

# ドル基軸通貨体制と国際通貨システム

河合正弘

東京大学名誉教授

国際通貨研究所ウェビナー

「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」

2025年12月16日

# 本日のトピックの概要

1. ドル基軸通貨体制の現状
2. 米ドル優位性の背景
3. 長期的な視点：基軸通貨交替の可能性
4. 日本の役割
5. まとめ

# ドル基軸通貨体制の現状

## 米ドル優位の国際通貨システム

### 主要通貨の国際的な利用・保有状況(%)

通貨	外国為替 市場取引額		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		GDP	
	2001年 4月	2025年 4月	2000年 12月	2025年 9月	2012年 12月	2025年 11月	2000年 12月	2025年 9月	2000年 12月	2025年 9月	2000年	2023年	2000年	2025年
米ドル	89.9	89.2	71.1	56.3	33.3	46.7	56.8	48.7	46.6	45.5	37.7	36.5	30.0	26.1
ユーロ	37.9	28.9	18.3	21.1	39.8	24.0	25.2	35.2	18.5	40.5	21.1	17.7	19.1	15.1
日本円	23.5	16.8	6.1	5.6	2.5	3.8	8.2	3.2	9.3	1.0	15.0	4.3	14.6	3.7
英ポンド	13.0	10.2	2.8	4.8	8.7	7.8	5.8	4.8	8.8	7.6	5.3	4.2	4.9	3.4
中国人民元	0.0	8.5	0.0	2.1	0.6	2.5	—	—	0.0	0.8	4.6	19.4	3.5	16.6
スイスフラン	6.0	6.4	0.3	0.2	1.9	1.1	2.4	1.2	2.5	1.0	—	—	0.8	0.9
豪ドル	4.3	6.1	—	2.1	2.0	1.6	—	—	0.6	1.0	—	—	1.2	1.6
加ドル	4.5	5.8	—	2.6	2.1	3.3	—	—	0.9	0.5	—	—	2.2	1.9

注： 外国為替市場取引の数値は合計（その他を含む）が200%になり、それ以外は合計が100%になる。主要通貨圏は、主要通貨国・地域およびそれらに為替レートを安定化させる周辺諸国からなり、後者の経済規模の算定は、伊藤・河合（2023）の定義に基づき、それら諸国の主要通貨バスケットにおける各通貨のウェイトならびに為替レートの安定性を考慮した値を用いて算出されている。2025年のGDPはIMF（2025年10月WEO）の予測に基づく。

出所： BIS、IMF、SWIFT、世界銀行、Ito and Kawai (2025a) のデータより筆者作成

# 主要通貨圏の経済規模

- 主要通貨圏(米ドル圏、ユーロ圏、英ポンド圏、日本円圏、中国人民元圏)とは、主要通貨国・地域(米国、ユーロ地域、英国、日本、中国)、および各主要通貨に為替を安定化させる周辺国からなる
- それぞれの周辺国のGDPは、その通貨が主要通貨のバスケットとどのように連動しているか、その連動の強さはどの程度かを考慮して(付表1参照)、バスケットのウェイトに応じて、各主要通貨圏に配分される
- 周辺国のGDPの中で、各主要通貨圏の部分を足し合わせることで、周辺国全体における各主要通貨圏の規模を求める
- 各周辺国で、どの主要通貨圏にも属していない残余部分は、為替フロートしている独自の通貨圏とみなす

## 主要通貨圏の変遷、世界のGDPに占めるシェア(%)

Year	米ドル圏			ユーロ圏			英ポンド圏			日本円圏			人民元圏			残余 (フロート)
	計	米国	周辺国	計	ユーロ 地域	周辺国	計	英国	周辺国	計	日本	周辺国	計	中国	周辺国	
1961	70.2	43.5	26.8	8.7	7.5	1.2	14.1	6.0	8.1	4.5	4.4	0.0	--	--	--	2.6
1970	67.9	38.3	29.6	8.1	7.7	0.4	9.2	4.7	4.6	7.9	7.8	0.1	--	--	--	6.9
1980	44.6	26.1	18.5	20.5	8.7	11.7	7.3	5.2	2.2	11.5	10.3	1.2	--	--	--	16.1
1990	39.0	27.1	11.9	23.2	8.1	15.1	7.6	5.0	2.6	14.8	14.5	0.4	--	--	--	15.4
2000	37.7	30.5	7.2	21.1	18.7	2.6	5.3	5.0	0.3	15.0	14.8	0.3	4.6	3.6	1.0	16.3
2010	28.8	22.8	6.0	21.6	19.1	2.5	4.3	3.8	0.6	8.9	8.7	0.2	9.9	9.2	0.7	26.5
2020	34.9	25.2	9.7	18.2	15.6	2.8	3.9	3.2	0.7	6.3	6.0	0.3	19.8	17.3	2.5	16.9
2023	36.5	26.6	9.8	17.7	15.2	2.3	4.2	3.2	0.9	4.3	4.0	0.3	19.4	17.1	2.3	17.9

注: 1961-1990年の期間では、ユーロはドイツマルクを意味し、ユーロ地域はドイツを指す。それ以降のユーロ地域は、2000年に加盟11カ国、2010年に加盟16カ国、2020年に加盟19カ国、2023年に加盟20カ国を指す。中国は、1961-1990年の期間は周辺国、2000年以降は主要通貨国として扱われている。

