

国際問題

8月

2026年8月 No.732

電子版

焦点:ドル覇権の持続性と 国際金融システムの行方

◎巻頭エッセイ◎

ドル覇権の持続性と国際通貨・金融システムの展望 河合正弘——— 1

米ドル覇権の行方 櫻川昌哉——— 6

米欧関係の変容、中国の影響力拡大とユーロの挑戦 伊藤さゆり——— 16

中国人民元は国際主要通貨になりうるか? 伊藤宏之——— 28
金融覇権主義と国際金融システム

円の実力と日本経済 佐藤清隆——— 40
為替レートと国際収支に基づく考察

新興国の離反とドル基軸通貨体制の行方 和田洋典——— 51
覇権と構造的権力の交差の視点から

[第7回東京グローバル・ダイアログ]

不確実性時代の世界秩序:分断・競争・協力——— 62

●Summary——— 73

公益財団法人

日本国際問題研究所

<https://www.jiia.or.jp/>

ドル覇権の持続性と国際通貨・金融システムの展望

河合 正弘

Kawai Masahiro

[要旨]

米ドルは最も支配的な国際通貨としての地位を維持している。ドルの優位性は、米国経済の規模の大きさ、マクロ経済・金融システムの安定、ドル金融市場の広がりや深み、FRBによるドル価値安定の政策、代替通貨の不在、慣性効果によって支えられている。

しかし、長期的には米国の内部要因・外部要因の両者によってドル覇権が損なわれるリスクが存在する。内部要因としては、米国による「法外な特権」や「ドルの武器化」の乱用ないし多用、FRBの独立性や法の支配の軽視などが挙げられ、外部要因としては、中国・欧州における抜本的な経済・制度・政治改革による人民元やユーロの役割の高まりが挙げられる。内部・外部の混合要因としては、世界における米国経済のウェイトの低下やデジタル技術の進展が挙げられる。特に、米国が暗号資産・ステーブルコインを重視しているのに対し、中国と欧州は中銀デジタル通貨の導入を試みている。

日本は、成長力を回復させて現行の実質実効ベースでの歴史的な円安を抑えるとともに、円と東京・大阪金融市場のさらなる国際化をセットで進めるべきだ。円建てステーブルコインの拡大や中銀デジタル円の導入に加え、ASEANやインドなどグローバルサウスとの連携も欠かせない。

はじめに

第二次世界大戦後の国際通貨・金融システムにおいては、米ドルが最も支配的な国際通貨として機能してきた。1971年のニクソンショック、1999年の西欧11カ国による共通通貨ユーロの創出、2007—2009年の米国を震源地とする世界金融危機の発生にもかかわらず、米ドルの優位性は損なわれていない。世界第2の経済大国に台頭した中国は、人民元の国際化を進め、米国の通貨覇権に対する競争に乗り出しているが、人民元はまだ米ドル（あるいはユーロ）に対抗しうるほどの本格的な国際通貨に成長していない。

しかし、今後20—30年という長期的な視点からは、世界経済に占める米国のウェ

イトの傾向的な低下、中国、インド、インドネシア、ブラジルなど新興諸国のウェイトの上昇を背景に、米ドルの地位が徐々に下がり、人民元など新興国通貨の国際的な役割が徐々に高まることが考えられる。暗号資産・ステーブルコインの利用や中銀デジタル通貨の開発がさらに進むと、国際通貨システムの動向を左右しうる。米国と中国との間の大国間競争がより深刻化し、地政学的な対立・分断が深まることが考えられる。米国の価値資産・ソフトパワーを傷つけているトランプ政権下での政策が、今後部分的にせよ継承されていくことも否定できない。このような新たな展開は、支配的な国際通貨としての米ドルの役割を徐々に損ねていく可能性がある。

米ドル優位の国際通貨システム

米ドルは今なお世界で最も重要な国際通貨としての地位を保持している。特に代表的な指標である世界の中央銀行が保有する公的外貨準備の通貨シェアを見ると（2025年）、米ドルのシェアは57%であり、ユーロ、日本円、英ポンドのシェアはそれぞれ20%、6%、5%となっている。人民元シェアは2%で、加ドルや豪ドルのシェアよりも低い。また、世界の外国為替取引、貿易インボイス、国際取引決済、国際金融資産・債務の保有、アンカー通貨に基づく通貨圏の形成においても、米ドルのシェアが最も高い。このような国際通貨としての米ドルの利用・保有シェアは世界に占める米国のGDPシェア（2025年に26%）よりもはるかに大きい。

米ドルが支配的な国際通貨としての役割を果たし続けている理由として以下の点が挙げられる。①世界経済・貿易・投資・金融に占める米国のウェイトが大きい、②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、③広く深く厚みがあり流動性の高い開放的なドル建て金融市場が存在する⁽¹⁾、④米連邦準備制度理事会（FRB）が物価の安定を重視し、かつ世界的な金融逼迫時にドル流動性を供給する政策運営を行っている、⑤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、⑥利用者が多いほど利便性が高まるネットワーク外部性や慣性効果が存在する⁽²⁾。

こうしたドルの優位性にはいくつかの意義がある。第1に、米国は「法外な特権」を享受できる⁽³⁾。例えば政策当局は持続的な財政赤字や経常収支赤字を出しつつも、比較的容易にかつ低金利で赤字をファイナンスできる。あるいは政策規律に関する外圧を受けずに自国本位のマクロ経済政策を追求できる。米国企業・銀行は自国通貨ドルを用いて国際業務を展開できる。

第2に、FRBによる金融政策の変化は、世界的に大きな波及効果をもたらし、特に多くの新興国に対し国際資本フローの急激な流入と流出のサイクルを生み出しやすい。この点は、世界金融危機後の量的緩和策の導入時や、2013年にFRBが資産購入規模の縮小を示唆した際に「金融市場の混乱（テーパー・タントラム）」を引き起こすな

ど深刻化した。

第3に、新興・発展途上国は、金融・通貨の混乱に直面して緊急に国際流動性（ドル）が必要なときに、必ずしもそれを得られず危機に陥りやすいという問題がある。

第4に、米国は「ドルの武器化」、すなわち敵対国（ないし潜在的な敵対国）の政治的・軍事的な行動に影響を与える目的で、ドル資産・決済の凍結などドルの国際利用を制限するための金融制裁を発動できる。例えば、2022年にロシアがウクライナに軍事侵攻した際、米国が他のG7やEU諸国とともにロシアに対し経済・金融制裁を科して、ロシア中銀の保有するドル外貨準備を凍結し、ロシア大手銀行を国際銀行間通信協会（SWIFT）の国際決済ネットワークから排除するなどの措置をとってきた。

多くの新興・途上国は、米国の金融政策変更から生じる攪乱的な波及効果や、金融ショック時におけるドル流動性不足のリスクを懸念している。また「ドルの武器化」が間接的にでも自らに向けられかねないと警戒する国もある。

これら諸国は、ドルの優位性がもつマイナス面を最小化させるには、「脱ドル化」政策や新たなグローバル通貨の導入が必要だと考えている。BRICS諸国（ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカなど10ヵ国）は貿易や投資における自国通貨の使用を拡大し、ドル依存を引き下げようとしてきた。当面の実現性は低いものの、BRICS共通通貨の導入も提唱されてきた。

ASEAN諸国もクロスボーダー取引における自国通貨の利用促進に努めている。特に、域内でのクロスボーダー決済システムの統合を目指して「ASEAN決済連結性」イニシアティブを立ち上げ、各国の即時決済システムにおけるQRコード決済サービスを二国間で相互接続するための枠組みを整えてきた。その結果、ほとんどのASEAN加盟国のQRコード決済サービスが二国間で接続され、現地通貨でのリアルタイムのクロスボーダー決済が行われるようになっている。

長期的な視点：ドル覇権への挑戦

公的外貨準備に占める米ドルのシェアは、2000年の71%から2025年には57%へと傾向的に低下してきたが、そのことに象徴されるように、ドル覇権は長期的には、米国の内部要因・外部要因によって切り崩されていく可能性がある。

第1の要因は、米国経済の相対的な縮小と中国・グローバルサウス経済の拡大だ。ドルは世界経済の中で相対的に縮小し続ける国の通貨であり、その通貨に世界全体が依存する構造は持続可能ではない。FRBは自国のマクロ経済変動・インフレ率の安定のために金融政策を決定するが、それは米国経済を対象としたものであり、世界経済全体を対象としていない。そのためドルの価値は米国経済に焦点をあてた形で変動する。それは、新興・途上国にとって、米国経済のウェイトが低下する中でドルに依存し続けると、マクロ経済・金融の安定性を維持しにくくなることを意味する。その結

果、ドル依存から離れていく誘因が生まれる。

第2に、米国が「法外な特権」を乱用すればするほど、米ドルを支える基盤が崩れていく。米国は低金利で財政赤字や経常収支赤字を容易にファイナンスできることから、公的債務残高と対外債務残高を積み上げてきた。しかし、それはいずれドル債務に対する信認を低下させて、最悪のケースでは債務危機やドル危機を招いて、基軸通貨としてのドルの役割を損なうことになる⁽⁴⁾。

第3に、「ドルの武器化」の頻繁な行使によって、米ドルや米国の銀行を経由しない経済・金融取引が拡大し、ドルの国際的な利用を低下させる可能性がある。例えば、ロシアと中国の間の貿易取引では、ウクライナ侵攻以前はドル決済が過半を占めていたが、2025年には、決済の大半が人民元ないしロシアルーブルに移行した模様だ。

第4に、トランプ政権による、米国の価値資産の毀損（同盟国・友好国が米国に対してもつ信頼感の喪失；米国によるグローバルヘルス・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；大学やメディアを対象にした表現の自由の抑圧；中央銀行の独立性など法の支配の軽視）は、長期的に米国および米ドルに対する信頼性を失わせよう。

第5に、米国に次ぐ経済圏である中国と欧州における成長志向型の改革・展開は、ドルの競合通貨としての人民元とユーロの役割を高める可能性がある。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、および鈍化しつつある成長率は、グローバルな投資家が大々的に人民元資産を保有することを妨げている。しかし、中国が経済・制度・政治の抜本的改革に着手して、比較的高い成長率を実現させ、資本取引を完全に自由化し、人民元による越境取引を促進する決済システムをさらに発展させることができれば（中国独自の国際銀行間決済システム〔CIPS〕を通じた人民元決済の拡大、中銀デジタル人民元による越境決済の運用開始・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よう。

欧州については、経済の活性化を進め、ユーロ危機以来課題になってきた財政統合・政治統合の進展や中銀デジタルユーロの導入を通じてユーロ圏経済をより完全に統合できれば、ユーロ建て国債市場がさらに拡大し、国際通貨としてのユーロはより魅力的になり、ドルと競合しうる。

日本の国際通貨・金融戦略

日本は、まずもって潜在成長率を回復させて、経済・貿易・投資・金融取引の規模拡大を図り、公的債務の持続可能性を確保するとともに、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。とりわけ成長力の回復は、現行の歴史的な実質実効ベースでの円安の是正に寄与しうる。重要な点は、人

民元が円の役割を侵食するかたちで国際化し、かつ中国国内の多くの都市が国際金融センター化していることから、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ことだ。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。

具体的には、日本の膨大な個人金融資産をアジア地域の新興・途上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発想が重要だ。アジア域内諸国との円建て貿易・投資の拡大・促進（「ASEAN決済連結性」イニシアティブとの連携など）、日本国債の海外保有の促進、域内諸国による円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目指すべきだろう⁽⁵⁾。また、円建てステーブルコインの発行拡大、日銀による即時決済システムの近代化（海外システムとの接続、ステーブルコイン等に対応、QRコード決済サービス機能の提供）、中銀デジタル円の導入も欠かせない。

ASEAN+3（日中韓）の地域通貨・金融協力を着実に進めつつ、インド・ブラジル・南アフリカなどグローバルサウスとの連携も深めるべきだ。

- （１） 米トランプ政権が重視する暗号資産・ステーブルコインは大半がドル建てで、これもドルの優位性を支えている。
- （２） Hiro Ito and Masahiro Kawai, “Determinants of the International Use of Currencies: Implications for U.S. Dollar Dominance,” ADBI Working Paper 1533 (April 2026) を参照のこと。
- （３） バリー・アイケングリーン『とてつもない特権』（小浜裕久監訳、勁草書房、2012年）を参照のこと。
- （４） ケネス・ロゴフ『ドル覇権が終わるとき』（村井章子訳、日経BP、2025年）はこの点を強調している。
- （５） 日本政府は、中国人民元やインドネシア・ルピアなどに続き、インド・ルピーとも円との直接取引を行う枠組みを整えることにしており、歓迎すべき方向だ。

かわい・まさひろ 東京大学名誉教授

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と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。

