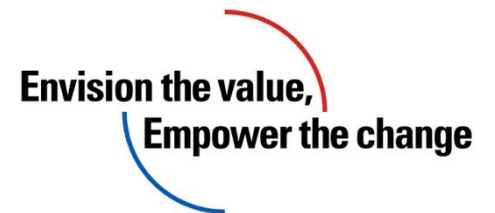


# 『ドル基軸通貨体制・国際通貨システムの行方と日本円の今後』

野村総合研究所 エグゼクティブ・エコノミスト

木内 登英

2025年12月16日

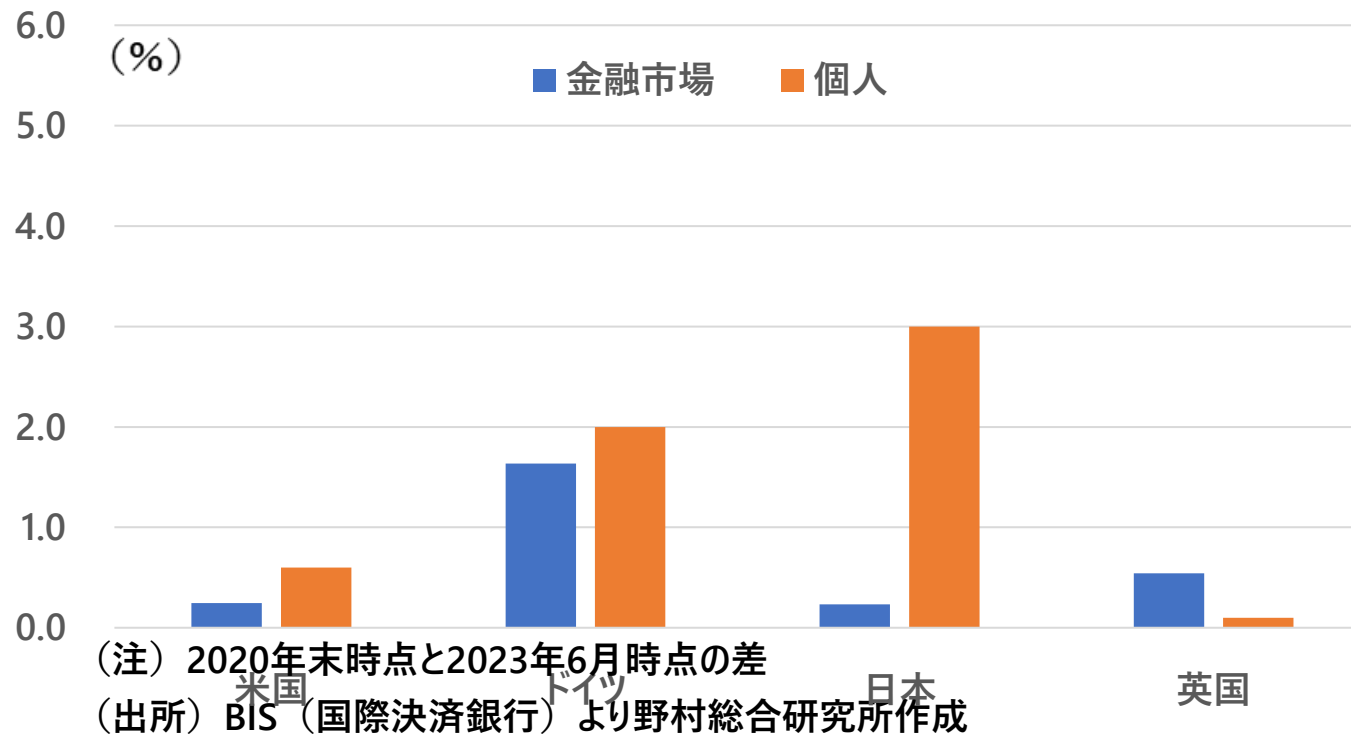


# 要旨

1. 円安は行き過ぎているが、背景にあるインフレ期待の上振れは直ぐに解消しないため、今後緩やかにしか修正されていかない
2. トランプ関税をきっかけとする米国での金融問題発生リスクは残る
3. 中央銀行への政治介入が為替市場に影響。2026年は日・米・欧の金融政策の方向性は分かれ、それが為替市場のボラティリティを高める
4. トランプ政権は、貿易赤字縮小を実現するため関税政策からドル安政策に重点を移す可能性。FRBへの支配を強めてドル安を誘導する可能性
5. トランプ政権はドル安誘導の一方、ドルの覇権維持のためにステーブルコインを活用
6. 事実上の基軸通貨としてのドルの地位は当面揺るがないが、影響力は徐々に低下していく方向
7. 国際決済の仕組みと新興国経済への影響力の2点が、新たな基軸通貨の要件に
8. 長い目で見れば人民元は新興国経済圏でその利用が広がり、先進国経済圏でのドルとの間で事実上の基軸通貨の地位を棲み分けていく可能性も

