

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7月1日

基軸通貨米ドルの現状評価と今後（2026年版）

～トランプ 2.0 と基軸通貨米ドルのプレゼンスへの影響～

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

目次

<要旨>	2
<本文>	3
はじめに	3
1. 基軸通貨について（再説）	4
(1) 国際通貨の3つの機能と基軸通貨	4
(2) 3つの機能の相互促進作用と基軸通貨の慣性	5
(3) 3つの機能を高める政治・経済的外部環境	6
(4) 基軸通貨のメリット・デメリット	7
2. 基軸通貨としての米ドルの現状	7
(1) 外国為替市場における取引シェア	8
(2) 貿易取引における契約通貨としてのシェア	9
(3) 原油取引におけるシェア	11
(4) クロスボーダー銀行資産・負債におけるシェア	13
(5) 企業の外貨建て債務におけるシェア	14

(6) 外貨準備の構成通貨としてのシェア	14
(7) 海外投資家による米国証券への投資動向	17
(8) 米ドル相場の動向	18
3. 基軸通貨米ドルを取り巻く政治・経済情勢	19
(1) 世界経済における米国経済のプレゼンスの推移	19
(2) 近年相対的に好調に推移して来た米国経済	21
(3) 改善の道筋がみえない米国の財政赤字	23
(4) トランプ政権下の通貨政策	25
(5) FRBの独立性に対するトランプ政権による攻撃	26
(6) 米国の軍事力と外交	28
(7) デジタル技術による新しい通貨・国際決済の模索	30
4. 主要国・地域による米ドルへの依存度低下・脱ドルを志向する動き	32
(1) ユーロ圏	32
① ユーロの国際通貨としてのプレゼンス向上に向けた取り組み	32
② ユーロの国際通貨としての現状	33
③ 基軸通貨候補としてのユーロの今後	34
(2) 中国	35
① 中国人民元の国際化政策	35
② 中国人民元の国際化の現状	36
③ 基軸通貨候補としての中国人民元の今後	38
(3) ロシア	39
(4) その他の国々	40
5. まとめ	41
【主要参考文献】	42

＜要旨＞

- 基軸通貨とは、国際取引において「表示・契約通貨」、「決済通貨」、「安全資産・運用資産」の3つの機能を持つ国際通貨のうち、群を抜いて大きなプレゼンスを持つ通貨である。これらの機能は、当該国の経済規模や金融市場の厚み、通貨の取引自由度、政治・経済の安定性・透明性などの外部要因に支えられている。
- 近年米ドルは、「表示・契約通貨」機能などを中心に、一定のシェア低下がみられているものの、基本的に全ての機能で高いシェアを維持しており、引き続き世界の基軸通貨として圧倒的なプレゼンスを保持している。また、一度基軸通貨になると、その地位が容易には低下し難くなるという「基軸通貨の慣性」も、米ドルの基軸通貨としての地位を支えている。現時点で、米ドルに対して世界の基軸通貨として対

抗できる通貨は無いとの見方が一般的だ。

- 一方、米国経済の相対的なプレゼンスが趨勢的に低下方向にある中で、中国経済が台頭し、中国人民元のプレゼンスも徐々に高まる方向にある。さらに米中対立に加え、ロシアに対する経済制裁に米ドルの基軸通貨としての地位を利用したことが、米国と様々な面で対立する国々にとって、米ドルの安定した「安全資産・運用資産」としての機能を毀損し、その米ドル離れと中国人民元など競合通貨への移行を後押しする可能性がある。経済メリットの面から米ドル一極集中の是正を望む国もみられ、今後も米ドルのプレゼンスが少しずつ低下して行く可能性があることも事実だ。また、中銀デジタル通貨（CBDC）などの新しい技術が、競合通貨の利便性を一気に高めて、盤石と思われた米ドルの優位性に予想外の大きな影響を与えるリスクも完全には排除できない。
- もっとも、現時点でもし米ドルが基軸通貨としての地位を低下させるとすれば、米国自身の内なる要因によるものになるとの見方が多い。近年の米国経済は、相対的に堅調に推移しているが、その裏で所謂双子の赤字が拡大し、政府債務残高の対GDP比率は上昇が続く見込みだ。財政赤字の拡大が放置されると、基軸通貨としての米ドルの信頼性・価値の安定性に悪影響を与えて行く恐れがある。
- 2025年に始動した第二次トランプ政権による政策は、まずこの財政赤字をさらに拡大させる方向にある。加えてFRBの独立性への攻撃、米国第一主義の外交スタンスによる諸外国の米国離れ、関税政策や移民抑制など短期的な視野の政策が長期的に米国経済の競争力を低下させるリスクなども、米ドルの基軸通貨としてのプレゼンスの追加的な低下要因となる可能性がある。現時点で得られるデータからは、米ドルの基軸通貨としてのプレゼンス低下の兆候は確認されず、近い将来米ドルの基軸通貨としての地位が大きく揺らぐ事態も考え難いが、以上のような長期的リスク要因があることにも留意しておく必要がある。

<本文>

はじめに

2025年に始動した第二次トランプ政権は、当初予想以上に米国第一主義的な志向を強め、世界の政治・経済秩序を大きく揺さぶっている。諸外国に対する一方的な関税賦課や防衛費の増額要求などの他、ベネズエラやイランへの突然の軍事攻撃など国際法軽視とも取れるスタンスもみられ、諸外国による米国離れが、グローバルサウス諸国だけでなく欧州など同盟国にも拡大し、米ドル離れも助長しかねない動きとなっている。また、米国内においても財政赤字の拡大傾向やFRBの独立性への攻撃など、米ドルの信認に打撃を与えかねない動きもみられている。

橋本（2024）では、基軸通貨とは何かを確認した上で、近年のグローバリゼーション

の進展で世界経済における米国経済の相対的なプレゼンス低下が進む中での、米ドルの基軸通貨としての現状と今後について整理・評価を行った。本稿では、以上のような第二次トランプ政権始動によるその後の情勢変化を受け、基軸通貨米ドルの動向や今後について、情報・データをアップデートし、前回レポートを加筆・修正しつつ改めて検証した。

1. 基軸通貨について（再説）

(1) 国際通貨の3つの機能と基軸通貨

国際通貨とは、開放的な先進国により発行され、貿易や国際的な投資などの取引に使用される通貨であるが、このうち群を抜いて大きなプレゼンスを持つものが基軸通貨とされる。河合 他（2023）では、現状基軸通貨と呼べるのは、米ドルとユーロであるとしている。その意味では、現在の世界の通貨体制は複数基軸通貨制とも言えるが、米ドルのプレゼンスは、ユーロに比べても非常に大きく、世界の基軸通貨は米ドルとの見方が一般的である。

貨幣の機能には、「計算単位」、「交換手段」、「価値貯蔵手段」の3つがあるとされるが、国際通貨も、国際的な経済取引において、これら3つに対応する機能を持っていると整理することができる（第1図）。まず国際通貨としての「計算単位」の機能とは、貿易や国際的な投資などの取引に際して、表示・契約通貨（インボイス通貨）として使用されることである。国際通貨ともなれば、自国が関連する取引だけでなく、第三国同士の取引においても使用されることが少なくない。「交換手段」の機能とは、貿易や国際的な投資などの取引において、決済通貨・媒介通貨として使用されることである。表示・契約通貨として使用されている場合はもちろんのこと、使用されていない場合もその通貨が取引の仲介として使用されるということだ。例えば、韓国ウォンとマレーシア・リングットの取引を行う場合に、当該通貨間の市場流動性が潤沢でないことから、韓国ウォンと米ドル、米ドルとマレーシア・リングットの取引を組み合わせで行われるようなケースでは、米ドルが決済・媒介通貨となる。そして「価値貯蔵手段」の機能とは、国際的な流動性の保有や資産運用手段として、当該通貨建ての資産が保有されることである。

以上は民間部門の取引における国際通貨の機能だが、公的部門の取引における国際通貨の機能も、3つの機能を指摘することができる（第1図）。まず「計算単位」は、公的基準通貨としての機能である。これは固定相場制で平価を設定する際の対象通貨となったり、管理フロート制で各国通貨の為替レートの安定を図る際の対象通貨となる場合だ。「交換手段」は、当局が為替市場介入を行う際の介入通貨であることを意味し、「価値貯蔵手段」は公的準備通貨として使用されることを意味する。両者とも1つ目の計算単位・公的基準通貨としての機能に深く関連している。

ある通貨が国際通貨の中でもプレゼンスが大きい基軸通貨であるということは、こう

した国際通貨としての機能が、グローバルな経済取引や国際金融市場において大きな位置を占めていることを意味する。

第1図：国際通貨の機能

	民間部門	公的部門
計算単位	表示通貨・契約通貨	公的基準通貨
交換手段	決済通貨・媒介通貨	介入通貨
価値貯蔵手段	安全資産・運用資産	準備通貨

(資料) 筆者作成

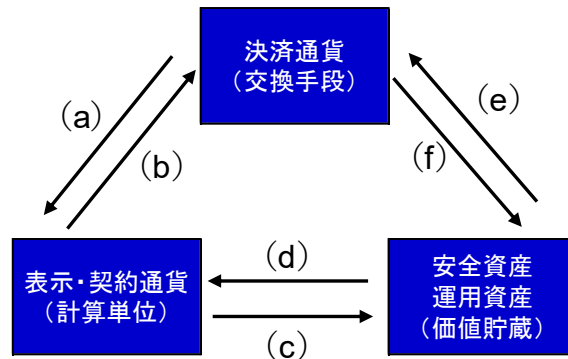
(2) 3つの機能の相互促進作用と基軸通貨の慣性

国際通貨としての機能は、特に民間部門における3つの機能については、以下でみるように相互促進的な作用を持っている(第2図)。

まずある通貨が表示通貨や契約通貨(計算単位)の場合、その通貨をそのまま媒介・決済通貨(交換手段)として使用できるのであれば、それに越したことはなく、決済通貨・媒介通貨(交換手段)として使用されるインセンティブにつながる(第2図:b)。逆にある通貨が、決済通貨・媒介通貨の場合、それを表示・契約通貨として使用するインセンティブにつながる(第2図:a)。また、表示・契約通貨、あるいは決済・媒介通貨として使用される場合、そうした通貨の一定額を予め手元流動性などとして用意しておこうというニーズにつながるため、安全資産・運用資産(価値貯蔵手段)としてのインセンティブにつながり得る(第2図:c,f)。また、ある通貨の安全資産・運用資産としてのニーズが高まり、市場での保有量・取引量が高まると、当該通貨の市場流動性が高まって取引コストが低下し、決済・媒介通貨としての機能向上につながり得る(第2図:e)。そして公的部門による取引における機能は、こうした民間部門での取引の増大に強く影響を受ける。つまり、民間部門である通貨の取引シェアが増加すれば、公的基準通貨などは、自ずとその通貨が選ばれることになる。

このように、国際通貨としての各機能におけるプレゼンスが高まるほど、各機能間の相互促進作用からその通貨の全般的なプレゼンスが益々高まり、最終的に基軸通貨は1つあるいは限られた通貨に収斂して行くことになり易い。そして一度基軸通貨としてプレゼンスを高めると、このような各機能間の相互作用から、その地位は容易には低下し難くなるとも考えられる。こうした現象は基軸通貨の慣性として広く指摘されている。

第2図：国際通貨の機能の相互促進作用

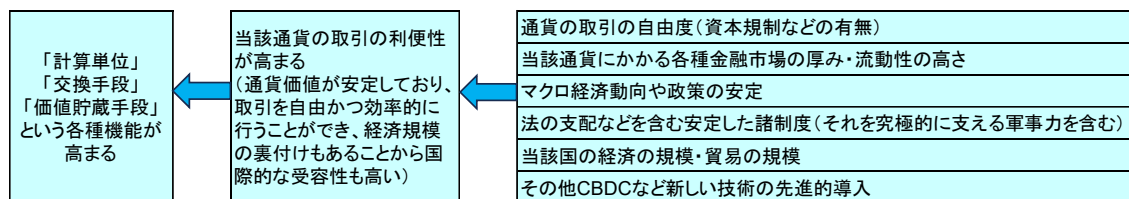


(資料) 筆者作成

(3) 3つの機能を高める政治・経済的外部環境

さらに、こうした国際通貨としての3つの機能を高めるように作用する政治・経済的外部環境を指摘することができる(第3図)。まず当該通貨について資本取引規制などがなく自由に取引ができ、当該通貨に関する各種金融市場にも厚みがあり流動性が高いと、当該通貨を自由かつ効率的に低コストで取引できることにつながる。また、マクロ経済や各種政策が安定しており、それが法の支配を含む安定的な諸制度で担保されていると共に、究極的にはそれが軍事力で物理的にも支えられていると、通貨価値の安定などにつながる。さらに当該国の世界経済に占める経済規模や貿易規模が大きければ、その通貨が使われ易くなり、国際的な受容性の支援材料となる。尚、中央銀行デジタル通貨(CBDC)など、新しい技術の先進的導入が、その通貨で取引することの利便性向上に寄与する可能性もあろう。

第3図：国際通貨の3機能を高める経済・政治的外部環境



(資料) 筆者作成

こうした経済・政治的外部環境により、当該通貨で取引を行う利便性が高まり、国際通貨としての各種機能の向上につながる。そして各種機能が向上すると、既述の通りそれが相乗効果をもたらし、最終的に選別された通貨が基軸通貨となる。後述の通り、米ドルは、こうした国際通貨としての各種機能の面や、それを支える外部経済・政治環境からみると、中国人民元はおろか、ユーロと比べても総じてまだまだ大幅な優位性を維

持しているようだ。

(4) 基軸通貨のメリット・デメリット

では自国通貨が基軸通貨であることのメリットやデメリットにはどのようなものがあるのだろうか。

まずメリットとしては、何よりも基軸通貨発行国は、国債などの自国通貨建て資産が、海外から準備資産や運用資産として大量に購入されることから、経常赤字やその裏にある財政赤字のファイナンスが容易になる。通常の国では持続不可能になるような経常赤字の海外からのファイナンスも、維持可能になる。別の言い方をすれば、海外からの資金調達コストがこうした基軸通貨プレミアムの存在によって低下する。基軸通貨国の特権と言う場合は、こうした状況を指す場合が多い。また、基軸通貨国の経済主体は、貿易や国際的な金融取引において、自国通貨建て取引が多くなり、為替リスクを負う必要性が低下する。さらに、基軸通貨国はグローバルな資金の流れの中心になり、様々な情報が集積したり、ビジネス機会が発生し易くなると共に、他国への様々な影響力も高まる。これを利用したのが、最近の米国によるロシアなどに対する金融制裁だ。その他、基軸通貨国は発行した通貨を海外が購入することによって、通貨発行益(シニョリッジ)を得ることができる。つまり、物理的な発行コストが小さい通貨の発行と引き換えに、実物財や金融資産を獲得することができる。

一方、デメリットとしては、海外市場で広く自国通貨建て資産が取引されることによって、金融政策などの効果が波及し難くなったり、為替レートの変動が激化してしまう可能性が指摘される場合がある。但し、少なくとも米国については、そうしたデメリットは限定的であるようだ。また、経常赤字が海外からファイナンスされ易くなるというメリットと表裏の話になるが、通貨が過大評価されがちになって市場の規律が働き難くなり、経常・財政赤字の拡大が放置され易くなるなど、マクロ経済運営の節度に悪影響を及ぼす可能性がある。さらに、基軸通貨は国際流動性であることから、金融危機時などに適切な供給が求められる他、通貨価値の安定を維持すること(極端な米ドル高や米ドル安の回避など)が、国際的な道義的責任として求められることになる。

以上が基軸通貨国であるメリットとデメリットであるが、全体ではメリットの方が大きいとされており、米国当局も米ドルが基軸通貨であることを維持することに大きな関心を持ち続けている。

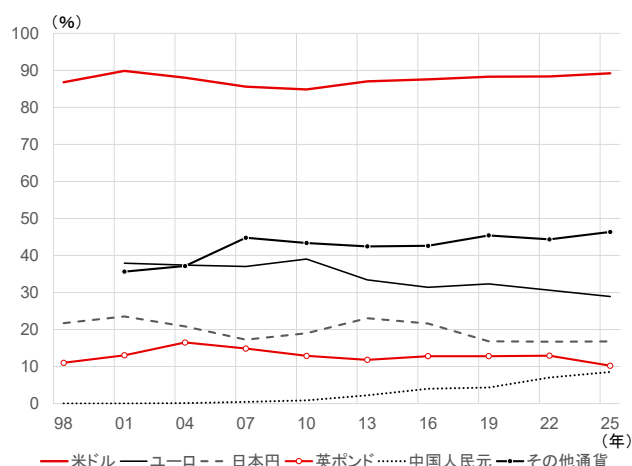
2. 基軸通貨としての米ドルの現状

本節では、前節でみた国際通貨の3機能に関連する米ドルのデータをみることを通して、米ドルの基軸通貨としてのプレゼンスの現状や推移について確認する。現時点では第二次トランプ政権発足以降のデータをみても、諸外国の官民投資家などの米ドル離れを示す明確な兆候はみられていない。