Source: Ito and Kawai (2025a)より筆者作成

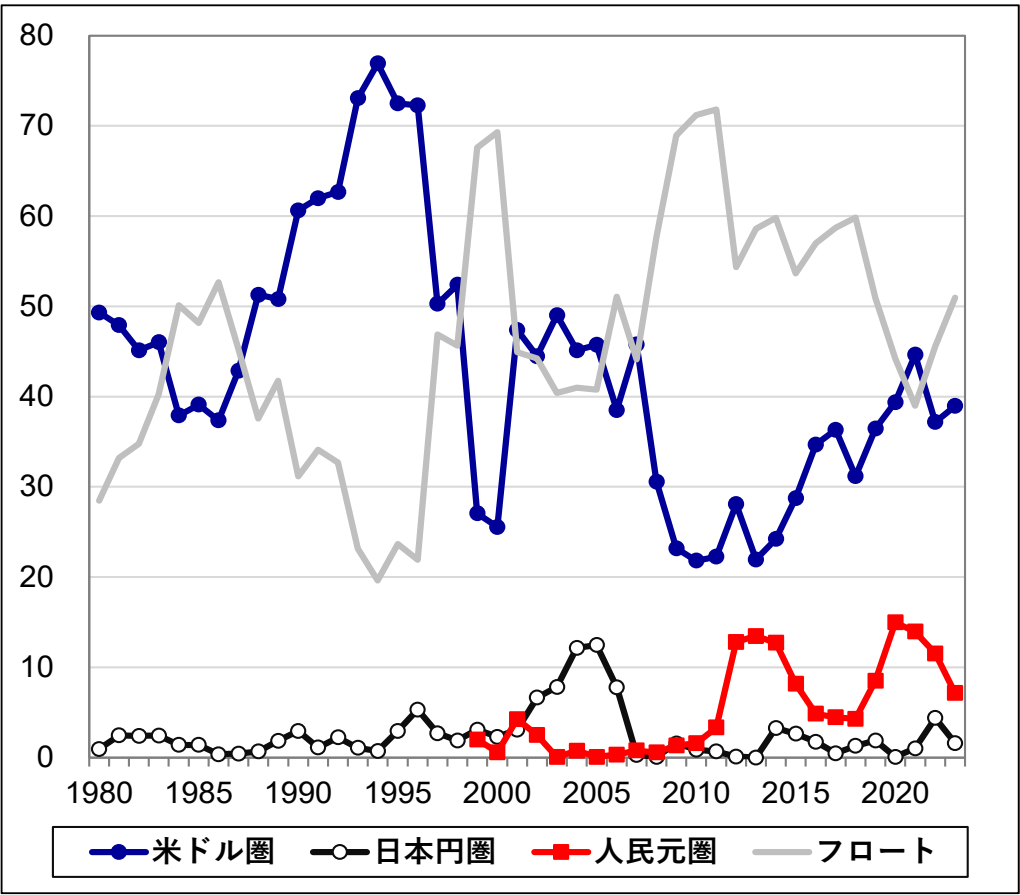
# 人民元圏はどの地域で拡大しているか

人民元圏の規模の変化と周辺地域構成(十億ドル) アジア周辺国での主要通貨圏の推移(GDP比)

年	総額	先進国	アジア	中南米	欧州・中央アジア	中東・北アフリカ	サブサハラ・アフリカ
2010	466	198	93	5	120	9	30
2011	1,216	210	221	514	174	20	78
2012	2,433	580	881	503	376	8	84
2013	3,109	782	962	734	568	4	59
2014	2,817	984	959	605	255	0	13
2015	1,226	426	620	136	22	1	21
2016	916	473	391	32	1	0	20
2017	1,117	598	395	43	12	17	19
2018	1,462	950	401	33	11	13	6
2019	1,689	782	814	8	15	12	7
2020	2,133	626	1,390	10	24	5	12
2021	2,612	951	1,451	18	44	16	19
2022	2,791	1,314	1,234	9	14	70	30
2023	2,401	1,413	787	6	7	69	9

注: 米国、ユーロ地域、イギリス、日本、中国(1999年以降)を除く「周辺国」における人民元通貨圏の規模をGDPの大きさで表示。

出所: Ito and Kawai (2025a) より筆者作成。



注: 日本、中国(1999年以降)を除くアジア地域「周辺国」での主要通貨圏の規模をアジア周辺国全体の対GDP比で表示。

出所: Ito and Kawai (2025a) より筆者作成。

# 基軸通貨としての米ドル利用のメリット・デメリット

	メリット	デメリット
米国	<ul style="list-style-type: none"> <li>「法外な特権」を享受できる</li> <li>敵対国(ないし潜在的な敵対国)に対して「米ドルの武器化」に訴え、国際取引のための米ドル使用を制限することができる</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>米ドルの過大評価が米国の貿易赤字を生み出す可能性がある</li> <li>世界的な金融攪乱時に、ドル流動性を供給して国際金融システムの安定性を図る責任を負う</li> </ul>
米国以外の諸国	<ul style="list-style-type: none"> <li>米ドル市場は流動性が高く、厚みがあり、開放的・安定的で、グローバルな広がりをもち、安全資産を提供する</li> <li>米ドルを国際通貨として利用することで、国際ビジネスを円滑に行える</li> <li>為替レートの安定化を目指す国にとって、米ドルは為替レートのアンカーの役割を果たす</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国の金融政策の変化は、国際資本移動のサイクルを引き起こし、大きな波及効果を及ぼす</li> <li>金融的な混乱・危機時など、緊急に流動性が必要な時に国際流動性を得ることが困難になりうる</li> <li>「米ドルの武器化」の影響を直接的・間接的に受けるリスクがある</li> </ul>

注: 「法外な特権」(exorbitant privilege)とは、以下の点を含む: ①低い借入コスト(流動性が高い安全資産としてのドルに対する世界的な需要が強いため、米国は他国よりも低い金利で資金調達が可能)、②国際ビジネス展開の優位性(米国の多国籍銀行や企業は、自国通貨を使用することで為替リスクに直面することなく、国際ビジネスを展開できる)、③経常収支赤字の容易なファイナンス(ドル建てで資金調達が容易なため、米国は持続的な経常収支赤字を抱えつつも国際収支制約に直面しない)、④金融政策の自律性(FRBはトリレンマ制約に縛られず、金融政策設定において大きな柔軟性を有する)、⑤シニョリッジ収益(米国は他国に米ドルを供給することで、他国から財やサービスを入手できる)

出所: Ito and Kawai (2025b).

# 米ドル優位性の背景

## 米ドルの優位性を支える要因

- 世界経済・貿易・投資・金融に占める米国の規模が大きい
- 米国のマクロ経済・金融システムが他国と比べ、長期的に健全かつ安定的である
- 広く深く厚みがあり流動性の高い開放的な米ドル建て金融市場が存在する
- 米ドルを支える米連邦準備制度(FRB)が米ドル価値の安定を重視する政策をとり、かつ世界的な流動性逼迫時には機動的にドル流動性を供給している
- ネットワーク外部性や慣性効果が存在する
- 米ドルの優位性を脅かす代替的な国際通貨が存在しない



# 通貨シェアの計量分析結果

- 世界全体のクロスボーダー銀行債務残高、公的外貨準備高、国際取引決済額、外国為替市場取引額、国際債券発行残高に使用される諸通貨のシェア、および周辺国における各主要通貨圏のシェアの決定因を探る
- 推定結果 (Ito and Kawai, 2025) によれば、通貨シェアおよび通貨圏シェアは通貨発行国の経済的な特性と慣性効果の影響を強く受ける (付表2, 3, 4):
  - ▣ 通貨発行国の経済規模は正の影響を持ち、ほぼ常に統計的に有意である
  - ▣ 通貨発行国の金融市場の発展度 (FMD) は正の影響を与え、ほぼ常に統計的に有意
  - ▣ 通貨発行国の金融市場の開放度 (FMO) は、通貨シェアのラグを含まない場合には正の影響を与え統計的に有意であるが、通貨シェアのラグを含めると統計的有意性を失う
  - ▣ 通貨シェアの一期ラグは常に統計的に有意で、極めて高い値をとり、慣性効果が強いことを意味する (ただし、その値は主要通貨圏シェアの場合には比較的小さくなる)
- これらの結果は、通貨発行国の経済規模や金融市場の発展度 (および開放度) といった通貨発行国の基礎的要因に加え、慣性効果もきわめて重要であることを裏付ける

\*Ito, Hiro and Masahiro Kawai (2025a). "Determinants of the International Use of Currencies: Implications for U.S. Dollar Dominance." Unpublished manuscript (December 2025).



