

米ドル覇権の行方

櫻川 昌哉

Sakuragawa Masaya

【要旨】

基軸通貨とは単なる経済力の反映ではなく、国家がいかに予測可能で信頼できる制度やルールを提供できるかというソフトパワーの結晶である。米国の強みは、中央銀行の独立性、法制度の安定性、契約執行の確実性、開かれた資本市場、政策の透明性など、市場原理を尊重しかつ金融市場全般の質の高さを保証する制度とルールを構築してきたことにある。その帰結が米ドルに対する信認である。仮に、米ドル覇権が衰退するとしたら、米国自らがソフトパワーを削るような自滅的な行動に走ったときであろう。中国の台頭や決済のデジタル技術の進化は決定的な原因とはならない。中国の事例は、ハードパワーの拡大のみでは通貨の国際的信認を獲得できないことを示している。ゆえに、金融制度を設計・運営する能力、すなわち「国家の金融力」は、現代におけるソフトパワーの中核的源泉のひとつと位置づけられる。

1 通貨とソフトパワー

通貨について基本的なところから考えてみよう。ある財が、次のような3つの機能を兼ね備えているとき、われわれはその財を「貨幣」あるいは「通貨」と呼ぶ。まず、共通の単位として商品の価値を評価する機能、つまり「価値尺度」としての機能が挙げられる。次に、財の交換を円滑に処理する機能、つまり「交換手段」としての機能が挙げられる。そして、安全かつ流動性の高い資産の価値を維持する機能、つまり「価値の貯蔵」としての機能が挙げられる。

すると、上記の議論とのアナロジーで、国際通貨が担うべき機能は、国際的な価値尺度としての機能、国際的な決済手段としての機能、国際的な貯蔵手段としての機能ということになる。日本から米国に輸出される小型車が、100万円と日本円単位で契約されれば（つまり円建てであれば）、日本円が国際的な価値尺度の機能を果たしていることになり、1万ドルと米ドル単位で契約されれば（つまり米ドル建てであれば）、米ドルが国際的な価値尺度の機能を果たしていることになる。さらに、ある通貨が、実際の貿易の決済や取引に利用されるとき、交換手段としての機能を果たしていることになる。日米間の貿易では、日本円あるいは米ドルが決済通貨として使われる。貿易で稼いだ資金をそのまま寝かしておくのは損である。次の貿易の決済に使うまでの間、収益をもとめて金融資産で運用することになる。日本国債

や日本株など円建て資産で運用すれば、日本円が価値貯蔵手段として利用されることを意味し、米国債など米ドル建て資産で運用すれば、米ドルが価値貯蔵手段として利用されることを意味する。

これら3つの機能の中で強いてどれが最も大事かと問われれば、価値貯蔵手段としての機能である。自国通貨が国際的に利用されるためには、安全かつ流動性の高い資産の価値を維持する機能を国際的に提供する必要がある。しかし、国際的に安全資産を供給することは簡単なことではない。

海外に安全資産を供給するためには、国内総生産（GDP）の規模や貿易額などのハードパワーだけでなくソフトパワーも優れていなければならない。ジョセフ・ナイは「魅力を通じて他国を従わせる力（ability to get what you want through attraction）」をソフトパワーと定義した。ソフトパワーとは、他国からみて信頼できる、正当性がある、有能である、普遍性がある、そして模範になりえると感じさせる力である。より客観的にいえば、ソフトパワーの源泉は、国家の制度やルールを設計する能力であり、その仕組みを予測可能な形で運営する能力である。通貨や金融の世界に照らし合わせれば、自国の通貨を基軸通貨に押し上げる力はその国のもつソフトパワーの成果である。