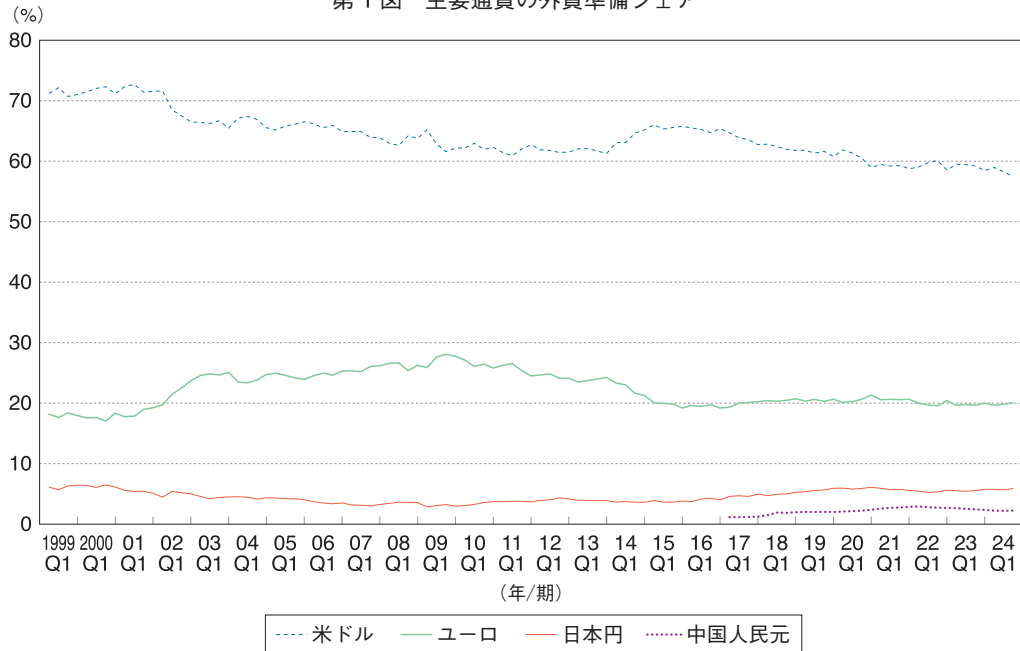
では、具体的に何が必要か？ まず、規模が大きくかつ流動性の高い国債市場を備えていることである。安全資産への需要はしばしば大口であり、大規模にかつ迅速に売買できる市場を用意する必要がある。また、法の支配が確立しており、投資家の権利保護に信頼性があることである。国家の都合で資産が凍結される心配や没収されるリスクがあるようでは安全資産にはなりえない。次に、国境を越えた資本の自由な取引が保障されていることである。さらに、中央銀行の独立性が保証されていることである。中央銀行が政治的圧力に従属しているようだと、自国通貨は常にインフレのリスクにさらされ、自国通貨建ての安全資産の価値が毀損するおそれがある。そ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。この事実は、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。

米欧関係の変容、 中国の影響力拡大とユーロの挑戦

伊藤 さゆり
Ito Sayuri

〔要旨〕

第2期トランプ政権下でも、国際金融システムにおけるドルの地位は圧倒的で、ユーロもドルに次ぐ国際通貨としての地位を維持している。

しかし、通貨・金融インフラ武器化のリスク回避やコスト削減のニーズの高まりからドル覇権、西側主導の国際金融システムが変化する兆しも見られる。

ユーロは、ドル離れの受け皿になりうると同時に、西側のリスク削減の対象となりうるという二面性がある。ドルと米国のリスク削減と、人民元の国際化戦略への対応も迫られている。

ユーロの特徴は、地域における基軸性にある。単一市場の統合深化を通じた競争力の向上と、地域的な拡大の余地は、大国間競争の時代のユーロの強みとなりうる。貯蓄投資同盟（SIU）の推進、デジタル決済戦略の展開、域外の中銀へのユーロの流動性供給体制の強化の動きなど改革の成果が表れるまでには時間を要し、抜本的な改革への動きはいまだ見られない。それでも、ユーロは、地域の基軸通貨としての強みが支えとなり、より多極化・重層化する国際金融システムにあっても、埋没を避けることができるのではないだろうか。

はじめに

第2期トランプ政権（以下、トランプ2.0）の米国の政策は戦後の国際秩序を揺るがし、基軸通貨としてのドルの信認を傷つけている。

米欧関係も価値共同体から価値をめぐり対立する関係に転じた。欧州は、関税交渉やウクライナ支援の負担の分担、北大西洋条約機構（NATO）の国防費目標の引き上げなどで、米国の要求に譲歩を重ねてきた。米欧の同盟を揺るがしたデンマーク領グリーンランドの領有をめぐる圧力にも、対話による解決の糸口を見出した。米国の欧州に対する威圧は米欧の経済、安全保障面での深い結びつきゆえに効果を発揮してきた。しかし、米国・イスラエルによるイランへの武力攻撃では、欧州は米国と一線を画す立場をとった。米国の予測不可能性の高まりを受けて、欧州連合（EU）が掲げる「開かれた戦略的自律」やユーロの国際的地位の向上は、もはや理念的なスローガンではなく、その実現に真剣に取り組まざるをえない政策課題となりつつある。

以下、本稿では、ドル、ユーロ、人民元の国際通貨としての地位と特性、ドル覇権・西側

主導の国際金融システムの変化の兆し、転換期におけるユーロの可能性と課題への取り組みについて整理したい⁽¹⁾。

1 国際通貨としてのドル、ユーロ、人民元の地位

(1) 国際通貨としての利用割合

国際通貨とは、国際的な貿易取引や金融取引で貨幣の3つの機能である価値尺度、交換手段、価値貯蔵の機能を果たす通貨である（第1表）。

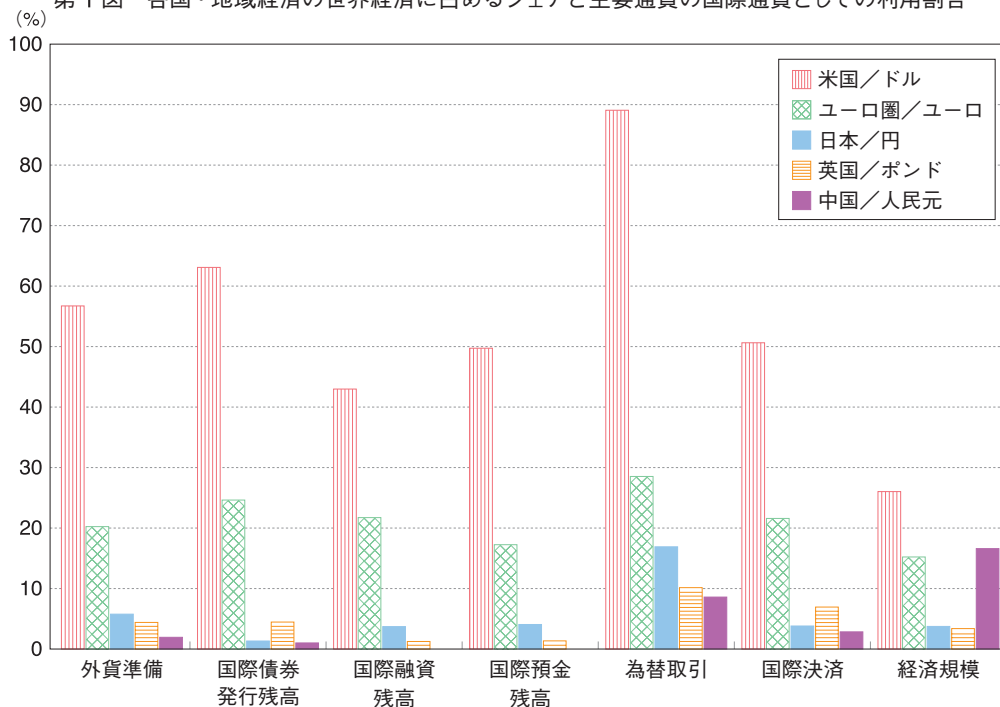
欧州中央銀行（ECB）は、毎年作成する報告書「ユーロの国際的地位（以下、ユーロ報告書）」の最新版⁽²⁾でも、ドルが、これら3つの機能のすべてで、他の通貨を大きく引き離す圧倒的な地位を占める基軸通貨であること、ユーロがドルに次ぐ国際通貨であることを確認している（第1図）。

第1表 通貨の3つの機能と国際通貨の機能

機能 \ 利用主体	民間部門	公的部門 (通貨当局)
価値尺度	国際商品の価値表示 契約通貨	為替政策の基準通貨
交換手段	決済通貨 為替取引媒介通貨	決済通貨 介入通貨
価値貯蔵	調達・投資通貨	準備通貨

（出所） Kenen（1983）、Cohen（1971）等の整理を参考に筆者作成。

第1図 各国・地域経済の世界経済に占めるシェアと主要通貨の国際通貨としての利用割合



（出所） ECB, The international role of the euro, June 2026., SWIFT, Global Currency Tracker, May 2026 を基に筆者作成。

ドルの地位は特に為替取引で高い。国際決済銀行（BIS）が3年に1度まとめる外国為替取引高の統計によれば、ドルは2通貨間で行われるすべての取引（200%）のうち、89.2%を占める。ユーロの割合は28.5%に過ぎず、その割合は、1999年のユーロ導入以後のピークである2010年の39%と比べると、10.5%もポイント低下している。同様に、日本円、英国ポンド、その他先進国通貨の割合は低下している。一方、人民元は2010年の0.9%から2025年には8.5%へ、その他新興国通貨は同12.4%から同18.1%に割合が上昇している。

国際通貨基金（IMF）の通貨別構成（COFER）によれば、世界の公的外貨準備に占めるドルの割合も2025年12月末時点で56.8%と過半を占めているが、遡及可能な2000年初頭の70%からは低下しており、ドルへの集中度は低下傾向にある。

ユーロの割合の20.2%は、ドルを大きく下回る半面、円、ポンドなど他の通貨を大きく上回っている。ユーロ導入後のピークは2009年9月末の24.2%である。外貨準備におけるユーロの割合の低下は、信用不安などによるユーロ建て資産の魅力の低下ばかりでなく、地域的に拡大する特性から生じる面もある⁽³⁾。

人民元の割合は1.95%で、円（5.8%）、ポンド（4.4%）、カナダドル（2.5%）、オーストラリアドル（2.03%）をも下回っている。人民元はピーク時の2022年12月末でも2.9%で経済的な地位とのギャップが大きい。中国が2026年4月時点で世界最大の3.4兆ドルもの公的外貨準備を保有していることと関係している。中国は、外貨準備の通貨別の内訳は公表していないが、米国財務省の国際資本統計は、中国のドル建て資産の保有傾向を知る手がかりのひとつとなる⁽⁴⁾。同統計によれば、中国の居住者の米国債の保有残高は2026年3月末時点で6523億ドルと、2013年11月のピークの1.32兆ドルから半減しているが、依然として、日本、英国に次ぐ第3位の保有国である。中国の外貨準備は多額であるために、一定割合をドル建て資産で保有せざるをえない。中国は2節で見るとおり、ドル覇権と西側主導の国際金融システムへの挑戦者でもあるが、世界貿易から利益を得る輸出製造業立国であり、獲得した外貨の運用を通じてドルの優位やユーロの地位を支えている面もある。

外貨準備としての保有度合いは、為替政策のアンカー通貨としての利用ともかかわる。IMFの集計によれば⁽⁵⁾、2025年4月末時点で、ユーロを為替相場制度のアンカーとして採用する国は25カ国に上り、ドルの38カ国に次いで多い。ただし、ドルをアンカー通貨とする国は、米州だけでなく、アジア、中東・アフリカなど地域的な広がりがある。ユーロをアンカー通貨とする国は、将来のユーロ導入やEU加盟を目指す欧州諸国に加えてCFAフラン圏を中心とする旧フランス植民地系のアフリカ諸国に限定されている。

国際決済通貨としての利用度は、銀行間決済メッセージングサービス・国際銀行間通信協会（SWIFT）のGlobal Currency Trackerを見る限り、2026年5月時点でドルが50.61%、ユーロが21.60%、ポンドが6.95%、円が3.82%で西側通貨が強い。この統計では、人民元は2.85%で第6位の通貨と伸び悩んでいるが、2節で触れるSWIFTを利用しない決済の拡大が過小評価をもたらしている可能性に注意が必要だろう。

ユーロは調達・投資通貨としての役割、国際的な債券発行、国際的な融資、国際的な預金など国際金融における利用度が高い。ユーロ報告書の最新版では、発行コストの魅力の高ま

りや、AI関連投資の資金需要の増大を背景とするユーロ建ての国際債券発行の増加やサステナブル・ファイナンス、グリーン債発行の動きなどを紹介している。投資面ではアイルランド、ルクセンブルクに投資信託やファンド等の投資ビークルが集積し、世界の投資資金を集約し、運用するハブ（結節点）としての役割を果たしていること、プライベート・マーケット・ファンドからのユーロ圏企業への投資が拡大していることなどを紹介している。米国市場との深いかわりがうかがわれる。

（2）国際通貨としてのドル、ユーロ、人民元の特性

ドルの圧倒的な優位は、ドルが、歴史的に支配的な役割を果たした通貨の特徴^⑥、すなわち、①経済規模、②資本移動の自由、③国際通貨の役割を果たすことへの通貨当局の意思、④金融政策、金融システム、財政、制度、政治、司法などの安定性、⑤大規模かつ弾力的な安全資産の提供能力、⑥発展し、流動的で深みのある金融市場、⑦強力な国家を裏付けとする地政学的、軍事的に強大なパワーのすべてを満たす唯一の通貨であること、第二次世界大戦後のブレトンウッズ体制で基軸通貨として位置付けられたことによる「ネットワーク外部性」や「慣性」で説明される。

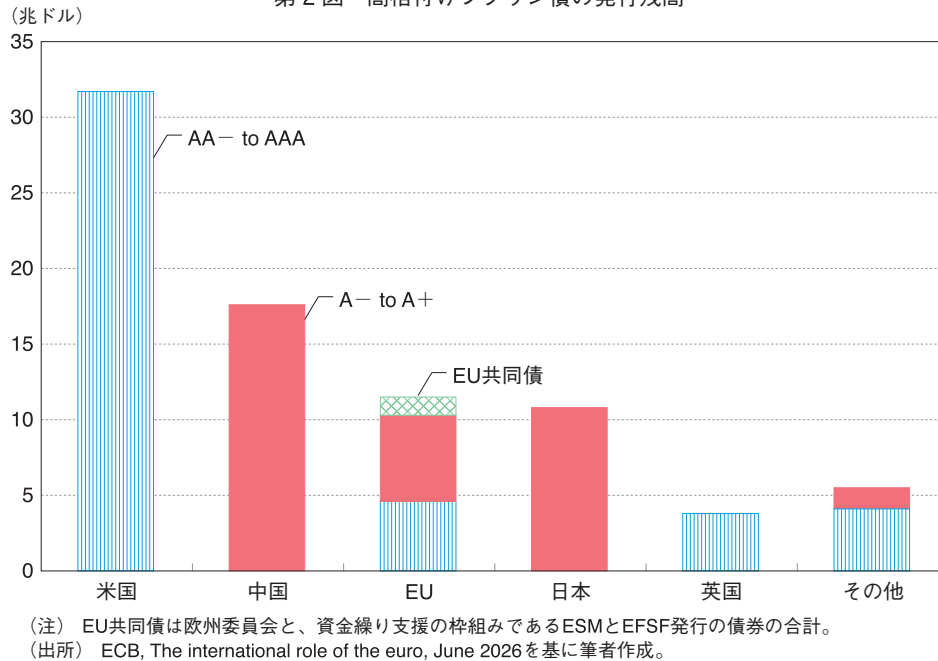
トランプ2.0の政策は、④の制度や政策の安定性を損ない、③の通貨当局の意思や⑤の安全資産としての米国債の評価に疑念を持たせる。それでも国際通貨としての地位に大きな変化が見られない理由は、現時点、あるいは近い将来においてもドルに代替しうる通貨がないからだ。