# 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

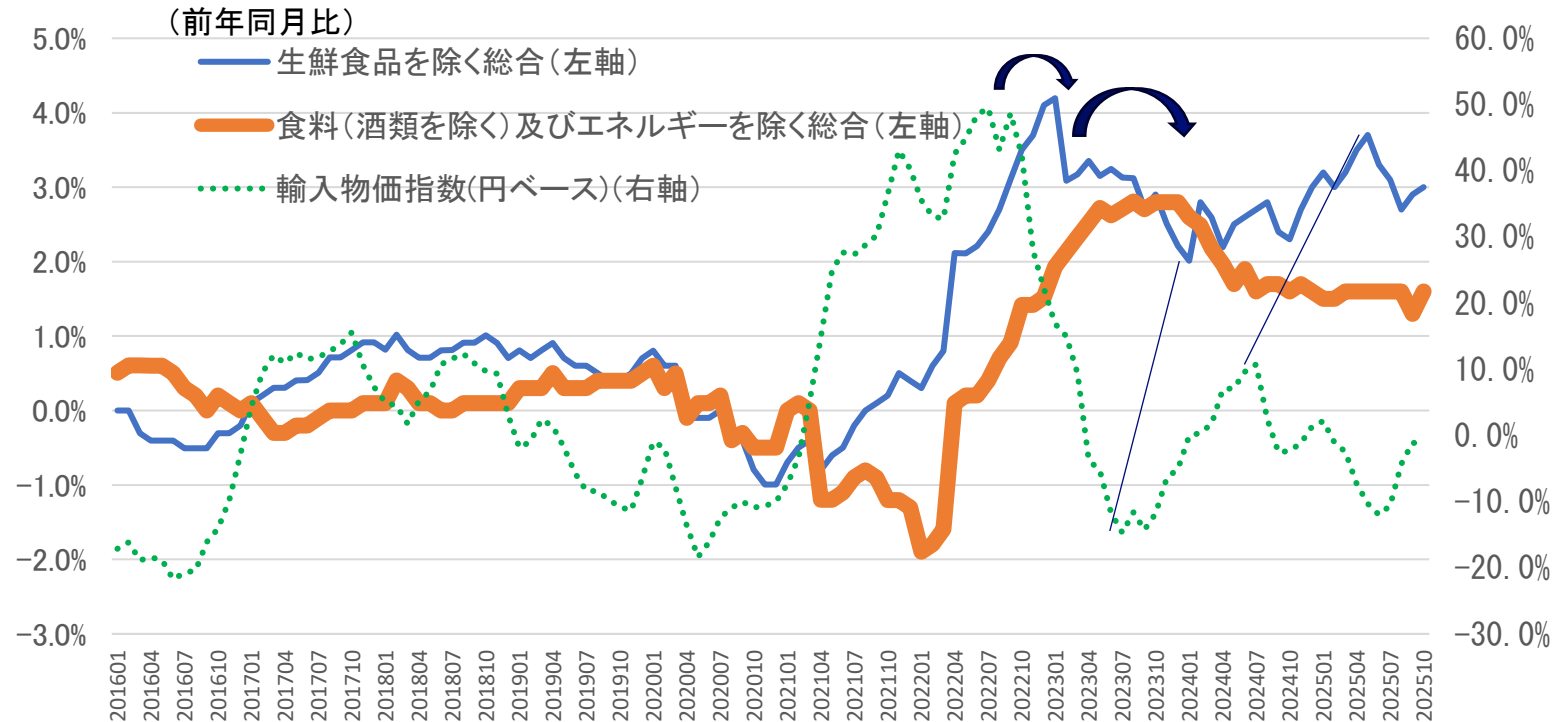
## 長期インフレ期待の変化



- 日本銀行は達成が難しい2%の物価目標にこだわり、物価高騰下でも異例の緩和を継続。これが個人の中長期インフレ期待（懸念）を高め、歴史的な円安と個人消費の下振れの原因に