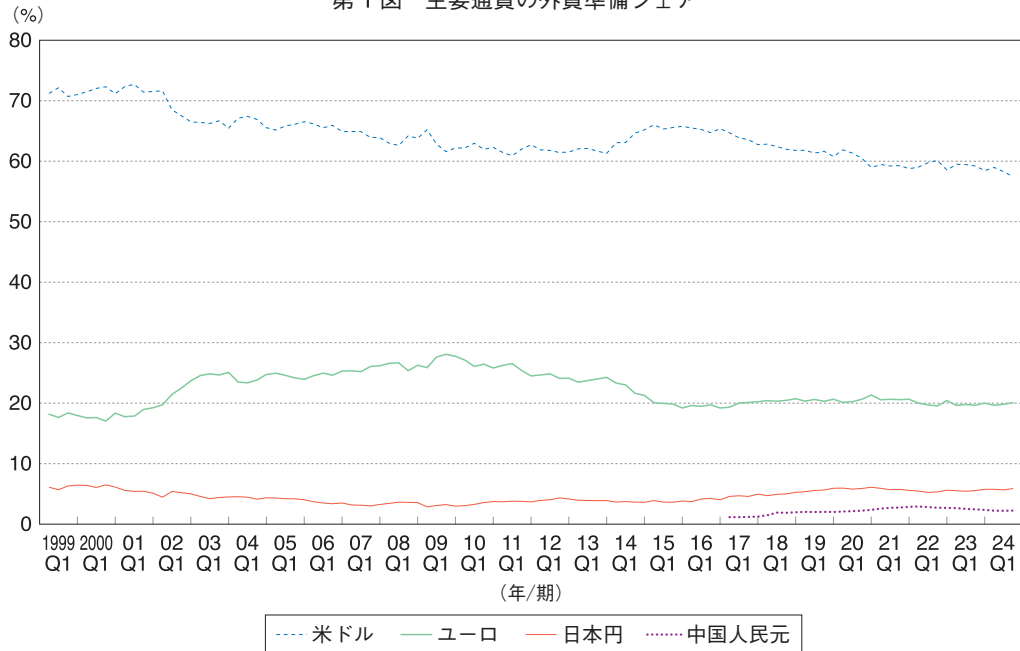
では、具体的に何が必要か？ まず、規模が大きくかつ流動性の高い国債市場を備えていることである。安全資産への需要はしばしば大口であり、大規模にかつ迅速に売買できる市場を用意する必要がある。また、法の支配が確立しており、投資家の権利保護に信頼性があることである。国家の都合で資産が凍結される心配や没収されるリスクがあるようでは安全資産にはなりえない。次に、国境を越えた資本の自由な取引が保障されていることである。さらに、中央銀行の独立性が保証されていることである。中央銀行が政治的圧力に従属しているようだと、自国通貨は常にインフレのリスクにさらされ、自国通貨建ての安全資産の価値が毀損するおそれがある。その一方で財政危機に陥ったとき、中央銀行が流動性を市場に潤沢に供給して「最後の貸し手」としての機能を果たす必要がある。総じていえば、安全でかついつでも売買できる十分な量の資産を海外に供給できるかが問われるのである。

2 外貨準備シェア

自国通貨建ての安全資産を一定の規模で国際的に供給できる能力をもつのは、米国を除けば、日本、英国、ユーロ圏に限定される。そして言うまでもないことであるが、国際的に流通する安全資産の話はそのまま国際通貨の話と読み替えることができる。つまり、国際通貨の機能を兼ね備えてきたのが、米ドル、ユーロ、日本円、英ポンドの主要4通貨である。

第1図は、全世界の外貨準備に占める米ドル、ユーロ、日本円、人民元のシェアの推移を示している（出所：CONFER, IMF）。GDPに占める主要4地域（米国、ユーロ圏、日本、英国）のシェアは、新興国の台頭もあって、世界金融危機を境にして大きく低下している。これら4地域の世界のGDPシェアはこの20年ほどの間に、米ドル換算のGDPで評価して70%から48%へと大幅に低下している。にもかかわらず、外貨準備に占める主要通貨のシェアは、2023年の段階で90%のシェアを維持している。データは、自国通貨建ての安全資産を一定の

第1図 主要通貨の外貨準備シェア



(出所) CONFER, IMF.