# 米ドルの強靱性

- 計量分析での慣性効果の重要性は、ある通貨が一旦支配的な地位を占めるとその優位性が長期にわたり持続すること、国際化を始めたばかりの新たな通貨が経済規模を拡大させ、金融市場を発展させても、そのプレゼンスを高めるには時間がかかることを示唆する→米ドルの強靱性は当面の間保たれる

## 人民元に関するシミュレーション分析

- 3つのシナリオを分析 (Ito and Kawai 2025a)
  - ▣ GDPシナリオ: 中国のGDPが米国のGDPと同じ規模になる
  - ▣ FMDOシナリオ: 中国の金融市場の発展度(FMD)と開放度(FMO)が韓国の水準と同じになる
  - ▣ 両者シナリオ: 中国のGDPが米国のGDPと同じ規模になり、かつ金融市場の発展度(FMD)と開放度(FMO)が韓国の水準と同じになる
- 慣性効果を考慮に入れないケースでは、これらのシナリオの下で、人民元のシェアは飛躍的に拡大する(とくに両者シナリオでは、公的外貨準備シェアは7倍の21%になり、人民元圏シェアは3倍の24%になる)
- しかし、慣性効果を考慮に入れると、人民元圏シェアはほぼ不変に保たれる(例外として、両者シナリオでの人民元圏シェアが1.5倍近くの11%になる)

# 人民元に関するシミュレーション分析

慣性効果を考慮に入れないケース（通貨シェアの一期ラグを回帰式の右辺に含まないケース）

	公的外貨準備高				国際取引決済額				外国為替市場取引額				国際債券発行残高				主要通貨圏の経済規模			
	現状	GDP	FMDO	両者	現状	GDP	FMDO	両者	現状	GDP	FMDO	両者	現状	GDP	FMDO	両者	現状	GDP	FMDO	両者
人民元	2.8	12.6	6.8	20.9	2.7	2.3	10.5	9.5	2.2	3.4	5.1	8.0	0.4	0.9	2.3	4.7	8.1	21.3	10.0	23.8
米ドル	58.8	55.1	57.6	50.3	40.5	38.6	37.5	37.9	44.1	41.8	43.3	41.8	47.2	44.5	45.8	44.5	30.6	28.1	30.6	28.1
ユーロ	20.6	18.5	20.2	16.8	36.7	34.8	33.9	34.1	16.2	15.0	15.8	15.0	38.4	35.6	37.3	35.6	8.1	7.7	8.1	7.7
英ポンド	4.8	4.1	4.7	3.8	5.9	5.5	5.5	5.4	6.4	5.9	6.3	5.9	7.9	7.2	7.7	7.2	2.7	2.4	2.7	2.4
日本円	5.5	4.7	5.4	4.3	2.6	2.4	2.4	2.4	8.4	7.8	8.2	7.8	1.4	1.3	1.4	1.3	1.0	0.9	1.0	0.9

慣性効果を考慮に入れるケース（通貨シェアの一期ラグを回帰式の右辺に含むケース）

	公的外貨準備高				国際取引決済額				外国為替市場取引額				国際債券発行残高				主要通貨圏の経済規模			
	現状	GDP	FMDO	両者	現状	GDP	FMDO	両者	現状	GDP	FMDO	両者	現状	GDP	FMDO	両者	現状	GDP	FMDO	両者
人民元	2.8	2.5	2.9	2.6	2.7	2.7	2.8	2.8	2.2	2.5	2.1	2.4	0.4	0.5	0.5	0.5	8.1	12.9	7.2	11.4
米ドル	58.8	58.7	58.8	58.7	40.5	40.4	40.5	40.4	44.1	43.8	44.1	43.8	47.2	47.0	47.2	47.0	30.6	30.0	30.6	30.0
ユーロ	20.6	20.5	20.6	20.5	36.7	36.6	36.7	36.6	16.2	16.0	16.2	16.0	38.4	38.3	38.4	38.3	8.1	8.0	8.1	8.0
英ポンド	4.8	4.8	4.8	4.8	5.9	5.9	5.9	5.9	6.4	6.3	6.4	6.3	7.9	7.9	7.9	7.9	2.7	2.6	2.7	2.6
日本円	5.5	5.5	5.5	5.5	2.6	2.6	2.6	2.6	8.4	8.3	8.4	8.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.0	1.0	1.0	1.0

注: 現状: 2021年(外国為替市場取引額の場合は2019年)の実績値

GDP: 中国の GDP が米国のGDPと同じ規模になる

FMDO: 中国の金融市場の発展度(FMD)と開放度(FMO)が韓国の水準と同じになる

両者: 中国の GDP が米国のGDPと同じ規模になり、かつ金融市場の発展度(FMD)と開放度(FMO)が韓国の水準と同じになる

出所: Ito and Kawai (2025a)

# 長期的な視点：基軸通貨交替の可能性

- 当面は米ドルの優位性は揺るがないとしても、長期的にドルが基軸通貨の地位を占め続けるとは限らず、基軸通貨の交替の可能性もゼロではない
- 米ドルの優位性が大幅に弱まるためには、慣性効果を打ち破るほど重大な2つの条件が満たされる必要がある
  - ▣ 米国にとって極めて不利な展開が、経済・政治・軍事大国としての米国の総合的な地位と、ドルの安全性・安定性に対する信認を低下させること
  - ▣ 米国以外の国・地域において、米国・ドルの競争相手国・地域にとって有利な変化が起こり、それらの通貨がドルの代替通貨としての信頼性を高めること
- 現在は、ドルへの信頼が揺らいだとしても、現実的な代替通貨が存在しないため、世界の投資家や企業は依然としてドルを利用・保有している。しかし長期的には、上記の2つの条件がドルの国際的役割を弱体化させ、競争相手国（挑戦国）の通貨の国際的な役割を高める可能性がある