# 日本の基調的な物価上昇率は1%程度まで低下へ

## 基調的な消費者物価上昇の推移

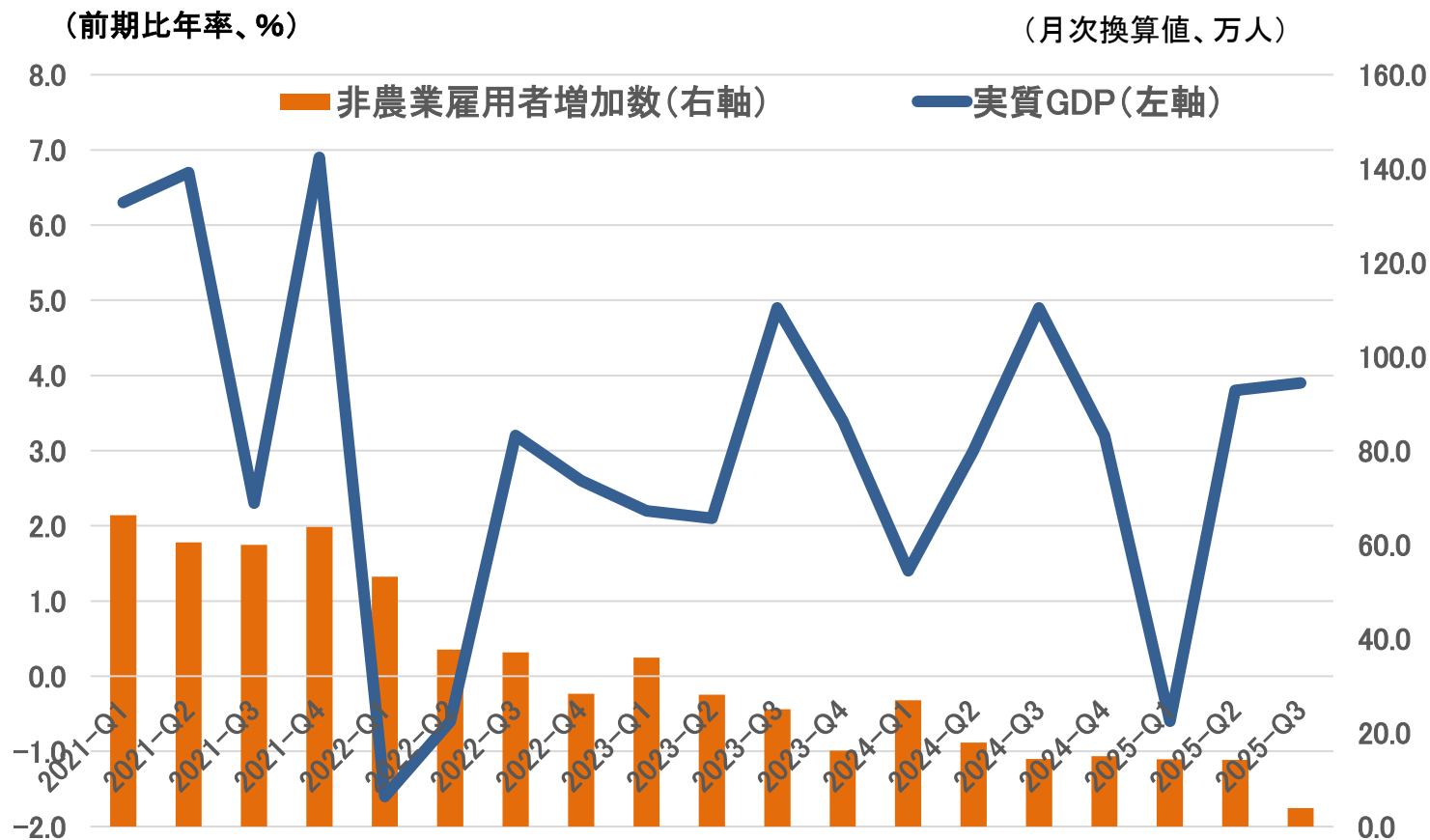


(出所) 総務省、日本銀行より野村総合研究所作成

- 既往の円安による輸入物価上昇、コメ価格高騰、生鮮野菜価格上昇からコアCPI上昇率が上振れるもとでも、コアコアCPIの前年比上昇率は1%台半ばで安定維持。国内物価に大きな影響を与える輸入物価は既に下落基調にあり、今後円安の修正が進めば国内物価上昇率を顕著に押し下げる。コアコアCPIは最終的に1%程度の水準に低下へ