(1) 外国為替市場における取引シェア

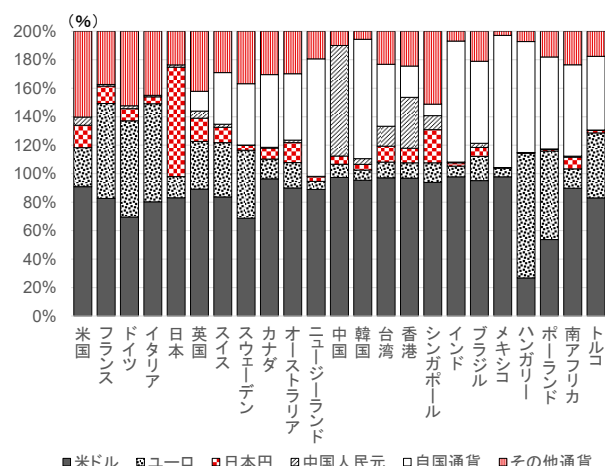
第4図は、国際決済銀行（BIS）が3年に一度世界の中央銀行の協力の下で実施している世界外国為替市場調査に基づき、外国為替市場における主要通貨の取引高シェアの推移を1998年以降についてみたものだ。各調査年の4月の1日あたりの為替市場の全取引高を集計している。直近は2025年4月に実施された。世界の外国為替市場の2025年4月における1日あたり平均取引高は9.6兆ドルで、例えば2025年の年間ベースの米国の経常赤字約1.1兆ドルと比べても膨大な取引額となっている。

第4図：世界の外為市場における主要通貨の取引高シェア



(資料)BISより筆者作成

第5図：各国ローカル市場における主要通貨の取引高シェア



(資料)BISより筆者作成

このうち、米ドルの取引高シェアは、全体を200%とすると89.2%（合計100%ベースに換算すると44.6%）で、2位のユーロ28.9%（同14.5%）、3位の日本円16.8%（同8.4%）、4位の英ポンド10.2%（同5.1%）、5位の中国人民元8.5%（同4.3%）と比べても圧倒的に高いシェアとなっている¹。1998年以降の過去約30年間のシェアの推移をみても、米ドルは84%~90%で総じて横ばいであり、シェアの低下は見られていない。一方、ユーロや日本円、英ポンドなどの2番手以降の通貨のシェアがごく緩やかに低下傾向にあり、中国人民元やその他の通貨が、その分シェアを増加させている。米ドル以外の通貨の間で取引の分散化が図られている傾向がある。世界の外国為替市場におけるシェアは、国際通貨の機能のうち、主に決済・媒介通貨（交換手段）としての機能を反映している面があり、これまでのところ、こうした機能からみる米ドルの基軸通貨としてのプレゼンスに大きな変化はないようだ。

第5図は、この2025年BIS調査に基づき、各国ローカル市場での取引通貨シェアを

¹ 全ての外国為替取引はUSDとJPYなど2つの異なる通貨の間で行われるが、BISによる本調査では通貨ごとに取引を集計しているため、1つの取引がUSDとJPYなど両通貨サイドで2回ずつカウントされることになる。このため、通貨ごとの集計を合計した全体の取引額は、本来の全取引額の2倍の金額（200%）として算出されている。橋本（2024）の本項目では、全体を100%に調整して表示していたが、今回は原典に沿って全体を200%として表示している。

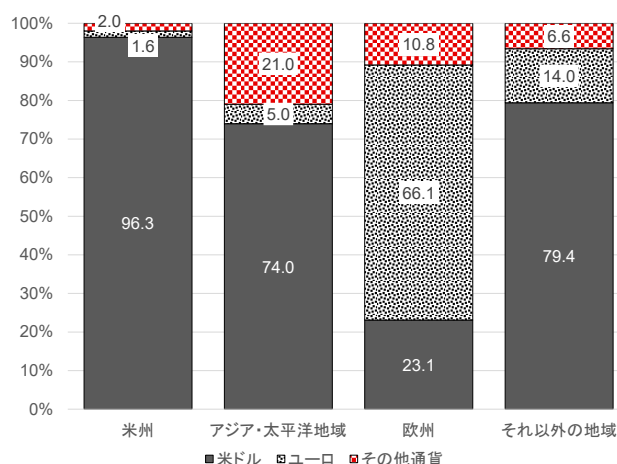
みたものだ。米国に限らずアジアや中東、アフリカ、中南米など、殆どの市場で米ドルのシェアが 90%前後となっており、各地域の自国通貨と並ぶシェアとなっている。米ドルのシェアが相対的に低くなっている地域は、独仏伊などユーロ採用国やポーランドなど東欧のユーロ経済圏に位置する国のみで、こうした地域ではその分ユーロのシェアが高いが、それでも米ドルのシェアは相応に高い。これは多くのローカル市場での自国通貨の取引相手の通貨がほとんど米ドルであることを意味しており、米ドルの決済・媒介通貨としての機能が引き続き高いプレゼンスにあることを、こうした観点からも確認することができる。

(2) 貿易取引における契約通貨としてのシェア

貿易における契約・表示通貨に関するデータは、日本などのように一部の国では集計・公表されているが、全世界ベースの包括的なデータは集計・公表されていない。このため、データは論文などの推計データに基づくことになる。

第 6 図は、FRB が IMF などの 1999 年～2019 年のデータを基に集計・試算した世界各地の輸出における表示・契約通貨のシェアをみたものだ。国際通貨の 3 つの機能のうち、表示・契約通貨（計算単位）の機能の状況をみたものになる。これによると、米ドルのシェアは、ユーロが地域基軸通貨でもある欧州では 23.1%とやや低いが、それ以外の地域では 7 割以上と高く、米州では 96.3%とほぼ米ドルで占められている。欧州地域のデータは、ユーロ圏の域内貿易も含んでいるため、これを除くとユーロのシェアはこれより低下する可能性が高い。世界の貿易取引における米ドル建て取引のシェアは引き続き高い水準となっている。

第 6 図： 輸出における契約通貨のシェア(1999 年～2019 年)

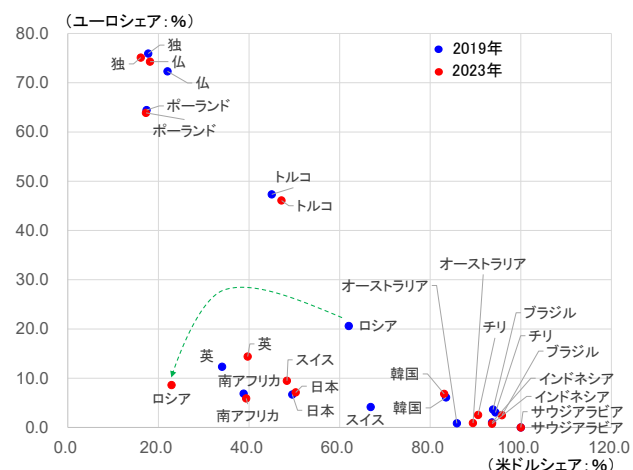


(資料) FRB による試算より筆者作成

第 7、8 図は、Emine Boz et al. (2025)による各国の財輸出における表示・契約通貨のシェア推計データ（1990 年～2023 年）に基づき、各国の米ドル、ユーロ、中国人民元の

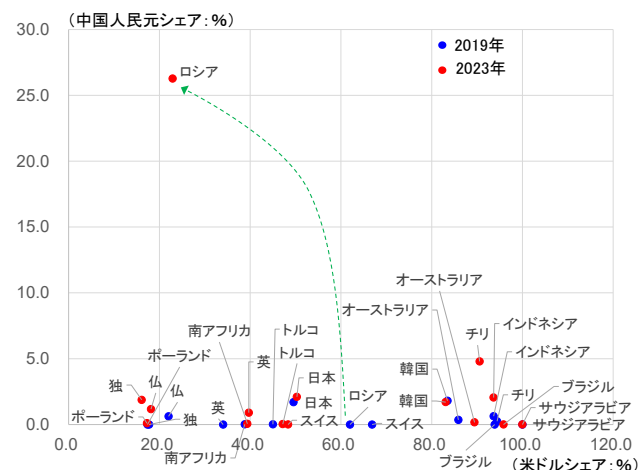
シェアをみたものだ²。米ドルとユーロ、米ドルと中国人民元のシェアの組み合わせを、2019年と2023年について国別に集計して散布図にプロットし、2019年→2023年のシェアの変化をみている。第6図では1990年～2019年の集計値をみたが、それ以降の2023年までのより最近のデータを確認すると共に、2022年のウクライナ侵攻を受けたロシアに対する米ドルを使用した金融制裁が行われた前後で、シェアの変化があったかも合わせてみたものだ。

第7図：輸出契約通貨に占める米ドルとユーロのシェア



(注) 2019年及び2023年の各国輸出の契約通貨に占める米ドルとユーロのシェア
(資料) Emine Boz et al.(2025)より筆者作成

第8図：輸出契約通貨に占める米ドルと中国人民元のシェア



(注1) 2019年及び2023年の各国輸出の契約通貨に占める米ドルと中国人民元のシェア
(注2) 中国人民元のシェアはデータ無しもシェア0としている。
(資料) Emine Boz et al.(2025)より筆者作成

これによると、2023年時点でも多くの国で米ドルが相応の高いシェアを占めている。日英など米ドルのシェアが相対的には高くないが、ユーロや中国人民元のシェアも高くない国は、(散布図では示されていないが) 日本円や英ポンドなど本国通貨建ての取引が一定のシェアを占めている。独仏といったユーロ圏諸国では、ユーロのシェアが高い。但し、ユーロ圏諸国のデータは、ユーロ圏内の国同士の間でユーロ建て貿易取引も含まれているため、ユーロ圏外との貿易取引に限ると、ユーロのシェアはやや低下すると考えられる。ユーロはポーランドやトルコなどユーロ圏と地理的に近く経済的な結びつきが高い国々でも相応に高いシェアとなっている。他の先進国やアジア、中南米、中東など多くの地域では引き続き米ドルのシェアが高い。

中国人民元は、資源貿易で結びつきのあるチリや、日本や韓国などアジア諸国で相対的にはシェアが上がるが、水準的には米ドルと比べればわずかにとどまっている。全体としては、中国人民元は多くの国で依然として低いシェアとなっている。例外はロシア

² Emine Boez et al. (2025) では、132カ国の1990年～2023年のデータを集計しているが、データが一部開示されていない国などもあり、ここでは主要な国でデータが得られている国を散布図に採用している。例えば中国やインド、メキシコなどは信頼できるデータの取得可能性の問題などからデータ無しとなっており、この散布図でも表示されていない。

で、2019年から2023年の間に、米ドルとユーロのシェアが低下した一方で、中国人民幣のシェアが大きく上昇しており、2023年では米ドルのシェアを上回っている。ここでは表示されていないが、この間ロシアではロシアルーブルのシェアも2019年の15.0%から2023年には39.8%へ上昇している。

2019年から2023年の全体的な変化をみると、ロシアが大きく変化した以外は、欧州諸国などを中心に幾分か米ドルのシェアが低下、中国人民幣のシェアがやや増加する傾向があったが、変化は小幅で限定的となっている。

Emine Boz et al. (2025) も2023年までの世界の貿易における契約通貨のデータに基づく分析の主要な結論として、(a) 米ドルのシェアは依然圧倒的で安定している、(b) 中国人民幣のシェアはアジア地域を超えて着実に上昇しているが、その水準は依然として限られている、(c) 米国と地政学的に連携していない国々も依然として米ドルに依存し続けているが、そうしたうちのいくつかの主要国の依存度は低下している、(d) 2021年以降、地政学的分断の広がりを受けて、各国とある第三国との地政学的距離と、その第三国が発行する通貨の各国による貿易契約通貨としての使用率との負の相関関係は強まる方向にある、(e) 石油輸出における米ドル依存度を低下させるための効果的な政策措置を裏付ける確固たる証拠は見当たらない、としている。

(3) 原油取引におけるシェア

原油貿易取引の契約・表示通貨についても、世界全体の包括的なデータは集計されていないため、推計データや断片的なデータ・事実からの検証が必要になる。

原油取引については、国際的な価格表示は通常米ドル建てであり、世界における貿易取引も長年米ドル建てを中心に行われて来たが、近年中国などが原油の自国通貨建て取引を推進している。例えば、2022年12月に開催された第1回中国・湾岸協力会議(GCC)サミットで、習近平国家主席は、GCC諸国との原油・ガス貿易で、中国人民幣建て取引を拡大して行くと述べていた。2024年のサウジアラビアからの原油輸出額に占める中国向けの割合は約26%と国別で最大となっており、その影響力も小さくないとみられる。実際、一部の原油取引が中国人民幣建てで行われたという報道もみられている。

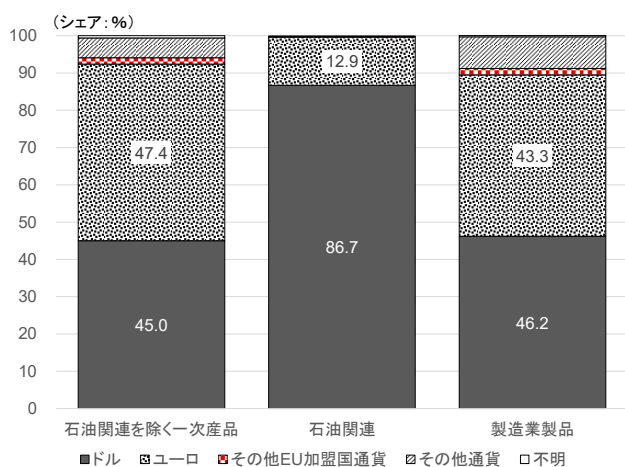
ロシアやイランなど米国などからの経済制裁により、米ドル決済網から事実上排除され米ドルが使用できない国々の原油取引においても、中国人民幣や他の通貨が利用されている可能性が高い。原油輸出先としても、中国はロシアの原油輸出先の4割以上、イランの原油輸出先の9割以上を占めているとされる。このうちロシアについては、ロシアルーブルや中国人民幣建てで行われているとみられる。後掲の「主要国による米ドルへの依存度低下・脱ドル化を志向する動き」の箇所でも述べている通り、ロシア当局が公表するデータによれば、足元ロシアによる財輸出の決済通貨に占めるロシアルーブルのシェアは5割程度、米国やユーロ圏など「非友好国」以外の国の通貨のシェアが3割程度となっている。ロシアの主要輸出品である原油など鉱物燃料の輸出における契約通貨

も同様のシェアとなっていて不思議ではない。イランについては、中国人民元を使用しているか、あるいは中国国営企業がイランにおけるインフラ建設プロジェクトなどを請け負うことで原油輸入の代金支払いに充てるバーター取引が行われている可能性を指摘する報道もある³。

もっとも、GCC 諸国と中国の原油取引における契約通貨及び決済通貨は大部分が米ドルであり、中国人民元の利用は現時点では限られており、利用拡大にはまだまだ時間を要するとの見方が多いようだ⁴。国際的な原油相場の指標は米ドル建てであり、GCC 各国もクウェートを除いて自国通貨を米ドルにペッグしている⁵。また仮に原油輸出代金を中国人民元で受け取っても、中国人民元の資本規制などからその運用など利用手段は限られており、米ドルで受け取った方が格段に便利と考えられるためだ。

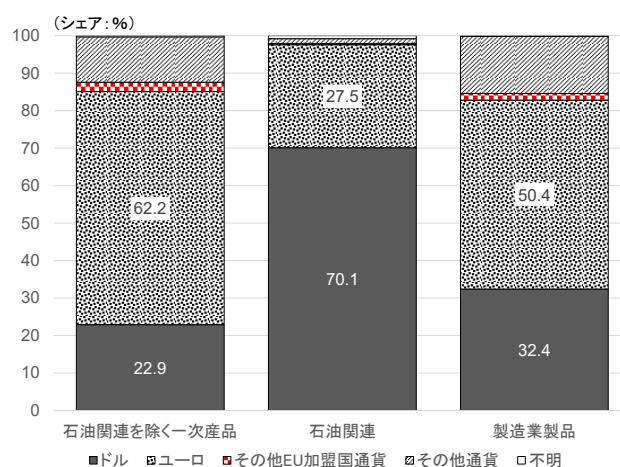
欧州統計局（Eurostat）の公表データによると、2025年の欧州連合（EU）加盟国の石油関連品の輸入は、米ドル建てが86.7%、ユーロ建てが12.9%で米ドル建てが中心となっている（第9図）。輸出における米ドル建ても70.1%と高い（第10図）。制裁対象国でない通常の国々では、欧州のようなドルに次ぐ第二の通貨ユーロを持つ国々でさえも、依然として原油取引における米ドルのシェアは圧倒的であるようだ。

第9図：EUの輸入取引における契約通貨のシェア(2025年)



(資料)Eurostatより筆者作成

第10図：EUの輸出取引における契約通貨のシェア(2025年)