規模で国際的に供給できる潜在的な能力をもつのは、米国を除けば、日本、英国、ユーロ圏などに限られるという見解を支持している。

米ドル資産の準備通貨に占めるシェアは過去20年の間に71%から59%へ低下している。しかし、世界全体のGDPにおける米国のシェアが米ドル建てで25%程度であることを考えると、十分に高い数字であり、いまだに米ドルが基軸通貨であるというにふさわしい数字である。米ドルに対峙する通貨として期待されて登場したユーロは、誕生から最初の10年間、シェアを順調に増加させ、ピーク時の2009年には、28%までシェアを伸ばした。しかし、財政危機の痛手は大きかった。2012年、欧州中央銀行（ECB）総裁のマリオ・ドラギが、「ユーロを守るためなら何でもする」と発言して、「最後の貸し手」として欧州の国債市場を救済しようとしたが、ユーロのシェアはその後低落し、現在では20%程度にとどまる。

では、人民元のシェアが上昇して、米ドルシェアの低下を埋め合わせたのかといえ、そうともいえない。今世紀に入ってから中国は、輸出と輸入の急速な拡大、一帯一路による広域経済圏の拡大、デジタル人民元の開発、銀行間決済システムのグローバル化、さらには人民元の特別引出権（SDR）への加入等、自国通貨の国際化に乗り出すための必要条件を次から次へとそろえてきた。特に、輸出額と輸入額は、米国に引けをとらないほどに増加していることを考えると、人民元のシェアは著しく低いと言わざるをえない。

中国に決定的に欠けているのは通貨が国際的に信認を得るためのソフトパワーである。自国通貨を国際通貨に押し上げようとするれば、市場原理を尊重する制度設計と金融市場全般の質の高さがもとめられる。具体的には、厚みがあり流動性の高い国債市場、法の支配と投資家保護への信頼性、自由な資本移動の保証、透明性の高い資本市場、政府から独立した中央銀行を兼ね備える必要がある。

中国はそのいずれにも問題を抱えている。まず、国債市場は透明性を欠いている。暗黙の国家保証を前提に拡大してきた地方債の簿外債務が明るみに出て、中国の国債がどの程度安全なのかよくわからない。投資家保護への信頼性は低い、つまり、政治の恣意的な介入によって投資家の資産が凍結されるリスクは依然として存在している。国際間の資本移動は自由化されていない、つまり、いったん投資した資金を換金して国外にもち出そうとすると、規制の壁が存在する。中国の資本市場は深刻な情報開示の欠如の問題を抱えており、それはいまだに不良債権問題を解決できないところに象徴されている。中央銀行の独立性は保証されているとはいいにくく、共産党政権の政治的圧力に抗して金融引き締めを実施することなど想像すらできない。

過去20年間の米ドルシェアの低下を補ったのは、ユーロや日本円、あるいは英ポンドなどの主要通貨ではなかった¹⁰⁾。米ドルシェアの傾向的な低下の背後で生じたのは、これまで準備通貨とみなされてこなかった新たな通貨の台頭である。具体的にシェアを拡大させたのは、人民元、オーストラリアドル、カナダドル、シンガポールドル、スイスフランである。

この新興の準備通貨へのシフトを促した要因をいくつか考えることができる。まず、異なる通貨を交換するための取引費用が電子取引のプラットフォームの発達とともに低下したことである。かつては、カナダドルをメキシコペソと交換しようとするとき、米ドルを仲介通貨として交換したほうが直接交換するよりも便利であったが、現在では直接に交換するケースが増えてきている。加えて、中央銀行間の通貨スワップのグローバルネットワークの拡大は外国為替市場の流動性に影響を与えつつある。中央銀行を通じて、主要通貨以外の通貨にアクセスすることは容易となってきた。