国際通貨としての人民元の役割が、経済的プレゼンスに比べてはるかに限定的な理由は、7つの条件のうち、②の資本移動の自由を欠いており、そのことが、⑥にかかわる調達・運用通貨としての利用の余地を狭めていることにあると考えられている。ただし、相互依存関係が武器として活用されるようになった現在では、中国の選択的な資本規制の緩和は高い防衛能力を示すものと捉えることもできる。同時に、中国は、対立的な環境への対応として人民元の国際化への意欲を高めてもいる。

ユーロは、現在、EU加盟国21カ国が導入しており、欧州における基軸性に最大の特徴がある。7条件のうち、①の経済規模ではドル、人民元に比肩しうる通貨である。人民元よりも広く利用されている理由として、②資本移動の自由による開放性と④の制度の安定性、信頼性を備えていることがある^⑦。調達・投資通貨としての機能を中心に、部分的にドル離れの受け皿になっている。

他方、ドルの利用度との大きな差は、ユーロの歴史が浅く、ドルのような「ネットワーク外部性」や「慣性」が働かないこと、ユーロが政治・財政統合を伴わない単一通貨であることから、⑤の安全資産の提供能力において、米国債を擁するドルに大きく見劣りすることが指摘される。ユーロ圏の国債市場は国ごとに細分化されているうえに、米国債以上の格付けを得ている国債の残高は米国債の3分の1程度である（第2図）。EUの欧州委員会や、ユーロ危機対応で常設化された欧州安定メカニズム（ESM）などが発行する債券（第2図のEU共同債）はほとんどの格付け会社からトリプルAと評価されており^⑧、信用力の面では米国債の受け皿となる潜在力を秘める。しかし、米国債市場はもとよりEU加盟国の国債市場と比較

第2図 高格付けソブリン債の発行残高



しても規模が限定的である（第2図）。コロナ禍以前は、EU債の発行は、ユーロ未導入のEU加盟国への国際収支支援やEU域外への金融支援、ユーロ導入国の債務危機対応などの融資の枠組みの財源確保のための発行に限定されていた。2020年以降、コロナ禍対応の1000億ユーロ規模の「失業リスク緩和のための緊急支援（SURE）」と、およそ8000億ユーロの復興基金「次世代EU（NGEU）」の発行が行われたことで規模が急拡大し、2026年からはウクライナ支援のための900億ユーロ、防衛技術・産業基盤に投資するための1500億ユーロの融資の枠組み「欧州安全保障行動（SAFE）」の債券発行も予定されている。他方、時限的な枠組みであるSURE債、NGEU債が償還期に入るため、2026年半ばをピークに市場規模は縮小する見通しであり^⑨、規模と弾力性を備えた安全資産の構築には、何らかの抜本的な対策を必要としている。

⑥の金融市場の発展度、流動性も、米国に比べると資本市場の厚みに欠けるうえに、単一通貨圏内での規制や慣行の乖離による「断片化」という問題がある。⑦の地政学的、軍事的な面では同盟国である米国に大きく依存してきた。

トランプ2.0の米国からの圧力、覇権を競う米中との競争力格差の拡大は、これらの課題克服を迫るものである。その取り組みについては、3節で確認したい。

2 ドル覇権、西側主導の国際金融システムの変化の兆し

(1) 西側による通貨・金融インフラの武器化

2020年代に入って、ロシアのエネルギー、中国のレア・アース、イランのホルムズ海峡など、経済的な相互依存関係を「武器化」する事例が頻発するようになった。

国際金融システムで圧倒的な役割を果たすドルと米国の金融インフラは、米国が他国に対して影響力を行使するうえで活用できる強力な武器、チョークポイントである。実際、米国

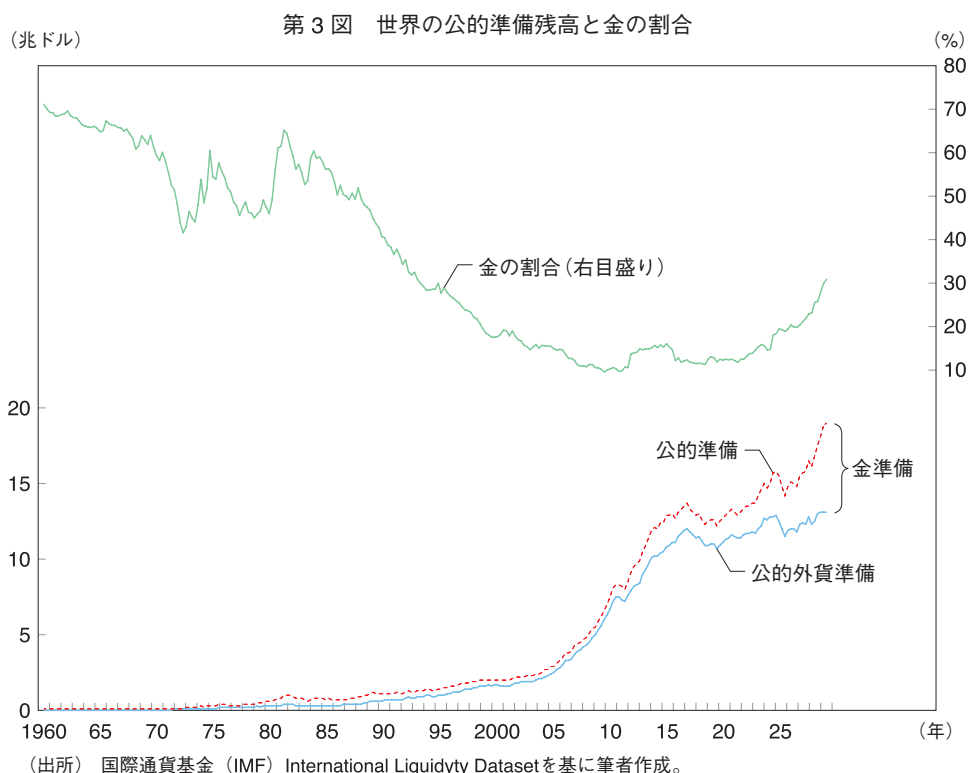
は、ロシア、イラン、キューバ、北朝鮮、シリアなどに金融制裁を科してきた。

経済的相互依存関係の武器化について論じたフィッシュマン（2026）⁽¹⁰⁾ は、米国が「チョークポイント」を兵器として利用すればするほど、各国は米国への依存を減らそうとし、将来的にそのチョークポイントとしての価値は低下すること、ターゲットにされるのを避けるインセンティブは「最初に標的とされたアクターを超えて広がることが多い」としている。

ユーロには、ドル離れの受け皿となりうると同時にリスク削減の対象となりうるという二面性がある。欧州が米国に同調して金融制裁に関与してきたからである。ウクライナ侵攻に対応した対ロシア制裁では西側が足並みをそろえた。侵攻直後の第1次パッケージではEUの金融・資本市場、金融サービスへのアクセス制限、第3次パッケージでは、ロシア中央銀行の準備資産の凍結、主要銀行のSWIFTからの排除（その後対象拡大）などの制裁を科した。EUでは、2024年5月にベルギーのユーロクリアに代表される中央証券預託機関（CSD）が保有する凍結したロシア中銀の資産の運用収益をウクライナ支援の財源として活用する法的枠組みが発効している。対ロシア制裁で凍結した資産をウクライナ支援に活用する案は、訴訟リスクや国際法上の問題への懸念などから実現には至らなかったものの、財源捻出の選択肢のひとつとして議論された。

（2）金準備の拡大

外貨準備の構成比からは読み取れないドル離れ、西側リスク回避の動きを示すのが中銀による金準備の増加である。グローバル化の全盛期には一貫して低下傾向にあった公的準備全体に占める金準備の割合が再び上向いている（第3図）。一部は需要拡大による価格上昇で説明できるが、金の保有量も増えている。全体の2割強を占める米国など先進國中銀の保有量



はほぼ一定である一方、ロシアや中国、インド、トルコなど新興国中銀の保有が増えている。

ユーロ報告書の最新版でも、準備資産としての金の保有割合が、ユーロ、米国債を上回ったことを取り上げ、金購入は「地政学リスクの高まりに対応した、一部中央銀行によるバランスシート強靱化の取り組み」を反映している可能性を指摘している⁽¹¹⁾。

(3) 中国がかかわる補完・代替システムの構築

貿易決済や開発金融の領域では、中国を中心として、これまで西側が主導してきた国際金融システムを補完、あるいは一部代替するプラットフォームを構築する動きが一定の広がりを見せている。

2015年10月に運用が始まった人民元国際決済システム（CIPS）⁽¹²⁾は、直接参加銀行が194行、直接参加銀行との情報伝達でSWIFTを使う間接参加銀行が1597行とネットワークが拡大している。中国人民銀行（中央銀行）との二国間現地通貨スワップ協定の締結先も世界32カ国に広がっている。

SWIFTの統計では、人民元の決済通貨としての利用は世界第6位だったが、中国人民銀行がまとめる2025年版の『人民元国際化報告』では、「人民元は貿易金融ではすでに世界第2位の通貨であり、幅広い基準では決済通貨としても第3位」⁽¹³⁾としている。今後の方針として、「より効率が高く、便利で高速な人民元決済サービスのグローバルなカバー範囲の拡大」「クロスボーダー決済におけるデジタル人民元（e-CNY）の利用について検討する」としている⁽¹⁴⁾。人民元の国際化は、ドルと西側の金融システムがチョークポイントとなるリスクを削減することを主な目的とする新段階に入っているように思われる。

e-CNYは実証実験の段階にある。クロスボーダー決済でもリテール分野では国境地域や観光経済圏での利用を、ホールセール分野では2022年に中国が主導したマルチ中央銀行デジタル通貨（CBDC）プラットフォーム・m-bridgeが始動している。2026年1月には指定金融機関が顧客に提供する「デジタル・ウォレット」残高に普通預金金利を支払う制度変更を行った。その狙いはe-CNYの普及とクロスボーダー決済における利用促進にあると考えられる。3節(2)で紹介するとおり、デジタル決済戦略では、EUはCBDCを中核と位置付けるのに対し、米国はCBDCを禁止し、「ステーブルコイン（法定通貨の価値と連動するように設計されたデジタル通貨）」を推進、「米ドルの世界的優位性を維持し」、米国債への需要を確固たるものにすることを掲げる⁽¹⁵⁾。米欧の方向が明確に異なるうえに、中国のe-CNYへの預金金利付与が「トークン化預金（銀行預金を裏付けとするデジタル通貨）」への転換を意味するとすれば、3大通貨圏のデジタル決済戦略がそれぞれ違った方向を追求することになる。

開発金融の領域では、2015年に中国が主導して設立したアジアインフラ投資銀行（AIIB、本部・北京）は、西側主導の国際開発金融機関（MDBs）と協業する機関として、参加国を111カ国まで増やすとともに実績を積み上げている。BRICSの原加盟国5カ国（ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ）が主導して2015年に設立した新開発銀行（NDB、本部・上海）も必ずしも西側主導のシステムと対立的ではなく、参加国も拡大している⁽¹⁶⁾。これに対し、2025年9月に習近平主席が提唱した上海協力機構（SCO）の開発銀行構想は、SCOが政治・安全保障面での協力の枠組みであるため、脱ドルの性格が強いと考えられている。しかし、

ロシアやインドなど、参加国間でも思惑の違いがあり、いまだ構想段階にとどまっている。今後どのような形で具体化して行くのか注目に値しよう。

3 ユーロの挑戦

ユーロの特徴は、地域における基軸性にある。単一市場の統合深化を通じた競争力の向上と地域的な拡大の余地があることは、大国間競争時代のユーロの強みとなりうる。

これまでよりも多極的な国際金融システムに転換しても、ユーロは確固たる地位を固める可能性を秘める。しかし、域内での連携を通じた課題への取り組みと域外との連携を強化する取り組みを怠れば、地盤沈下するおそれもある。

取り組むべき課題の幅は広いが、ここでは、ユーロの地位向上につながる取り組みとして、貯蓄投資同盟（SIU）、デジタル決済戦略、域外への流動性供給体制の拡充について進捗状況を確認したい。

(1) 貯蓄投資同盟（SIU）

SIUは、ユーロの国際通貨としての地位とのかかわりでは、7条件のうち、⑥の金融・資本市場の発展度、流動性、厚みの改善と、国際通貨の影響力の基盤となる①の経済に資する取り組みである。