(資料)Eurostatより筆者作成

Emine Boz et al. (2025) では、米国と地政学的に連携度が低い国の輸出全体に占める米ドル建て輸出比率と石油輸出比率の間の連動性を検証。連動性に顕著な低下がみられれば、石油輸出を米ドル建て以外にシフトしていることが示唆されるが、統計的に有意な結果は得られなかったとしている。前節で既述の通り、こうしたことから、石油輸出における米ドル依存度を低下させるための効果的な政策措置を裏付ける確固たる証拠は

³ Wall street journal 紙 2025年10月5日付記事 “How China Secretly Pays Iran for Oil and Avoids U.S. Sanctions”

⁴ 例えば S&P Global (2024) など。

⁵ クウェートは通貨バスケット制を採用している。

見当たらない、としている。JPMorgan Chase の推計によれば、2023 年の世界の原油取引の約 20%が、米ドル以外の通貨で行われたとしている⁶。

イラン戦争で事実上封鎖されたホルムズ海峡の通航料を、今後イラン政府が中国人民元建てや暗号資産で請求するという報道もある。通航料は 1 バレルあたり 1 ドルという数字も出ていたが、その場合でも原油 1 バレルあたり 70 ドルとすると 1.4%分 (1 ドル ÷ 70 ドル) が中国人民元などに置き換わるに過ぎず、影響は限られるのではないか。そもそもそうしたスキームを、米国を始め国際社会が容易に認めるとは考え難いであろう。これで原油の米ドル建て取引が大きく減少するとは考え難い。

以上のように、米国などから制裁を受けている一部の国などで限界的に米ドル以外の通貨建てによる原油取引が増加しているが、GCC 諸国などを中心とした多くの国々では依然として米ドル建てによる取引が主流であるようだ。米ドルの使い勝手が良いということに加え、原油は産地が違う場合でも工業製品のように大幅な品質や品目の区別が無く財の単一性・同質性が強いため、異なる通貨建てが併存すると価格の比較の上で非常に不便となることも、原油取引における統一的な米ドル建て使用の慣性が働く要因となっている。

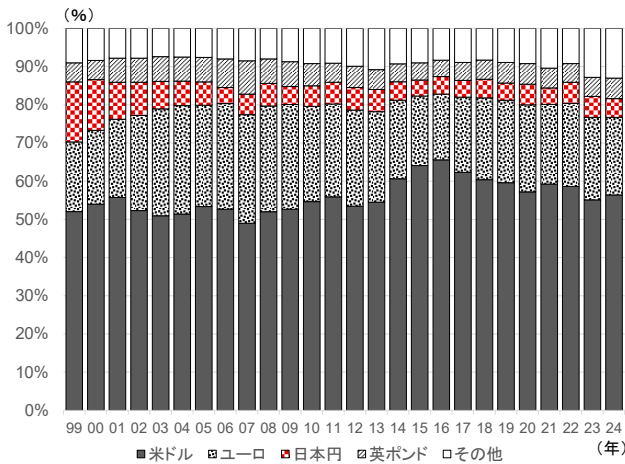
但し、一般にある財の生産にとっての投入財の取引通貨が別の通貨に置き換わると、為替リスク中立化の観点から、その (生産される) 財の取引通貨も同じ通貨を使用しようとする一定の力が働き易いと言われている。この点、原油のような、広範な財にとって生産や物流などの面から投入財である財の取引通貨が変更になった場合、その影響力はより大きなものとなり得る。今後原油取引に米ドル以外の通貨がどこまで使用されるようになるかは、通常 of 財の貿易取引以上に留意して行く必要があるだろう。

(4) クロスボーダー銀行資産・負債におけるシェア

第 11、12 図は、FRB の集計による世界のクロスボーダー外貨建て銀行資産及び負債の通貨別シェアをみたものだ。銀行資産・負債はクロスボーダーの決済にも関わって来ることから、国際通貨の 3 つの機能のうち、安全資産・運用資産 (価値貯蔵手段) と共に、決済・媒介通貨 (交換手段) の機能の側面をみたものになる。これによると、銀行資産・負債共に米ドルのシェアは 50%強を維持しており、2010 年代半ば以降はユーロのシェアが幾分低下する中で、米ドルのシェアは幾分上昇する傾向がみられて来た。こうした側面からみても、決済・媒介通貨や安全資産・運用資産の機能からみた米ドルのプレゼンスは引き続き高く、安定して推移しているようだ。

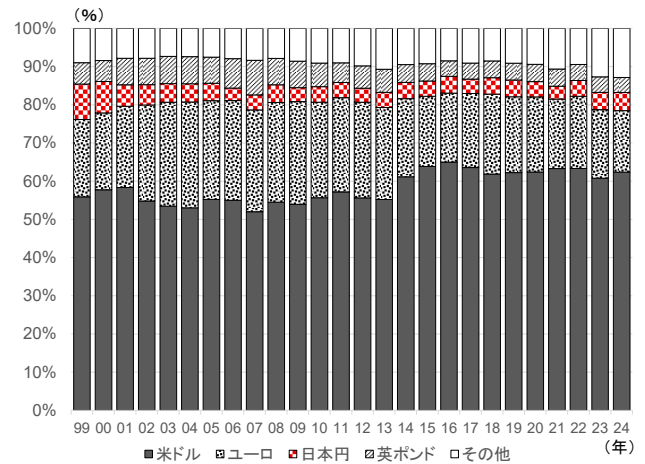
⁶ Wall street journal 紙 2023 年 12 月 28 日付記事 “The Dominant Dollar Faces a Backlash in the Oil Market” で引用された JP Morgan Chase head of global commodities strategy の Natasha Kaneva 氏による分析。

第 11 図：クロスボーダー外貨建て銀行資産の通貨別シェア



(資料)FRB 資料より筆者作成

第 12 図：クロスボーダー外貨建て銀行負債の通貨別シェア

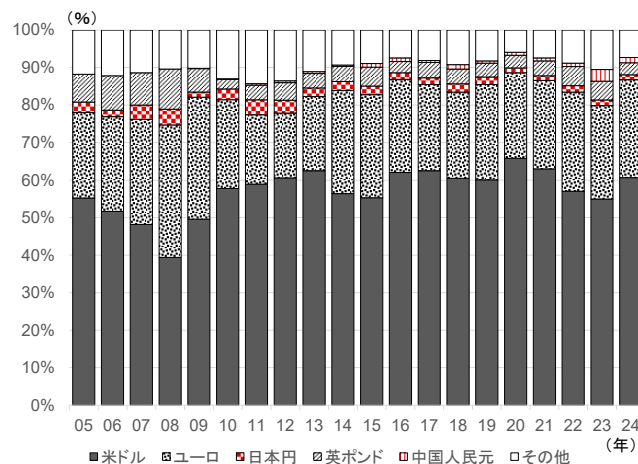


(資料)FRB 資料より筆者作成

(5) 企業の外貨建て債務におけるシェア

第 13 図は、FRB の集計による世界の企業の外貨建て債務における通貨別シェアをみたものだ。国際通貨の 3 つの機能のうち、決済・媒介通貨（交換手段）と安全資産・運用資産（価値貯蔵手段）の機能の側面をみたものになる。米ドルのシェアは、過去 20 年程度約 50%～70%で推移しており、特に 2010 年代以降は英ポンドなどのシェアが幾分低下する中で、幾分シェアを増加させている。こうした面からみても、世界的にみた米ドルのプレゼンスは、引き続き高く比較的安定して推移している。

第 13 図：企業の外貨建て債務における通貨別シェア



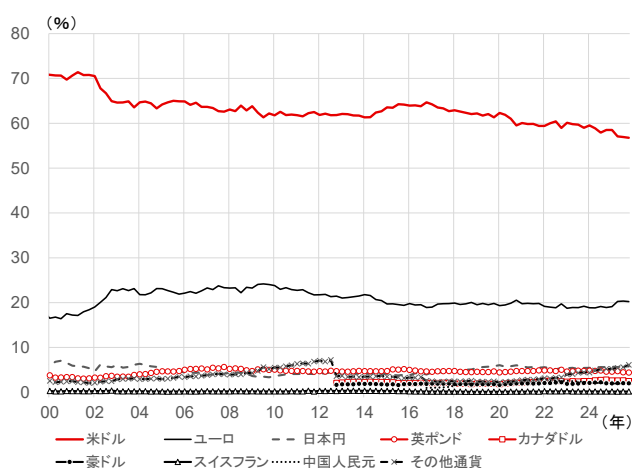
(資料) FRB 資料より筆者作成

(6) 外貨準備の構成通貨としてのシェア

第 14 図は、IMF の Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)

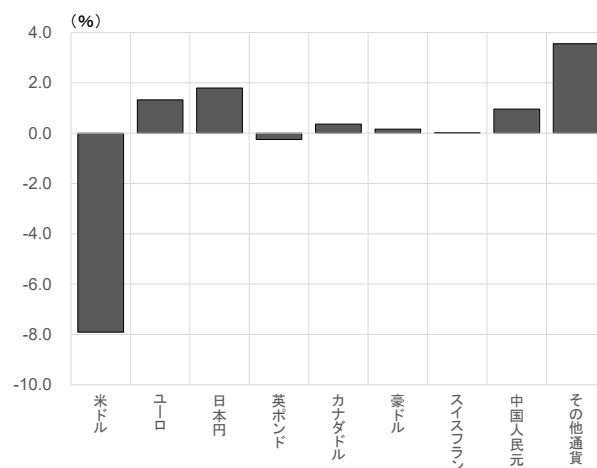
のデータに基づき、2000年第1四半期から2025年第4四半期までの世界の外貨準備⁷の通貨構成の推移をみたものだ。米ドルのシェアは2025年第4四半期時点で56.8%と、今世紀に入り約70%から直近56%台へと趨勢的に14%程度低下しており、先に見た外国為替市場取引高におけるシェアなどと比べると、幾分シェアの変化幅は大きい。この間、ユーロのシェアは2010年頃までは緩やかに増加していたが、2010年代以降は低下したため、結果的に長い目でみればシェアの大きな変動は無い(2025年末時点:20.3%)。日本円のシェアも3%~6%程度で概ね変わっていない(2025年末時点:5.8%)。一方でこの間、英ポンドや中国人民幣元など、他の様々な通貨のシェアが増加した(中国人民幣元シェア~2025年末時点:2.0%)。中国人民幣元のデータが利用可能な2016年から2025年までの通貨シェアの変動の内訳をみると、米ドルのシェア低下分は、ユーロや中国人民幣元など、米ドルの基軸通貨としての地位の潜在的な脅威となる特定の通貨がその受け皿となっているというよりも、豪ドル、カナダドルなど様々な通貨に分散された結果であることがわかる(第15図)。

第14図：世界の外貨準備に占める主要通貨のシェア



(資料)IMFより筆者作成

第15図：外貨準備の通貨別シェア変化(2016年→2025年)



(資料)IMFより筆者作成

こうした状況は、米ドルの準備通貨としての信認低下というよりも、外貨準備の管理運用手法の進歩などにより、より多様な通貨への外貨準備ポートフォリオの分散が行われるようになった結果との指摘がある⁸。米ドルが直近2025年第4四半期末時点でもシェア56.8%と他の通貨と比べて高い水準を維持していることから、米ドルの公的な面からの価値貯蔵手段、すなわち準備通貨としての地位が大きく揺らいでいるとまでは考え難いだろう。本データは、基軸通貨としての米ドルの動向の一面をみる上で数少ないタイムリーに観察できるデータになる。2025年の第二次トランプ政権始動以降も、米ドルのシェアの低下傾向は続いているが低下ペースは概ね過去からみられている範囲

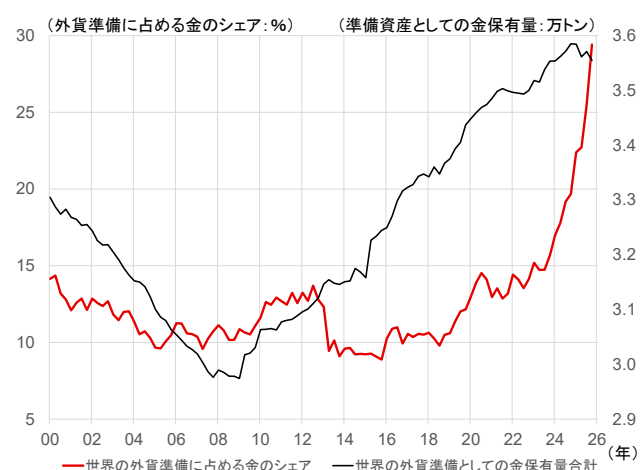
⁷ 金、IMF 特別引出権 (SDR)、IMF リザーブポジションを除く。

⁸ Serkan Arslanalp et al. (2022)

内であり、準備通貨としての米ドルの需要が異例の低下を示している兆候は現状特に認められない。

一方、第 16 図は World Gold Council の集計データに基づく、世界の外貨準備⁹に占める金保有額のシェア、及び当局による外貨準備としての金保有量（万トン）の推移だ。近年、金保有額のシェアは、2023 年末時点の約 15%から 2025 年末時点には 29.4%と 3 割近くに達し、2 年で約 2 倍へと急上昇した。第 16 図からも確認できるように、これは中銀などによる金の物理的保有量（万トン）が倍になったのではなく、民間投資家も含めた金保有の増加などによるこの間の金価格の急上昇が大きな要因だ。実際、金の現物価格は、2023 年末時点の 1 トロイオンスあたり 2,062.98 ドルから 2025 年末時点には同 4,319.37 ドルへと約 2.1 倍に上昇している（第 17 図）。

第 16 図：世界の外貨準備に占める金保有額シェアと保有量



(資料) World Gold Council より筆者作成

第 17 図：金現物価格



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 14 図でみた COFER に基づく米ドルのシェアの計算は、分母の全体の外貨準備額に金の保有額が入っていないため、これを加えておおよそのシェアを計算すると、2025 年末時点で米ドルは約 44%、金は約 23%となる。米ドル建て資産のシェアは依然として相応に高く、準備通貨としての米ドルの地位が揺らいでいる訳ではないと考えられる。但し、ここ数年の金価格高騰は、主要国における政府債務の増加や中銀バランスシートの拡大、世界的なインフレ圧力、地政学リスクの上昇などにより、金融当局だけでなく民間の機関投資家なども資産ポートフォリオの一定割合を金に振り向ける動きが増加していることが、背景にあるとみられる。米ドルを中心とした主要通貨における、通貨価値や利便性の安定に対する先行き警戒感が、官民双方の投資家の間で、一定程度高まりつつあることを示していよう。

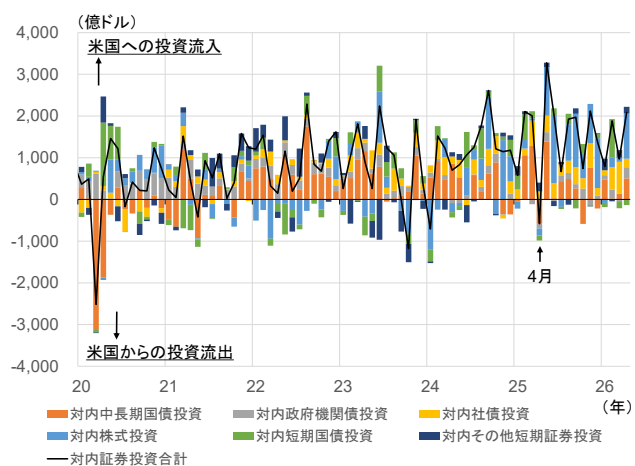
⁹ ここでは、金、IMF 特別引出権 (SDR)、IMF リザーブポジションを含む外貨準備額の合計。

(7) 海外投資家による米国証券への投資動向

米ドルの国際通貨としての3つの機能のうち、安全資産・運用資産（価値貯蔵手段）の動向をみる上では、海外投資家による米国証券への安定的な投資や保有が重要になる。そこでまず第18図は、米国財務省が公表している国際資本統計（TIC：Treasury International Capital System）に基づいて、海外投資家による米国への対内証券投資の直近2026年3月までの最近の推移をみたものだ。

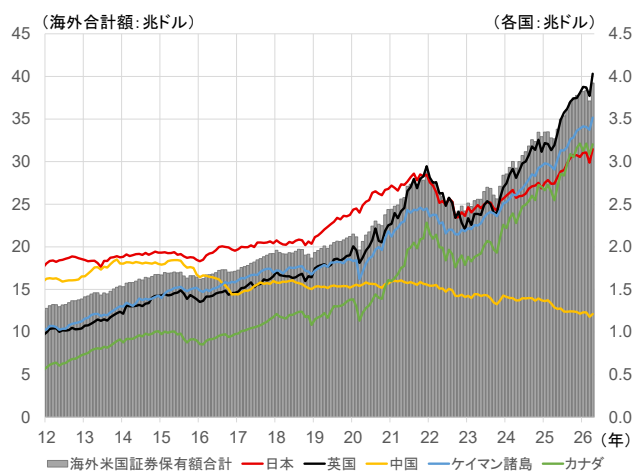
相互関税が発表された2025年4月こそ資金流出超がみられたが、その後は資金流入超が継続しており、特に米ドル建て資産からの逃避のような動きはみられていない。証券種類別の内訳をみると、こうした最近の米国証券への海外からの投資は、株式や社債への投資が主な受け皿となっている一方、米国債への投資がやや鈍化している傾向がある。足元は人口知能（AI）ブームの下で、市場のリスク選好地合いが強まっており、株式や社債などへの投資により積極的にクレジット・リスクが取られていることを反映していると考えられる。また、2022年以降は米金利が大幅に上昇したところで、通常以上に大幅に米国債に資金が流入した時期であり、この時期と比較すると、2025年以降の米国債への投資はやや落ち込んでいるようにみえるが、過去からの推移の中でみると、米国債への資金流入が異例の低迷を示しているとはまでは言えないようだ。