# 米ドルにとっての長期的なチャレンジ

## 米国経済の相対的な退潮→米国と世界の利害の間の緊張関係の拡大

- 米ドルにとっての最も根本的な問題は、世界経済における米国経済の相対的なシェアの傾向的な低下
  - 米国は国益を追求：米連邦準備制度（FRB）は、世界経済全体のためではなく、米国の経済成長とインフレを安定化させるために金融政策を決定
  - これに対し、世界経済は、持続的な成長、国際貿易・資本移動、金融・為替の安定のために、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
  - そのため、世界経済の中で相対的に縮小する国の通貨である米ドルに依存し続けることは、今後も急速に成長する新興国・途上国経済にとって持続可能ではない
- 米国が「法外な特権」を利用すればするほど、米ドルを支える基盤が崩れていく
  - 基軸通貨の発行国である米国は低金利で海外から借り入れることができることから、経常収支赤字を容易にファイナンスでき、その結果、純国際投資ポジション（NIIP）が傾向的に悪化してきた
  - 現状では、対外資産の収益率が対外負債の収益率よりも高いため、マイナスのNIIPが拡大しても、投資収益はネットでプラスになるが、経常収支赤字が続けば、NIIPはさらに悪化し、いずれは純投資収益もマイナスになりうる
  - それは、米ドル債務に対する信認を低下させ、ドル危機を招いたり、ドルから他通貨への乗り換えを促す
- トランプ政権による、米国の価値資産への攻撃（同盟国を含む他国が米国に対しても信頼感の喪失、グローバルヘルス・気候変動・貧困問題への対応に向けた国際公共財の供給削減、科学・大学・自由主義的価値観の軽視、FRBの独立性の軽視、法の支配の軽視）は、長期的に、米国および米ドルに対する信頼性を徐々に失わせる

# ユーロと人民元のさらなる台頭の可能性

- 米国に次ぐ経済圏である欧州と中国における前向きの改革・展開は、ドルの競合通貨としてのユーロと人民元の信頼性を高める可能性がある
- 欧州における展開
  - ユーロ圏は先進的で開放的な金融市場と安定した制度を有する巨大経済圏であるにもかかわらず、地域統合は未だ完全ではなく、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
  - 財政統合や政治統合の形成、さらにはデジタルユーロの導入を通じてユーロ圏経済がより完全に統合されれば、ユーロは国際通貨としてより魅力的になり、ドルと競合しうる
- 中国における展開
  - 中国の権威主義体制、脆弱なガバナンス・制度、資本取引制限は、グローバルな投資家が人民元資産を大量に保有することを妨げている
  - 中国経済の成長率は傾向的に鈍化しつつあり、現状では、米国経済の規模に追いつくかどうかは見通せず、かつ追いついたとしても、それを大きく上回る可能性は小さい
  - 中国が経済・制度・政治の抜本的改革に着手し、資本取引を完全に開放し、比較的高い成長率を実現させ、かつ世界的な金融混乱時に十分な人民元流動性を供給する準備が整えば、人民元の国際的利用は大幅に促進されよう
  - 中国が米ドルや米国銀行を介さずに人民元による越境取引を促進する新たな決済システムを開発することができれば(CIPSの拡大、mBridgeの運用開始・拡大など)、人民元を米ドルの競合通貨として押し上げることに寄与しうる

