使って行こうとするということで、世界の全体的な方向はそういう方向に行くように思われる。つまり金融・通貨インフラとして重要な存在になるのではないかと。ただ、そうしたデジタルインフラ自体が国際通貨

システムや米ドル基軸通貨体制を揺るがすということには必ずしも繋がらず、やはり根本的な経済規模や金融市場の厚みなどの経済的なファンダメンタルズが、基軸通貨としての米ドルの優位性や基軸通貨の交替に関して、決定的に重要な要因になるのではないかと考える。

#### (浅川)

以前、G20でリブラを議論した際に、リブラ側が強く言っていたのが金融包摂という話であった。銀行口座を持たないような人に対しても決済、送金手段を提供できると。但し、リブラに関してもやはりマネーロンダリングや脱税の恐れなどがあるので、きっちりとした規制は必要だとされた。一方、規制を入れれば入れるほど金融包摂としての利点が薄らいでいくというジレンマを、ステーブルコインは、根本的に抱えているのではないかと思われ、結局リブラは実現できなかった。

#### (木内)

デジタル通貨が国際決済に使われて行くと、米国（ドル）の通貨としての優位が低下して行く可能性はあるよう思う。現在特にSwiftを中心とした銀行決済は、米国がかなり牛耳っているわけであり、まず世界のお金の流れの情報は米国がかなり握っていて、それが安全保障上の優位にもつながっている面もあると思う。ロシア制裁の時もあったように、Swiftのメンバーから銀行を追い出すということで、経済制裁をより強化できるが、これがデジタルの決済になった時には、同じようなことができるかどうかは良くわからない。今後どういった仕組みを作っていくかによるとは思うが、銀行決済からデジタル通貨の決済に国際決済が変わってく中では、従来ほど米国の優位は維持できない可能性があるのではないかと思う。

足元の動きとしては、米国からの制裁を受けてしまうということで、Swift離れが徐々には進んで来ており、先ほど河合氏からも言及があったように、中国のCIPSや、中国の人民元を中心とする決済の方に移る動きがある。そこにやや反米的な勢力が決済をシフトさせている面もあり、銀行システムを使った米国の従来の盤石な体制はやや後退している面もあり、デジタル通貨は、そうした流れをやや加速させることがあるのではないかと思う。もちろん、基軸通貨の役割としては、河合氏の説明の通りやはり経済的な側面が大きいと思うが、決済通貨としての利用度の観点からは、デジタル通貨はやはり利便性が高く、使われている可能性はあると思われる。

従来は CBDC を安価で安全な国際決済の仕組みとして使って行こうということは、中国で議論されて来た。米国は元々CBDC にはやや距離を置いていた。米国がデジタルドルを作るかどうかは別として、将来的には主要国で CBDC を使い、中央銀行がかなり関与する形で国際決済ができるような構想を議論して来た。それがトランプ政権になり、そこが全く変わり、米国は CBDC を発行しないという法案を、FRB は発行できないという法案を依然として審議中で、米国は CBDC ではなく、民間が発行するステーブルコインで行くということになり、将来の安価で便利で安全な国際決済システムとして CBDC で行こうとしていたものが、ステーブルコインの方向へいきなり変わろうとしている。他の国の対応を見ると、おそらく欧州勢は、英国を除けば、依然として CBDC で行くというプランであり、ステーブルコインにはやや懐疑的ということだが、英国は若干揺らいでいる。カナダはステーブルコインにかなり前向きになって来ている。香港も規制法を夏に導入している。米国がステーブルコインで攻めて來るのであれば、中国は CBDC を基軸にしながらも、将来的には人民元建てステーブルコインで対抗するというような姿勢も見せている。

但し、ステーブルコインについては、やはり問題が大きいのではないかと思う。浅川氏からも言及があったように、リブラを議論した際に、当時のフェイスブックが主張したように、金融包摂の観点からするといいものを提供できる面もあった。まだ世界に多数存在し、特に新興国に存在する銀行口座を持たない人々も、デジタルで決済できるようになる。その理念は非常にいいのではないかと思うが、本人確認などをやはりできない。特に新興国になればなるほど、本人を証明するものがないということになる。従って、主要国であれば、ある程度本人確認もしっかり行い犯罪に利用されるリスクを下げることはできるが、本当に国際決済として広がって、海外でリテールでも使われることになった際に、犯罪の温床になってしまうということからすると、長い目で見ると、ステーブルコインを国際決済に広く利用して行くというのはやはり問題があるのではないかと思う。そういう意味では、トランプ氏の構想は、もしかしたらうまくいかない可能性もある。一方で、CBDC については、国際決済としての利用に関して具体的に実証実験まで行っているのは中国であり、CBDC が利用されて行く場合には、やはり若干、中国の通貨の競争力を高める方向に働くという可能性もあると思う。ということで、デジタル通貨が広まるかどうかや、CBDC、ステーブルコインの普及は、実は各国の通貨の競争力にそれなりの影響力を与えて行くのではないかと思っている。