第18図：海外投資家による米国証券への投資動向



(資料)米財務省 TIC データより筆者作成

第19図：海外投資家による米国証券の保有動向



(注)長短期米国債と社債・株式など民間証券の合計。

(資料)米財務省 TIC データより筆者作成

TIC データによる海外投資家による米国証券保有残高の推移をみても、最近の米株価上昇による評価額押し上げ要因に注意する必要があるが、全体では増加傾向にある（第19図）。国別では、中国が緩やかに減少しているものの、日本や英国など他の主要地域は増加傾向が続いている。中国の減少についても、本統計の性質上、中国の投資家が米国証券をベルギーやルクセンブルグなどのカストディアンに移管・預託している場合は、これらの国の保有として計上されてしまうため、見た目ほど中国の米国証券保有は減少

していないという指摘もある¹⁰。

いずれにせよ、中国など米国と地政学的な距離がある一部の国で米国証券への投資を抑制している可能性は排除できないものの、現状海外投資家の米ドル建て資産離れが大きく進捗している事実は、こうした側面からも確認されない。

(8) 米ドル相場の動向

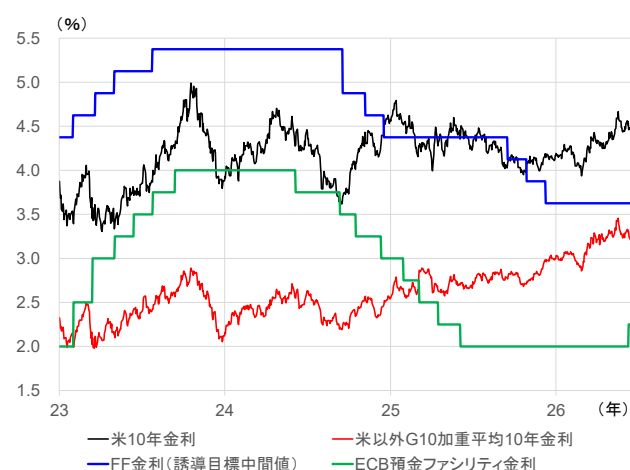
米ドル相場（米ドルの名目実効為替レート）の動きをみると、2025年初の第二次トランプ政権始動以降、下落傾向がみられて来た（第20図）。トランプ政権は、発足後時を経ずして諸外国に対する相互関税を発表するなど、事前の想定以上の米国第一主義的な政策を発動。一時は米国の株、債券、通貨（米ドル）のトリプル安がみられ、その後も米ドルは下落傾向が続いたことから、米国の政策運営が最早予想し難いものになったとの見方などが諸外国の米ドル離れを促し、米ドルが下落し始めたとの見方も一部で浮上した。

第20図：米ドル名目実効為替レートと金利差



(資料) Bloomberg より筆者作成

第21図：米10年・先進国加重平均10年金利と政策金利



(資料) Bloomberg より筆者作成

もともと、2025年以降の米ドル相場の下落は、ファンダメンタルズ要因を反映していた側面が強い。FRBは2024年9月から利下げ局面に入り、2025年前半はトランプ関税によるインフレ上振れへの警戒から利下げを一旦休止していたが、同年9月から12月にかけて、計0.75%ポイントの追加利下げを実施（第21図）。米10年金利は、2025年初から2026年2月末のイラン戦争開始直前までは横ばい～弱含み推移となっていた。一方、ECBは2024年6月からの利下げ局面が2025年6月の利下げを最後に終了。トランプ政権によるウクライナ支援やNATOへの関与の削減の兆しを受けて、ドイツを中心に欧州での軍事費やインフラ投資などを対象とした財政拡大方向への政策転換もあり、欧州諸国を中心に10年金利は2025年以降、上昇基調にあった。

¹⁰ Brad W. Setser (2023)

この結果、米 10 年金利と米国以外の主要な先進国の 10 年金利の加重平均¹¹との金利差（米－主要先進国）は、2025 年以降は縮小方向（米ドル不利な方向）にあり、米ドルの下落はこうした状況を背景にしていたと考えられる。また、トランプ大統領が、金融市場の混乱を受けてすぐに相互関税を 90 日間延期したことなどを受けたいわゆる TACO¹² トレード的要素と共に、折からの人工知能（AI）ブームなどもあり、世界的に株価が堅調に推移するなど市場のリスク選好が高まっていることも、安全通貨としての米ドルの下落要因になっているとみられる¹³。

より長い視点で見れば、米ドルは 2010 年代以降、大局的に上昇サイクルにあり既に高値圏にあることから、一定程度反落があっても不思議ではなく、2025 年の下落を受けてもむしろまだ大局的には高い水準にある（後掲第 25 図）。Hyun Song Shin et al. (2025) では、相互関税発動を受けて強まった 2025 年 4 月～5 月にかけてのドル安は、アジア地域を中心とした非ドル圏の投資家による、ドル安に備えたドル売りヘッジの影響（＝ドル資産売却ではない）が相応にあった可能性を指摘している。尚、2026 年 2 月末以降のイラン戦争開始以降は、有事のドル買いなどを背景に、米ドルが持ち直す動きもみられている。

以上のように、第二次トランプ政権発足以降のドル安は、グローバルな米ドル離れによるよりも、金融政策の方向性や市場のリスクセンチメントなどのファンダメンタルズ要因を反映した面が大きいと考えられる。ドル離れのような構造的な要因は、本来数年以上のより長い時間をかけて緩やかにドル相場にも反映されて来ると考えられよう。

3. 基軸通貨米ドルを取り巻く政治・経済情勢

本節では、基軸通貨米ドルの国際通貨としての各機能のプレゼンスの高さの背後にある政治・経済情勢などについて整理する。特に第二次トランプ政権始動以降の基軸通貨としての米ドルを取り巻く環境の変化などにも言及する。

(1) 世界経済における米国経済のプレゼンスの推移

第 22 図は、世界の名目 GDP に占める主要国・地域の名目 GDP のシェア推移をみた

¹¹ 米国以外の主要先進国の 10 年金利の加重平均には、米ドル以外の G10 通貨を保有するドイツ（ユーロ圏の中核国）、日本、英国、スイス、カナダ、オーストラリア、ニュージーランド、スウェーデン、ノルウェー、デンマークの 10 か国のものを使用。加重平均の計算のウェイトには、国際決済銀行（BIS）による 2025 年世界外国為替市場調査での各通貨の世界市場における取引額シェアに基づく比率を使用した。

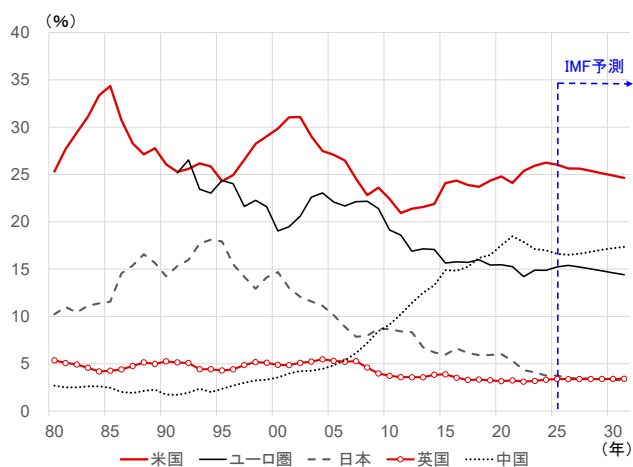
¹² Trump Always Chickens Out（トランプはいつも腰が引けて逃げる）の略。トランプ大統領は、当初は想定外の厳しい政策を発表するが、金融市場が混乱し始めるとそれへの配慮から、そうした厳しい政策を事実上緩和したり取り下げたりする結果、金融市場はそれを受けてかえってリスク選好地合いを高めるとの認識が、最近の金融市場では一般的になりつつある。

¹³ ここでは詳細は述べないが、筆者がドル相場を分析するドルサイクル論では、2025 年以降のドル安は、グローバルなリスクセンチメントの改善と共に、特に AI ブームが新興国にも波及するなどして、グローバルなリスクマネーが非ドル建て資産に向かっていることが背景にある可能性を指摘している。橋本（2026 c）などを参照。

ものだ。米国のシェアは 1980 年代初めの約 25% から 2010 年代初めにかけて 20% 近辺までやや落ち込む時期もあったものの、2010 年代半ば以降の持ち直しもあり、足元も 25% 近辺と長い目でみれば安定的に推移している。IMF の 2031 年までの予測によれば、米国のシェアは 2020 年代後半以降、低下するものの緩やかなペースにとどまり、概ね現状の 25% 近辺の水準を維持して行くと思われる。一方、ユーロ圏や日本のシェアは、1990 年代終わり頃より趨勢的に低下傾向にあった。IMF の予測によれば、両者とも 2020 年代後半以降もごく緩やかなシェア低下が続く見込みで、米国との差は概ね現状程度で推移する見込みだ。

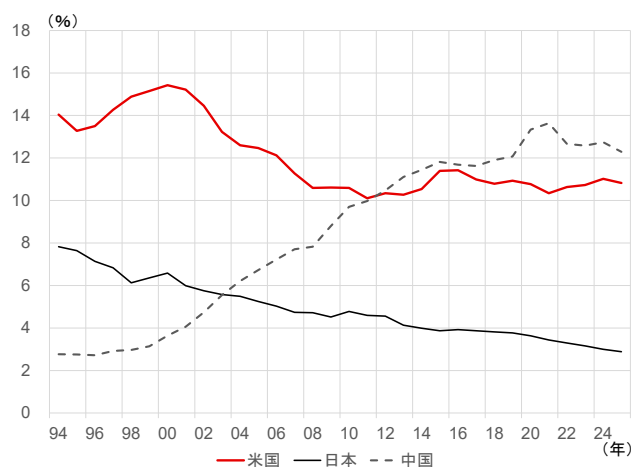
こうした中、中国のシェアは 2000 年代半ばから急上昇しており、ユーロ圏や日本のシェアを追い抜いて 2020 年代初頭には 18% 近辺まで到達し、米国のシェアに接近した。もっとも、2020 年代に入ると不動産問題の深刻化などから経済成長の伸び悩みが顕著になりつつある。かつては 2020 年代後半にも米国に経済規模でキャッチアップするとの見方もあったが、現状の IMF による予測によれば、両者の差は当面維持される見込みだ。世界経済における米国経済のプレゼンスは、引き続き一定の高い水準を維持して行くようだ。

第 22 図：世界の GDP に占める主要国・地域のシェア



(資料) IMF より筆者作成

第 23 図：世界全体の財貿易に占める輸出入のシェア



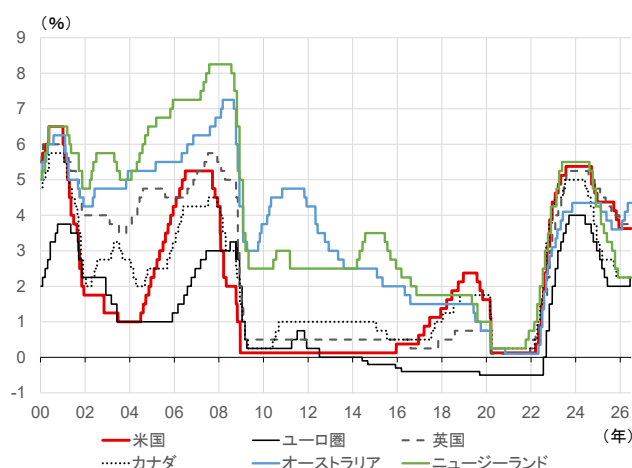
(注) 各国の財の輸出入の合計が世界全体の財の輸出入の合計に占めるシェア。
(資料) IMF より筆者作成

一方、第 23 図は世界全体の財の輸出入の合計に占める、米国、日本、中国の輸出入合計のシェアの推移をみたものだ。中国は 2000 年代の外需を牽引役とした急速な経済成長を反映して、世界に占める貿易のシェアも急速に上昇させて来た。先にみたように経済規模ではまだ米国を下回っており輸入のみのシェアは米国の方が大きいものの、米国に比べて外需依存度が高いことから、特に輸出のシェア拡大を牽引役に、輸出入合計のシェアでは 2010 年代以降は既に米国を上回って推移している。貿易規模に関する影響力については、既に中国が米国を上回っている面もあると言える。

(2) 近年相対的に好調に推移して来た米国経済

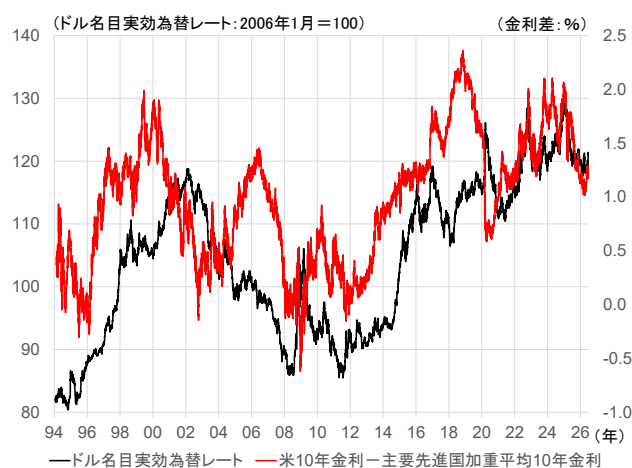
近年の米国経済は IT 産業などに牽引され、独り勝ちと形容されることもあるなど、相対的に好調な推移となって来た。主要な先進国の政策金利の推移をみると、米国の政策金利は、2010 年代半ば頃まではオーストラリアなど高金利国と比べて相対的に低い水準で推移していたが、2010 年代後半以降は、米国経済の相対的な好調を反映して、主要国の中でも高めの推移となっている（第 24 図）。米 10 年金利と、米国以外の主要先進国の 10 年金利の加重平均¹⁴との金利差（米金利－主要先進国金利）の推移をみても、2010 年代以降、米金利が相対的に上昇しており、それに合わせて米ドルも好調に推移して来た（第 25 図）。

第 24 図：主要国の政策金利の推移



(資料) Bloomberg より筆者作成

第 25 図：ドル名目実効為替レートと米国と先進国の金利差



(資料) Bloomberg より筆者作成

実はこうした状況は、2010 年代半ば頃から顕著となって来た中国経済の伸び悩みが背景の 1 つとなっている。カナダやオーストラリアなど資源国に加え、ユーロ圏も、中国向けの輸出などを通して同国経済への依存度が比較的高く、中国経済伸び悩みの影響を受けていると考えられるためだ。ユーロ圏については 2010 年代前半のユーロ債務危機の後遺症なども影響した可能性がある。こうした中国経済やユーロ圏経済に対する米国経済の相対的な好調は、そのままユーロや中国人民元に対する米ドルの安全資産・運用資産（価値貯蔵手段）としての基軸通貨の機能を、相対的に高める支援材料につながって来た。

こうした中、2025 年に始動した第二次トランプ政権は、当初予想以上に米国第一主義的な政策を打ち出した。経済政策では、関税と移民規制、減税政策を主なものとして挙げることができる。関税政策では、対外貿易不均衡の是正と重要な製造業の米国内への回帰を目指して、諸外国に対して 2025 年 4 月 2 日に国際緊急経済権限法（IEEPA）に基づく相互関税を導入。2026 年 2 月に米最高裁が IEEPA に基づく相互関税を無効と

¹⁴ 脚注 11 と同様。

すると、1974年通商法122条に基づく10%の上乗せ関税に切り替えている。移民規制については、不法移民が国内の治安悪化を招いたり米国人労働者の機会を奪っているなどとして、南部国境の管理強化や国内不法移民の摘発・強制送還の強化などを実施した。財政政策では、2025年7月4日に成立した減税・歳出法（One Big Beautiful Bill Act : OBBBA）などによる減税・歳出削減が実施された。

以上のような関税による輸入抑制や移民労働力の減少、減税による内需刺激という政策の組み合わせは、当初はインフレ圧力を高めるとの見方もあったが、実際のインフレ圧力は比較的限られて来た（第26図）。米国の消費者物価指数の前年比をみると、コロナ禍後の大幅なインフレ率の上昇からインフレ目標2%への正常化の過程は、2025年半ば以降一旦足踏みになっていたが、（イラン戦争の直前までは）再び大きく上振れるような推移とはなっていない。労働市場も移民労働者抑制による労働供給の伸び鈍化に求人数の緩やかな伸び鈍化がバランスしていたことで、名目賃金の上昇圧力にはつながらず、逆に失業率の大幅な上昇もみられなかった。