次に、各国の中央銀行が、準備通貨に対して安全性や流動性だけでなく収益性にも関心をもつようになったことである。各国の準備額が大きく増えてくると、資産ポートフォリオの手法を応用するようになり、資産運用者はアクティブ運用をするようになった。準備が増えてくると、ある一定規模のミニマムな準備額は、流動性と安全性の高い通貨で保有するが、残りの準備を収益性の高い通貨で運用するようになったのである。この傾向を促したのは、世界金融危機ののち、主要国がゼロ金利政策を採用したので、主要通貨の準備の収益率がほぼゼロに低下したことである。そのせいで、各国の中央銀行の資産運用者は、他通貨での収益を追求するようになった。

そして、欧州や日本が海外に安定的に国債を供給できなかったことである。財政危機が収束したのちも、ユーロ圏の各国は緊縮財政を継続したため、ユーロ圏からの安全資産の供給は細り、結果としてシェアを低下させることとなった。ドイツが他国に緊縮財政を要求する一方で、自らは財政的に余裕があるにもかかわらず財政拡大をする意思がないという現実がユーロのシェアの伸び悩みの背後にある。2010－2019年の10年間における国債残高の年率での増加率は、米国が6.7%と最も高く、日本が3.5%と続き、ユーロ圏の主要国であるドイツは1.8%と最も低かった。日本は、公的債務のGDP比が200%を超えているため財政再建が主要な政策的課題となっており、安全資産を海外に供給するという役割を十分に担えなかった。

3 デジタル通貨の挑戦

国際的な決済ネットワークは米ドルと国際銀行間金融通信協会（SWIFT）の支配下にある。米ドルを中心に集権化された決済網は効率化を促す一方、それは同時に、米国政府は決済網のチョークポイント（隘路）を握っているということでもある。制裁のリスクや米国の影響力に危惧を感じる国家群は、決済技術のデジタル化で米ドル中心の決済網から距離をとろうとする。中国は独自の決済網を確立するために、中央銀行デジタル通貨（CBDC）の開発を進め、クロスボーダー決済を視野に入れる。さらに、人民元国際決済システム（CIPS）を立ち上げ、国境を越えた人民元建ての決済インフラの構築に着手した。これらの動きを米国の通貨覇権に対する中国による挑戦であるとする見方が大きく取り上げられてきたが、かなり誇張されている。

理由は2つある。まず、通貨覇権について語るとき、通貨の決済機能に目を奪われがちであるが、価値の貯蔵手段としての機能がはるかに重要であるという厳然とした事実がある。実際に、貿易決済に使われる金額に比べて国際金融の取引に利用される金額のほうがはるかに大きい。

デジタル化でクロスボーダー決済が速くなり手数料も下がるが、決済コストの低下が通貨覇権の勢力図を覆すほど大きいわけではない。なぜならば、国家や金融機関は決済コストだけで通貨を選ばない。どの通貨が選ばれるかは、日々の決済の便利さよりも「どこに価値を貯蔵するか」で決まる側面が大きい。

なぜデジタル化は決定打にならないのか。ドルの強さの源泉は、決済ではなく金融市場の深さに根差したものだからである。規模が大きく流動性の高い国債市場、安全資産の供給を可能とする透明性の高いルール、自由で開放的な資本市場など、金融インフラを兼ね備えている。外国の通貨をもちたくなる条件は、ルールの安定性、政治介入の少なさ、法の支配による保護など制度やルールへの信頼に由来しており、決済技術では代替できない部分は依然として大きい。

次に、決済技術の優位性には限界があるからである。仮に、中国がデジタル化の技術で優位に立ち、米ドル支配への脅威になるならば、米国もまた対抗して決済技術のデジタル化を推し進めるであろう。注目されるのはステーブルコインの将来である。ステーブルコインとは、米ドルや日本円などの法定通貨と価格が連動するように設計されたデジタル通貨であり、決済性と安全性を兼ね備えており、今後成長が見込まれている。実際、米国は米ドル債を担保とするステーブルコインの発行を促進しつつあり、かなり強力なデジタル通貨へと成長することが予想される。財務長官のスコット・ベセントは、ステーブルコインの開発を米ドル支配の強い武器になるとして支持している⁽²⁾。