# 米国のスタグフレーション的傾向の行方

## 米国実質GDP成長率と非農業雇用者増加数



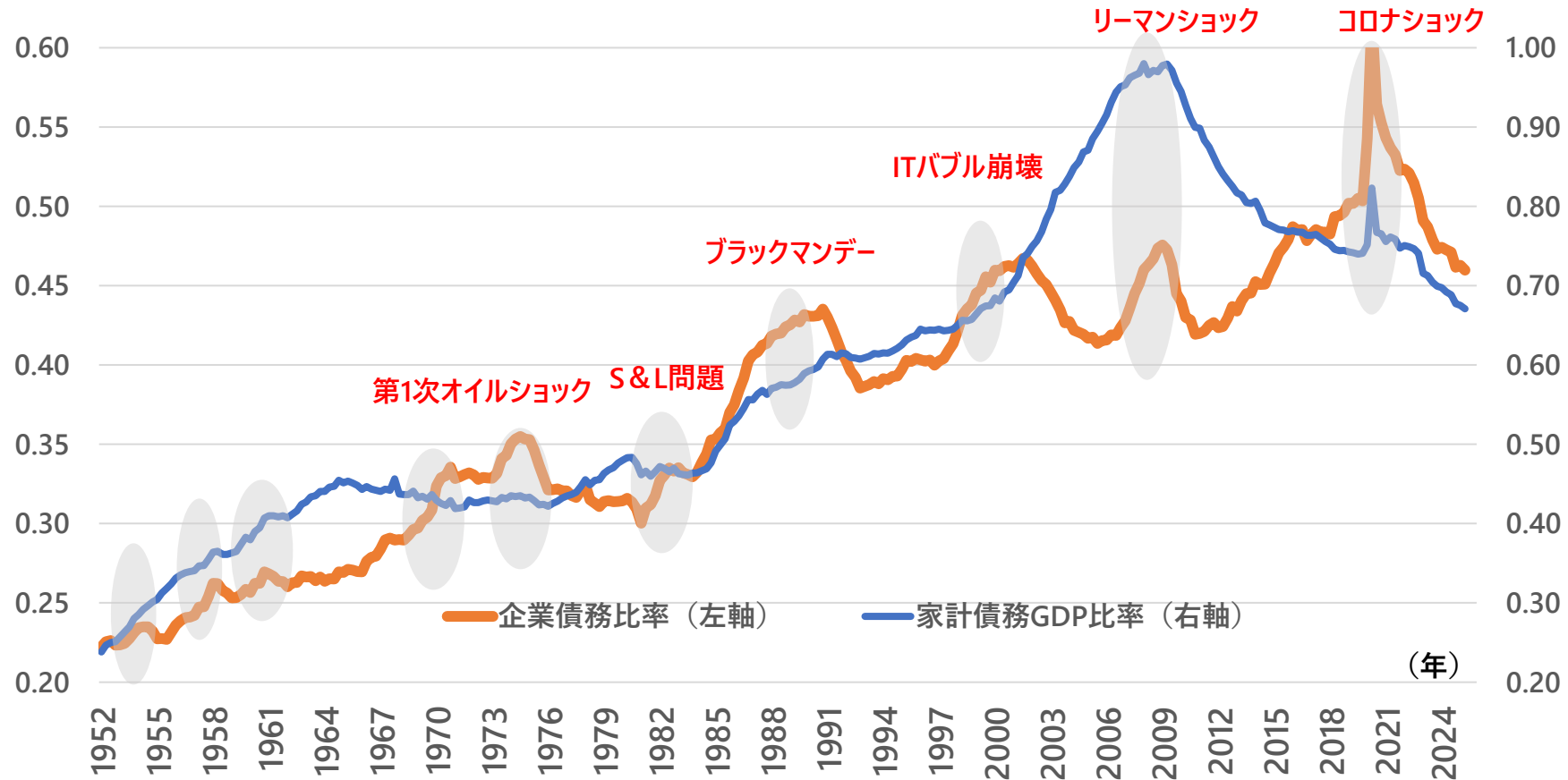
- 雇用の弱さが明確となる一方、GDP成長率はなお高め
- 物価高と株高が各所得層の消費に異なる影響を与えるも、全体的に個人消費は軟調
- 企業は関税による輸入物価上昇分を大きく小売価格に転嫁できず、収益が圧迫
- 物価上昇よりも景気下振れの傾向が顕著となっていく方向に

(注) 最新2025年7-9月期の数字は予測値

(出所) 米商務省経済分析局 (BEA)、米労働省労働統計局 (BLS) より野村総合研究所作成

# 企業の過剰債務がトリガーとなる米国の経済・金融危機

## 米国企業・家計債務サイクルと経済・金融情勢



(注) シャドー部分は景気後退期

(出所) FRB (米連邦準備制度理事会)、米商務省より野村総合研究所作成

## 3つの米国金融不均衡リスク

1. 米中堅銀行による商業用不動産及びレバレッジドローンの不良債権化
2. ハイイールド債、CLOなど高リスク資産に投資を傾けるオープン型ファンドの運用利回り低下と資金流出、金融資産の投げ売り
3. 与信管理が十分できていない一部のプライベート・クレジット・ファンドによる中小企業向け直接融資のパフォーマンス悪化と融資の引き上げ