# 日本の役割

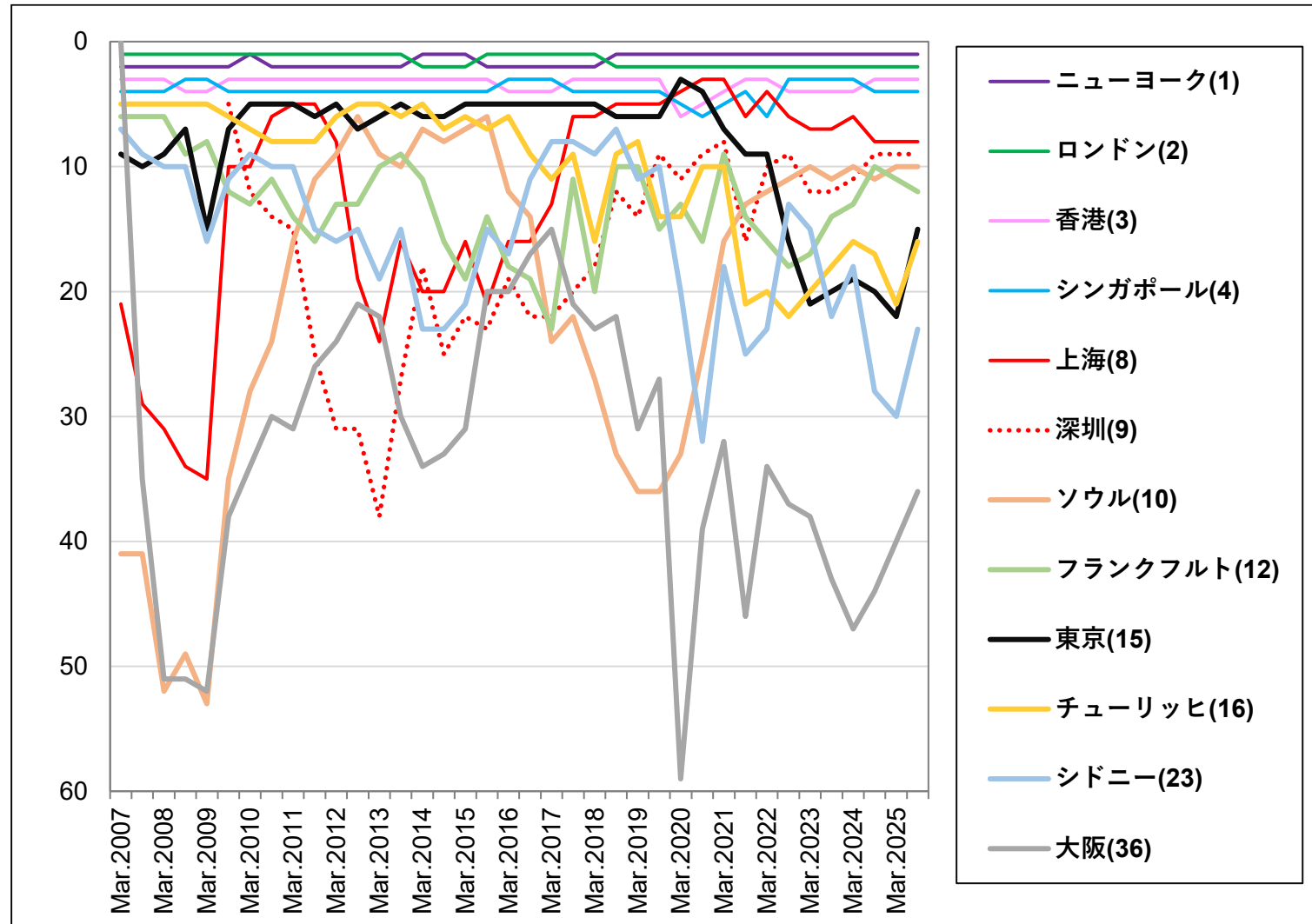
2050年という大競争時代に向けて、日本は何をなすべきか。

- 日本の成長力を回復させて、経済・貿易・投資・金融取引の規模拡大を図り、国際的に低迷する円の役割と東京（・大阪）国際金融市場を再活性化させることが欠かせない。
- 日本が安定的な国際通貨制度から多くの便益を得てきたことをふまえ、それを強化するとともに、日本にとって好ましい方向に展開させる
- 具体的には、G7やG20の枠組みを中心にIMFなどのグローバルな機能強化、インド太平洋地域の金融安定、円や東京（・大阪）国際金融市場のさらなる国際化など、多層的な国際通貨・金融戦略に取り組むべき
  - ▣ 日本の膨大な個人金融資産をインド太平洋地域の新興諸国に証券投資やインフラ投資のかたちで振り向け、これら諸国の経済発展に寄与し、もって日本経済の成長につなげていくという視点から、円と東京（・大阪）の国際金融市場のさらなる国際化をペアで進める
  - ▣ とりわけ人民元が円の役割を侵食するかたちで国際化しており、かつ中国国内の多くの都市が国際金融センター化しつつあることから、円や東京（・大阪）が埋没しないようさらなる政策措置を打ち出すべき
  - ▣ 日本国債の海外保有の促進、域内諸国による円建て・外貨建て債券の発行拡大、円と域内通貨の直接交換市場の発展などをめざす
- そのためには、日銀、財務省、金融庁と各自治体による共同作業が不可欠で、税制、金融規制、金融インフラ面などでの抜本的な改善が望まれる。
  - ▣ 中銀デジタル円については、欧州、中国などに遅れをとらず導入する体制を整えるべき。米国もいずれデジタルドルを導入しよう



# 国際的に地盤沈下する東京・大阪金融市場

## 国際金融センターとしてのランキング



- ニューヨーク、ロンドン、香港、シンガポールがほぼ一貫して世界の国際金融センターとしての評価を受けている
- 東京のランキングは、2020年には香港・シンガポールを上回る3-4位に位置したことがあったが、その後は低迷、2023年から2025年3月にかけては20位台に落ちた（直近は15位に回復）
- それに対し、中国の主要都市が国際金融センターとして台頭しつつある

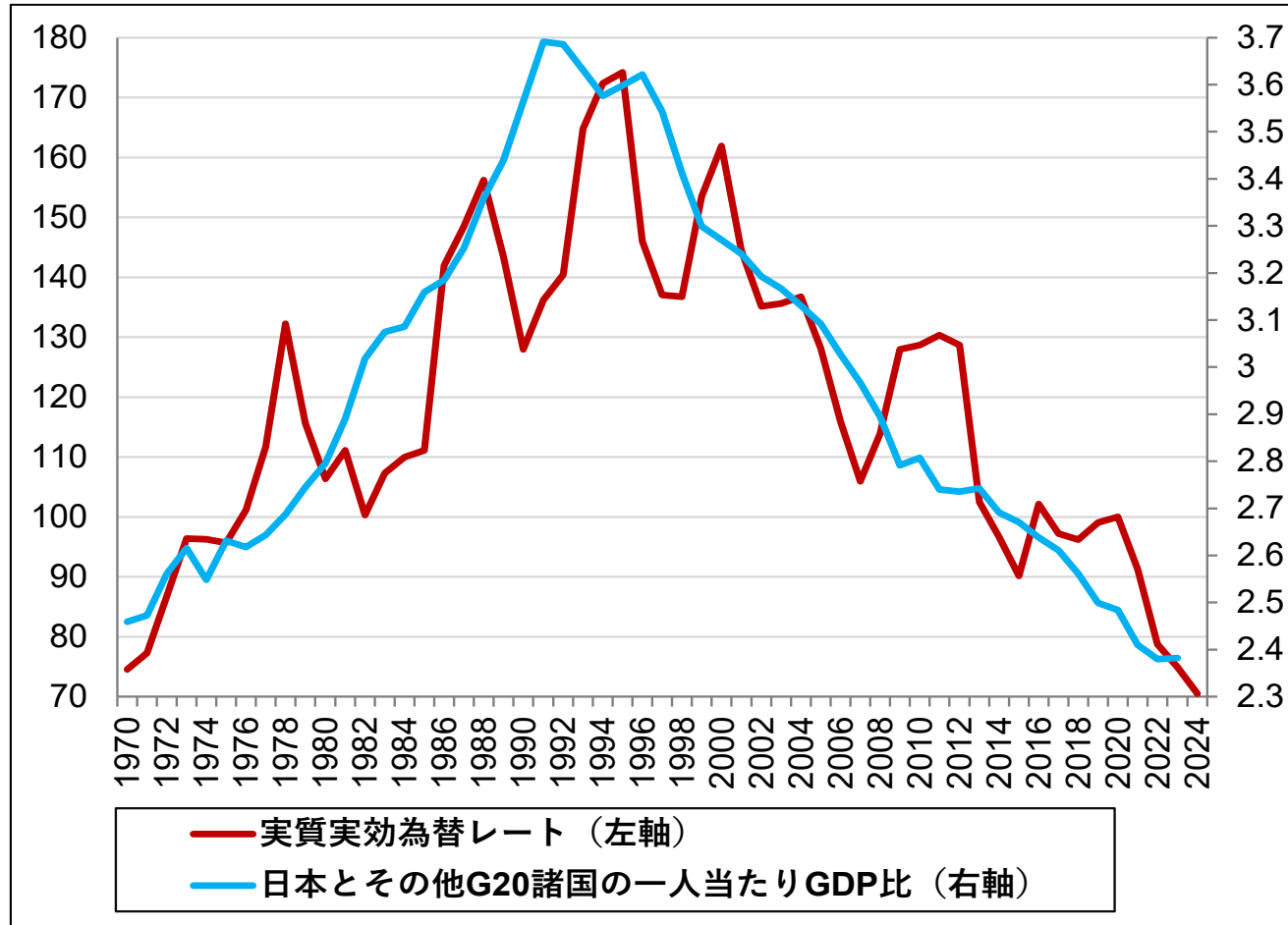


# 円安の根本原因：停滞の日本経済、好調な米国経済

## 日本経済の低成長と米国経済の好調

- 円安が生じてきた直接的な原因は、米国に比べ日本の緩和基調の金融政策にある
- 日米金融政策の違いの背景には、日本経済が構造的な低成長に陥り、持続的な賃金上昇・物価上昇を生み出せていない(したがって緩和基調の金融政策を続けざるをえない)こと、米国経済が日本と比べて好調で、高い賃金上昇・物価上昇に面している(そのため日本よりも金融緩和の度合いが低い)という日米間の経済実態の違いがある
- 現行の円安は、1990年代のバブル崩壊以降続く「弱い日本経済」と日本よりも「強い米国経済」を反映するもので、日本としては円安をテコに経済再生を図ることが迫られている
- とりわけ、実質円安は内外の生産性格差を反映するもので、構造的な問題であり、その解消のためには、生産性の大幅な改善が欠かせない
- 円安をテコに経済再生を図るという発想が必要