では、決済システムのデジタル化は通貨の勢力図にさほど影響を与えないかというとそうとも限らない。中国の立場からみれば、デジタル通貨や独自の決済網（CIPS）を構築すれば、SWIFTを中心とする既存の米ドル中心の決済インフラへの依存を減らすことはできる。金融制裁のリスクを回避できるし、連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策の影響力を軽減する

こともできる。一帯一路で囲われた経済圏を対象にデジタル人民元の“地域的な通貨圏”をつくることもできる。この事実、小さいようで小さくない。代替的な決済手段の発達、決済ネットワークの米ドル独占を弱体化させるものであり、米ドルを使った覇権の行為を抑止する方向に作用すると予想される。

各国や各地域が決済システムのデジタル化を進めるようになると、決済システムの分散化が一時的に生じてネットワークの劣化が起きるのではないかという懸念はありえよう。しかしながら、決済システム間の競争はやがて集権化の流れに収束して、最終的には決済システムの効率化に貢献すると予想される。

4 強い米ドルという戦略

ソフトパワーの源泉は、国家の制度やルールを設計する能力であり、その仕組みを予測可能な形で運営する能力である。トランプ以前の米国政府はそうのように努めてきたし、現在でも多くの識者はソフトパワーの維持が覇権の重要な源泉であると認識しているであろう。

米国政府は今後、通貨政策をどのように進めるだろうか。試金石となったのは、トランプによる相互関税の措置とその対応であった。トランプが関税措置を発表した2025年4月2日以降、わずか1週間の間に10年物国債利回りは50ベースポイント、つまり0.5%ほど上昇した。米国債市場は相互関税に対してNOを突きつける。日本円やユーロに対して米ドル安が進む。外国為替市場もまたNOを突き付ける。相互関税の措置に対して金融市場からの反撃を受けて、トランプは矛を収めた。トランプは、自由貿易は放り捨ててもいいが、強い米ドルまでは手放す気はないと思っていることが露呈した。その後、トランプはドル安が望ましいともドル高が望ましいとも明言していない。ベセントはいかにもヘッジファンドの出身者らしく、むしろ折に触れて強いドルの重要性に言及している。2026年1月、日米の為替レートに触れてベセントは強いドル政策を堅持する姿勢を明確に示した。「米国はドル円に絶対介入していない」と述べ、伝統的な強いドル政策を採用すると強調した。結論からいえば、米国政府がドル安政策を志向することはないであろう。なぜなら、米国はドル高から莫大な利益を得ているからである。

米国の国際収支統計における所得収支は黒字である。所得収支の黒字は、過去20年間で平均するとGDP比で約0.8%に達する。対外純債務国でありながら、対外資産からの収益額が対外負債への支払い額を上回っているからである。アップルやナイキは国内で設計や開発を行い、製造工程を国外にアウトソーシングしており、海外に展開されたサプライチェーンから高い投資収益を得ている。一方、米国企業は、米ドルの信用を武器に低い金利コストで海外から資金を調達している。さらに、対外負債の重要なシェアを占めているのは米国債であり、やはり米ドルの信用をもとに安全性の高い資産としての地位は確立されており、世界中の投資家が低い利回りで保有している。経常収支が赤字であり、所得収支が黒字である米国は、グローバル化によって経済的に潤っているのである⁽³⁾。

ここに、基軸通貨国である米国のグローバル戦略を見出すことができる。米国は経常赤字と財政赤字という双子の赤字を恒常的に抱えており、赤字の補填を海外資金に依存すること