SIUは、世界経済の分断の深まり、米中との競争の激化という環境変化に対応した戦略的自律のための金融システムの再構築策であり、金融面での対米自立構想でもある。米国との競争力格差は、特にハイテク分野で顕著だが、その大きな原因は、資本市場が国ごとに分断されていてスケールメリットが得づらく、リスクマネーが乏しいことにある。成長段階に応じたリスクマネーの不足は、欧州の革新的な企業を米国に向かわせている。EU全体では貯蓄超過だが、貯蓄は預金に滞留するか、米国とドル建て資産に向かい、域内における戦略分野での投資需要を満たすために活用されていない。単一市場の強化の提言をまとめた「レッタ報告（2024年4月）」⁽¹⁷⁾、EUの競争力強化の提言をまとめた「ドラギ報告（2024年9月）」⁽¹⁸⁾も金融・資本市場の統合深化と強化の重要性を訴えた。EUは今後5年間の政策サイクルの指針「競争力コンパス（2025年1月）」で、これらの提言を叩き台にSIUを分野横断的な課題と位置付けた。脱炭素化と競争力強化の包括戦略「クリーン産業ディール（CID）」を展開するうえでも、防衛・安全保障の自律性向上のための産業基盤への民間資本の動員のためにもSIUの推進が求められている。

欧州委員会は2025年3月に公表したSIUの戦略文書で、SIUをEUの金融システムが、「貯蓄を生産的な投資へと導く仕組みを改善し、人々や企業、特に持続可能な企業のために、より多くかつ多様な金融機会を創出することを目指すもの」⁽¹⁹⁾と説明している。①家計に資本市場への幅広いアクセスの機会を提供し、より高いリターン、家計の資産の増大をもたらす、②企業の成長とイノベーション、雇用創出のための資本へのアクセスを改善する、③EU域内の規制や監督体制の分散に対処する、④単一市場における監督体制を効率化することで、好循環を形成するコンセプトを示した。

SIUは、ユーロ圏の債務危機対応として始動した「銀行同盟」と、それに続く「資本市場

同盟」で積み残した課題を継承する取り組みでもある。銀行同盟では欧州預金保険スキーム（EDIS）が未完のままであり、資本市場は、監督機関の分散、国ごとに異なる税制や、会社法、倒産法、証券法などの法的枠組みによる断片化の問題を抱える。米国レベルの統合度を目指すならば、ポストトレードのインフラ（清算、決済、保管）にかかわる機関の集約も課題となる⁽²⁰⁾。SIU以前は、資産運用ハブとしての競争優位を持つルクセンブルクなどが欧州証券市場監督機構（ESMA）への監督権限の強化に強く反対し、インフラの集約化も、加盟国、関係機関の既得権益を手放すことへの抵抗は強く、進展が阻まれてきた。

しかし、SIUは、より速いペースで、より踏み込んだ改革が進展する兆しが見られる。競争力の問題と地政学的なリスクの高まりに後押しされ、政治的に優先度の高い課題と位置付けられたことが、過去の取り組みとの違いを生み出していると思われる。2025年12月に提示された「市場統合・監督パッケージ（MISP）」では、資本市場のエコシステム全体に焦点をあて、単一市場内の障壁削減に加えて、金融セクターのイノベーションを阻害する障壁の削減、さらにESMAの強化という手付かずだったテーマに踏み込んだ。

ただし、これまでの進展は立法の提案や協議開始などであり、今後、立法の着地点を見極める必要がある。ルールの変更が、資金循環の構造を変えて、民間資金の成長部門への投資、より高い成長という好循環につながったことを検証できるようになるまでには長い時間が必要だろう。

主要な課題のひとつであるESMAの権限は、本来は、銀行セクターでECBが果たしているように一元化が必要と考えられている。MISPでは、ESMAが一定の条件に適合する取引所、CSD、中央清算機関（CCP）、暗号資産サービス提供者などを直接監督することを提案しているが、その他の領域では各監督機関の監督手法の収斂という基本構図は維持される。

また、SIUが焦点をあてているのは家計、企業、金融インフラである。ドル離れの受け皿作りという観点では最重要課題である安全資産の不足、つまり断片化した国債市場と限定的なEU債市場の問題は対象外である。EUは目下、2028—2034年の多年次予算枠組み（MFF）の議論を進めているが、EU債の発行を財源とする融資の枠組みとして、1500億ユーロの戦略投資支援の「カタリスト・ヨーロッパ」と、大規模危機発生時の緊急融資ファシリティーである最大約4000億ユーロの「危機メカニズム」ととどまる。ドル離れ資金の受け皿作りとしては、踏み込み不足と言わざるをえない。

（2）デジタル決済戦略

ECBは2026年3月に「デジタル決済戦略」⁽²¹⁾を公表し、決済のアンカーとして中央銀行通貨を維持しつつ、EUの規制下にあるユーロ建てのトークン化預金、ステーブルコインなど民間決済資産を補完的に位置付ける方針を示した。

戦略は、既存のユーロ圏の基幹決済インフラの強化と新たなインフラを構築するという2本の柱からなる。戦略的目標として、①リテールとホールセール市場における信頼できるアンカーとしての中央銀行通貨の維持、②欧州の決済における戦略的自律性とレジリエンスの向上、③統合され競争力があり、革新的な決済エコシステムの育成、④ユーロの国際的な役割の支援を掲げた。

デジタル・ユーロは、個人の利用を前提とするリテール決済のプロジェクトである。プロジェクトは、民間デジタル通貨の台頭や決済主権への懸念を背景に2020年に本格始動し、2021年にはECBが調査フェーズ入りを決定した。中国がe-CNYの実証実験で先行していることに加えて、欧州が、米国による経済的威圧の対象ともなりうる局面の変化を受けて、金融・決済インフラの対米自立の意味合いも帯びつつある。ECBは、2026年中の法制化、2029年の導入を目指している。

ホールセール向けでは2026年3月にDLTプラットフォームとTARGETをつなぐPontesと、欧州のイノベティブで統合された決済と証券のエコシステムへの長期のアプローチAppiaイニシアチブを立ち上げている。

欧州議会の経済財政問題委員会の要請でまとめられた報告書「脱グローバル化時代の欧州の戦略的自律とクロスボーダー決済市場」⁽²²⁾では、欧州が決済システムの自律性と強靱性の向上に取り組むべき理由を、①ロシアへの制裁で、SWIFTとともに（筆者注：ユーロ圏内のクロスボーダーなりテール決済で高い比重を占める）Visa / Mastercardの業務停止という手段が用いられたこと、②米国にはEUの銀行の重要な決済インフラへのアクセスを制限したり、条件を課したりするために利用できる複数の法的・実務的な手段があることなどを挙げている。

ECBが打ち出したデジタル決済戦略は、e-CNYを通じた人民元のクロスボーダー決済戦略への対応だけでなく、ドルと米国サービスに依存するリスクの削減という目的も帯びている。デジタル決済戦略を担当するECBのチポローネ理事は、デジタル・ユーロは民間決済システムを代替するものではなく、選択肢のひとつとして位置付けられると説明している。また、その普及の度合いは利用者にとっての利便性やユーザー体験に左右されるものであり、民間決済システムを駆逐するような劇的な変化をもたらすことは想定していないとの見方を示している⁽²³⁾。

EUは、デジタル決済の基盤としてのCBDCの構築と同時に、米国の積極的な姿勢と、コスト面での優位性から急拡大するステーブルコインがもたらしうる金融システムの安定性や金融政策の伝達メカニズムへのリスクへの対策を検討していくと思われる。

（3）域外への流動性供給体制強化

ECBはユーロの流動性供給体制の強化にも動いている。ECBは、従来、米連邦準備制度理事会（FRB）のほか、英国、日本、スイス、カナダの中銀とは金額無制限・無担保でドルを供給できる常設のスワップ枠組みを締結し、スワップ・ライン・ネットワークを形成している。EU加盟国でユーロ未導入のスウェーデン中銀、デンマーク中銀とは金額上限付き、中国人民銀行とは金額上限付き、期限付きで相互主義のスワップ枠組みを締結している。

その他の域外中央銀行を対象とするユーロ流動性供給枠「EUREP」は、危機時に金融機関が適切な担保（ユーロ建ての国債など質の高い資産）と引き換えに、ユーロの流動性を供給する枠組みである。コロナ禍に伴う流動性不足に対応する一時的枠組みとして2020年6月25日に創設され、ユーロ未導入の近隣諸国を対象としてきたが、2026年2月に常設化され、原則として世界の中央銀行に開放された。FRBもコロナ禍対応で、2020年3月31日にFIMAレポ・ファシリティーを導入、2021年7月28日に常設化していることや、中国人民銀行がネッ

トワークの拡大に動いていることに対応した措置と言えよう。

市場混乱時のユーロへのアクセスを提供することは、圏外からの市場参加者の安心感につながる。ユーロの国際的地位向上、SIUの取り組みをサポートするものである。

おわりに

EUは、米国と中国の動向を睨みながら、競争力強化策を模索しており、金融・通貨戦略ではSIU、デジタル決済戦略、流動性供給体制の強化に動いている。EU加盟候補国・潜在的加盟候補国には、ロシア侵攻後に加盟申請したウクライナとモルドバを含めた10カ国が名を連ねている。加盟実現までには、候補国の側も受け入れるEUの側も多く改革に取り組まなければならないが、そのプロセスは地域の基軸通貨としてのユーロの性格を一段と強めることになるだろう。米国の関与縮小に対応して、欧州が防衛・安全保障面での自律性向上に取り組むことも、従来、欠落していた支配的通貨の条件である⑦の軍事的に強大なパワーについての変化をもたらす。

グローバル化の全盛期は過去のものとなり、世界はより多極的・重層的な体制に向かいつつある。国際金融システムは、ドルを基軸とする既存の体制が引き続き中核となるが、中国が関与する補完的・代替的なシステムは着実に根付いていくように思われる。その中で、ユーロは、地域的基軸通貨としての特性が支えとなり、埋没を避けることができるのではないだろうか。

- (1) 本稿は、伊藤さゆり「国際通貨としてのユーロの過去・現在・将来——コロナ禍、ロシアによるウクライナ侵攻を超えて」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー〈特集〉21世紀の国際通貨システム』令和5年第3号（通巻第153号）2023年6月、148-177ページ、「ドル離れとユーロ地位向上を阻む内圧と外圧」ニッセイ基礎研究所「基礎研レポート」2025-9-30での考察を、内外の環境、政策の変化を踏まえて再考したものである。
- (2) ECB (2026a), “The international role of the euro,” June 2026.
- (3) EUへの新規加盟や、EU加盟からユーロ導入に向けたプロセスでは、ユーロを外貨準備として保有する必要性が高まるが、ユーロ導入後はその必要性が消滅する。ユーロは、1999年に11カ国体制で始動したが、2004年以降に加盟した中東欧諸国などの新規導入で、段階的に拡大している。2026年にはブルガリアが参加、21カ国体制となっている。
- (4) 同統計は、カストディアン（保管機関）の所在地ベースで集計されるため、実際の最終保有者の国籍を正確には反映していない。公的部門だけでなく民間部門の保有も含まれる。
- (5) IMF, “Annual Report 2025 Appendix I. International Reserves,” pp. 21-24.
- (6) Grégory Claeys and Guntram B. Wolff, “Is the COVID-19 crisis an opportunity to boost the euro as a global currency?” *Bruegel Policy Contribution* 11/2020の整理による。
- (7) 例えば、Mathieu Savary and Marko Papic (2026), “The Multi-Anchor Currency Regime: Implications for Global Asset Markets,” *BCA Research GeoMacro Beta Report*, April 2026, Volume IIなど。
- (8) European Commission, “EU investor presentation,” Data as of 29-05-2026, p. 9によれば、S&PグローバルがAA+、ほかはAAA。
- (9) ECB (2026a), Box 2 Chart C-b 参照。
- (10) エドワード・フィッシュマン (2026) 「経済戦争をいかに戦うか——分断された世界と経済的繁

栄」外交問題評議会『フォーリン・アフェアーズ・レポート』2026年6月号。

- (11) ECB (2026a), p. 15.
- (12) Cross-Border Interbank Payment System.
- (13) 中国人民銀行『2025年人民币国际化报告』／RMB International Report (2025), p. 3。
- (14) 同上 p. 106。
- (15) The White House, “Fact Sheet: President Donald J. Trump Signs GENIUS Act into Law,” July 18, 2025.
- (16) Key Milestones, New Development Bankによれば、西側の格付け機関からの格付け取得や、ドル、ユーロ建て融資、MDBとの協力などを主要な成果に挙げている。
- (17) Enrico Letta, “Much more than a market,” April 2024.
- (18) “The Draghi report: A competitiveness strategy for Europe (Part A)” および “The Draghi report: In-depth analysis and recommendations (Part B),” 9 September 2024。
- (19) European Commission, “Savings and Investments Union,” COM (2025) 124 final, p. 1.
- (20) William Wright and Sean Tuffy, “The Future of European Equity Market Structure,” New Financial, October 2025
では、米国と比較し、上場市場、取引所ばかりでなく、多数の清算機関、決済機関が存在する欧州の株式市場の複雑な構造の可視化を試みている。
- (21) ECB (2026b), The Eurosystem’s comprehensive payments strategy.
- (22) Concetta Brescia Morra and Raffaele Felicetti, “European Strategic Autonomy and the Cross-Border Payments Market in the Era of Deglobalization,” in -depth analysis requested by the ECON committee, European Parliament, November 2025.
- (23) Implementing the digital euro project, PIIE events What Now, in Europe? April 22, 2026.