## (2) ドル基軸通貨体制の今後と複数基軸通貨体制の可能性について (浅川)

次にドル基軸通貨体制の今後ということで、将来的にはドルのみが基軸通貨ではなく、例えばユーロや人民元、あと複数の基軸通貨が並立する多局化した形に移っていくとの見方が一部にあるが、これは現実的な見方か。複数基軸通貨体制は本質的に不安定という話もあり、システムの効率性を考えても現実的なのか。特にこの関連で事前の質問が多かったのは人民元に関してであり、人民元が新興国を中心とした地域において予想以上にプレゼンスを高めて米ドルを凌駕するシナリオも指摘されているが、その可能性はどうみるべきか。人民元に関しては、資本規制が残っていることや、究極的には中央銀行が独立していないということが、致命的なハードルではないかと思うがどう考えるか？

### (河合)

まず、複数基通貨体制については、1980年代から90年代にかけて、世界はドル、円、マルクの三極通貨体制に向かうのではないかと言われた時期があった。世界金融危機以降は、中国が世界第二の経済大国に躍り出るとともに、人民元の国際化を進め、人民元の国際的な影響力が高まるはずだということで、ドル、ユーロ、人民元の三極通貨体制の世界になると言われた。ただ実際には、ユーロが世界金融危機後の欧州債務危機のありで、経済的・金融的に失速してしまった。中国も2015年前後に猛烈な資本流出が起きて人民元レートが下落し、外貨準備が一挙に4兆ドルから3兆ドルに減少するなどミニ通貨危機に陥り、それ以降、人民元の国際化のテンポは非常に遅くなった。その後は、中国経済の成長率は傾向的に低下し、近年は人口減少、不動産不況、対米摩擦の深刻化などで成長率の低下傾向に歯止めがかかっていない。その結果、米ドル優位の国際通貨システムは揺らいでいない。とは言え、ユーロ地域と中国は米国に近づける経済規模を誇り、米ドルに対抗しうる国際通貨を持てるポテンシャルがある。既に指摘した通り、ユーロ地域が財政同盟や政治同盟など抜本的な制度改革を行って経済統合をさらに深化させ、中国が根本的な経済・制度・政治改革を行って国際資本取引を完全に自由化することになると、ユーロ、人民元の国際的なプレゼンスが高まり、ドルを凌駕するかどうかは別にして、三極通貨体制の方向に向かう可能性はある。

人民元については、既述の通り、新興諸国・発展途上諸国だけでなく、意外と経済規模の比較的大きな先進諸国でも人民元圏が広がっており、その広がりが今後も続く可能性は否定できない。その1つの役割を果たしうるのが中国の人民元決済システムである

CIPS の利用拡大や、デジタル人民元など CBDC をクロスボーダー取引で決済する mBridge 構想の実現である。実際に人民元で決済する国際取引が増え、それを CBDC で各国とつなげていくということが起こり、日米欧がそこまで追いついていないとすると、中国には技術・運営面や制度・規制面で事実上の国際標準を設定するなど先行国としてのメリットがあり得る。ただし、実際そういうことが起きると、当然、日米欧も各 CBDC による国際決済の開始や拡大で対抗していくであろうことから、人民元の国際的な利用・使用が大きく広がって行くことにはなるまい。

浅川氏が指摘したように、中国にはまだ資本取引規制が残されており、これを根本的に自由化し、かつ人民銀行の独立性の確立など中国の国内制度に対して信頼感が持たれるようにならないと、なかなか世界の企業や投資家が巨額の人民元を保有しようしないのではないか。デジタルインフラとしての国際決済システムを整備することで、人民元の利用・使用はある程度広がるとしても、根本的には中国経済の規模、国内制度への信頼度、中国の国際資本移動規制や金融規制のあり方、人民元建ての金融市場の発展・深化が人民元の本格的な国際化にとって重要な要因になってくると思う。

#### (木内)

資料 P16 のグラフで、名目のドル建ての GDP でみると、米国は世界全体の GDP の 4 分の 1 の地位をまだ 2030 年にかけて維持すると見込まれる。それに対して、EU や日本は徐々に下がって行く。一方で中国は、かなりアメリカに接近していたが、足元は横ばい基調であり、これを考えると米国の優位は簡単には崩れない模様だ。但し、中国もそれなりの経済規模を既に達成している。

一方で、資料 P17 の左側の表、名目 GDP では、残念ながら来年日本は 5 位まで下がってしまう訳だが、IMF が推計している購買力平価に基づく規模でみると、既に中国が第一位であり、2030 年にかけては新興国がこぞって上位に入って来るとみられ、経済規模ではやはり新興国のウェイトがどんどん上がって来る。現状でのドル建てと購買力平価による評価の差をみると、やはりドルが非常に高くなっている、他の通貨がかなり低く抑えられていることを反映しているということだと思う。そうしたことからすると、通貨の面で言えば、新興国にどれだけ決済面で広まって行くかという点は、(通貨の) 競争力にも関わって来ると思う。