# 実質実効為替レートと内外生産性比率



- 内外生産性比率（日本の一人当たり実質GDPと日本を除くG20諸国の一人当たり実質GDPの比率）の動きは実質実効為替レートの動きと強い相関を示す
- バラッサ=サムエルソンの関係が成立する
- 1990年代半以降の実質円安は日本の相対的な生産性低下を反映する

注： 日銀データの実質実効為替レートの上昇・下落は円の増価・減価を意味する。一人当たり生産性は、一人当たり実質GDP（2015年価格・為替レート表示）で表示。

出所： 日本銀行「主要時系列統計データ表」および World Bank, *World Development Indicators database* より筆者作成

<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&series=IT.CEL.SETS.P2&country=WLD>

# 円安にどう対応すべきか

- 円安そのものは、日本経済に依然としてプラスの影響を及ぼしうる
- 輸入に依存する内需型の企業や中小企業にとっての課題は、高い輸入コストを価格に転嫁しにくいことだが、価格転嫁を進められれば、全体的な円安メリットは広く享受されうる ← 価格転嫁の促進
- しかし、過度な円安が急激に生じることのマイナスの影響は無視できず、為替市場介入により無秩序な変動を抑える意味は大きい。より頻繁に市場介入しても問題はない(円安に対する介入であれば、米政府からの理解は得やすい)
- ただし、為替介入の効果は長期にわたって持続するものではなく、あくまで「時間稼ぎ」の手段にすぎない
- 日銀による金利の引き上げは円高を促すが、金利引き上げの判断は為替レートをターゲットにして行うべきでなく、日本経済における物価と賃金の好循環が確認される中で、持続的な2%のインフレ目標の達成に向けて行うべき
- 究極的には、日本は、現行の円安を利用しつつ、構造政策を強化して、生産性の上昇、潜在成長率の引き上げに努力することが必要→それが、国際通貨としての円のプレゼンスの拡大につながる

# まとめ

- 米ドルは、国際通貨システムにおいて、米国の経済規模が大きく、米ドル金融市場が深く、広く、流動的・開放的であることから、支配的な役割を果たしてきた。この状況は短期的に大きく変化するとは考えられない
- しかし、新興国・発展途上国の多くは対米ドル依存が自国の経済・金融安定を保証しないと認識し、BRICSなど多くの諸国は「脱ドル化」を進めつつある
- 極めて長いタイムスパンでは、米ドルの役割が大きく低下する可能性は否定できない
  - ▣ 米国経済の世界的なシェアが持続的に低下する中で、これら新興・途上国は、自国の利益に資する米ドル以外の国際通貨をますます必要とするようになろう
  - ▣ 米国が「法外な特権」を過度に利用し、経常収支赤字を計上し続けるならば、米国のNIIPがさらに悪化し、ドルへの信頼性が損なわれる可能性がある
  - ▣ 現行のトランプ政権下での米国の価値資産を損なう政策が今後も続くことになると、米国・ドルへの信認が損なわれる可能性がある
  - ▣ 欧州が財政同盟ひいては政治同盟を形成して、デジタルユーロの下で、ユーロ債市場を拡大させてユーロの役割を大きく拡大させる可能性がある
  - ▣ 中国が本格的な経済・制度・政治的な改革を進め、資本・為替取引の制限を撤廃させるならば、そしてグローバルサウスを取り込んでいくなら、人民元の役割は各段に高まる可能性がある
- その結果、米ドルの国際通貨としての優位性が徐々に侵食される可能性がある
- 日本としては、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

# 参考文献

- 河合正弘 (2023) 「2020年代の国際通貨システム」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』令和5年第3号(通算第153号)、2023年6月、9－75頁。
- 伊藤宏之・河合正弘 (2023) 「国際通貨体制の変遷：為替レート制度とトリレンマ制度」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』令和5年第3号(通算第153号)、2023年6月、76－122頁。
- International Monetary Fund (2025). *External Sector Report*. Chapter 2 Online Appendixes. Washington, D.C.: International Monetary Fund (July 2025).
- Ito, Hiro and Masahiro Kawai (2021). “Global Monetary System and the Use of Regional Currencies in ASEAN+3,” In D. Guinigundo, M. Kawai, C-Y Park, R.S. Rajan, eds, *Redefining Strategic Routes to Financial Resilience in ASEAN+3* (Manila: Asian Development Bank, 2021), p. 86–159.
- Ito, Hiro and Masahiro Kawai (2025a). “Determinants of the International Use of Currencies: Implications for U.S. Dollar Dominance.” Unpublished manuscript (December 2025).
- Ito, Hiro and Masahiro Kawai (2025b). “Can the BRICS Challenge U.S. Dollar Dominance?” Unpublished manuscript (October 2025).