※本稿内の掲載先はすべて2026年6月9日最終確認。

中国人民元は国際主要通貨になりうるか？

金融覇権主義と国際金融システム

伊藤 宏之

Ito Hiroyuki

[要旨]

本稿は、中国人民元が米ドルに代わる主要国際通貨となりうるかをドル中心の国際金融システムの観点から考察する。中国は米国と並ぶ経済大国であり、世界最大の外貨準備保有国である一方、人民元の国際的地位は中国経済の存在感に見合うものではなく、国際的利用は依然として限定的である。その背景には、ドルが圧倒的な金融市場の流動性、ネットワーク外部性、安全資産としての信認を備え、国際金融システムに深く組み込まれていることがある。近年では、米国が外交的・地政学的目的の達成に金融制裁などを積極的に活用するようになり、グローバルサウスを中心にドル依存を低下させようとする『ドル離れ』の動きもみられる。中国も人民元の国際化を進めているが、金融市場の未発達や制度に対する信認の低さなど多くの課題を抱えており、当面はドル中心体制が維持される可能性が高い一方で、長期的には国際通貨体制がレジームシフトを迎える可能性も否定できないことを示す。

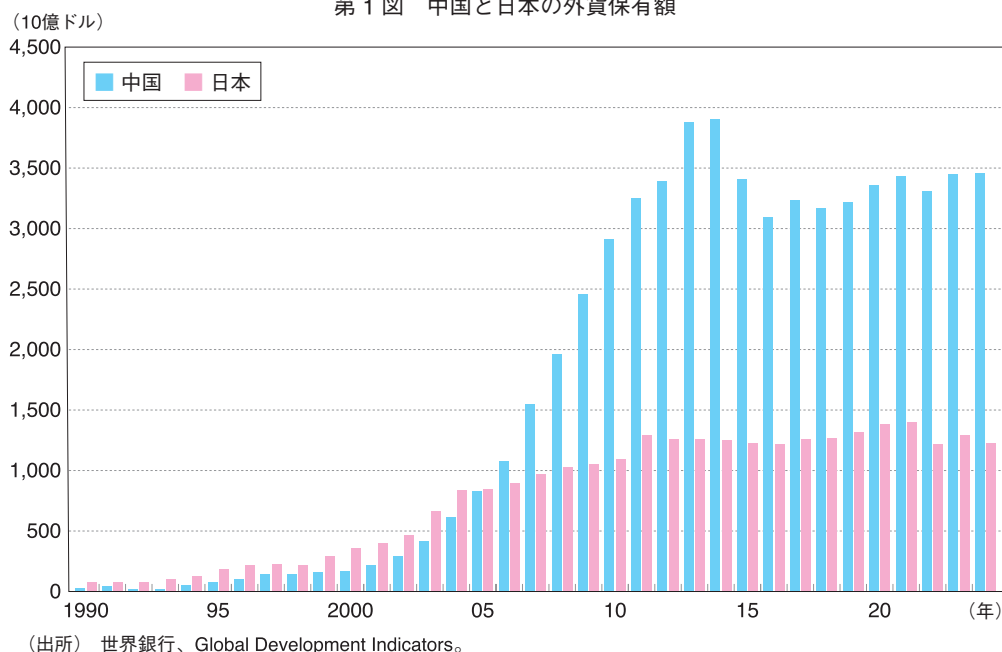
1 はじめに

ここ四半世紀、中国の政治的、経済的、軍事的な台頭は目を見張るものがある。特に経済の規模を測る国内総生産（GDP）によると、中国の経済規模は2001年に日本を抜いて世界第2位の規模となり（購買力平価ベース）、2010年代半ばには第二次世界大戦後最大の覇権国であるアメリカを追い抜き、2025年現在、中国は世界GDPの20%（米国は15%）を占めている⁽¹⁾。

中国は外貨準備の保有額においても、2005年に長年世界最大の外貨準備保有国であった日本を抜き、その後も外貨準備は増加を続け、2014年には約3.8兆ドルでピークを迎えた。上海株式市場や為替市場が大きく動揺した2015年以降は減少したものの、2025年末時点でも約3.4兆ドルを保有し、世界全体の外貨準備の約25%を占める世界最大の外貨準備保有国である（第1図）⁽²⁾。

こうした経済規模や巨額の外貨準備保有にもかかわらず、人民元の国際的な地位は中国経済の存在感に見合うものになっているとはいいがたい。人民元は2016年に国際通貨基金（IMF）が配分する準備資産である特別引出権（SDR）の構成通貨（米ドル、ユーロ、英ポンド、日本円と並ぶ5通貨のひとつ）に採用され、名目的には主要国際通貨として位置付けられるようになった。しかし、中国では依然として資本規制が存在し、人民元は完全な兌換通貨では

第1図 中国と日本の外貨保有額



ない。そのため、国際金融市場において他の主要通貨と同程度の自由な取引や資本移動が保証されているとは言えず、人民元はなお主要国際通貨として発展途上の段階にある。

そのような状況にもかかわらず、人民元が将来的にドルに迫る、あるいはドルに代わる主要国際通貨となる可能性についての議論は絶えない。その背景には、中国経済の台頭だけでなく、近年のドル中心の国際金融システムに対する疑問の高まりがある。

特に近年の米国では、「アメリカ第一主義 (America First)」を掲げる一国主義的な政策が強まり、第二次世界大戦後に米国自身が主導して築き上げた自由主義や資本主義を柱とする国際協調体制や国際秩序が、その作り手である米国自身によって大きく揺るがされている。関税政策や金融制裁に見られるように、外交的・地政学的な目標を達成するために経済政策を積極的に活用する傾向も強まっており、「ドルの武器化」という言葉も広く使われるようになった。その結果、これまで当然視されてきたドル中心の国際金融システムに対する疑問が高まり、一部の新興市場国や発展途上国、いわゆる『グローバルサウス』の間では、ドルへの依存を低下させようとする動き『ドル離れ』が見られるようになっている。

20世紀半ばに英ポンドから米ドルへと国際通貨のレジームシフト（体制転換）が起こったように、将来、米ドルから人民元へのレジームシフトが起こるのではないかと、あるいは第二次世界大戦後のドル中心体制が、ドル、ユーロ、人民元からなる複合的な国際通貨システムへ移行するのではないかと議論が見られる。もっとも、ドル体制に対する不満が高まっていることと、人民元が実際にドルの代替通貨となることは同じではない。いずれの場合においても鍵となるのは、人民元が主要な国際通貨となりうるかどうかである。本稿では、この問いについて考察する。

次節では、まずドル中心の国際通貨システムの現状と、その中での人民元の位置付けについてデータを用いて考察する。次に、中国が人民元の国際化を推進する動機を探る。さらに、

なぜ米ドルが依然として覇権通貨としての地位を維持しているのかを考察し、最後に今後の国際通貨システムの展望について論じる。

2 ドル単独覇権と国際通貨ヒエラルキー

第1表は、2000年および2024年における主要通貨の国際的利用状況を要約したものであり、米ドルが依然として国際通貨システムにおいて支配的な地位を占めていることを示している。2022年において、米ドルは世界の外国為替取引の88%に関与し⁽³⁾、2024年において、公的外貨準備の58%、国際決済の49%、および国際金融負債の46%を占めていた。2024年時点で26%であった米国の世界GDPシェアを大幅に上回っており、米ドルの国際的役割が米国経済の相対的規模をはるかに超えていることを示している。

一方、ユーロは依然として第2の国際通貨としての地位を維持しているものの、その利用シェアはほとんどの分野でドルを大きく下回っている。さらに、人民幣の国際的利用は近年拡大しているものの、その規模は依然として限定的であり、中国の経済規模や貿易規模に比べると著しく小さい。

米ドルが支配的な地位にあることを最もよく示しているのは、ドルが「媒介通貨 (vehicle currency)」として利用されていることである。例えば、マレーシア・リングギットをタイ・バーツに交換する場合、実際にはリングギットをいったんドルに交換し、その後ドルをバーツに交換する取引が行われることが多い。これは、ドル以外の通貨同士の市場が比較的小さい一方で、ドル市場が分厚く圧倒的な流動性を有しているためである。

同様の現象は貿易取引においても観察される。例えば、韓国と中国との貿易であっても、その多くはドル建てで請求・決済されている。取引当事者のいずれも米国企業ではないにもかかわらずドルが利用されることは、ドルが媒介通貨として機能していることを示している。

第2図は、各国がどの国に輸出しているか（輸出相手国）と、その輸出にどの通貨が用いられているか（輸出請求通貨）との関係を示している。第2図(a)は、2018—2023年平均におけ

第1表 過去20年の主要通貨シェア

(単位：%)

通貨 \ 年	外国為替 市場取引		外貨準備		国際取引に おける決済通貨		クロスボーダー 銀行負債		国際債券		GDP	
	2001	2022	2000	2024	2012	2024	2000	2024	2000	2024	2000	2024
米ドル	89.9	88.4	71.1	57.8	33.3	49.1	54.9	45.7	46.6	45.7	30.3	26.2
ユーロ	37.9	30.5	18.3	19.8	39.8	21.7	24.4	31.0	18.5	39.7	19.3	14.7
日本円	23.5	16.7	6.1	5.8	2.5	3.5	9.2	5.6	9.3	1.2	14.7	3.6
英ポンド	3.0	12.9	2.8	4.7	8.7	6.9	5.3	4.4	8.9	8.2	4.9	3.3
人民幣	0.0	7.0	0.0	2.8	0.6	2.8	—	—	0.9	0.5	2.2	2.0
カナダドル	4.5	6.2	—	2.1	2.1	1.6	—	—	0.6	1.0	1.2	1.6
オーストラリアドル	4.3	6.4	—	0.2	2.0	1.0	—	1.3	2.5	0.7	0.8	0.8
スイスフラン	6.0	5.2	0.3	2.2	1.9	3.8	2.4	—	0.0	0.8	3.6	16.8

(出所) Ito and Kawai (2026)。

る各国の対米輸出シェアとドル建て輸出請求シェアとの関係を示している。多くの国では、対米輸出シェアを大きく上回る割合の輸出がドル建てで請求されており、ドルが国際的な媒介通貨として広く利用されていることがわかる。もしドルが媒介通貨としての役割を果たしていないのであれば、ドル建て請求シェアは対米輸出シェアにおおむね比例し、各国は45度線付近に分布するはずである。しかし実際には、ほとんどの国が45度線を大きく上回っており、対米輸出シェアをはるかに超える割合で輸出がドル建てで請求されている。これは、米国向け以外の輸出取引においてもドルが広く利用されていることを意味している。

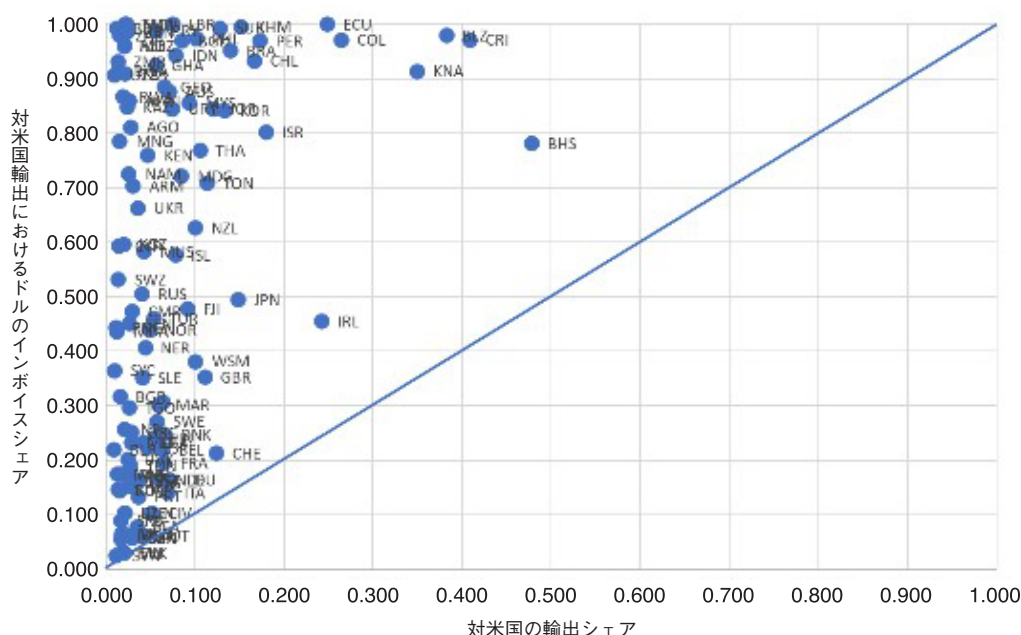
これに対して第2図(b)が示すように、ユーロ建て請求シェアは対ユーロ圏輸出シェアとの対応関係が比較的強い。すなわち、ユーロの利用は主としてユーロ圏との貿易関係を反映しており、ドルほど強い媒介通貨機能を有していない。

さらに第2図(c)は、人民幣建て請求シェアと対中輸出シェアとの関係を示している。多くの国において、対中輸出シェアが高いにもかかわらず人民幣建て請求シェアは極めて低い。すなわち、中国との貿易においてさえ人民幣は広く利用されておらず、多くの取引は依然としてドル建てで行われている。このことは、中国の経済規模や貿易規模の大きさにもかかわらず、人民幣の国際化が依然として限定的であることを示している。

第3図は、IMF加盟国の外貨準備における主要通貨のシェアの推移を示している。米ドルは一貫して最大の準備通貨であり、そのシェアは2000年代初頭の約70%から低下したものの、2025年末時点でも57%を占めている。一方、ユーロは20—30%程度のシェアを維持しているが、近年は20%前後で推移している。