によってマクロ経済政策の自律性を維持しているのである。仮に、海外からの資金調達の道が閉ざされたら、国内の金融市場は逼迫して国内の金利は高騰する。すると、経済は低成長に陥り、財政は拡大する軍事費を賄えなくなる。双子の赤字を抱える米国経済の好循環を生み出しているのは、低い金利コストで海外から資金を調達できるという事実であり、これを支えているのは強い米ドルである。強い米ドルは貿易の損失を生み出してはいるが、それ以外の部分で米国経済に莫大な利益をもたらしている。強い米ドルの損得勘定は明らかにプラスである。

覇権維持の観点からもドル高が望ましいと考えるであろう。GDPで測られる経済規模の大きさにおいて、米国は中国に対して依然として優位な立場にあり、そこには強い米ドルの存在がある。2023年、米国のGDPシェアは、米ドル建てで測ると26%であり、購買力平価を利用して測ると15%でしかない。これは、米ドルが他通貨に比べて平均的に割高であることを意味している。このことは同時に、米ドルが大きく減価すれば、米国のGDPは中国に抜かれることを意味する。米ドルの価値が暴落して、米国経済が中国の後塵を拝することになるという現実には米国人にとって耐えがたいであろう。この現実には、米中の覇権をめぐる争いが米国の経済政策に影響を与え、米国がドル高政策を選択する誘因を与える。

トランプの反グローバリゼーションは中途半端なものであった。貿易は制限しようとしたが、資本は制限しなかった。米国は今後もドル高を維持しようとするなら、米国の貿易収支は赤字を継続するであろうし、そのしわ寄せは貿易政策に向けられるであろう。保護主義的なトランプのレガシーは引き継がれる。米国経済の資本主義はすでに変質しており、比較優位で劣る製造業から比較優位のある半導体やAIなどの先端産業への雇用調整は働かない。自由貿易を維持しようとするほど、所得格差と社会の分断は助長され、保護主義への政治的圧力は強まる。

所得格差は本来であれば、累進性の高い課税政策や社会保障政策など所得再分配で対処すべきである。オバマケアが失敗したように、州政府の独立性が強く、中央集権的な政策に対してアレルギーの強い米国では、所得再分配はうまくいっていない。格差の拡大を解決できない政府は問題をすり替えて今後も保護主義に訴えていくと予想される。歴史的に、米国は貿易問題の解決に対して、略奪的な覇権の行使を実施してきた。

5 ドル高への懸念

米国政府は強い米ドルを維持しようとするであろうが、ドル高を支えてきたソフトパワーが削られるようなことがあれば、ドル高政策の根拠が崩れる。そしてそれは、自らが定めた制度やルールを米国が予測可能な形で運営する能力を失ったときである。

トランプのレガシーを引き継いで、保護主義的な貿易政策を続ければ、米ドルへの信認は削られるであろう。自由貿易を否定する国家の通貨を外貨準備として保有することをためらう国家は増えてくるであろう。保護主義的でしばしば予測不能な米国の貿易政策は、世界の基軸通貨としてのドルの優位性に疑問を投げかけている。米国政府は米国第一主義と強い米ドルの維持のトレードオフのバランスをとらなければならない。

現在、大きな懸念の対象となっている仕組みのひとつは、中央銀行の独立性である。1970年代にインフレで苦しんだ米国は、1980年代に入ると、強力な金融引き締めでインフレの沈静化に成功した。以来、FRBはインフレを封じ込めてきた。インフレ率が上昇すると政策金利を引き上げ、インフレ率が低下すると政策金利を下げる政策ルールが確立しており、この予測可能な形で運用される金融政策は市場に安心感と信頼を与え、米国経済を長期的に持続的な好景気へと導いてきた。