# 付表1: BRICS 諸国の通貨バスケットと為替レートの安定性・伸縮性

国	年	米ドル	ユーロ	ポンド	日本円	中国人民元	RMSE	ERS	為替レート制度
ブラジル	1970	0.430	0.167	-1.396 **	1.799	--	0.0097	0.6831	管理レート制
	1980	1.005 ***	-0.123	0.030	0.088	--	0.0164	0.4632	管理レート制
	1990	1.161 **	-1.373	-0.615	1.827 **	--	0.0306	0.0000	自由な変動レート制
	2000	1.110	-0.370	0.161	-0.217	0.316	0.0306	0.0000	自由な変動レート制
	2010	0.429	-0.041	0.479 *	-0.249	0.383 *	0.0306	0.0000	自由な変動レート制
	2020	-0.224	0.558	0.234	-0.197	0.629 **	0.0306	0.0000	自由な変動レート制
	2023	0.245	0.752	-0.072	-0.063	0.138	0.0309	0.0000	自由な変動レート制
中国	1970	1.000 ***	0.000	0.000	0.000	--	0.0000	1.0000	厳格な固定レート制
	1980	0.504 ***	0.400 **	0.114	-0.019	--	0.0092	0.7020	固定レート制
	1990	0.990 ***	-0.158	-0.029	0.196	--	0.0172	0.4435	管理レート制
インド	1970	0.090	0.009	0.839 ***	0.062	--	0.0018	0.9420	厳格な固定レート制
	1980	0.369 ***	0.047	0.580 ***	0.004	--	0.0118	0.6129	管理レート制
	1990	0.824 ***	0.062	0.325 ***	-0.211 ***	--	0.0077	0.7473	固定レート制
	2000	0.779 ***	-0.076	0.151 *	0.073 *	0.073	0.0087	0.7147	固定レート制
	2010	0.508 ***	0.312 **	0.188	-0.001	-0.008	0.0213	0.3037	管理レート制
	2020	0.708 ***	0.053	-0.120	-0.050	0.409 ***	0.0158	0.4847	管理レート制
	2023	0.792 ***	0.088	0.079	-0.026	0.067	0.0093	0.6979	管理レート制
ロシア	2000	1.991 **	-0.412	-0.487	0.120	-0.212	0.0306	0.0000	自由な変動レート制
	2010	0.422 **	0.445 **	-0.341	-0.049	0.523 ***	0.0269	0.1192	変動レート制
	2020	0.579	-0.673	0.465	-0.087	0.718 ***	0.0306	0.0000	自由な変動レート制
	2023	1.684 ***	0.861	-0.751	-1.144 ***	0.349	0.0309	0.0000	自由な変動レート制
南アフリカ	1970	0.272 ***	0.006	0.777 ***	-0.055	--	0.0005	0.9826	厳格な固定レート制
	1980	0.948 ***	-0.017	0.056	0.013	--	0.0073	0.7620	固定レート制
	1990	0.285 **	0.524 **	0.064	0.127	--	0.0217	0.2910	変動レート制
	2000	0.501 *	0.240	-0.328	0.125	0.462 ***	0.0278	0.0898	自由な変動レート制
	2010	0.678 **	0.929 **	0.097	-0.699 ***	-0.005	0.0306	0.0000	自由な変動レート制
	2020	-0.256	0.015	0.010	0.037	1.194 ***	0.0306	0.0000	自由な変動レート制
	2023	-0.055	0.712	-0.051	-0.091	0.411	0.0293	0.0523	自由な変動レート制

ERS = exchange rate stability (index); RMSE= root mean squared error.

注: 2000年以前のユーロはドイツマルク。中国人民元は2000年以降にアンカー通貨の可能性が想定されている。

出所: Ito and Kawai (2025a).

- 各国は一つの主要通貨ないし複数の主要通貨のバスケットに為替レートを安定化・管理するケースが多い
- 一般的には、厳格な固定レート制→固定レート制→管理為替レート制→変動レート制→自由な変動レート制への移行が見られる
- 自由な変動レート制の下でも、アンカー通貨が特定される場合がある
- 米ドルが最も一般的なアンカー通貨
- 人民元は、近年、多くの諸国の通貨バスケットにおいて、アンカー通貨として急速に台頭している(ただし、しばしば変動レート制や自由な変動レート制の文脈で)



**付表2：Estimation of currency shares,  $\ln\left(\frac{x}{1-x}\right)$ , w/o the LDV**

	Cross-border bank liabilities		FX reserves		International payments		FX market turnovers		International debt securities issued	
<b>Economic size (EcS)</b>	1.435*** (0.050)	1.341*** (0.073)	1.756*** (0.047)	2.161*** (0.082)	0.880*** (0.038)	1.131*** (0.063)	1.094*** (0.045)	1.222*** (0.071)	1.179*** (0.035)	1.474*** (0.053)
<b>Per capita GDP</b>	1.199*** (0.252)	0.901*** (0.248)	0.788*** (0.189)	1.087*** (0.185)	-0.131 (0.103)	-0.072 (0.079)	0.327*** (0.093)	0.276*** (0.087)	0.556*** (0.069)	0.453*** (0.068)
<b>NEER appreciation</b>	0.510** (0.237)	0.610*** (0.213)	0.033 (0.256)	0.060 (0.230)	0.357 (0.245)	0.520*** (0.188)	-0.409* (0.246)	-0.317 (0.230)	0.490** (0.207)	0.490** (0.200)
<b>NEER volatility</b>	-0.673*** (0.142)	-0.607*** (0.128)	-0.560*** (0.127)	-0.376*** (0.117)	-0.377*** (0.094)	-0.521*** (0.072)	0.313*** (0.100)	0.298*** (0.093)	0.282*** (0.084)	0.345*** (0.081)
<b>Change in GG debt</b>	-2.829* (1.628)	-2.425 (1.464)	0.459 (1.603)	-1.005 (1.456)	-1.083 (1.303)	-0.011 (1.003)	0.091 (0.860)	0.709 (0.810)	0.095 (0.712)	-0.190 (0.688)
<b>FMD</b>	2.655*** (0.586)	3.092*** (1.037)	2.047*** (0.271)	6.821*** (1.140)	0.941*** (0.299)	1.661 (1.025)	1.633*** (0.249)	1.571** (0.688)	1.202*** (0.184)	2.862*** (0.506)
<b>FMO</b>	1.306*** (0.274)	-3.031*** (1.028)	0.245 (0.219)	-0.045 (0.738)	1.227*** (0.219)	4.141*** (0.429)	0.778*** (0.172)	3.447*** (0.473)	1.542*** (0.130)	3.293*** (0.374)
<b>EcS x FMD</b>		0.158 (0.391)		1.595*** (0.399)		0.237 (0.215)		-0.058 (0.127)		0.257*** (0.093)
<b>EcS x FMO</b>		-2.041*** (0.414)		0.042 (0.258)		0.735*** (0.084)		0.584*** (0.092)		0.363*** (0.071)
<b>References:</b>										
<b>Total effect of EcS</b>	1.435***	1.546***	1.756***	1.579***	0.880***	0.837***	1.094***	0.961***	1.179***	1.082***
<b>Total effect of FMD</b>	2.655***	2.671***	2.047***	2.231***	0.941***	0.510***	1.633***	1.831***	1.202***	2.671***
<b>Total effect of FMO</b>	1.306***	2.401***	0.245	-0.166	1.227***	1.065***	0.778***	0.828***	1.542***	1.152***
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	0.83	0.86	0.84	0.87	0.80	0.88	0.84	0.86	0.77	0.79
<b>No. of observations</b>	187	187	270	270	220	220	332	332	1,222	1,222
<b>No. of currencies</b>	5	5	11	11	23	23	46	46	57	57
<b>Years covered</b>	1980 - 2021		1980 - 2021		2011 - 2021		1989 - 2019		1980 - 2021	