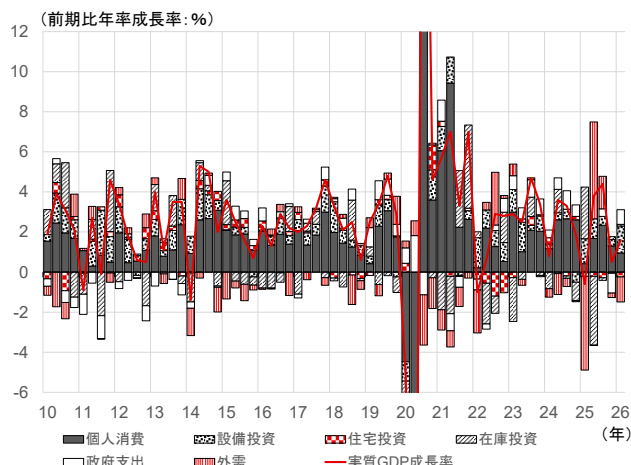
実質GDP成長率も、AIブームによる株価上昇や関連企業を中心とした収益の好調・底堅い設備投資などもあり、一定の底堅さを維持している個人消費も背景に内需に支えられた底堅い推移は崩れていない。但し、資産価格の上昇や物価高の下での景気拡大は、高所得層と低所得層間の格差を拡大させ、高所得層が牽引役のいわゆるK字型の景気拡大になっている点には留意する必要がある。また、関税などにより貿易不均衡の縮小を目指したが、これまでのところ、顕著な改善はみられていない。

第26図：米国の消費者物価指数前年比



(資料) Bloomberg より筆者作成

第27図：米国実質GDP成長率(前期比年率)と内訳



(資料) Bloomberg より筆者作成

以上のように、第二次トランプ政権が始動して1年以上が経過した米国経済は、依然として底堅い推移を維持している。トランプ政権が選挙への影響を意識して、経済に過度な悪影響を及ぼす政策は緩和して来たことも要因の1つと考えられる。こうしたところに、2026年2月末以降のイラン戦争による原油価格上昇で、インフレ率は3月以降

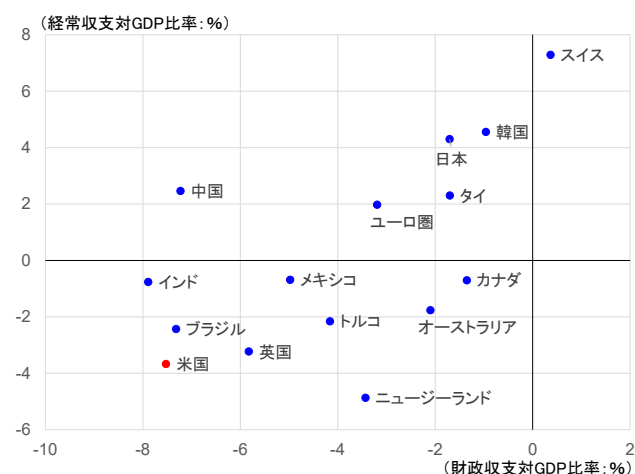
大きく上昇し始めており、今後の行方は不透明となっている。但し、2010年代以降に本格化したシェール革命を経て、今や原油・天然ガスの純輸出国となった米国にとっては交易利得の増大から、日本などの輸入国と比べるとむしろ景気にプラスとなる面もあり、米国経済の相対的な堅調さをより際立たせる方向に作用しつつある。

このように短期的な観点からは、米国経済の底力や AI ブームの追い風もあり、当初警戒されていたトランプ政権の政策による経済への悪影響は現時点であまり顕在化していない。一方、中長期的な米国経済への影響は現時点では未知数だ。重商主義的な関税政策や、移民労働力の流入規制などは、長い目で見て米国の産業競争力、経済の生産性の低下要因として作用して来る可能性もある。仮にこうした悪影響が予想以上に顕在化して来た場合、米ドルの基軸通貨ドルとしての地位の安定性にも悪影響となろう。

(3) 改善の道筋がみえない米国の財政赤字

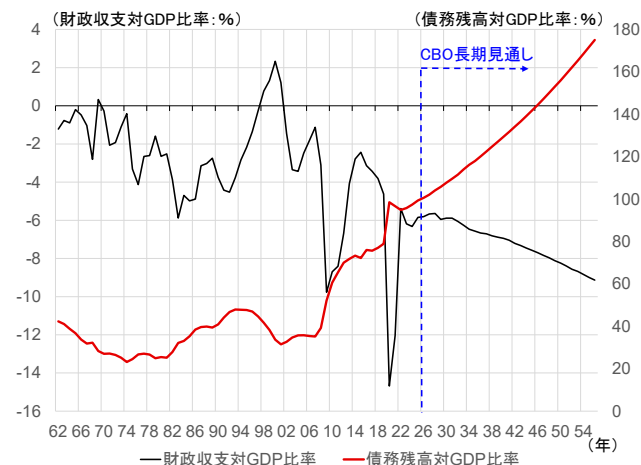
一方、強い米国経済の背後で、いわゆる米国の双子の赤字（経常赤字・財政赤字）の状況は芳しくない。第 28 図は、2023 年から 2025 年までの過去 3 年間の主要国・地域の財政収支と経常収支の対名目 GDP 比率のそれぞれの平均値をプロットしたものだ。米国は、主要国の中で経常赤字、財政赤字ともに相対的に大きい。米国は基軸通貨国で海外からのファイナンスが容易であるが故に、マクロ経済運営に市場規律が働き難くなるという、先にみた基軸通貨国であることのデメリットがここにみられているとも言える。

第 28 図：主要国・地域の財政・経常収支の対 GDP 比率



(注) 2022 年～2025 年の年次データの平均。財政収支は一般政府のもの。
(資料) IMF より筆者作成

第 29 図：米連邦財政赤字と債務残高の対 GDP 比率予測



(注) 2026 年 2 月時点の実績・予測
(資料) 米議会予算局より筆者作成

米議会予算局（CBO）の集計による米国連邦政府の財政赤字の推移をみると（第 29 図）、世界金融危機やコロナ・ウイルスの世界的パンデミックで大きく拡大し、その後一定の回復はみたものの、足元まで高い水準で推移している。CBO による 2026 年 2 月時点の長期予測によれば、今後踏み込んだ財政赤字削減策が採られずこのままの状況が

続く場合、高齢者増加による社会保障支出の増加や、リスクプレミアムの上昇による長期金利の一段の上昇などから、連邦政府の財政赤字はさらに拡大傾向となる。連邦政府債務残高の対 GDP 比率も、2025 年時点の 99%から 30 年後の 2056 年には 175%まで上昇すると予測されている。

トランプ政権による政策の米財政赤字への影響をみるために、第二次トランプ政権始動当初の 2025 年 1 月時点の CBO 見通しからの、2026 年 2 月時点の CBO 見通しの変化をみると、2026 年～2035 年の累積財政赤字は 1.4 兆ドル増加すると予想されている。これは、新たに諸外国へ賦課された関税による税収増 (+3.0 兆ドル) はあったものの、トランプ政権の下で 2025 年 7 月に成立した減税・歳出法 (OBBBA) による財政収支悪化 (▲4.7 兆ドル) や移民減少の影響 (▲0.5 兆ドル) などが上回るためとされている。2055 年時点の連邦政府債務残高の対 GDP 比率も、154% (2025 年 1 月時点の予測) から 172% (2026 年 2 月時点の予測) へ増加するとされている。しかも、関税収入については、既述の通り 2026 年 2 月に IEEPA に基づく相互関税が米最高裁により無効とされており、継続的な財政収入増として見込めるか不透明感が高まっている。

主要格付機関の米国長期外債建て格付けについては、スタンダード&プアーズ (S&P) が既に 2011 年 8 月に最上級の AAA から 1 ノッチ低い AA+ (見通し安定的) に格下げした他、フィッチ・レーティングスも 2023 年 8 月に AAA から AA+ (見通し安定的) へ格下げしていた。こうした中、2025 年 5 月 16 日にはついにムーディーズも、最上位の Aaa から Aa1 へと 1 ノッチ格下げを行った (見通しは安定的)。ムーディーズは、米国の政府債務と利払い負担率が過去 10 年にわたり上昇し、同等の格付を持つ他の国々と比べて大幅に高い水準にあったことを反映させたとしている。歴代の米政権は、財政悪化に歯止めをかける効果的な政策を実現できておらず、次の 10 年も財政の悪化傾向が続くと想定されるとしている。但し、米国経済の規模の大きさ、多様性、競争力に加え、安定的な制度やガバナンス、さらには米ドルが基軸通貨であることによる資金調達面での優位性などを、引き続き米国財政の持続性にとって大きな支援要因として指摘している。

先にみた通り、これまでのところ今回の格下げを受けて、米ドル建て資産からの目立った資金流出などはみられておらず、影響は限定的となっている。しかし、逆に市場からの警告があまり発せられないことが、効果的な財政赤字削減策の実施を遅らせることにつながっているとも言えよう。2025 年秋には議会内の党派対立から政府予算を可決できず、史上最長となる 43 日間の政府機関閉鎖も発生した。

財政赤字の過度な拡大は、国内のインフレ圧力を大きく高めたり、経常赤字のさらなる拡大に結び付いて米ドルの下落圧力を招くなどして、通貨価値の不安定化につながり得る。それは国際通貨としての価値貯蔵手段の機能を毀損することによって基軸通貨としてのプレゼンスにもマイナスの影響を与える。識者の間でも、仮に米ドルの基軸通貨としての地位が揺らぐ場合、ユーロや中国人民元など競合通貨の台頭によるものよりも、

こうした米国自身の問題から米ドルの信認が低下することにより起こる可能性の方が高いとの見方もある¹⁵。

(4) トランプ政権下の通貨政策

第二次トランプ政権では、対外不均衡の是正や重要な製造業の国内回帰が政策目標として掲げられた。これを実現するために関税賦課と共に、米ドル安政策が採用されるのではないかとの見方が、政権始動当初に一時浮上した。大統領経済諮問委員会（CEA）委員長（当時）であったスティーブン・ミラン氏が、2024年11月に発表していた論文で、1985年のプラザ合意と同様に、いくつかの国で協定を結び協調為替介入により米ドル相場の押し下げ政策を実施するという「マールアラゴ合意」をアイデアとして挙げていたことも、こうした憶測を強めた¹⁶。実際にトランプ大統領も、過去に米ドル安を志向する発言を度々行って来た¹⁷。

もっとも、同時にトランプ大統領は米ドルの基軸通貨としての地位を維持する方針も示しており、その観点では強い米ドルが望ましいという発言もみられる。脱米ドルを志向しようとする BRICS の試みには制裁関税を賦課すると発言したこともあった。米国の為替政策を所管するベッセント財務長官も、米政府の従来からの強い米ドルを支持するという政策に変化がないと述べている。但し、強い米ドル政策とは必ずしも米ドルをある特定の水準以上に維持するといったことではなく、米国の健全なファンダメンタルズを維持して、米ドルの信認や基軸通貨としての地位を安定的に保つということを意図しているようだ。米ドル相場の水準は市場で決定されるものであり、その時々状況に応じて上りもすれば下りもするという位置付けだ。

その上で、ベッセント長官も米国の対外不均衡の是正は必要と考えているが、そのためには米国を含む各国の貯蓄・投資バランスの調整を中心とした世界経済のリバランスが重要と考えているようだ。特に米国自身の財政赤字の削減に加え、金額ベースで大きな貿易黒字を抱える中国の内需拡大の必要性を指摘している。この点、米ドル相場を含む為替レートについては、市場での決定に委ねることで、そうした調整を支援するとみているようであり、そうした市場での決定を歪める他国の通貨政策・為替操作を問題視するスタンスであるようだ。いたずらに米ドル安政策に踏み込むと、トランプ政権の政策に対する先行き不透明感もある中、場合によっては米ドル相場の急落につながりかねないとの判断もあろう。

以上のように、市場を熟知しているベッセント財務長官の采配もあり、政権当初に警戒された米ドル相場の直接的な押し下げによる米ドル安政策や、それによる米ドル相場

¹⁵ ヘンリー・ポールソン（2020）

¹⁶ Stephen Miran (2024)

¹⁷ 例えば大統領選挙期間中の2024年4月23日に、当時34年ぶりの大幅なドル高円安が進んでいたことを受けて、米国にとって大惨事だと発言していた。また、2025年7月25日にも自分は強いドルが好きだが、弱いドルの方がはるかに多くにお金を稼げるとも発言していた。

の不安定化リスクは一旦後退したようだ。

(5) FRB の独立性に対するトランプ政権による攻撃

一方、FRB の政治からの独立を巡っては、第二次トランプ政権誕生以降、懸念すべき事態が起きている。トランプ大統領は、11 月の中間選挙に向けた景気浮揚効果を狙い、FRB に対して露骨な利下げ要求を行って来た。ドル安政策には距離を置いていたベッセント財務長官も、FRB に指示を出している訳ではないが、客観的な見解として利下げ余地はあるといった趣旨の発言を行うなど、トランプ大統領以外の政権幹部からも FRB の利下げに関しては踏み込んだ発言がみられて来た。前述の通り FRB はコロナ禍・ウクライナ紛争後のインフレ圧力が沈静化に向かって来たことを受けて、2024 年 9 月～12 月に合計 1%ポイントの利下げを行ったが、2025 年入り後はトランプ政権の相互関税による国内インフレ圧力を見極める必要性などから、再び政策金利据え置きに転じた。その後 2025 年 9 月～12 月に労働市場減速の兆候などを受けて再び合計 0.75%ポイントの利下げを行ったが、2026 年以降は再び据え置きに転じている。トランプ大統領による大幅利下げ要求に反して、FRB は根強く残るインフレ圧力に慎重に対応する姿勢を示して来た。

大幅な利下げ要求に応じない FRB に対して、トランプ政権は FRB を自らの意に沿うようにするために FRB の幹部人事への介入や刑事告発などを行った。2025 年 8 月に個人的都合で辞任したアドリアナ・クグラー理事の後任に、前述の通りマールアラーゴ合意論文を執筆した大統領経済諮問委員会 (CEA) 委員長であったスティーブン・ミラン氏を任命した (横滑りさせた)。ミラン理事は 2026 年 5 月にケビン・ウォーシュ FRB 新議長との入れ替わりで理事を辞任するまでの間、トランプ大統領の意を受けてか、FOMC で悉く執行部の議案に反対し、利下げや大幅利下げの提案を行った。また、第一次トランプ政権時に任命されたクリストファー・ウォラー理事とミシェル・ボウマン理事も、元々は共和党系のインフレ・タカ派的なスタンスであったが、2025 年頃からハト派スタンスへのシフトがみられていた。労働市場の減速の兆候への対応という説明がなされていたが、自らを FRB 理事に任命したトランプ大統領への配慮ではないかとの見方もある¹⁸。

さらに 2025 年 8 月にトランプ政権は、リサ・クック理事を個人の住宅ローン取引で不正があったとの理由から即時解任すると発表した。これに対し同理事が解任は不当として提訴。連邦最高裁が同理事の即時解任を一旦指し止めたため、その後もクック氏は理事ポストにとどまり、最終的に 2026 年 6 月 29 日に最高裁はクック理事の即時解任を認めない判決を下した。米大統領が FRB の独立性をどこまで制約できるかにつながる重要な問題で注目されていたが、一先ずクック理事が解任されて FRB の政治からの独

¹⁸ ウォラー理事については、当時パウエル議長の後任の次期 FRB 議長候補の 1 人として名前が挙がっていたことも関係していた可能性がある。

立性に対する深刻な疑念が浮上する事態は免れた。もっとも、トランプ大統領は直ちに適切な措置を講じると表明しており、まだこの問題が再浮上する可能性も残っているようだ。

2026年1月にはトランプ政権は、FRB本部改修工事の費用に関連して、パウエル議長（当時）が2025年6月の議会証言で虚偽の証言を行ったとして、司法省による刑事訴追を行った。もっとも、パウエル氏は、刑事訴追はFRBの金融政策がトランプ大統領の意向に沿っていないことによるものだと声明を発表するなど、一貫してトランプ政権に対して妥協せず、最終的に2026年4月に司法省による刑事訴追は取り下げられ、調査はFRBの監察官に引き継がれた。FRB議長退任後はFRBの理事職も退任するのが通例であるが、パウエル氏は2026年5月にウォーシュ氏に議長職を譲った後も、本件調査が完全に終了するまでは理事として在職するとしている。