# 2026年日米欧金融政策への政治介入リスク

【FRB】：FRB新議長指名でトランプ政権のFRB支配が一段と進む      << 強 >>

【日銀】：高市政権の利上げけん制はなお続くもピークは越えたか      << 中 >>

【ECB】：ドイツやフランスのポピュリスト政党から金融緩和要求      << 低 >>

(出所) 野村総合研究所



# 2026年日米欧金融政策見通し

**【FRB】：**FRB新議長指名でトランプ政権のFRB支配が一段と進む。  
2026年下期には政策金利は中立水準とされる3%を下回る見通し

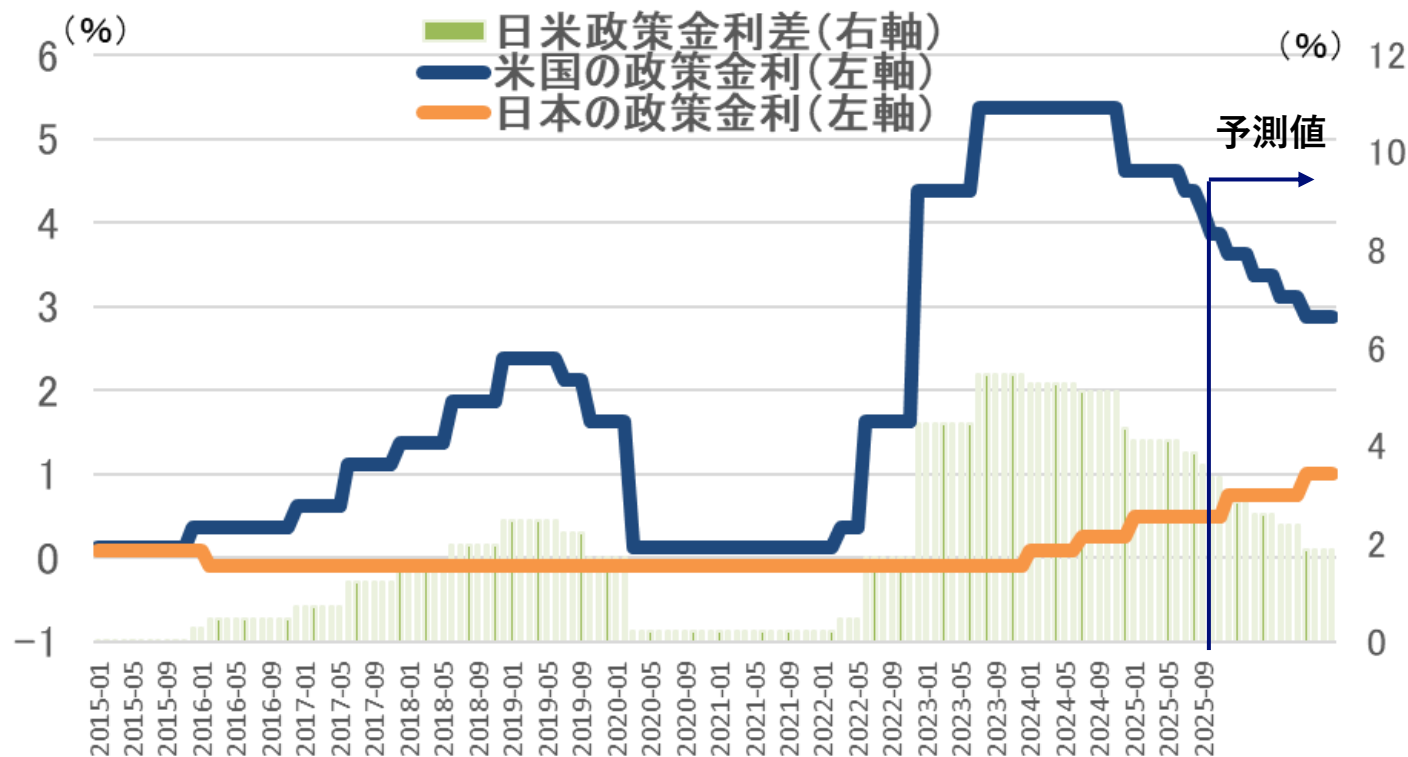
**【日銀】：**2026年下期に政策金利は1.0%まで引き上げられる。ターミナルレートは1.0%～1.25%と予想。高市政権との対立は続き、円安局面で政権の利上げ容認姿勢が浮上するタイミングを捉えて日銀は追加利上げを実施か

**【ECB】：**物価上昇率は2%弱の水準で安定するもと、ECBは2026年には政策金利を据え置く見通し

(出所) 野村総合研究所

# 独立性が脅かされる日米中央銀行

## 日米政策金利の推移と予測値



(注1) 米国の政策金利はFF（フェデラルファンド）金利誘導目標レンジの中心値

(注2) 予測は野村総合研究所作成による

(出所) FRB（米連邦準備制度理事会）及び日本銀行より野村総合研究所作成

- FRBへの利下げ要求を繰り返してきたトランプ政権は、足元では人事を通じてFRBへの支配を進めている。2026年5月にパウエル議長の後任に利下げ積極派を指名し、一段と支配を強める見込み
- FRBへの政治介入は通貨の信認を低下させ、金価格高騰などディバースメント取引を後押しする
- 日本でも政府による日本銀行への政治介入のリスクが浮上。両国で中央銀行の独立性が揺らぐ事態は、世界の金融市場の安定にマイナス

# 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

## 【米財務省公式声明（2025年10月28日付）】

「健全な金融政策の策定とその発信は、インフレ期待の安定と過度な為替変動の防止において極めて重要な役割を果たします。アベノミクス導入から12年が経過し、日本の経済環境は大きく変化しています」

## 【ベッセント財務長官のX投稿（2025年10月29日）】

「日本政府が日本銀行に十分な政策運営の裁量を認める姿勢は、インフレ期待を安定させ、過度な為替変動を抑える上で鍵となります。」

「アベノミクスが単なるリフレ政策から、日本国民の成長とインフレ懸念のバランスを取る政策へと進化してきた点を深く理解している片山財務相に感謝します。」

# トランプ政権のブレトンウッズ体制再編構想

1. 関税による貿易赤字縮小（国内生産の拡大）
2. ドル安政策とドルの基軸通貨の地位維持の両立（マールアラーゴ合意）
3. 安全保障政策の費用負担見直し

（出所）“A User’s Guide to Restructuring the Global Trading System, Hudson Bay Capital, Stephen Miran, November 2024  
より野村総合研究所作成