ニクソン以降の歴代の大統領もまた中央銀行の独立性を尊重してきた。中央銀行の独立性は、政府からの圧力を受けずに金融政策を実施することが経済の安定に寄与するという認識に拠っている。しかし、ときには政治的判断から距離を置いた独立機関の存在を好ましく思わない大統領も現れる。トランプはFRB議長のジェローム・パウエルに政策金利を引き下げようにもとめ、要求が拒否されると執拗に辞任を迫った。トランプの振る舞いは中央銀行の独立性を明らかに軽視している。FRB議長を解任する権限がない大統領は執拗に辞任を迫ったが、パウエルは粘った。そして利下げの要求には頑として首を縦に振らなかった。パウエルの任期が2026年5月で切れ、ケビン・ウォーシュが後を引き継いだ。ウォーシュがトランプにどこまで忠誠を誓うかは今のところ未知数であるが、懸念を抱くパウエルは理事のひとつとしてFRBにとどまる姿勢を示した。

流動性が高くかつ規模の大きな国債市場もまた米ドルの信認を支えてきた。米国債はグローバル金融市場のなかで最も安全性の高い金融資産として評価されてきた。基軸通貨国が海外に安全資産を供給するためには、市場規模が大きくかつ利回りが低位で安定していなければならない。米国債はこれら2つの条件を歴史的に満たしてきた。仮に、財政規律が緩んで米国債の信認が低下すると、デフォルトリスクを反映して利回りは高騰し、安全資産の条件を満たさなくなる。

現在、債務残高は対GDP比で130%程度であるが、折からの軍事費の増大と社会保障費の膨張から、150%程度へと上昇するのではという懸念がある。金利負担がかさみ、債務残高が累積的に増加するおそれがある。すると、米国債の安全性に市場が懸念を抱くようになる。財政規律の維持は大きな課題である。

2022年2月にロシアがウクライナに侵略すると、米国はロシアに対して金融制裁を科した。当初、金融制裁がロシア経済にどの程度打撃を与えるかに焦点が当てられたが、思わぬ副産物が生じた。注目すべきことに、ロシア以外の国もまた外貨準備における米ドル比率を低下させたことである。米ドルを制裁に使ったことが、新興国には米ドル覇権の恣意的な乱用と映り、明日はわが身と思う新興国のドル離れを誘発したことである。実際、米国がロシアに経済制裁を課すと米国債の外国人保有残高は減少に向かう。3月には7兆6000億ドルであった残高は、10月には7兆1000億ドルへと減少する（出所：U.S. Department of the Treasury）。しかし、その影響は比較的短期間にとどまった。その後は増加に転じ、同年11月には元の水準を取り戻し、さらに3年後の2025年11月には9兆3000億ドルへと増加傾向を強める。金融制裁が米国のソフトパワーを削いでいるのではないかという指摘があったが、データはその影響は短期間で終わったことを示している。興味深いことに、2025年を通じて、相互関税の影響

響はまったくなく、米ドル債の外国人保有は一貫して増加し続けた。相互関税の措置もまた、ソフトパワーの低下にはつながっていないように見える。米ドル中心の決済ネットワークは、敵対国を金融制裁で政治的に追い詰める武器を米国政府に与えたが、覇権の行使にはコストがかかるということを米国政府が悟る機会となった。

6 米ドル覇権の本質

固定為替相場制の金ドル本位制のもとでは、基軸通貨国である米国がゲームのルールを握っていた。対照的に、変動為替相場制における通貨覇権はいわば“市場に監視された覇権”であり、市場の背後に存在する他国との協調を無視しては成り立たない。

米ドルといえどもその価値は市場で決まる。米国の行動が他国からみて予測可能なものである限り、米ドルの価値は安定するだろう。しかし、いったん国際協調から逸脱した行為に及べば、米ドルは売られ、市場から警告を受ける。無差別の相互関税の措置に対してグローバル金融市場がNOを突き付けたことはその明白なる証左である。

確かに、米国政府は米国債市場を世界に開放しているし、FRBを通じて米ドルを無制限に供給できる。グローバル金融市場は米ドル中心に設計されており、米国政府はいくつかのチョークポイントを握っている。しかし、米国政府が米ドルを独占的に供給しているといっても米ドル覇権の主役とは言いきれない。米国政府が覇権の行使に及べば、米ドルへの信認は損なわれ、強いドルの根拠を失う。この意味において、米ドル覇権の主役は米国政府というよりもむしろグローバル金融市場である。