FRB理事（7名）は、任期が14年で偶数年（2年おき）の2月1日に1つの任期が始まって行くため、各理事の在任期間が分散する仕組みとなっている（第30図）。また正当な理由が無い限り、大統領も理事を任期途中で辞任させることはできない。正副議長も任期4年で理事から選抜される。1人の大統領が全てのFRB理事を任命し難くし、FRBの政治的独立性を維持し易い制度となっている。実際には任期途中で都合により辞任する理事もあり、次の理事がその任期を途中から引き継ぐケースも少なくない¹⁹。金融政策を決定するFOMCでの投票も、FRB理事7名だけでなく、ニューヨーク連銀総裁、及び1年おきに輪番制で選抜される地区連銀総裁4名（除くニューヨーク連銀総裁）の合計12名で行われる。7名の理事だけで決定される訳ではないが、こうした仕組みはこれまでFRBの意思決定の独立性を担保する制度として機能して来た。今回のクック理事やパウエル前議長に関する事案は、こうした制度の有効性が試された局面とも言えよう。

第30図：現在のFOMCの理事の任期など

理事	理事就任	正副議長就任	正副議長任期期限	理事の任期期限	理事に任命した政権
ウォーシュ議長	(引継)2026年5月22日	2026年5月22日	2030年5月21日	2040年1月31日	第二次トランプ政権
ジェファーソン副議長	(引継)2022年5月23日	2023年9月13日	2027年9月7日	2036年1月31日	バイデン政権
ポーマン副議長(金融監督担当)	(再任)2020年2月1日	2025年6月9日	2029年6月9日	2034年1月31日	第一次トランプ政権
バー理事(前金融監督担当副議長)	(引継)2022年7月19日	—	—	2032年1月31日	バイデン政権
クック理事	(再任)2024年2月1日	—	—	2038年1月31日	バイデン政権
パウエル理事(前議長)	(再任)2014年2月1日	—	—	2028年1月31日	オバマ政権
ウォーラー理事	(引継)2020年12月18日	—	—	2030年1月31日	第一次トランプ政権

(資料) FRB資料より筆者作成

5月に就任したウォーシュ新議長はトランプ大統領に対して利下げバイアスの政策を行うことを説明して議長指名を得た可能性も否定できない。しかし、足元はイラン戦争による原油高でインフレ圧力が高まっており、年内は利下げはおろか利上げに進まざる

¹⁹ 任期途中で退任した前任理事の任期を引き継いで就任した理事は、当該任期終了後、1度だけ追加で14年の任期に再任されることが可能。

を得ない可能性も浮上している。利下げを実現するには合議制である FOMC のメンバーの同意を取り付ける必要も当然ある。トランプ大統領はウォーシュ新議長の就任式で好きにやってみようとは述べたが、利下げ志向は不変とみられ、いつまで両者の蜜月が続くかも不透明だ。また、ウォーシュ議長は、フォワードガイダンスや四半期ごとの政策金利見通し（ドットチャート）など、これまでの FRB による情報発信が過度に透明性を追求し過ぎて、FRB の政策の柔軟性を奪っているなどの問題意識を持っている²⁰。こうした情報発信を含む金融政策運営の改革がどのように行われるか次第では、今後のインフレや米ドル相場の安定に影響を及ぼす可能性もあろう。

米ドルが基軸通貨として世界からの信頼を維持する上で、FRB が政治からの独立を維持して純粋な経済的視点に基づき適切な政策運営を行い、インフレ率を安定させることができるかは非常に重要な問題だ。トランプ政権も米ドルの基軸通貨としての地位を堅持する方針であるはずだが、今後限度を超えた FRB への干渉が行われれば、米ドルの信頼に修復が容易でない打撃を与えることにつながろう。

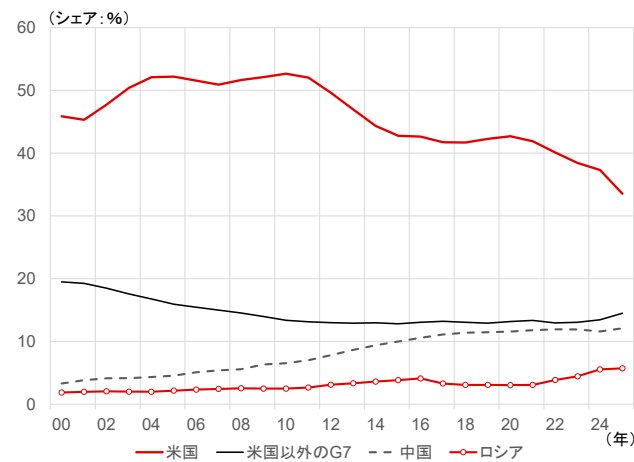
(6) 米国の軍事力と外交

既述の通り、法の支配を含む安定的な諸制度は、基軸通貨・国際通貨の価値の安定性やその円滑な取引などを担保するものだ。そしてこうした制度・枠組みを、万一外部勢力が不当な侵略・侵攻などにより毀損しようとした場合に、これを物理的に阻止するための究極の手段・バックストップが軍事力となる。

ストックホルム国際平和研究所（SIPRI）が集計・推計した世界各国の軍事費データによると、2025 年の世界の軍事費に占める米国のシェアは、33.5%と引き続き世界第一位を維持している（第 31 図）。2010 年代以降はイラクやアフガニスタンでの米軍の活動縮小・撤退、米財政赤字縮小策の一環としての軍事費抑制、ウクライナ戦争などによる欧州を中心とした他地域での軍事費増加などから、米国のシェアは低下傾向となり、今や世界第二位となった中国（2025 年シェア：12.1%）との差は近年縮小して来た。しかし、米国は依然としてその中国の 3 倍近くの規模の圧倒的な軍事力を維持している。中口の軍事費が一部推計ベースである点に留意する必要があるが、2025 年時点の米国と米国以外の G7 の合計（同 48.0%）と中露の合計（同 17.8%）を比べても、やはり 3 倍近く規模の差がある。軍事費でみる限りは、米中間および西側諸国と中露の間の軍事力格差は、依然大きな開きがあるようだ。

²⁰ ウォーシュ議長は議長就任後初となった 6 月 16～17 日の FOMC 後の記者会見で、FRB 改革のための 5 つの作業部会（コミュニケーション、バランスシート、データ収集、生産性・雇用、インフレ）を設置すると表明した。

第 31 図：主要国の軍事費の世界シェア推移(～2025 年)



(注)2024 年の対ドル為替レートで一定として計算
 (資料) ストックホルム国際平和研究所より筆者作成

外交面に関しては、ロシアによるウクライナ侵攻により決定的に強まった西側とロシアの対立や、米中対立の深まりは、経済面ではブロック化を招くとの見方がある。この場合、中ロを中心に米国と対立するブロックでは、基軸通貨米ドルの使用への依存度を低下させようとする誘因が働く。さらにウクライナ侵攻後のロシアへの経済制裁の手段として基軸通貨米ドルの地位を利用したことは、中ロを含め米国と対立関係にある諸国にとって、米ドルの価値貯蔵手段としての機能を少なからず毀損したことになり、その米ドル離れを加速させる大きな誘引になったとみられる。一方、こうした地政学的対立が深刻化すると、米国の同盟国などの間では、リベラルな国際秩序を維持するために、それを支える柱である米国の覇権やその一部とも言える基軸通貨米ドルを支えようとする誘因が強まることを指摘する識者もいた²¹。

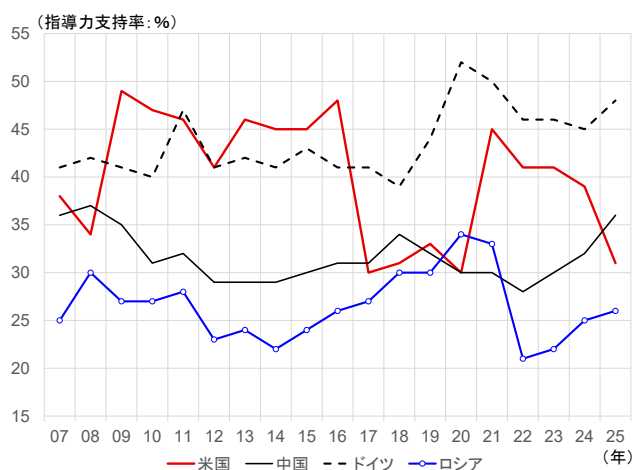
もっとも、その後 2025 年に第二次トランプ政権が誕生すると、米国の外交政策は大きく修正された。米国第一主義を徹底させ、自由主義的な国際秩序の維持よりも、米国に直接利益があるかで対外政策も判断されることとなった。これにより一方的な貿易相手国に対する関税率引き上げや同盟国に対する軍事費負担増の要求、対外援助の見直し、ベネズエラ・イランへの攻撃やグリーンランド売却要求など国際法軽視とも取れる政策が相次いで実施された。少なくともトランプ政権下の米国は、リベラルな国際秩序を支える柱というよりは、自国の利益を優先して大国が幅を利かす世界秩序も意に介さないかのような国となった。

第 32 図は Gallup 社による世界 130 ヶ国以上で実施された Gallup World Poll に基づく米国、ロシア、ドイツ、中国の 4 強国の世界におけるリーダーシップに対する支持率の調査だ。2025 年は米国への支持率が大きく低下して中国を下回った。もともと米国と

²¹ カーラ・ノーロフ (2023)

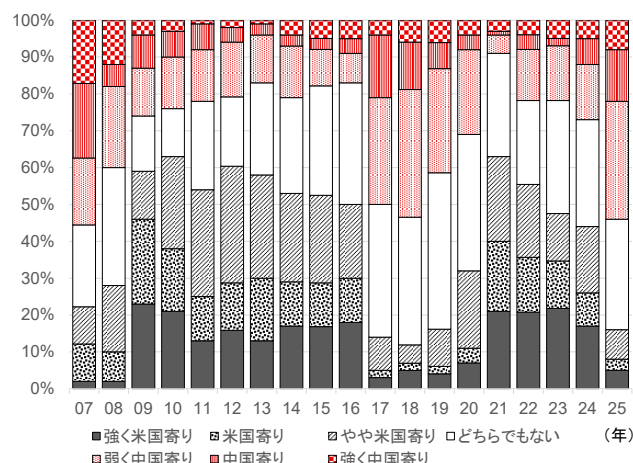
対立している国は支持率が低いため、こうした支持率の低下は欧州などの同盟国における支持率の低下が主因となっている。過去を振り返ると、2017年～2020年の第一次トランプ政権の時代も一時同程度に落ち込んでおり、今回もその繰り返しの可能性はあるが、米国内の世論の変化から米国はもう昔の米国には完全には戻らないとの見方もある。自国が米国あるいは中国のどちらか寄りのスタンスであるかを聞いた調査でも、足元は中国寄りのスタンスが米国寄りのスタンスを大きく上回っている（第33図）。米国に対する支持・信頼度が以前よりも構造的に低下するような状況となれば、対立する国々の米ドル以外の通貨への一層の傾斜促進だけでなく、同盟国による米国の覇権や基軸通貨米ドルへの支持を弱める動きにつながろう。

第32図：世界の米口中独のリーダーシップに対する支持率



(資料) Gallup 社資料より筆者作成

第33図：世界の米国あるいは中国への傾斜度の推移



(資料) Gallup 社資料より筆者作成

(7) デジタル技術による新しい通貨・国際決済の模索

米シンクタンク Atlantic Council の2026年5月時点の集計によれば、これまで全世界で146カ国・地域が中央銀行デジタル通貨(CBDC)に関する調査や開発などを行って来たと共に、既にバハマ、ジャマイカ、ナイジェリアでは実際に運用されている。各国がCBDCの調査・開発を行う動機としては、国内決済制度を含む自国通貨の利便性向上と共に、金融包摂の推進につながるなどが挙げられている。主要国ではデジタル通貨技術の国際的な進展に遅れをとらないようにすることも要因となっているようだ。一方で、銀行システムとの併存をどう考えるかや、サイバー攻撃のリスクなど金融システムの安定性への影響、CBDCの利用記録などに基づく個人情報の保護など課題もあり、各国は慎重に検討を進めている。主要国・地域ではユーロ圏が2029年の導入を目標にデジタルユーロの開発を進めている他、中国では既にデジタル人民元の大規模な試験的な発行が行われており、現状で最も大規模かつ本格的な実用段階に近いCBDCプロジェクトとなっている。

米ドルの基軸通貨としてのプレゼンスとの関連では、CBDCのような新しいデジタル

通貨の技術は、将来的に通貨の利便性向上とその国際的な競争力を向上させる可能性がある。特に異なる通貨同士の CBDC を通じた国際決済は、現在の国際銀行間通信協会（Swift）を通じた国際送金の仕組みよりも早くかつ低コストで完了できるとされている。米ドル以外の通貨が米ドルのような流動性の高い市場を持っていないことが結局壁になるとの見方もあるが、仮に CBDC を利用した米ドルを介在させない国際決済が広く実用化できた場合、国際的な資金決済における米ドルの決済・媒介通貨としての圧倒的なプレゼンスに風穴を開ける可能性を秘めている。

CBDC による国際的な決済の試みとして、現状で最も大規模で進捗しているものは、2021 年以降、中国、香港、タイ、アラブ首長国連邦、サウジアラビア、及び国際決済銀行（BIS）により、CBDC を使ったクロスボーダー決済の共同実証実験として開始されている Project mBridge だ²²。BIS によれば Project mBridge は、2024 年半ばに最小限の実用段階である Minimum Viable Product (MVP) に達した。Atlantic Council の報告によれば、2025 年 11 月時点で Project mBridge による累計決済件数は 4,047 件、累計決済金額は 555 億ドルに達した。プロジェクト開始以来大幅に増加しているが、それでも取引規模はまだ限定的にとどまっている。現在 Project mBridge を含め様々な CBDC による国際的な決済に関するプロジェクトが実施されている他、トークン化預金による国際決済の仕組みの検討や、後述するように自国や地域間の貿易における現地通貨建て決済制度の立ち上げ・運用が進められている。

こうした中、米国はデジタル通貨に関しては、CBDC ではなく民間の発行するステーブルコイン（SC）を推進している。ステーブルコインは、法定通貨や金融資産などと価格が連動・安定するようにブロックチェーン技術に基づき民間により発行される資産であるが、やはり国際的な決済において、既存の国際送金に比べて早くかつ低コストで完了できる機能がある。2025 年 7 月に成立したジーニアス法²³により、米国においてステーブルコインを発行する際の発行者や裏付け資産、監督体制などが規定された。世界のステーブルコインの時価総額は 2026 年 6 月時点で約 3,000 億ドル、うち米ドル建てが約 98% とほぼ全体を占めている。さらにこのうち Tether 社が発行する USDT（時価総額約 1,846 億ドル）と Circle 社が発行する USDC（時価総額約 748 億ドル）で全体の約 86% を占めている。ステーブルコインが世界のデジタル通貨や国際決済の主軸になった場合は、米ドルの基軸通貨としてのプレゼンスがより強化されることにつながろう。

現時点でこうしたデジタル技術による新しい通貨の形態や国際決済の仕組みが、主要通貨の勢力図に大きく影響を及ぼす状況にはなっていない。しかし、今後予想以上に早く変化が進む可能性もあり、その場合通貨の勢力図にも影響を及ぼす事態も完全には排除できないだろう。

²² 但し、BIS は 2024 年 10 月に Project mBridge からの離脱を発表している。

²³ The Guiding and Establishing National Innovation for U.S. Stablecoins Act

4. 主要国・地域による米ドルへの依存度低下・脱ドルを志向する動き

以下では、主要国・地域の米ドルへの依存度低下や脱ドルを志向する動きを概観する。もともと過度な米ドルへの依存を低下させようとする動きは諸外国でみられていたが、ロシアへの経済制裁でみられた米ドルの武器化や、直近では第二次トランプ政権の米国第一主義的な政策を受けた米国離れの動きもあり、そうした流れが強まる傾向もみられている。

(1) ユーロ圏

① ユーロの国際通貨としてのプレゼンス向上に向けた取り組み

ユーロは 1999 年に欧州 11 カ国が欧州経済通貨同盟（EMU）を発足させて導入された。各国はユーロ導入により独自の通貨と金融政策運営を手放す一方、財政政策は引き続き各国が行うという、経済・通貨統合としては不完全な形が残っている。それでもユーロ導入国は増加し続けており、現在は 21 カ国に達した。ユーロ発足から 2000 年代までは、域内経済運営やユーロ相場も比較的順調に推移したが、リーマンショック後の 2010 年代初頭に南欧諸国を中心に財政危機と銀行危機の悪循環による欧州債務危機が発生。財政ルールである安定成長協定（SGP）、危機時の加盟国への資金繰り支援制度、さらには域内横断的な銀行監督制度などに関する、ユーロ圏の制度的な不備が露呈した。

2010 年代以降は、そうした問題点を解消すべく、安定成長協定のより現実的な方向への改良、資金繰りに問題が発生した国を支援する「欧州安定メカニズム（ESM）」の創設、域内で一元化された銀行監督制度である「銀行同盟」に向けた動きなどが実現した。2020 年のコロナ禍においては、外部ショックに脆弱な域内国の支援のために約 8,000 億ユーロの復興基金（NGEU）などが創設された。財源は欧州委員会が発行する EU 共同債で賄われたため、未完了の財政統合を支援する側面もあった。こうした一連の動きは、ユーロ圏経済やユーロ相場の安定につながり、未完了の財政統合を補完すると共に、高格付けのユーロ建て安全資産の市場を充実させるものでもあったことから、ユーロの国際通貨としてのプレゼンス向上にもつながるものであった。ECB は中銀デジタル通貨（CBDC）であるデジタルユーロを最短で 2029 年に発行できるように準備を進め、ユーロのさらなる利便性向上にも努めている。