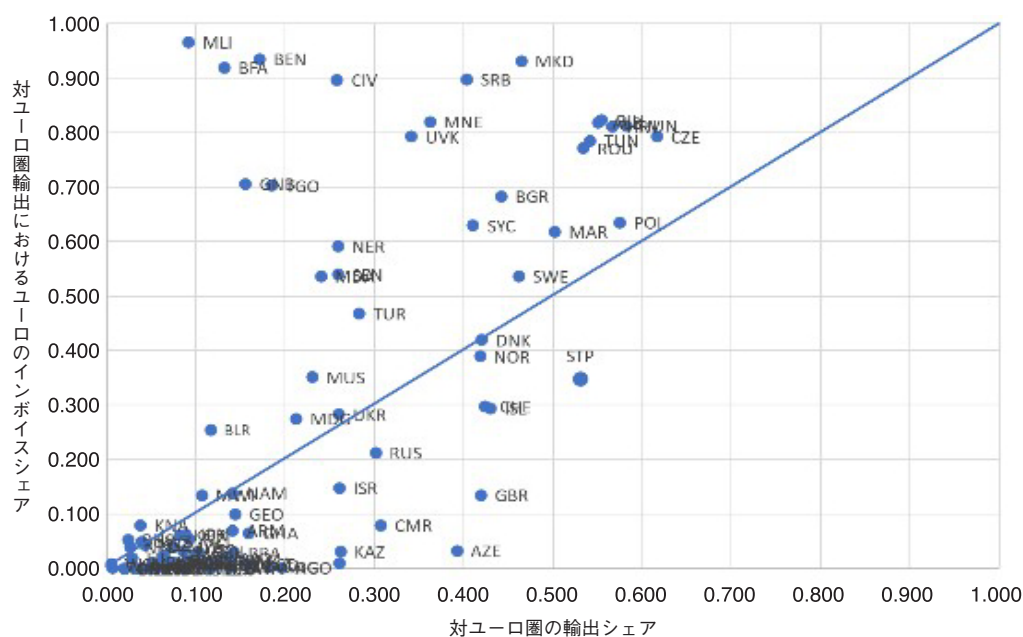
その他の通貨のシェアはドルやユーロと比較するとかなり小さい。日本円と英ポンドはそれぞれ5—6%程度のシェアを維持しており、依然として主要な準備通貨としての地位を保つ

第2図(a) 対米国の輸出シェアと対米国輸出におけるドルのインボイスシェア(2018—2023年)



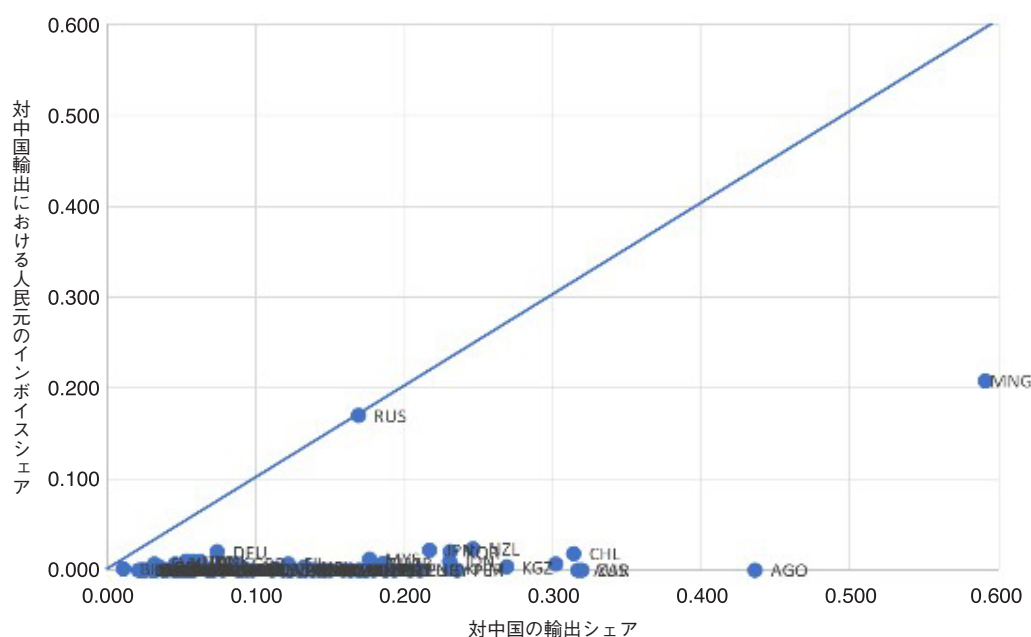
(出所) Boz, et al. (2025) と International trade in Goods を基に筆者作成。

第2図(b) 対ユーロ圏の輸出シェアと対ユーロ圏輸出におけるユーロのインボイスシェア(2018—2023年)



(出所) Boz, et al. (2025) と International trade in Goods を基に筆者作成。

第2図(c) 対中国の輸出シェアと対中国輸出における人民元のインボイスシェア(2018—2023年)

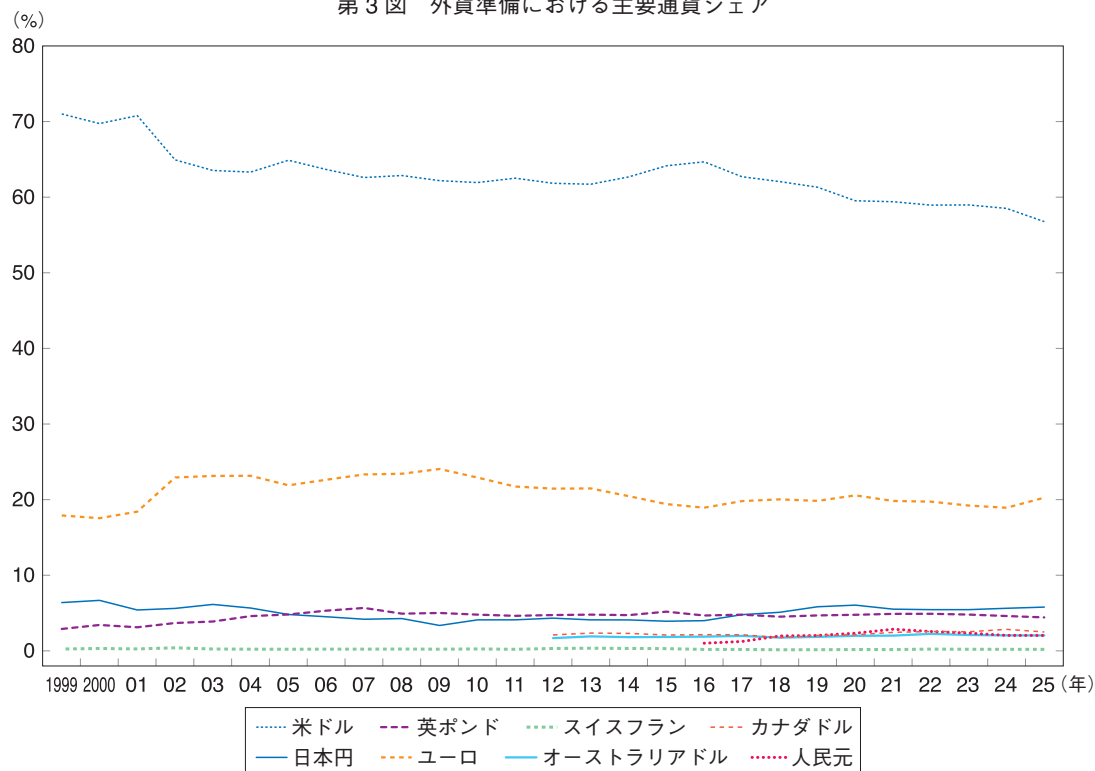


(出所) Boz, et al. (2025) と International trade in Goods を基に筆者作成。

ている。人民元は2016年にIMFのSDRバスケットに採用された唯一の新興国通貨であり、そのシェアは徐々に上昇しているものの、2025年時点でも約2%にとどまっている。

したがって、外貨準備の構成においてもドルの優位性は依然として圧倒的である。人民元はカナダドル、オーストラリアドル、スイスフランなどを上回る規模に達しているものの、そのシェアはドルやユーロはもちろん、日本円や英ポンドと比較してもなお小さい。中国が経済大国であり、世界最大の外貨準備保有国であることを考えると、この結果は人民元の国

第3図 外貨準備における主要通貨シェア



(出所) COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) のデータベースを基に筆者作成。

際化が依然として限定的であることを示している。

これらのデータからわかるのは、米ドルの支配的地位が依然として揺るぎない一方で、人民元はその挑戦者として台頭しているものの、両者の間にはなお大きな隔たりが存在するというのである。

では、なぜドルはこれほどまでに強固な国際的地位を維持しているのでしょうか。人民元の国際化の可能性を考えるためには、まずドル覇権を支える要因を理解する必要がある。ドルが現在の地位を築いた背景を理解することは、人民元が将来どこまで国際化しうるのかを考えるうえでも重要である。

3 ドル覇権から学ぶもの

米ドルが広く利用されているのは、単に長年使われてきたからではない。その背景には、高い流動性⁽⁴⁾、ネットワーク外部性、安全資産としての地位など、ドルの国際的利用を支える複数の要因が存在する。

第1に、ドル建て金融市場の卓越した流動性である。米国は、米国債市場、社債市場、株式市場、さらには多様なデリバティブ市場を含む、世界最大かつ最も発達した金融システムを有している。規模が大きく、流動性と透明性の高い金融市場は、世界中の企業にとってドル建てでの借入れやリスクヘッジのコストを低下させる。流動性の高い市場では、大量の売買が行われても価格が大きく変動しにくく、ドルを貿易決済や投資の手段としてより魅力的なものにしている。人民元が国際的な役割を拡大するためには、中国の金融市場がより深く、

流動性の高い市場へと発展することが求められる。

第2に、ドルは国際貿易や国際金融における媒介通貨として機能している。その背景には強いネットワーク外部性が存在する。ネットワーク外部性とは、多くの人が利用するほど、そのサービスや製品の利便性が高まる現象である。例えば、電子メールやSNSでは、多くの人が利用しているサービスほど連絡をとりやすくなるため、さらに利用が増える傾向がある。国際通貨にも同様の現象が見られ、多くの企業や金融機関がドルを利用するほど、ドルを利用する利便性が高まり、さらにドルの利用が拡大する。

韓国やタイは中国やASEAN諸国と活発な貿易を行っているにもかかわらず、それらの取引の多くはドル建てで請求されている。ドルを共通の請求・決済通貨として利用することで、企業は複数の通貨を管理する必要がなくなり、為替リスクや取引コストを削減することができる。その結果、ドルの利用はさらに拡大し、ドルの国際的地位をいっそう強固なものとしている。このことは、中国との貿易規模の拡大だけでは人民幣の国際化が進まないことを示唆している。人民幣がドルに挑戦するためには、中国との取引だけでなく、第三国間取引においても広く利用される共通通貨となる必要がある。

第3に、ドルは国際金融システムにおける安全な逃避先（safe haven）としての役割を果たしている。金融危機や地政学的緊張の高まりなど、不確実性が上昇する局面では、世界中で安全資産への需要が高まる。興味深いことに、その危機が米国発であったとしても、ドル需要はしばしば増加する。実際、2008年の世界金融危機や2020年のコロナ危機においても、ドルへの需要は高まり、ドル相場は上昇した。これは、ドルが国際金融システムにおいて最も信頼される安全資産のひとつとして認識されていることを示している。

こうした安全資産としての地位は、ドル建て資産に対する恒常的な需要を生み出している。特に新興市場経済にとって、米国債をはじめとするドル建て資産は一種の保険として機能する。平時においては国内投資のほうが高い収益率をもたらすことが多いにもかかわらず、多くの国が低利回りのドル資産を大量に保有しているのは、危機発生時にそれらを換金し、資本流出や通貨危機に対応できるからである。

特に1997—1998年のアジア金融危機以降、多くの新興市場国は厳しいコンディショナリティー（融資条件）を伴うIMF緊急融資を回避するため、自ら外貨準備を積み増して危機への備えとするようになった。その結果、ドル建て安全資産に対する需要は大きく増加した。各国にとっては合理的な危機対策であるが、皮肉なことに、こうした行動はドル中心の国際金融システムをさらに強化することにつながった。各国によるドル資産の蓄積が進めば進むほど、世界経済の米国の金融政策やドル資金の動向に対するエクスポージャー（外部ショックにさらされる度合い）は高まる。つまり、危機を回避するための行動が、結果として次の金融危機の種をまくという側面を持っているのである⁵⁾。

この点は、人民幣の国際化を考えるうえで重要である。Cornell UniversityのEswar Prasad教授は、人民幣が真の国際通貨となるためには、中国との貿易や投資に利用されるだけでは不十分であると指摘している。真に国際的な通貨となるためには、経済危機や金融危機に直面した国々が、中国から人民幣建ての流動性供給や救済融資を受けることを安心して受け入れ

られるようにならなければならない。近年、中国は人民銀行による通貨スワップ協定の拡大などを通じて国際金融面での役割を強めており、ロシアやイランなどを中心に人民幣需要の拡大も見られる。しかし、中国との貿易や人民幣建て決済が拡大したとしても、それだけで人民幣がドルに匹敵する国際通貨になるわけではない。危機時に各国が中国からの流動性供給や金融支援をドルと同じように信頼し、受け入れるようになって初めて、人民幣は真の意味で国際通貨になったと言えるだろう (Prasad, 2014)。

4 なぜ中国は人民幣の国際化を目指すのか

これまで見てきたように、人民幣の国際的利用は依然として限定的であり、ドルとの格差は大きい。それにもかかわらず、中国政府は過去15年近くにわたり人民幣の国際化を重要な政策目標として掲げてきた。では、なぜ中国は人民幣を主要な国際通貨、さらにはドルに匹敵する国際通貨へと育てようとしているのだろうか。

世界有数の経済大国となった国家が、自国通貨の国際的利用を拡大しようとする事自体は自然なことである。19世紀の英国にとってのポンド、20世紀以降の米国にとってのドルがそうであったように、中国が人民幣の国際化を目指すことは不思議ではない。そこには国家的威信だけでなく、経済的合理性に基づく国益の追求が存在する。しかし、中国が人民幣の国際化を推進する背景には、それ以上に現在のドル中心の国際金融システムに対する不満と問題意識が存在する。

第1に、中国はドル中心の国際金融システムへの依存から脱却したいと考えている。多くの新興国・途上国は、自国通貨に対する信認や市場規模の制約から、自国通貨建てで国際資金を調達することが難しく、ドルなどの主要通貨で借入れを行っている。その結果、米国の金融政策やドル金利の変化は世界中の金融市場や実体経済に大きな影響を及ぼす。