# プラザ合意の経験とドル安円高の経済リスク

## ドル安誘導策による円高進行のポテンシャルと日本経済への影響

	実質実効ドル指数の下落率	ドル円レートが同率下落した際の水準 (円の対ドルレート、円)	名目・実質GDPへの影響 (2年間の効果)
1. 実質実効ドル指数が、現状(2025年9月の109.5)から1964年1月以来の平均値(92.6)まで下落するケース	-10.3%	138.1	-0.44%
2. 実質実効ドル指数が、現状(2025年9月の109.5)から1985年プラザ合意直前のピークから合意直後の安値(1988年12月の78.5)までと同じ幅で下落するケース	-24.0%	117.0	-1.03%
3. 実質実効ドル指数が、現状(2025年9月の109.5)から1964年1月以降の最安値(2011年4月の73.7)まで下落するケース	-28.6%	109.9	-1.23%

(注1) 2025年9月の実質実効ドル指数と最新のドル円レート1ドル154円をベースにした試算

(注2) 名目・実質GDPへの影響は、内閣府「短期日本経済マクロ計量モデル(2022年版)」に基づく試算値

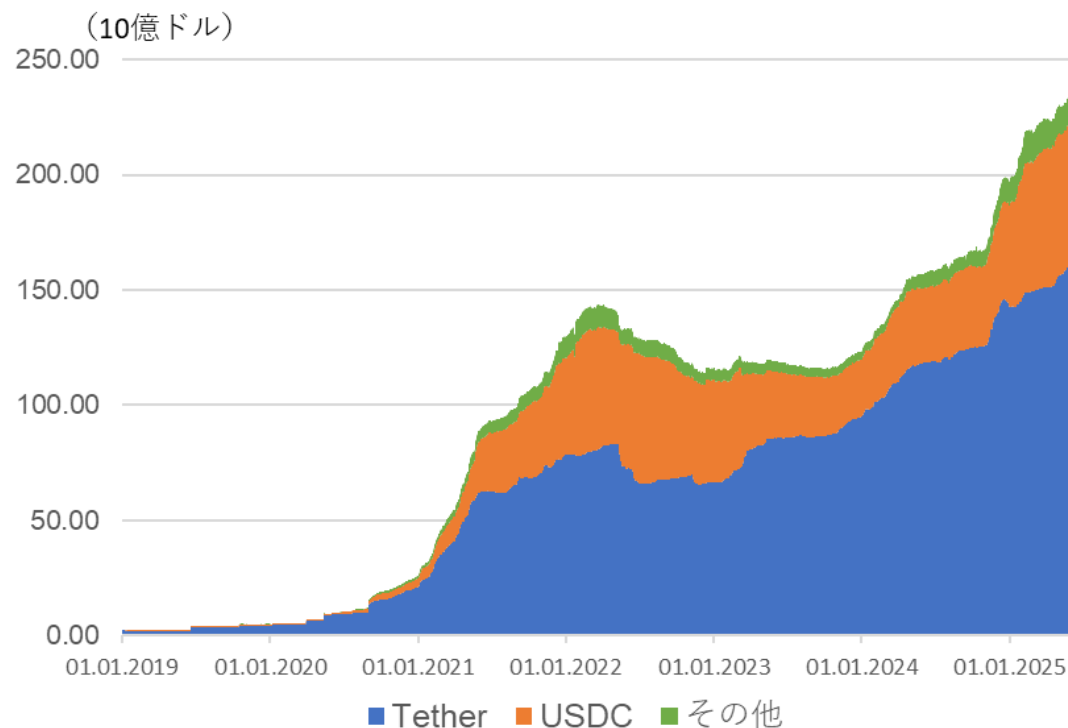
(出所) 野村総合研究所

# ステーブルコインとは何か？

1. ステーブルコインは、法定通貨や商品、金融資産等に価値を連動させた、価格の安定を重視して設計された暗号資産
2. 2023年6月に日本（改正資金決済法）、2025年7月に米国で成立した関連法（ジョージアス法）等は、発行者に法定通貨建ての準備資産（銀行預金、短期国債など）を保有することを義務付けた
3. ブロックチェーン上で取引されるため、迅速・低コストでの価値移転が可能に。法改正によって、従来の海外送金、DeFi取引、暗号資産投資の待機資金等での利用から、店舗での買い物にも利用されるようになる
4. 日本では2025年10月に第1号の発行が始まった。主要銀行が発行の計画を進めている
5. トランプ政権は国内での利用だけでなく、国際決済での利用を拡大し、ドル覇権を強化する狙い

# 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

## ステーブルコインの時価総額の推移



(注) その他のステーブルコインはEthena USDe、Dai、Sky Dollar

(出所) "The next-generation monetary and financial system", BIS Annual Economic Report 2025, June 2025 より野村総合研究所作成