ECB が 2001 年より毎年公表している報告書「ユーロの国際的な役割」の直近 2026 年版は、ユーロが真にグローバルな国際通貨へと進化するためには、ユーロ圏はより大規模で流動性の高い資本市場を構築しなければならないと指摘。また法の支配の維持など、ユーロを支える制度や政策に対する投資家の信頼を守り抜くことも重要としている。その上で ECB としては、その独立性と物価安定の使命を通してユーロへの世界的な信頼を強固なものにするると共に、デジタル決済時代を見据えて設計されたデジタルユーロの発行主体として、急速な技術変化の中でもユーロが信頼できる安定の基軸であり続けることを保証するとした。さらに、2026 年 2 月に ECB が実施した、世界の中央銀行に対

する最終的なユーロ流動性供給源としてのユーロシステム・レポ・ファシリティ (EUREP) の強化を通して、世界におけるユーロ建て取引の信頼を高めているとしている。

② ユーロの国際通貨としての現状

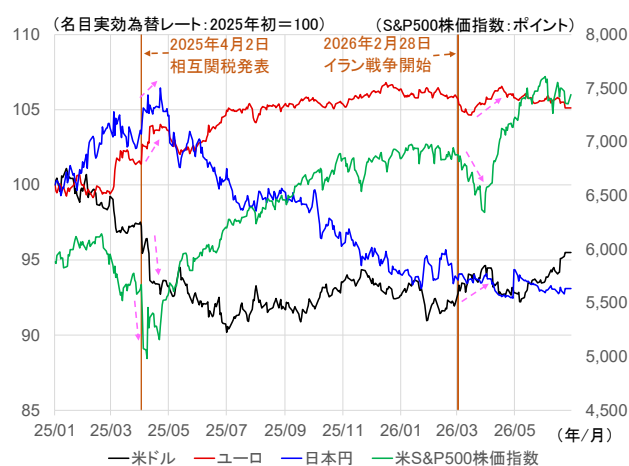
ユーロの国際通貨としてのプレゼンスを具体的なデータで確認すると、まず前掲第4図でみたように2025年に実施されたBISによる調査によれば、2025年4月時点の世界の外国為替市場における総取引額に占めるユーロのシェアは、全体を200%として28.9% (全体を100%とすると14.5%) と第2位であった。シェアは過去からごく緩やかに低下しており、米ドルの89.2% (全体を100%とすると44.6%) に比べると依然としてかなりの差があるが、3位の日本円の16.8% (全体を100%とすると8.1%) に対しては相応の差があり、安定した2位の座を維持している。世界の外貨準備に占める比率も、2025年末時点で20.3%と米ドルの56.8%と比べて相応の差があるが、こちらも3位の日本円の5.8%とやはり相応の差があり、安定した第2位となっている(前掲第14図)。

輸出入取引に占める契約・表示通貨としてのシェアも、欧州地域では6割以上と高く第1位だが、それ以外の地域では米ドルが7割以上となっている(前掲第6図)。国際通貨の3つの機能のうち、安全資産・運用資産(価値貯蔵手段)と共に、決済・媒介通貨(交換手段)の機能の側面をみた、銀行の外貨建て資産・負債や企業の外貨建て債務においても、米ドルが5割~7割程度と大半を占めているのに対し、ユーロは1割~3割とここでも第2位での推移が続いている(前掲第11~13図)。ユーロは、欧州地域ではもっとも取引シェアの高い通貨であるが、世界全体でみた場合は、米ドルに次ぐ第2位の通貨ながら米ドルとのシェアの差は大きく、ユーロは欧州における地域基軸通貨のような位置付けと言える。

こうした中、2025年以降、ユーロには部分的ながら安全通貨のような動きがみられている。従来金融市場では米ドルや日本円・スイスフランが安全通貨、すなわち市場のリスク選好が後退した際に上昇する通貨であり、ユーロはその逆でリスク選好が改善する際に上昇し易い通貨であった。しかし、2025年4月2日にトランプ政権が貿易相手国に対する相互関税を発表し、米国への悪影響が嫌気されて株、債券、通貨の米国トリプル安となった局面では、日本円と共にユーロが上昇する場面がみられた(第34図)。2026年2月28日以降のイラン戦争の際も、3月末にかけて米株価指数が下落していた局面で、ユーロは当初は下落したものの3月半ばには持ち直しに転じていた。この時米ドルは有事のドル買いで上昇基調にあったが、日本円は原油高による悪影響が嫌気され伸び悩んでいた。こうした動きは、トランプ政権による米国経済や米ドルに対する不信感の受け皿として、限定的ながらユーロが買われる場面が出て来ている可能性を示唆し

ている²⁴。現時点でユーロが完全に安全通貨に転換した訳ではないが、今後もこうした動きが積み上がることにならないか注視する必要がある。

第 34 図 : 主要通貨名目実効為替レートと米 S&P500 株価指数



(資料) Bloomberg より筆者作成

③ 基軸通貨候補としてのユーロの今後

ユーロは米ドルに次ぐ第2位の国際通貨であり、欧州地域に限ってみれば事実上の地域基軸通貨と言える。米ドルと同様に資本規制はなく国外でも制限なく取引ができる通貨である。政治・経済状況も先進国で民主主義国であり、法治国家で政策運営の透明性も高い。第22図でみたように経済規模も米国には劣るが、中国とは同程度で相応に大きい。現状では米ドルに次ぐ基軸通貨候補としては一番有力と言える。

一方、ユーロの最大の弱点は、ユーロ圏において金融政策は統合されているものの、財政政策は統合されておらず経済統合が依然として不完全である点である。欧州債務危機の教訓を元に改革は進められて来たが、ドイツなど財政健全国が拙速な財政統合には依然慎重であり、完遂には至っていない。このため各国の国債市場を始め資本市場も分断されており、米国債市場のような規模の大きく流動性の高い高格付けのユーロ建て安全資産の市場も形成され難い。金融市場に強いストレスがかかった際には、依然として残る制度的な分断がリスクと見なされる可能性もある。また、ユーロ圏はユーロ導入国をさらに増加させて規模を拡大できる余地はあるが、構成国全体としては経済は成熟している。中国のように今後米国の経済規模に迫る可能性もあると言った先行きさらなる経済規模の拡大の展望は限られているとも言える。

ユーロ当局は、もともと同盟国の通貨である米ドルの基軸通貨体制を、中国ほど脅威とは考えていないようだ。もっとも、米ドルの影響力が高まり過ぎると、金融政策を始めとした経済政策の自立性が侵食されるなどのマイナスの影響も強まる。ユーロが国際

²⁴ 本文中で言及した ECB の報告書「ユーロの国際的な役割」の2026年版も、こうしたユーロが安全資産のような動きを示す場面が出て来ている点を指摘していた。

通貨としてより広く利用されれば、先に基軸通貨のメリットでみたようにユーロ圏に与える資金調達コスト低減効果や、為替リスク削減効果などを享受できる。こうした背景からユーロの国際通貨としてのプレゼンスを高めることを目指して来た。

こうしたところに、第二次トランプ政権の誕生以降、米国との外交的な距離が以前より開いたことで、ユーロの国際通貨としてのプレゼンスを高めて米ドルへの依存度を低下させようとする誘因がより強まっているようだ。トランプ政権による政策が米ドルの信認にマイナスになる場面もあることから、ユーロ当局者からはユーロのプレゼンス向上にとって好機が到来しているといった趣旨の発言も出ている。米ドルの基軸通貨としての慣性は強く、余程のことがないとユーロと言えどもこれを覆すことは容易でないとみられる。しかし、トランプ政権による米ドルの信頼低下という敵失が今後も起きる場合、その受け皿となってもっとも「恩恵」を受け易い通貨は、現状ユーロであろう。

(2) 中国

① 中国人民元の国際化政策

中国は 2008 年の世界金融危機の発生などを契機に、貿易取引における為替リスクの削減など経済メリットの追求や、世界経済において高まった本国経済のプレゼンスに合わせた国際的影響力の獲得などを旨とし、人民元の国際的な役割の拡大（人民元の国際化政策）を推進して来た（第 35 図）。

まず中国当局は、2009 年頃から貿易取引を中心とした経常取引における人民元建て取引の拡大により、契約・表示通貨としての人民元の役割拡大を図って来た。また、2011 年からは人民元建て適格外国機関投資家（RQFII）制度を導入するなど、徐々に人民元の資本取引規制の緩和も行い、クロスボーダー金融取引における人民元の利用度向上も推進。2012 年からはオフショア市場における人民元の決済を可能にする人民元クリアリングバンクへの海外主要金融機関の指定を開始した他、2015 年にはクロスボーダーの人民元決済を可能にする CIPS（クロスボーダー銀行間決済システム）を導入し、人民元の決済・媒介通貨としての機能の強化を図って来た。さらに、主要な貿易相手国や一帯一路関係国との人民元通貨スワップ協定締結を、2008 年の韓国との締結を皮切りに開始。人民元の決済・媒介通貨としての機能を支援すると共に、オフショア市場での人民元の流通量増加も目指すことによって、安全資産・運用資産としての人民元の機能強化も志向して来た（第 36 図）。

こうした政策により、人民元の国際的な利用拡大が一定程度進んだこともあり、2015 年に IMF は中国人民元を、米ドル、ユーロ、日本円、英ポンドと並ぶ SDR（特別引出権）の構成通貨に採用することを決定した。その後 2022 年の構成通貨のシェア見直しを経て、現在 SDR の構成通貨シェアは米ドル（43.38%）、ユーロ（29.31%）、中国人民元（12.28%）、日本円（7.59%）、英ポンド（7.44%）と人民元は第 3 位の通貨となっている。中国人民元は公的準備通貨としての機能も少しずつ高めて来ている。

さらに中国は、中銀デジタル通貨（CBDC）の開発にも注力して来た。2019年から国内リテール決済向けの、いわゆるリテール CBDC の実証実験を開始し、順次利用対象を拡大して来た。銀行間のクロスボーダー決済への利用が想定され、中国人民元国際化とも関係の深いホールセール CBDC に関連しては、既述の通り、2021年以降、中国、香港、タイ、アラブ首長国連邦、サウジアラビア、及び国際決済銀行（BIS）による、CBDC を使ったクロスボーダー決済の共同実証実験である Project mBridge が開始されている。

2026年1月には中国共産党の機関誌「求是」に、習近平国家主席が2024年に非公開で演説した内容ながら、「中国は、国際貿易、投資、外国為替市場で広く使用され、準備通貨の地位を獲得できる強力な通貨を構築する必要がある」との趣旨を述べたことがあえて掲載された。トランプ政権の政策が米ドルの基軸通貨としての信頼に逆風となる中で、中国政府として中国人民元の国際化を強く推進することを改めて明確にした。

第 35 図：中国人民元国際化に向けた主な施策

時期	概要
2008年	中国人民銀行と海外中銀との間の通貨スワップ協定締結開始
2009年	人民元建て貿易決済開始
2011年	人民元建て適格外国機関投資家 (RQFII) 制度始動
2012年	香港・マカオ以外の地域における人民元クリアリングバンクの設置開始
2014年	人民元建て適格国内機関投資家 (RQDII) 制度始動 香港・上海ストック・コネクト始動
2015年	人民元為替レート形成メカニズムの改革 CIPS(クロスボーダー銀行間決済システム)稼働開始 人民元のSDR組み入れが決定
2017年	ボンドコネクト(香港→中国本土)開始
2021年	ボンドコネクト(中国本土→香港)開始 ホールセールCBDCの共同実証実験(Project mBridge)開始

(資料) 中国人民銀行、各種報道

第 36 図：中国人民元通貨スワップの締結時期

時期	相手国
2008年	韓国
2009年	香港、マレーシア、ベラルーシ、インドネシア、アルゼンチン
2010年	アイスランド、シンガポール
2011年	ニュージーランド、ウズベキスタン、モンゴル、カザフスタン、タイ、パキスタン
2012年	UAE、トルコ、オーストラリア、ウクライナ
2013年	ブラジル、英国、ハンガリー、アルバニア、ユーロ圏
2014年	スイス、スリランカ、ロシア、カタール、カナダ
2015年	スリナム、アルメニア、南アフリカ、チリ、タジキスタン、ジョージア
2016年	セルビア、エジプト
2018年	ナイジェリア、日本
2019年	マカオ
2020年	ラオス
2023年	サウジアラビア
2024年	モリシャス

(資料) 中国人民銀行

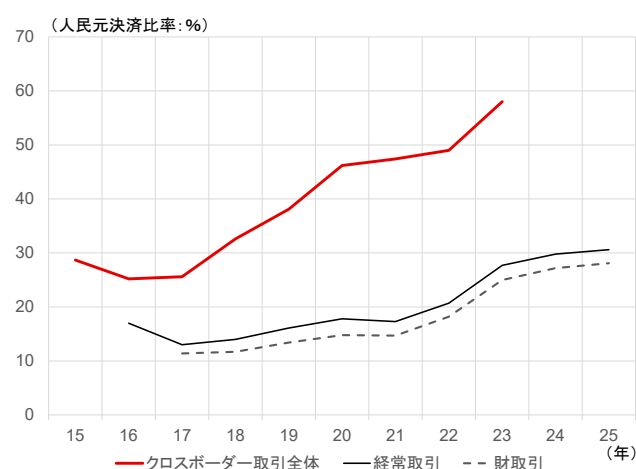
② 中国人民元の国際化の現状

最近の中国人民元の国際通貨としての浸透状況をみると、依然として米ドルと大きな差がある。前掲第 4 図でみたように 2025 年に実施された BIS の調査によると、2025 年 4 月時点の世界の外国為替市場における総取引額に占める中国人民元のシェアは、全体を 200%として 8.5%（全体を 100%とすると 4.3%）と第 5 位であった。シェアは過去から上昇しているが、米ドルの 89.2%（全体を 100%とすると 44.6%）に比べると依然として大幅な低水準にとどまっている。世界の外貨準備に占める比率も、2025 年末時点で 2.0%と米ドルの 56.8%と比べて大きく差がある（前掲第 14 図）。主要な国の輸出取引に占める契約通貨としてのシェアも、2023 年時点の推計ではあるが、ロシアなど一部の国を除けば、依然として低水準となっている（前掲第 8 図）。

中国自身の経常収支取引における人民元のシェアも、2025 年（1 月～6 月）時点で

30.6%、うち財取引に占めるシェアも 2025 年（1 月～6 月）時点で 28.1%と、総じて 3 割程度にとどまっている（第 37 図）。一方、中国のクロスボーダー取引全体に占める人民元建て取引のシェアは、データが公表されている 2023 年時点で 58%とやや高くなっており、資本取引においては人民元建て取引の比率がより高まっていることが窺われる。中国における資本取引は全体としては相対的に制限されているが、適格海外機関投資家（RQFII/QFII）制度や、中国本土と香港の間のストック・コネクト、ボンド・コネクトなど、管理された経路での資本取引においては人民元建て取引が相応に増加していると考えられる。

第 37 図 :中国クロスボーダー取引に占める人民元決済比率



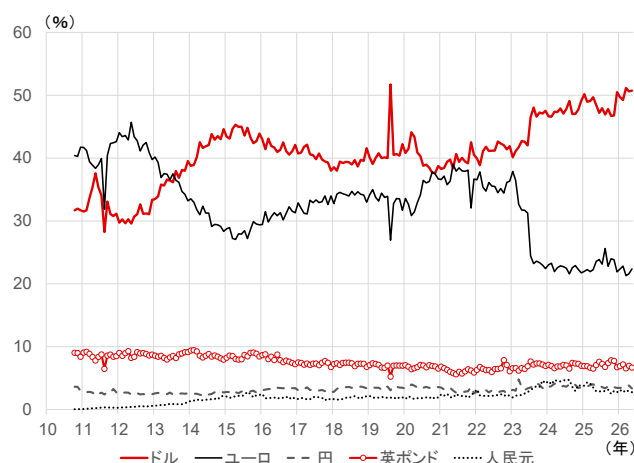
(注) 2025 年のデータは 1～6 月分
 (資料) 中国人民銀行より筆者作成

グローバルな銀行間決済に占める通貨別シェアを、国際銀行間通信協会 (Swift) の決済通信データを基に集計している Global Currency Tracker でみても、2026 年 5 月時点でも依然としてドルのシェアが 50.7%と圧倒的であるのに対して、人民元は 2.8%と低水準にとどまっている（第 38 図）。