本来、国際金融の基本原則である「国際金融のトリレンマ」によれば、金融市場の開放、独立した金融政策、為替相場の安定の3つを同時に達成することはできない。例えば、中国が金融市場の自由化を進めながら独立した金融政策を維持しようとするれば、金利差を通じた資本移動によって為替相場が変動しやすくなる。逆に為替相場を安定させようとするれば、金融政策の独立性をある程度犠牲にしなければならない。

しかし、中国を含む多くの国々がこうした政策的制約に直面する一方で、米国は基軸通貨国として特別な立場にある。連邦準備制度理事会 (FRB) は雇用の最大化と物価の安定という国内目標の達成を法的義務 (マנדート) として政策を決定しているが、その影響は国境を越えて世界中に波及する。さらに、FRBには海外経済への影響を考慮する法的義務は存在しない。Helene Reyが指摘するように、グローバル金融サイクルの下では、多くの国の金融市場や資本移動は米国の金融政策の影響を強く受ける。大国中国にとって、自国経済が依然として米国の金融政策の影響を強く受け、制約すら課せられる現状は決して望ましいものではない。

第2に、中国はドル覇権が米国にもたらしている特権に強い関心を持っていると考えられる。中国から見れば、米国はあたかもトリレンマの制約の外側に位置しているように映る。

米国は巨額の財政赤字や対外債務を抱えていても、ドルが国際金融システムの中核通貨であり続けているため、他国に比べて市場からの制約を受けにくい。

中国にとって、ドル覇権とは単なる国際的威信ではない。それは米国に他国にはない政策上の選択肢を与える制度でもある。世界経済に占める米国の相対的地位が低下しつつあるにもかかわらず、ドルは依然として国際金融システムの中心に位置している。中国が人民元の国際化を推進する背景には、ドル体制への不満だけでなく、ドル覇権がもたらすこうした特権への関心も存在している可能性がある。

近年の米国の一国主義的な政策運営も、中国の問題意識を強めている。関税政策、金融制裁などを通じて、米国は自国の利益を優先して行動することができ、現在の国際金融システムは米国に有利に設計されているように映るかもしれない。

第3に、「ドルの武器化」に対する懸念である。2022年2月にロシアがウクライナへ侵攻した際、欧米諸国はロシアの一部銀行を国際銀行間金融通信協会（SWIFT）から排除し、ロシア政府による外貨準備へのアクセスを制限した。こうした出来事は、ドルへの依存が地政学的リスクにもなりえることを各国に認識させた。

近年、中国は人民元建て貿易決済の拡大や人民銀行による通貨スワップ協定の締結を進めている。こうした取り組みは、中国自身の問題意識だけでなく、ドル中心システムへの依存を見直したいと考える一部の新興国・途上国の関心とも重なっている。

5 人民元は覇権通貨になりうるのか？——短期的・長期的展望

短期的に見れば、ドルを中心とする現在の国際通貨体制は今後もしばらく継続する可能性が高い。その最大の理由は、現実的にドルに代わる代替通貨が存在しないことである。ユーロはドルに次ぐ国際通貨であるが、その利用シェアはドルを大きく下回る。日本円や英ポンドは一定の国際的役割を維持しているものの規模は限定的であり、人民元についても中国の経済規模や貿易規模に比べ国際的利用は依然として低い。仮にドル体制への不満が広がったとしても、現時点ではドルに代わる有力な選択肢は見当たらない。

歴史的に見ても、前回の英ポンドから米ドルへの覇権移行が起こった20世紀初頭とは状況が大きく異なる。当時の覇権国家であった英国は、第一次世界大戦以降、米国に対して多額のドル建て債務を抱え、金融面において米国への依存を深めていた。しかし、現在の米中関係では中国は大量の米国債を保有しているが、それらはドル建て資産であり、米国が中国に人民元建てで依存しているわけではない。前述のとおり、米国政府は巨額の国債を発行したとしても、その消化に苦勞する状況にはない。したがって、現時点で中国が金融面から米国の覇権を直接脅かす状況にはない。

また、近年BRICS諸国^⑥は、グローバルサウスを代表する協力体制として存在感を高めている。世界人口の約45%、世界GDPの約30%（購買力平価ベース）を占める巨大な経済圏であり、その潜在的な影響力は無視できない。しかし、その結束力を過大評価するべきでもない。これらの国々は共通してドル依存を軽減したいという意向を持つものの、それぞれの地政学的利益や外交戦略は必ずしも一致していない。例えば、中国とインドは国境問題を抱えてお

り、中国とロシアも対米関係では協力しているものの、中央アジアや中東をはじめとする地域では長期的な利害が必ずしも一致しているわけではない。

また、ユーロ圏とは大きく異なり、景気変動が互いにシンクロするという「最適通貨圏 (Optimum Currency Area: OCA)」の要件を満たしているとはいいにくい。経済構造や政治体制も大きく異なることから、近い将来にBRICSが統一した経済・金融圏へ発展し、ドル圏に対抗する単一の通貨ブロックを形成する可能性は高くない。

もっとも、人民幣の将来については楽観的な見方も存在する。ケネス・ロゴフ (Rogoff, 2026) は、今後5年程度の間には人民幣が世界的な準備通貨としての地位を大きく高める可能性を指摘している。人民幣は、中国の金融市場が十分に開放されない限り主要な準備通貨にはなれないとしばしば論じられる。しかしロゴフは、米国も1970年代まで外国人投資家に対してさまざまな制約を課していたにもかかわらず、国際準備通貨としての地位を維持していた点を指摘する。そのため、中国の金融市場が完全に自由化されなくても、人民幣建て国債が国際投資家に広く保有されるようになれば、人民幣が主要な準備通貨へと発展する可能性は十分にあると論じている。

人民幣が国際通貨としてさらに発展するためには依然として大きな課題が存在する。Ito and Kawai (2026a, b) は、主要国際通貨となるためには経済規模だけでなく、金融市場の発達とその開放が不可欠であることを示している。流動性が高く、透明性があり、取引コストの低い金融市場が存在して初めて、その通貨は国際的な取引や資産保有の手段として広く利用されるようになる。そして、そのような金融市場の発達を支えるためには、法制度の整備、政策運営の透明性、質の高い官僚組織、さらには経済的自由や公平性が求められる。

しかし、中国やロシアをはじめとする一部の新興国では、法律の解釈や適用が政治的裁量によって左右される可能性があり、市場参加者にとって制度的な不確実性が残る。通貨の国際化の前提となる法制度、透明性、自由な市場環境といった条件を整備するには、なお長い時間を要するかもしれない。実際、開放的な金融市場を持ち、所得水準の面で比較的画一的で景気変動においてもシンクロしているなどOCAの条件を満たしているユーロでさえ、ドルと対等な地位を確立できていない。人民幣を含め、新興国通貨が国際通貨として本格的に台頭するかどうかは依然として不透明である。

さらに、近年急速に普及しているステーブルコイン (暗号資産) も、短期的にはドルの地位を弱めるよりむしろ補強する可能性が高い (Aldasoro, Frost, Ito, 2026)。主要なステーブルコインのほとんど (約98%) は米ドル建て資産、とりわけ米国債を裏付け資産としている。暗号資産やデジタル決済の普及は必ずしもドル離れを意味しない。主要なステーブルコインの裏付け資産は依然として米ドル建て資産であり、その意味では新しい国際通貨というよりもドル建て金融商品の新たな形態と考えるほうが適切である。もっとも、決済が既存の国際銀行ネットワークを迂回して行われる可能性はあり、将来的には銀行中心の国際金融システムに変化をもたらすかもしれない。しかし少なくとも短期的には、ステーブルコインの普及はドルの地位を弱めるどころか、むしろ強化する可能性が高い。

もっとも、短期的にドル体制が継続すると考えることは、それが永続することを意味しな

い。国際通貨のヒエラルキーはしばしば非線形的に変化することが指摘されている（Chinn, Frankel and Ito, 2024）。一度支配的地位を確立した通貨は、発行国の経済的地位が相対的に低下してもしばらくその地位を維持する傾向がある。実際、米国経済は19世紀後半にはすでに英国経済を上回っていたが、ドルがポンドに代わる覇権通貨として確立したのは第二次世界大戦後であった（Eichengreen, 2012）。

現在、米国のGDPや貿易の世界シェアは長期的に低下しているにもかかわらず、ドルは依然として国際金融システムの中心に位置している。この非対称性は、多くの新興国や発展途上国の指導者に、現在の国際金融秩序のあり方を改めて考えさせる要因となっている。近年の米国の一国主義的な政策運営やドルの武器化は、その傾向をさらに強めている。

加えて、基軸通貨国である米国は、本来であれば市場から罰せられるような巨額の財政赤字や対外不均衡を長期間維持することができる。こうした特徴はドル体制の強さを示す一方で、トリフィンが指摘したようなマクロ経済的矛盾を長期的に蓄積させる側面も持つ。したがって、近い将来にドル体制が崩壊する可能性は低い。しかし、そうした矛盾が長い時間をかけて蓄積されれば、現在の体制が永続すると断言することもできない。変化が起こるとしても、それは徐々に進むというより、ある時点で急速なレジームシフトとして表れる可能性がある。ドル中心体制が当面続く可能性は高いものの、それが永続的であると考えられるのもまた危険であろう。

- （1） 日本は約1.3兆ドルの外貨準備を保有し、世界の約10%を占めている。
- （2） もっとも、中国の外貨準備額を正確に把握することは容易ではない。Setser（2026）によれば、中国当局は一部の外貨資産を国有企業や国有金融機関を通じて保有しているため、国レベルの公式統計には十分に反映されていない可能性がある。そのため、中国が実際に保有する対外資産は公表されている外貨準備額を上回る可能性がある。
- （3） 外国為替市場の取引は常に2通貨間で行われるため、各通貨のシェアを合計すると200%となる。
- （4） 流動性とは、資産の売買のしやすさを表す。
- （5） 世界全体で見れば、ある主体が保有する安全資産は、他の主体にとっては負債でもある。例えば、ドル建て安全資産への需要が増加することは、その裏側でドル建て負債の供給拡大を伴う。この意味で、安全資産に対する需要の拡大と、それに伴う供給の拡大は、国際金融システムにおけるドル建て資産・負債の拡大と表裏一体の関係にある。
- （6） BRICSは2006年にブラジル、ロシア、インド、中国の4カ国で発足し、2010年に南アフリカが加盟した。その後、2024年には、エジプト、エチオピア、イラン、アラブ首長国連邦（UAE）、2025年には、インドネシアが新たに加盟した。

■参考文献

- Aldasoro, I., J. Frost, & H. Ito. 2026. "The impact of stablecoins on the international monetary and financial system," Forthcoming in *Development and Change*.
- Boz, E., A. Brüggemann, C. Casas, G. Georgiadis, G. Gopinath, and A. Mehl. 2025. "Patterns of invoicing currency in global trade in a fragmenting world economy." IMF Working Paper WP/25/178. International Monetary Funds: Washington, D.C.
- Chinn, M. D., J. A. Frankel, and H. Ito. 2024. The Dollar Versus the Euro as International Reserve Currencies. *Journal of International Money and Finance*, 146 (August): 103123. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2024.103123>.

- Eichengreen, B. 2012. *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar*. Oxford University Press.
- Ito, H. and M. Kawai. 2026a. “Determinants of the International Use of Currencies: Implications for US Dollar Dominance,” ADBI Working Papers.
- Ito, H. and M. Kawai. 2026b. “Can the BRICS Challenge U.S. Dollar Dominance?” mimeo.
- ケネス・ロゴフ (Kandy Wong 取材・執筆)、サウス・チャイナ・モーニング・ポスト、ケネス・ロゴフ「中国人民元は5年以内に“世界的通貨”になる」、クーリエ・ジャポン、2026年5月3日。
- Prasad, Eswar S. 2014. *The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*. Princeton University Press.
- Setser, Brad W., 2026. China’s “Fake” De-Dollarization, Council on Foreign Relations.