# 付表3：Estimation of currency shares, $\ln\left(\frac{x}{1-x}\right)$ , w/ the LDV

	Cross-border bank liabilities		FX reserves		International payments		FX market turnovers		International debt securities issued	
<b>Economic size (EcS)</b>	0.081*** (0.029)	0.085** (0.034)	0.087*** (0.027)	0.089** (0.040)	0.071*** (0.018)	0.100*** (0.032)	0.166*** (0.038)	0.144*** (0.053)	0.094*** (0.016)	0.094*** (0.024)
<b>Per capita GDP</b>	-0.023 (0.063)	-0.023 (0.067)	-0.052 (0.044)	-0.053 (0.050)	-0.004 (0.025)	-0.002 (0.025)	0.078 (0.051)	0.076 (0.051)	0.040* (0.024)	0.037 (0.024)
<b>NEER appreciation</b>	0.067 (0.055)	0.071 (0.056)	0.097* (0.056)	0.098* (0.056)	0.205*** (0.058)	0.195*** (0.058)	-0.029 (0.129)	-0.031 (0.130)	0.116* (0.069)	0.125* (0.070)
<b>NEER volatility</b>	0.047 (0.036)	0.045 (0.036)	-0.029 (0.029)	-0.027 (0.029)	-0.069*** (0.023)	-0.069*** (0.025)	0.073 (0.054)	0.070 (0.054)	0.053* (0.028)	0.055* (0.028)
<b>Change in GG debt</b>	-1.021*** (0.375)	-1.021*** (0.379)	0.013 (0.353)	-0.004 (0.358)	-0.152 (0.327)	-0.215 (0.327)	0.944 (0.653)	0.988 (0.670)	-0.587** (0.237)	-0.579** (0.238)
<b>FMD</b>	0.380*** (0.142)	0.404 (0.275)	0.110* (0.066)	0.068 (0.300)	0.074 (0.074)	0.760** (0.325)	0.265* (0.141)	0.050 (0.373)	0.131** (0.063)	-0.000 (0.182)
<b>FMO</b>	-0.049 (0.068)	-0.137 (0.273)	-0.009 (0.048)	0.061 (0.181)	-0.037 (0.059)	-0.273 (0.170)	-0.101 (0.098)	-0.076 (0.289)	0.016 (0.047)	0.195 (0.135)
<b>EcS x FMD</b>		0.005 (0.101)		-0.018 (0.101)		0.149** (0.068)		-0.040 (0.067)		-0.029 (0.034)
<b>EcS x FMO</b>		-0.044 (0.116)		0.027 (0.063)		-0.045 (0.033)		0.002 (0.055)		0.036 (0.025)
<b>Lagged dependent variable</b>	0.946*** (0.019)	0.942*** (0.022)	0.956*** (0.014)	0.955*** (0.016)	0.942*** (0.017)	0.946*** (0.023)	0.832*** (0.027)	0.834*** (0.030)	0.919*** (0.010)	0.917*** (0.010)
<b>Reference:</b>										
<b>Total effect of EcS</b>	0.081***	0.089***	0.087***	0.089***	0.071***	-0.181***	0.116***	-0.099***	0.094***	0.093***
<b>Total effect of FMD</b>	0.380***	0.391***	0.110*	0.120*	0.074	0.513	0.265*	0.320	0.131**	0.138**
<b>Total effect of FMO</b>	-0.049	-0.020	-0.009	-0.017	-0.037	1.073	-0.101	-2.790	0.016	0.024
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99	0.99	0.96	0.96	0.97	0.97
<b>No. of observations</b>	187	187	266	266	195	195	292	292	1,185	1,185
<b>No. of currencies</b>	5	5	11	11	22	22	45	45	57	57
<b>Years covered</b>	1980 - 2021		1980 - 2021		2011 - 2021		1989 - 2019		1980 - 2021	

# 付表4：Estimation of currency zone shares, $\ln\left(\frac{x}{1-x}\right)$

	ERS-unadjusted				ERS-adjusted			
<b>Economic size (EcS)</b>	1.431*** (0.141)	2.648*** (0.233)	0.303*** (0.108)	0.698*** (0.210)	1.293*** (0.144)	2.610*** (0.235)	0.203*** (0.098)	0.537*** (0.200)
<b>Per capita GDP</b>	-0.155 (0.326)	0.290 (0.313)	0.103 (0.198)	0.240 (0.216)	0.305 (0.335)	0.779** (0.474)	0.193 (0.188)	0.321 (0.207)
<b>NEER appreciation</b>	-0.017 (0.434)	-0.021 (0.383)	-0.036 (0.257)	-0.042 (0.255)	0.261 (0.446)	0.257 (0.387)	0.036 (0.243)	0.044 (0.242)
<b>NEER volatility</b>	-1.542*** (0.250)	-1.360*** (0.223)	-0.513*** (0.160)	-0.533*** (0.159)	-1.564*** (0.266)	-1.367*** (0.224)	-0.397** (0.152)	-0.425*** (0.152)
<b>Change in GG debt</b>	-2.165 (3.232)	-1.096 (2.877)	0.778 (1.925)	0.674 (1.927)	-3.406 (3.319)	-2.209 (2.900)	1.134 (1.827)	0.993 (1.835)
<b>FMD</b>	0.081 (1.098)	12.495*** (2.432)	-0.358 (0.647)	3.148* (1.738)	-0.734 (1.127)	12.644*** (2.451)	-0.635 (0.611)	2.254 (1.663)
<b>FMO</b>	-0.303 (0.363)	-3.072** (1.492)	-0.088 (0.217)	-1.370 (1.021)	-0.390 (0.373)	-3.249** (1.498)	-0.078 (0.206)	-1.054 (1.462)
<b>EcS x FMD</b>		4.777*** (0.951)		1.409** (0.676)		5.131*** (0.958)		1.158* (1.049)
<b>EcS x FMO</b>		-0.808 (0.543)		-0.421 (0.367)		-0.821 (0.547)		-0.312 (0.349)
<b>Lagged dependent variable</b>			0.790*** (0.048)	0.737*** (0.054)			0.840*** (0.045)	0.791*** (0.052)
<b>Reference:</b>								
<b>Total effect of EcS</b>	1.431***	1.131***	0.303***	0.318***	1.293***	0.963***	0.203***	0.212***
<b>Total effect of FMD</b>	0.081	1.778*	-0.358	-0.010	-0.734	1.133	-0.635	-0.355
<b>Total effect of FMO</b>	-0.303	-1.259***	-0.088	-0.427	-0.390	-1.407***	-0.078	-0.341
<b>Adjusted R<sup>2</sup></b>	0.45	0.57	0.81	0.82	0.42	0.57	0.83	0.84
<b>No. of observations</b>	191	191	189	189	191	191	189	189
<b>No. of currencies</b>	6	6	6	6	6	6	6	6
<b>Years covered</b>	1980-2021	1980-2021	1980-2021	1980-2021	1980-2021	1980-2021	1980-2021	1980 - 2021

ご質問・コメント等は  
以下のメールアドレスにお送りください

**河合正弘**

財務省財務総合政策研究所 特別研究官

日本国際フォーラム 上席研究員

東京大学 名誉教授

[mkawai.tokyo@gmail.com](mailto:mkawai.tokyo@gmail.com)