## 2024年の米国短期国債の主要な購入者

GMMF (ガバメントMMF)	JPモルガンGMMF	53.40
	フィデリティーGMMF	25.80
ステーブルコイン		39.30
国別	中国	43.70
	日本	22.80
	香港	20.50
	ケイマン諸島	16.30
	イスラエル	12.90
	シンガポール	11.10
	ドイツ	9.03
	アラブ首長国連邦	7.77
	ルクセンブルク	7.64
	ベルギー	6.69
	セントヘレナ	6.23

(注) 単位は10億ドル

(出所) "The next-generation monetary and financial system", BIS Annual Economic Report 2025, June 2025 より野村総合研究所作成

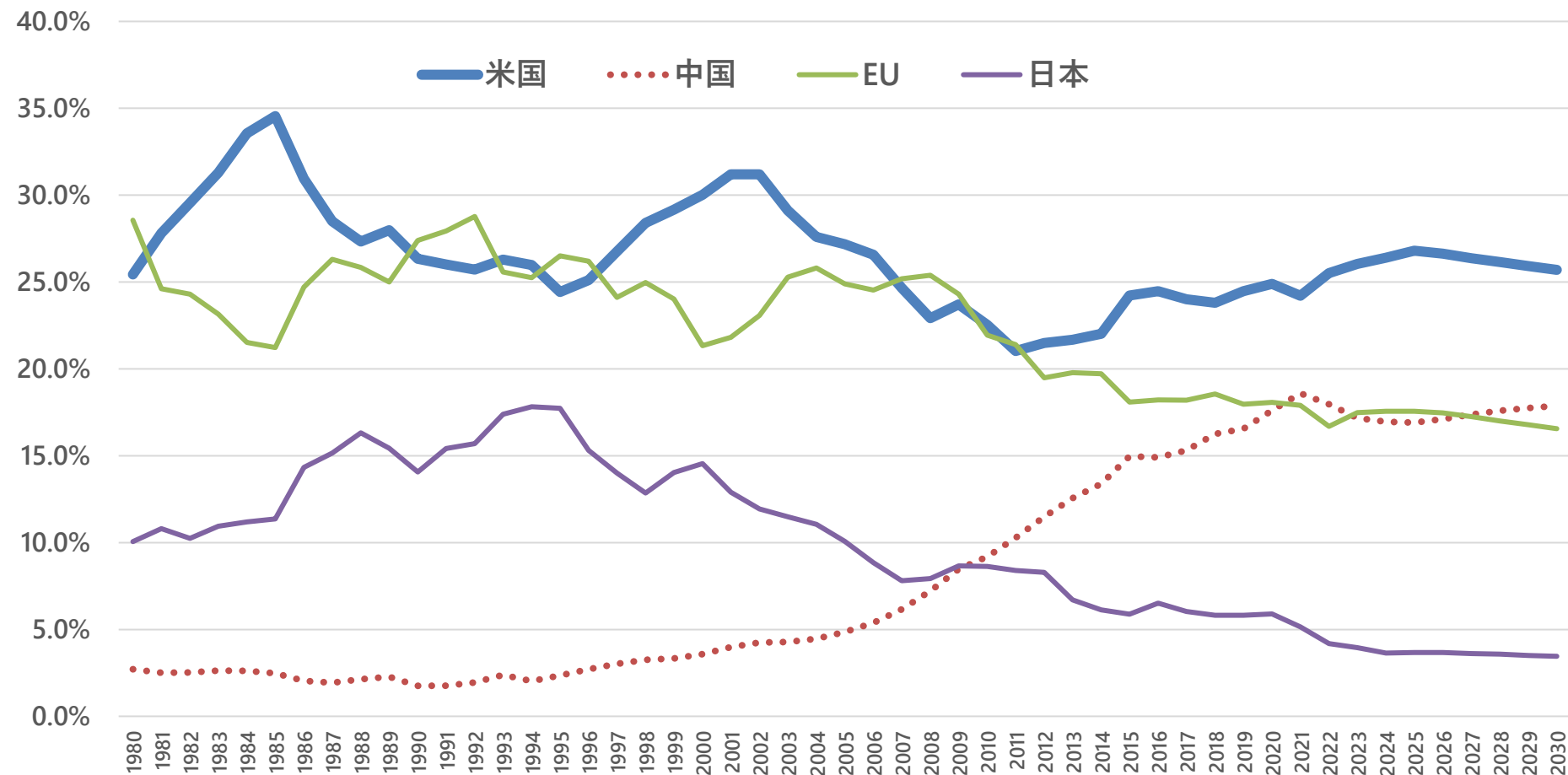
- ステーブルコインには、国債市場を混乱させる、金融政策の効果を損ねる、マネロンなど犯罪に使われる、などのリスクがある