一方、中国は 2015 年に人民元建てクロスボーダー銀行間決済を行うことを目的とした Cross-Border Interbank Payment System (CIPS) を創設した。Swift があらゆる通貨建ての決済通信のみを取り扱い、資金決済はコルレス銀行間で行われるのに対し、CIPS は決済通信と共に人民元資金の決済も行う。人民元決済を行う際に、決済通信は Swift で行い資金決済を CIPS で行うケースもあるため、厳密には両者は比較できないが、参考までに比較すると、Swift については、加盟金融機関が 11,500 機関以上、1 日の平均送金メッセージ処理件数が約 53 百万件である。これに対し、CIPS の加盟金融機関は直接加盟 194 機関、間接加盟 1,597 機関（共に 2026 年 4 月時点）、1 日の平均処理件数が 31,900 件（2025 年）と依然 Swift と比べて限定的ではあるが、その取扱高は拡大が続いている（第 39 図）。Swift における人民元のシェアは 2024 年後半以降やや低下がみられているが、その要因の一部として CIPS へのシフトが指摘されている。CIPS はまだ Swift

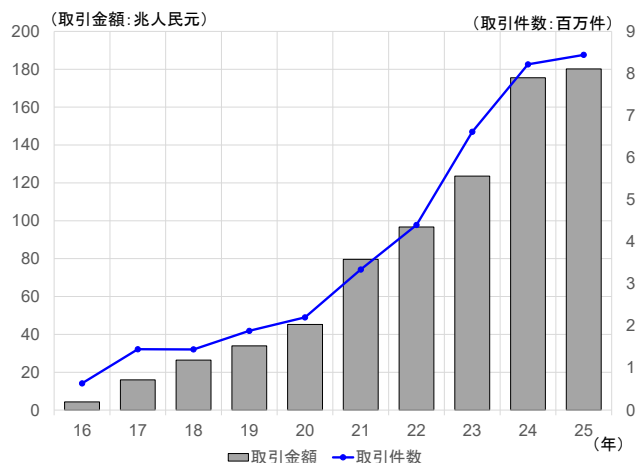
による決済を完全に代替するような状況ではないが、先に見た管理された人民元の国際化を担うものの1つとして、また西側諸国からの金融制裁への一定の準備として、徐々に整備が進む方向にはあるとみられる。また、Swiftを介さない別の国際決済の仕組みとしては、既述のCBDCによるクロスボーダー決済システムであるProject mBridgeがある。

第38図:Swift決済データにおける通貨別シェア



(注)ユーロはユーロ域内取引を含む
(資料)Swiftより筆者作成

第39図:CIPSにおける年間の取引金額と取引件数の推移



(資料)中国人民銀行より筆者作成

③ 基軸通貨候補としての中国人民元の今後

中国は、世界第二位の経済規模に見合う影響力を通貨の世界でも持つことを目指すだけでなく、ロシアが受けたような金融制裁を中国がいつ受けないとも限らない中、米ドルを中核とした国際金融システムへの依存度を可能な限り減らしておくことが国家安全保障の上での重要な課題であることから、中国人民元の国際化を推進しているようだ。これまで、自国の貿易・資本取引の中国人民元建てへのシフトや、各国との中国人民元スワップ協定締結による人民元流動性の供給などを通して、国際通貨の機能のうち、契約・表示通貨の機能を中心に可能な限り人民元の国際化を推進して来た。また、CBDCによるクロスボーダー決済への取り組みなど、新しい技術による人民元の将来的な利便性向上も狙って来た。

もっとも、これまでみて来たように、中国人民元は世界の外国為替市場では米ドルはおろかユーロや日本円と比べても取引シェアは小さく、中国自身の貿易・資本取引においても、近年人民元建て取引は増えて来たが、依然として米ドルも相応のプレゼンスを維持している。中国の経済規模の増大は中国人民元の国際的な利用促進にプラスに働いているが、近年可能な範囲で緩和されて来たとは言え、依然として基本的に資本規制が維持されており、中国人民元の使い勝手は良くない。国外での流通が制限されていることから、決済・媒介通貨や運用・安全資産としての機能が伸び悩んでいるとみられる。この点、中国当局は経済・金融を含む社会の安定を非常に重視しており、資本

の対外流出など状況によっては金融システムの不安定化につながりかねない無理な資本規制の緩和は採り得ないだろう。中国人民元相場も、毎朝当局が発表する米ドルなどに対する基準値から日中±2%に変動制限が設けられており、依然として米ドルが通貨価値安定のアンカーとなっている面もある。こうした為替レートの変動を抑制する仕組みを維持する上でも、資本規制は維持する必要があるだろう。

中国当局者は、複数基軸通貨制の必要性に言及することがあるが、まずは中国自身が関係する貿易・資本取引を中心に、可能な範囲で周辺の経済圏とみなす地域での中国人民元の地域基軸通貨としてのプレゼンス拡大を目指すのではないかとみられる。

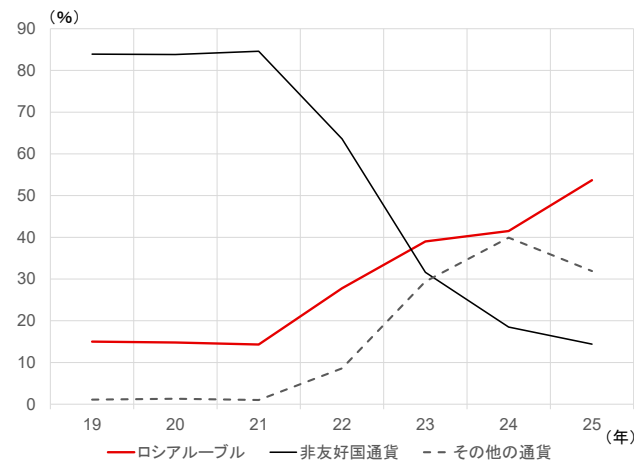
(3) ロシア

ロシアは、2022年のウクライナ侵攻により、西側諸国の中銀に預託していたロシア外貨準備資産の凍結やロシア主要行のSwiftからの排除など、厳しい経済制裁を受けた。米ドルやユーロなど主要通貨を通じた国際金融市場へのアクセスが大幅に制限されると共に、原油や天然ガスなど主要貿易品目の欧州などとの貿易取引も大きく減少。これにより西側以外の諸国、特に中国への経済依存度が高まると共に、金融取引面では中国人民元取引への依存度が高まった。ロシアは、2014年のクリミア半島編入時の米国などによる経済制裁を受けて、既に米ドル取引への依存度低下を志向していたが、2022年以降は脱米ドル取引が大幅に進んだ。

第40図はロシア中銀が公表しているロシアの財・サービス輸出取引における決済通貨のシェアである。非友好国とは、ウクライナへ侵攻したロシアに対して経済制裁を行った国で、日米、ユーロ圏やオーストラリア、韓国などが含まれている。これによると、2021年までは非友好国通貨（恐らく米ドルとユーロが中心）が85%程度を占めていたが、2022年以降は減少し、2025年には14.4%まで減少した。一方、2021年までは14%程度であったロシアルーブルが2025年に53.7%まで増加。その他通貨も2021年までの1%程度から2025年には31.9%まで増加した。本統計は輸出先地域別の内訳も公表されており、その他通貨はアジア地域で大きく増加していることから、多くが中国人民元と推定される。

このように西側諸国からの経済制裁の結果、ロシアの対外取引においては中国人民元が米ドルのプレゼンスを上回るようになっており、脱米ドル取引が否応無しに進んだ格好だ。但し、ロシア経済の世界経済に占めるウェイトは然程大きく無く、米ドルの基軸通貨としての世界的なプレゼンスに与えた影響は、小さいものとなっている。

第 40 図 :ロシアの輸出決済通貨のシェア



(注) 非友好国はロシアに対して経済制裁を行った国
 (資料) ロシア中銀資料より筆者作成

(4) その他の国々

中国やロシア以外の国々でも、自国通貨の対米ドル為替レートの大幅変動の影響を受けないようにするなど経済上のメリット追及や、国によっては万が一の制裁のリスクへの備えから、米ドルへの過度な依存を低減するために、主要貿易相手国との現地通貨同士による貿易取引・決済を目指す動きが従来からある。

BRICS 加盟国では、ブラジルも米ドル建て一極集中を分散するため、貿易取引の現地通貨建て取引・決済の拡大を推進している。南米南部共同市場（メルコスール）の一部の構成国（アルゼンチン、ウルグアイ、パラグアイ）との間では、予てより Local Currency Payment System (SML) を締結しており、全体の貿易のごく一部ではあるが米ドルを介さない現地通貨建て決済が行われている。また、ブラジルにとって農産物貿易などで最大の輸出相手国である中国とも、自国通貨と中国人民元の直接取引を推進している。2023 年には両国の間で両国通貨による貿易取引や金融取引推進に合意しており、中国との通貨スワップ締結や国内金融機関の CIPS への参加などの動きもみられている。

インドも、経済メリットの観点から貿易などの自国通貨建て取引を増やしつつある。2022 年 7 月にインドルピー建て貿易決済を可能とするため、外国銀行がインドの外為業務認可銀行にインドルピー資金決済のための特別ボストロ口座（SRVA）を開設できる制度を導入。2025 年には当該口座の余剰ルピー資金のインド国債やインド企業の社債への投資を解禁した。一方、潜在的な競合国である中国の人民元を積極的に支援するような動きは無く、中国との通貨スワップ協定も締結していない。

東南アジア諸国連合（ASEAN）でも、対米ドル為替変動リスク回避や域内経済取引活性化の観点から、域内通貨同士の直接取引増加に向けた施策が進められている。2015 年からインドネシア、タイ、マレーシアの間で貿易取引などに関する現地通貨建て決済（LCT）制度の立ち上げが開始され、2018 年から実際の運用に入っている。ASEAN 全

体で LCT や小口リテール取引に利用される QR コードによる現地通貨建て越境決済も含め、域内取引の現地通貨建て決済の促進が図られている。

5. まとめ

近年米ドルは、表示・契約通貨や、公的外貨準備などの面で、ユーロや人民元などに若干シェアを奪われているものの、金融市場の比類なき厚みなどから、決済・媒介通貨や安全資産・運用資産の面などを中心に高いシェアを維持しており、引き続き世界の基軸通貨として圧倒的なプレゼンスを維持している。いわゆる「基軸通貨の慣性」要因にも支えられ、現時点ですぐに米ドルに基軸通貨として対抗できるとみられる通貨は存在しないと言える。

一方、米ドルを取り巻く外部要因に目を向けると、貿易取引などを中心に中国経済の台頭などから米経済の相対的なプレゼンスは趨勢的に低下方向にある。ロシアのウクライナ侵攻に際して、米ドルの基軸通貨としての地位を利用したことで、米国と様々な面で対立する国々からみた米ドル建て資産は、「安全資産・運用資産」として利用し難くなった。その他の国々の間でも、経済メリットの面から米ドル一極集中の是正を望む国もみられる。こうした状況から、今後も米ドルのプレゼンスが少しずつ低下して行く可能性があることも事実だ。中銀デジタル通貨（CBDC）などの新しい技術も、今後競合通貨の利便性を一気に高めて、盤石と思われた米ドルの優位性に予想外の大きな影響を与えるリスクも完全には排除できない。

もっとも、現時点で米ドルが基軸通貨としての地位を低下させるとすれば、米国自身の要因によるものになるとの見方が多い。近年の米国経済では、経常赤字と財政赤字の双子の赤字が拡大し、政府債務残高の対 GDP 比率は上昇が続く見込みで、基軸通貨としての米ドルの信頼性・価値の安定性に悪影響を与える恐れがある。しかも、2025年に始動した第二次トランプ政権による政策は、その財政赤字をさらに拡大させる方向にある。その上、トランプ政権による FRB の独立性への攻撃、米国第一主義の外交スタンス、関税政策など短期的な視野の政策が長期的に米国経済の競争力を削ぐリスクなども、米ドルの基軸通貨としてのプレゼンス低下を追加的に促進する可能性がある。近い将来米ドルの基軸通貨としての地位が大きく揺らぐとの見方は少ないが、以上のようなリスク要因があることにも留意しておく必要がある。

以上

【主要参考文献】

- カーラ・ノーロフ (2023) 「大国間競争とドルの命運—制裁と地政学とドル秩序の未来」フォーリン・アフェアーズ日本語版 2023年4月号
- 河合正弘 (1994) 「国際金融論」東京大学出版会
- 河合正弘 他 (2023) 「21世紀の国際通貨システム」財務総合政策研究所 フィナンシャルレビュー第153号
https://www.mof.go.jp/pri/publication/financial_review/fr_list8/fr153.html
- ケネス・ロゴフ (2025) 「ドル覇権が終わるとき」村井章子訳 日経 BP
- 中国人民銀行「人民元国際化報告」各号
- 中国人民銀行「貨幣政策執行報告」各号
- 中国国家外為管理局「国家外為管理局年報」各号
- 日本銀行 (2016) 「人民元国際化について～これまでの取り組みと評価を中心に～」
BOJ Reports & Research Papers
https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2016/ron160509a.htm
- 橋本将司 (2023) 「米中覇権競争下での基軸通貨ドルの評価～脱ドル化は進展するか～」国際通貨研レポート nl2023.34
<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2023/nl2023.34.pdf>
- 橋本将司 (2024) 「基軸通貨米ドルの現状評価と今後」国際通貨研レポート nl2024.27
<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2024/nl2024.27.pdf>
- 橋本将司 (2025 a) 「トランプ政権はドル安誘導を目指すのか?～「ミラン論文」も踏まえたトランプ政権の狙いと通貨政策の位置付け～」国際通貨研レポート nl2025.22 <https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2025/nl2025.22.pdf>
- 橋本将司 (2025 b) 「2025年 BIS 世界外国為替市場調査について～米ドルのシェアは安定、中国人民幣元はさらに躍進～」国際通貨研レポート nl2025.42
<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2025/nl2025.42.pdf>
- 橋本将司 (2026 a) 「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様相」国際通貨研レポート nl2026.2
<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2026/nl2026.2.pdf>
- 橋本将司 (2026 b) 「中国人民幣元の通貨政策と人民元国際化～通貨政策の現状が示唆するドル離れと人民元国際化の限界～」
<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2026/nl2026.21.pdf>
- 橋本将司 (2026 c) 「トランプ政権始動後1年・イラン戦争を受けたドル相場の動向～ドルサイクル論でみる有事のドル買い後の行方～」国際通貨研レポート nl2026.26 <https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2026/nl2026.26.pdf>

ヘンリー・ポールソン (2020) 「準備通貨ドルとデジタル人民元—何がドル覇権を支えているのか」 フォーリン・アフェアーズ日本語版 2020年7月号

ポール・クルーグマン (2007) 「国際金融の理論」 高中公男訳 文真堂

Atlantic Council (2026) “Central Bank Digital Currency Tracker”

<https://www.atlanticcouncil.org/cbdctracker/>

Atlantic Council (2026) “Dollar Dominance Monitor”

<https://www.atlanticcouncil.org/programs/geoeconomics-center/dollar-dominance-monitor/>

Board of Governors of the Federal Reserve System (2025) “The International Role of the U.S. Dollar” Post-Covid Edition, FEDS Notes 2025/7/18

<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/the-international-role-of-the-u-s-dollar-2025-edition-20250718.html>

Brad W. Setser (2023) “China Isn’t Shifting Away From the Dollar or Dollar Bonds”, Council on Foreign Relations <https://www.cfr.org/articles/china-isnt-shifting-away-dollar-or-dollar-bonds>

European Central Bank (2026) “The international role of the euro”

<https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/ecb.ire202606.en.html>

Emine Boz, Anja Brüggem, Camila Casas, Georgios Georgiadis, Gita Gopinath, and Arnaud Mehl (2025) “Patterns of Invoicing Currency in Global Trade in a Fragmenting World Economy” IMF Working Paper WP/25/178

<https://www.imf.org/en/publications/wp/issues/2025/09/12/patterns-of-invoicing-currency-in-global-trade-in-a-fragmenting-world-economy-570297>

Gita Gopinath and Jeremy C. Stein (2020) “Banking, Trade, and Making of a Dominant Currency” THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS

Hyun Song Shin, Philip Wooldridge and Dora Xia (2025) “US dollar’s slide in April 2025 :the role of FX hedging” BIS bulletin No105 <https://www.bis.org/publ/bisbull105.htm>

Serkan Arslanalp, Barry Eichengreen, and Chima Simpson-Bell (2022) “The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies” IMF Working Paper WP/22/58

<https://www.imf.org/en/publications/wp/issues/2022/03/24/the-stealth-erosion-of-dollar-dominance-active-diversifiers-and-the-rise-of-nontraditional-515150>

Serkan Arslanalp, Barry Eichengreen, and Chima Simpson-Bell (2024) “Dollar Dominance in the International Reserve System: An Update” IMF Blog

<https://www.imf.org/en/blogs/articles/2024/06/11/dollar-dominance-in-the-international-reserve-system-an-update>

S&P Global (2024) “Saudi-China ties and renminbi-based oil trade”

<https://www.spglobal.com/en/research-insights/special-reports/saudi-china-ties-and-renminbi-based-oil-trade>

Stephen Miran (2024) “A user’s Guide to Restructuring the Global Trading System” Hudson Bay Capital

https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf

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

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