中央銀行は政府から距離を置き、政治的圧力から独立した金融政策を実施しなければならない。政府は規律と透明性のある財政運営に努め、国債を安全資産として海外に供給しなければならない。米国政府はチョークポイントを武器にした覇権の行使を慎まなければならない。このように、鋭利な刀を慎重に扱う能力こそが覇権を維持するためのソフトパワーであり、そしてそのソフトパワーへの信認が米ドルの基軸通貨としての地位を支えている。米ドル覇権を維持するということは、米ドルを中心としたグローバル金融市場が機能するためのルールや制度を維持することであり、それらを土台として予測可能な政策に従事することである。

こうしてみると、中国が基軸通貨国に届かない理由もわかってくる。中国はハードパワーは強い、世界第2位の経済規模を誇り、米国に並ぶ貿易大国であり、国家主導の決済インフラを整備してきた。しかし、ソフトパワーは極めて脆弱である。厚みがあり流動性の高い国債市場、法の支配と投資家保護への信頼性、海外に開かれた透明性の高い資本市場、政府から独立した中央銀行、そのいずれにも問題を抱えている。その結果、外国の政府や金融機関は、人民元を安心して長期保有でき、そして有事に自由に換金できるという確信をもつことができない。ソフトパワーへの信認の不足が基軸通貨への道を困難にしている。

7 終わりに

基軸通貨とは単なる経済力の反映ではなく、国家がいかに予測可能で信頼できる制度やル

ールを提供できるかというソフトパワーの帰結である。中国の事例は、ハードパワーの拡大のみでは通貨の国際的信認を獲得できないことを示している。ゆえに、金融制度を設計・運営する能力、すなわち「国家の金融力」は、現代におけるソフトパワーの中核的源泉のひとつと位置づけられる。

最後に、日本への影響について若干述べる。米国が今後も強い米ドルを維持する政策を志向すれば、そのしわ寄せは貿易政策に向けられ、米国第一主義的な通商政策への転換は将来の政権にも引き継がれるであろう。2026年2月、連邦最高裁判所は相互関税に違憲の判断を下し、相互関税は破棄されたものの、5500億ドルに上る対米投資は引き継がれようとしている。安全保障で対等の立場にない米国との間で経済的に利害が対立したとき、日本は譲歩を迫られる。経済学が「ただのランチはない」と指摘するように、安全保障のただ乗りはありえない。だからといって、その代償を経済的な譲歩という形でいつまでも支払い続けるのは賢明とはいえない。

日米で貿易不均衡が続く限り、今後ともこうした事態は繰り返されるだろう。トランプ以降の米国政府もまた、経済と安全保障を直接天秤にかけて日米交渉に臨むと覚悟したほうがよいであろう。安全保障上の依存を前提としながら、通商、投資、防衛負担の各分野で日本がどの程度の経済的自律性を維持できるのかが、今後の重要な政策課題となる。

- (1) Serkan Arslanalp, Barry Eichengreen, Chima Simpson-Bell, “The stealth erosion of dollar dominance and the rise of nontraditional reserve currencies,” *Journal of International Economics* 138 (2022) 103656.
- (2) 2025年6月、ベセントは仮想通貨・ステーブルコイン支持政策が米ドルの世界的優位性を高め、「仮想通貨はドルの脅威ではなく、ステーブルコインはドル覇権を強化するものである」と述べている。
- (3) 経常収支が赤字であるという事実は、その赤字を穴埋めするために海外から資金が流入して、国内生産を上回る国内需要を支えているということである。海外からの資金流入はGDPを増加させる。GDPに所得収支を加えたのがGNI (Gross National Income、国民総所得) という指標であり、その国の国民が生産活動によって得た所得の合計額を表す。