一方で、ドルはすでに実質実効レートからみてもかなり高く、通貨の価値としてはやはり下がるポテンシャルがあるのではないかと思う。但し、経済規模でみると中国はか

なり大きく、購買力平価でみると既に世界一だが、基軸通貨は経済の規模だけでもちろん決まるわけではなく、浅川氏、河合氏からも言及があったように、資本規制や中央銀行のあり方など、様々なもので決まって来るため、先進国のスタンダードからすると、人民元のシェアがどんどん広がって行くことにはなかなかつながらないだろうと思う。

一方で、経済的な条件が満たされない場合でも、政治力によって決済に人民元を広めていく可能性もないわけではないと考える。例えば、かつての経済相互援助会議（COMECON）体制の国の中では、決済ルーブルが使われていた。その当時は、COMECON の国が世界の経済規模の中で多分 15%程度あったように思う。つまりその時点で言うと、（ルーブルが） ドルに次ぐ基軸通貨であったとも言えるわけで、そういった政治力を使って行く場合、例えば中国がそういう経済圏を広げて行く、政治・軍事圏を広げて行く、それから反米勢力を集めて行くような流れになった場合は、先進国での人民元の決済の利用が広がらない場合でも、新興国の中で広がって行く形により、先進国でのドルの優位は簡単には揺るがないのではないかと思うが、新興国では徐々に人民元が影響力を高めて行く流れもあり得るのではないかと思っている。

### (3) ドル円相場に対する日米金利差の説明力低下の背景と 2026 年のドル円相場 (浅川)

為替相場について、特に日米金利差のドル円相場に対する説明力、影響力が最近低下している背景は何か？2026 年のドル円相場、日米金融政策の見通しをどのように見ているか？

#### (橋本)

日米金利差が縮小して来ているにも関わらず円安が続いているのは、資料 P8 でみたように、期待為替レートの円安方向へのシフト、左側の日米 10 年金利差とドル円相場の散布図で言うと両者の間の傾向線が上方、ドル高円安方向へシフトしていることが原因になっており、日米金利差が縮小すること自体は円高要因だが、それ以上に期待為替レートが円安に動いてしまって相殺され、円安になってしまい金利差が機能していないためと考えている。

ではなぜ円安方向へ期待がシフトしたのかについては、傾向線（期待）がシフトした際に起きていたイベントを考えると、やはり日銀の利上げの先送り観測や、財政見通しの悪化懸念、この辺りがやはりトリガーになっていると考えられる。利上げ抑制や財政拡大によるインフレ圧力は、貨幣価値の毀損につながる訳であり、特に今年はこうした

ことが対内的にはインフレ期待の上昇、対外的には為替レートの下落という形につながってきてていると思う。

先ほど木内氏からもインフレ期待に関して言及があったが、ここ数年で市場からみるインフレ期待である 10 年のブレークイーブン・インフレ率は、円の実効為替レートと（逆）相関がみられており、通常は円安が輸入物価を押し上げてインフレ及びインフレ期待を引き上げるという因果関係が強いが、足元はそうして発生したインフレ期待の上昇が、再び円安に結びつくという形で、スパイラル（悪循環）みたいな状況になっており、こういった状況が払拭されないとなかなか円安に歯止めがかかるのは難しいと思われる。

目先は、高市政権も少し円安の行き過ぎに警戒を示して来ており、日銀のスタンスへの牽制を抑制したり、片山大臣の円安牽制発言など、そうしたことを見て円安の動きが少し収まって来てはいる。もっとも、来年にかけて引き続きグローバルにも財政懸念のテーマに注目が集まる中で、再びそうしたところに市場の焦点が集まると、この図で言うと、さらに傾向線が左上にシフトする状況もあり得るため、金利差が機能しないということ、引き続きあり得るとみている。

来年については、FRB は基本的に利下げで、FRB 議長も交代して、ある程度トランプ大統領の意向を尊重した金融政策運営を行うとみられ、市場は足元来年 2 回程度の利下げを織り込んでおり、日銀は今週利上げを行うとして、来年も半年に 1 回ぐらいのペースだと、1 回ぐらいの利上げということになる。資料 P8 の散布図でみると、ここ最近の傾向線では日米金利差 1% の変動でドル円相場が大体 12 円ぐらい変動する計算になるため、これを前提にすると、来年のドル円相場のコアレンジとしては 140 円台後半から 150 円台前半という価格帯になると思うが、財政の見通しに対する懸念などにより、傾向線がさらに上方にシフトする場合は 160 円台乗せも再び視野に入って来ることになる。一方、リスクシナリオではあるが、トランプ政権が過度に FRB の金融政策に干渉するような場合は、逆にこの傾向線が右下の方に動くようなことがあり得る。実際、今年 4 月ぐらいに、一時トランプ大統領が FRB 議長を解任する可能性について言及した際にそうしたこと（傾向線の右下シフト）があり、そういうことが起こるとドル円相場は 140 円台の定着といったような動きが出てくるのではないかとみている。

以上

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

Copyright 2026 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)  
All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.

Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan

〒103-0027 東京都中央区日本橋 2-13-12 日本生命日本橋ビル 8 階

e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)

URL: <https://www.iima.or.jp>