# 「法定のCBDC」対「民間のステーブルコイン」

1. ビットコイン、リブラ計画など暗号資産の決済手段としての問題点に対応したデジタル通貨として、世界の中央銀行は法定通貨としてのデジタル通貨である中銀デジタル通貨（CBDC）の発行計画を進めてきた。主要国では中国がCBDCの正式発行に最も近い
2. トランプ米政権はジニアス法でステーブルコインの流通拡大を図る一方、CBDCの発行を禁じる法律が議会で審議中。米国の決定は、CBDC計画を進めてきた他国に動揺をもたらしている
3. 香港は2025年8月にステーブルコイン関連法を成立させた。中国はCBDCとステーブルコインの双方でドル覇権に対抗する方向
4. ECB（欧州中銀）は、2023年11月に開始した準備段階が終了し、2029年中にはCBDC（デジタルユーロ）の発行準備が整う予定。日本銀行もいずれECBに追随する可能性
5. 将来的に国際決済は、米国中心の銀行決済、ドル建てステーブルコイン決済、CBDCを利用した決済、中国中心の銀行・CBDC・ステーブルコイン決済が互いに覇権を争う構図か



# 主要国・地域の世界のGDP構成比の推移



(注) 2025年以降はIMF（国際通貨基金）の予測値

(出所) IMF（国際通貨基金）より野村総合研究所作成

# 新興国経済の影響力が高まる

## 【ドル建て名目GDPの国別順位】

	2025年		2026年		2030年
1位	米国	30.62	米国	31.82	米国
2位	中国	19.40	中国	20.65	中国
3位	ドイツ	5.01	ドイツ	5.33	インド
4位	日本	4.28	インド	4.51	ドイツ
5位	インド	4.13	日本	4.46	日本
6位	英国	3.96	英国	4.23	英国
7位	フランス	3.36	フランス	3.56	フランス
8位	イタリア	2.54	イタリア	2.70	ブラジル
9位	カナダ	2.28	カナダ	2.42	イタリア
10位	ブラジル	2.26	ブラジル	2.29	カナダ

(注) 数値は兆ドル

(出所) IMF, World Economic Outlook (October 2025)

## 【購買力平価GDPの国別順位】

	2026年	2030年
1位	中国	中国
2位	米国	インド
3位	インド	米国
4位	日本	インドネシア
5位	ドイツ	トルコ
6位	ロシア	ブラジル
7位	インドネシア	エジプト
8位	ブラジル	ロシア
9位	英国	日本
10位	フランス	ドイツ

(出所) IMF, World Economic Outlook (October 2025)

Copyright (C) Nomura Research Institute, Ltd. All rights reserved.

# 中央銀行の外貨準備選択（シンクタンク・OMFIF調査）

- 各中央銀行が外貨準備を選択する際に、安全性(Safety)と流動性(Liquidity)に加えて、新たに① 地政学リスクへの適応力、② 資産構成の柔軟性、③ 技術変化への対応力、の3要素を重視するようになっている
- 多くの中央銀行は準備金の70%から80%をドル建てで保有。ドルは今後10年、世界の準備資産の5割以上を占めると予想されている
- 58%の中銀当局者が「今後1、2年で準備資産の多様化を計画している」と回答。米国債に対する信認や、FRB（連邦準備制度理事会）の独立性が揺らぐことがあれば、準備資産を別の通貨の国債へ緩やかに移すことを検討
- 地政学的緊張や制裁リスクへの備えから、ほぼすべての中央銀行が保有比率を引き上げる方針
- ドルの代替となり得る通貨について、ユーロは「ユーロ圏の経済見通し」、「地政学的リスク」、中国人民元は「市場の透明性」がそれぞれ問題とされた
- 中銀の93%がデジタル資産に投資していない。外貨準備のトークン化には関心が寄せられているが、暗号資産には慎重な見方が多い

# 中国人民元の基軸通貨としての潜在力

## 通貨別国際決済額比率

通貨	シェア (%)
米ドル	46.7
ユーロ	22.2
英ポンド	6.8
日本円	4.0
人民元	3.5
カナダドル	3.2
香港ドル	1.7
豪ドル	1.4
その他	10.5

(注) 2025年10月時点

(出所) SWIFT (国際銀行間通信協会) より野村総合研究所作成

- 現時点で中国人民元は、基軸通貨の条件を十分に満たしていないが、経済圏の拡大、中国人民元や中国の国際決済システムの利用拡大、外交力・政治力に基づく海外での人民元利用の拡大によって、中国人民元の国際決済でのプレゼンスが将来的に高まる可能性がある
- 2025年に米国は世界の名目GDP比で26.1% (IMF見通し) だが、国際決済でのドルの比率は46.7% (SWIFT) 。後者は前者の1.79倍
  - 1) 中国人民元の国際決済比率が世界のGDPの中の中国のGDPの比率まで上昇する場合 ⇒ **16.0%**
  - 2) 中国人民元の国際決済比率が世界のGDPの中の中国のGDPの比率の1.79倍まで上昇する場合 ⇒ **28.6%**
  - 3) 中国人民元の国際決済比率が、世界に占める「上海協力機構」加盟国のGDP比率まで上昇する場合 ⇒ **21.6%**
  - 4) 中国人民元の国際決済比率が、世界に占める「一帯一路構想」加盟国のGDP比率まで上昇する場合 ⇒ **39.0%**
- 将来的には、ドルは先進国地域の基軸通貨、人民元は新興国地域の基軸通貨として併存する可能性も