円の実力と日本経済

為替レートと国際収支に基づく考察

佐藤 清隆

Sato Kiyotaka

〔要旨〕

近年、円の実力が低下したという主張が数多く見られる。実質実効ベースで円の価値が1970年の水準まで低下したことが、そのような主張の根拠になっている。しかし、実質実効ベースでの円安が、そのまま円の実力低下を意味するわけではない。むしろ、日本経済の実力が低下したことが実質実効為替レートの減価の主要因であることを明らかにする。また、日本の国際収支構造が変化したため、円安局面から容易に抜け出せなくなったという主張もある。本稿ではその主張を批判的に検討し、国際収支のフローの為替需給で見ても、構造的に円安となるわけではないことを明らかにする。最後に、円の実力に関する議論を整理し、円の実力を高めるために何が必要かを述べる。

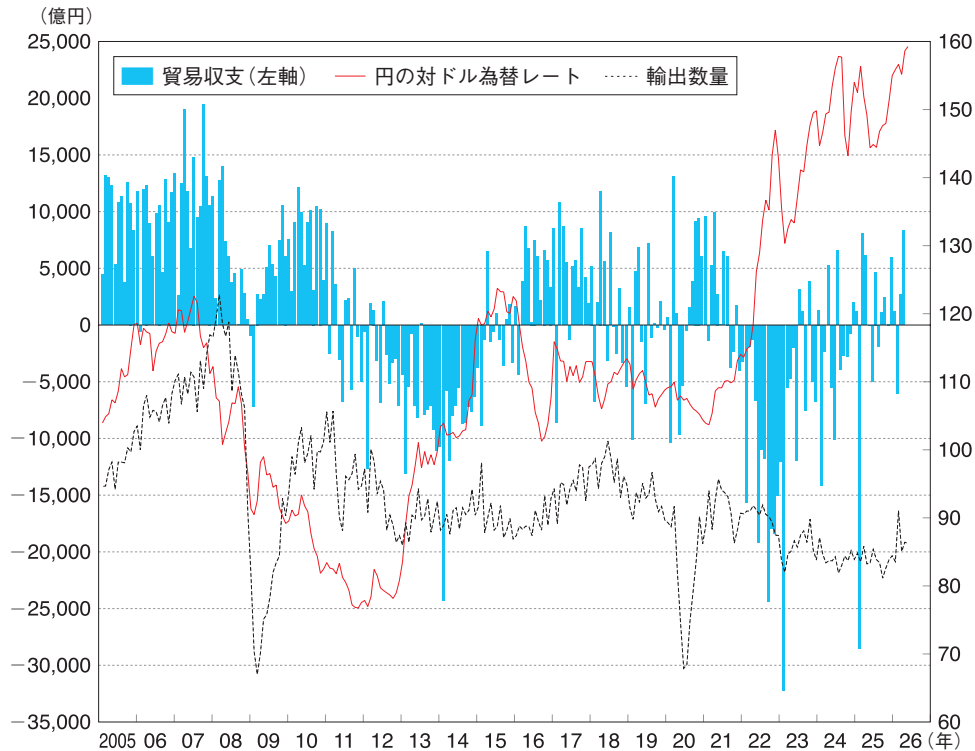
はじめに

1971年の金ドル交換停止後、変動レート制に移行した日本経済は急速かつ大幅な円高を繰り返し経験してきた。第1図が示すように、2007年の夏から急速に円高が進み、2011年7月には1ドル＝70円台後半の水準まで円は増価した。この70円台後半の円高水準は2012年10月まで続き、当時の経営者の多くは円高局面がさらに続くことを覚悟していた^①。この円高傾向を反転させたのは、第2次安倍内閣による積極的な金融緩和であった。2012年12月16日の衆議院議員総選挙で自民党が圧勝してから、わずか5ヵ月ほどで円はドルに対して20円近く減価した。安倍政権下の円安進行はそれまでの歴史的円高水準を反転させたという点で、日本経済にとって歓迎すべき状況であった。

再び大幅な円安が進行したのは、新型コロナウイルス感染拡大の影響が続く2021年からである。特に、ロシアがウクライナに侵攻した2022年2月から円安が急激に進み、同年10月には対ドルで一時150円台まで減価した。翌2023年1月には120円台まで戻したが、その後は再び円安が進み、1ドル＝150円前後の水準が定着した感がある。その間、財務省がドル売り介入を繰り返し、160円を超えて円相場がさらに減価することを阻止している。

ここまで、円相場がいかに大幅に変動してきたかを振り返ったが、2011年10月31日に1ドル＝75.32円の戦後最高値をつけた時と比較すると、2026年前半の160円に迫る円安水準は、円の価値がピーク時の半分以上に落ちてしまったことを示している。2011年には1ドルを手に入れるのに80円弱の円を支払えばよかったが、2026年現在では、その倍の160円近くを支

第1図 日本の為替レート、貿易収支、輸出数量(2005年1月—2026年4月)



(注) 円対ドル名目為替レート、日本の貿易収支(億円)、日本の輸出数量指数(全産業、季節調整済み：2010年=100)の月次データのグラフ。為替レートは上昇すると円安(減価)、低下すると円高(増価)を意味する。

(出所) 財務省貿易統計、財務省国際収支統計、IMF International Financial Statisticsよりデータを取得して筆者作成。

払わなければならない。「円の実力」を通貨の交換比率で測るとすれば、確かに円の実力は2011年のピーク時から半分程度に落ちてしまったと言える。

外国為替市場でも、ヘッジファンドなどの投機筋がドルに対して円を大きく売り越しているという報道がたびたび見られる。先行研究によれば、少なくとも2017年まで、円はスイス・フランと並んで安全資産(Safe-haven currency)として世界中から選ばれていた⁽²⁾。しかし、最近、低金利の円がキャリートレードの対象となって売りが膨らむ状況となっている。円は以前のように安全資産とはみなされておらず、その通貨としての弱さが目立っている。

本稿の主な目的は、円をめぐる最近の動向を整理し、円の実力がどこまで低下したのかを考察することにある。円の実力が低下したと新聞紙上等で指摘され始めたのは、筆者が把握する限り、2021年夏ごろからである⁽³⁾。円の実力低下の根拠となったのは、円の実質実効為替レート的大幅な減価である。2022年からの急速な円安進行により、実質実効ベースでの円の実力低下が大きな注目を集めるようになった⁽⁴⁾。しかし、実質実効ベースでの円の減価を根拠として、円の実力が低下したと主張することには賛同できない。そのような主張の何が問題なのかについて、本稿でひとつずつ説明していく。

また、日本の国際収支構造が近年大きく変化したことも、円安が解消しない理由のひとつと考えられている。為替レートが国際収支に基づくフローの為替需給で決定するという立場を筆者はとらないが、日本の国際収支がどのように構造的に変化し、それが円相場のみなら

ず、円の実力にどう影響しているかについて、詳しく考察する。

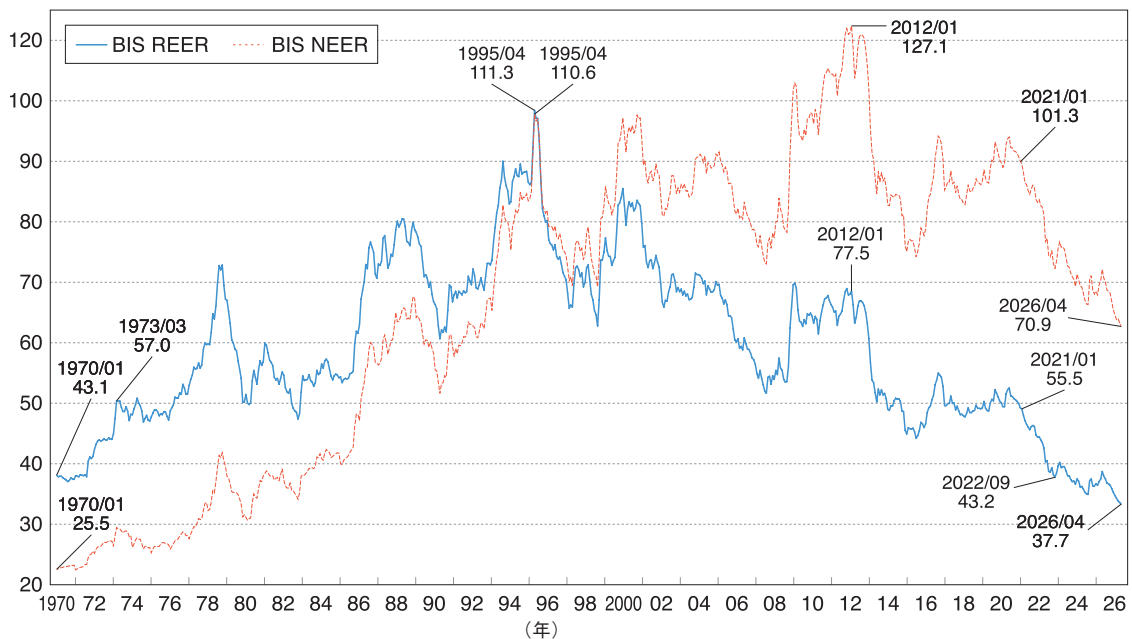
本稿の構成は次のとおりである。第1節では、円の実質実効為替レートの減価が円の実力低下を意味しているという主張を批判的に検討する。第2節では、日本の国際収支構造の変化と円安の関係について考察する。第3節では、構造的な円安が日本で起きているという考え方の問題点を明らかにする。最後に、円の実力についての考え方を整理し、円の実力を高めるための条件を提示する。

1 実質実効為替レートと円の実力

円の対ドル名目為替レートが2022年から急速に減価したことに伴い（第1図）、実質実効ベースの円の水準が注目を集めるようになった。第2図は、1970年1月から2026年4月までの、円の実質および名目実効為替レートの推移を示している。この図では、2つの実効為替レートが1995年を基準年（＝100）として指数化されており、数値（折れ線グラフ）が上昇すると円高、低下すると円安であると定義されている。

まず、第2図の実質実効為替レートの推移（実線のグラフ）から見ていこう。1970年1月の実質実効為替レートは43.1の水準であったが、それ以降、短期的には大幅な変動を見せながらも基調としては一貫して上昇（増価）し、1995年4月のピーク時には111.3まで実質実効ベースで円高が進んだ。しかし、これ以降、実質実効ベースで円は一貫して低下（減価）を続け、2022年9月には1970年1月とほぼ同水準の43.2まで低下した。その後も実質実効ベースで円はさらに低下（減価）し、2026年4月時点で37.7の水準である。もはや1970年の水準を下回るまで、円は減価したことになる。

第2図 日本の為替レート、貿易収支、輸出数量（1970年1月—2026年4月）
（1995＝100）



（注） 実質実効為替レート（REER）と名目実効為替レート（NEER）は1995年を基準年（＝100）として指数化。グラフの上昇は実効ベースの円高（増価）、グラフの低下は円安（減価）を意味する。

（出所） Bank for International Settlements (BIS) ウェブサイトより、1970年1月から1993年12月までのデータはNarrow Basket、1994年1月からのデータはBroad Basketに基づいて筆者作成。

実質実効ベースの円の価値が1970年と同じ水準まで低下した（あるいは下回った）という事実は驚きをもって受け止められ、円の実力が1970年の水準まで低下したという主張の根拠になっている。新聞等のメディアだけでなく、エコノミストや経済学者も「円の実力が低下した」と指摘するようになった。

この主張の問題点を理解するために、実質実効為替レートの定義を、順を追って確認してみよう。まず、円の対ドル実質為替レート（ Q ）とは、円の対ドル名目為替レート（ S ）に米国と日本の一般物価水準の比（ P^*/P ）を乗じたものと定義される（ $Q = S \times (P^*/P)$ ）。ここで Q と S は上昇すると円安、低下すると円高を意味する。

実効為替レートとは、二国間の為替レートを多国間へと拡張したものである。例えば、日本の対世界輸出と為替レートを考える場合、世界全体への輸出を円の対ドル為替レートのみで考察するだけでは十分ではない。日本はアジア各国や欧州諸国向けにも多くの輸出を行っており、それら輸出相手国の通貨と円との間の為替レートの加重平均で考えるべきである。実効為替レートとは、このように加重平均をとって構築された為替レートのことである。円の各国通貨に対する名目為替レートを使って加重平均をとったものは「円の名目実効為替レート」、円の各国通貨に対する実質為替レートを使って加重平均をとったものは「円の実質実効為替レート」と呼ばれる。なお、実効為替レートは名目と実質の両方とも、上昇すると円高、低下すると円安を意味するように計算されており、二国間の為替レートとは定義が逆になっている点に注意が必要である。

円の実質実効為替レートと名目実効為替レートの間には、次のような関係式が成り立つ⁵⁾。

$$\text{実質実効為替レート} = (\text{名目実効為替レート}) \times (\text{日本の物価}) / (\text{海外諸国の物価})$$

なお、この関係式における「海外諸国の物価」とは、日本の貿易相手国の物価水準の加重平均値を指す。

この関係式とともに、改めて第2図を見てみよう。1995年から円の実質実効為替レートは一貫して低下（減価）している。2021年1月には55.5の水準まで低下しており、これは1973年3月時点（57.0）を下回る水準である。一方で、円の名目実効為替レート（点線のグラフ）は、2021年1月においても101.3の水準にあり、短期的には大きく上下変動しているものの、基準年である1995年の平均値（＝100）とほぼ変わらない。

つまり、1995年から2021年までに実質実効ベースでの円の価値が大幅に低下したが、名目実効ベースでの円の価値は同期間にまったく低下していなかった。名目実効為替レートは、円の他通貨との交換比率で測った実力の加重平均値であり、2021年時点で円の実力の低下は見られなかった。実質実効ベースで円の実力が低下したと主張するのであれば、それは名目実効ベースでの円の実力とは関係ない。上記の関係式が示すように、実質実効ベースでの円の減価は、日本と海外諸国との物価水準の違いによってもたらされている。最近では、欧米諸国を旅行すると、例えばペットボトルの水が驚くほど高額であり、「円の購買力が低下した」とよく指摘される。しかし、2022年からの大幅な円安局面に入る前から、日本と海外諸国との間の物価比は大きく開いていたのである。

なぜ日本と海外諸国との間で物価上昇に大きな違いが生じたのだろうか。経済学では「バラッサ・サミュエルソン仮説」によって実質（実効）為替レートの動きを説明する⁽⁶⁾。同仮説は、貿易財部門の生産性上昇率が高い国ほど、その国の通貨の実質（実効）為替レートは増価する（自国通貨高になる）ことを示唆する。日本経済は「失われた30年」と言われるように、1990年代はじめのバブル崩壊以降、長期にわたって低い経済成長率とデフレに苦しんできた。企業の競争力も伸びず、名目賃金もほとんど上昇しない状況が続いた。バラッサ・サミュエルソン仮説を応用すると、日本は貿易財部門の生産性上昇率が海外諸国よりも低く、その結果、実質実効為替レートが低下（減価）したと解釈できる。

第2図が示すように、円の実質実効為替レートは2021年1月の55.5から2026年4月の37.7へと17.8ポイント低下している。この低下には、同じ期間における名目実効為替レートの101.3から70.9への低下が寄与していることは疑いない⁽⁷⁾。しかし、1995年から2026年までの実質実効為替レート低下の最大の要因は、日本経済の「実力」低下にある。海外旅行で買い物をすると何もかもが高額に感じることを、円の実力低下に帰するのは正しい解釈ではない。2021年から名目ベースで円安が進行するよりも前に、すでに日本経済の実力が低下していたため、外国と日本の物価が大きく開いてしまったのである。

2 日本の国際収支構造の変化と円安

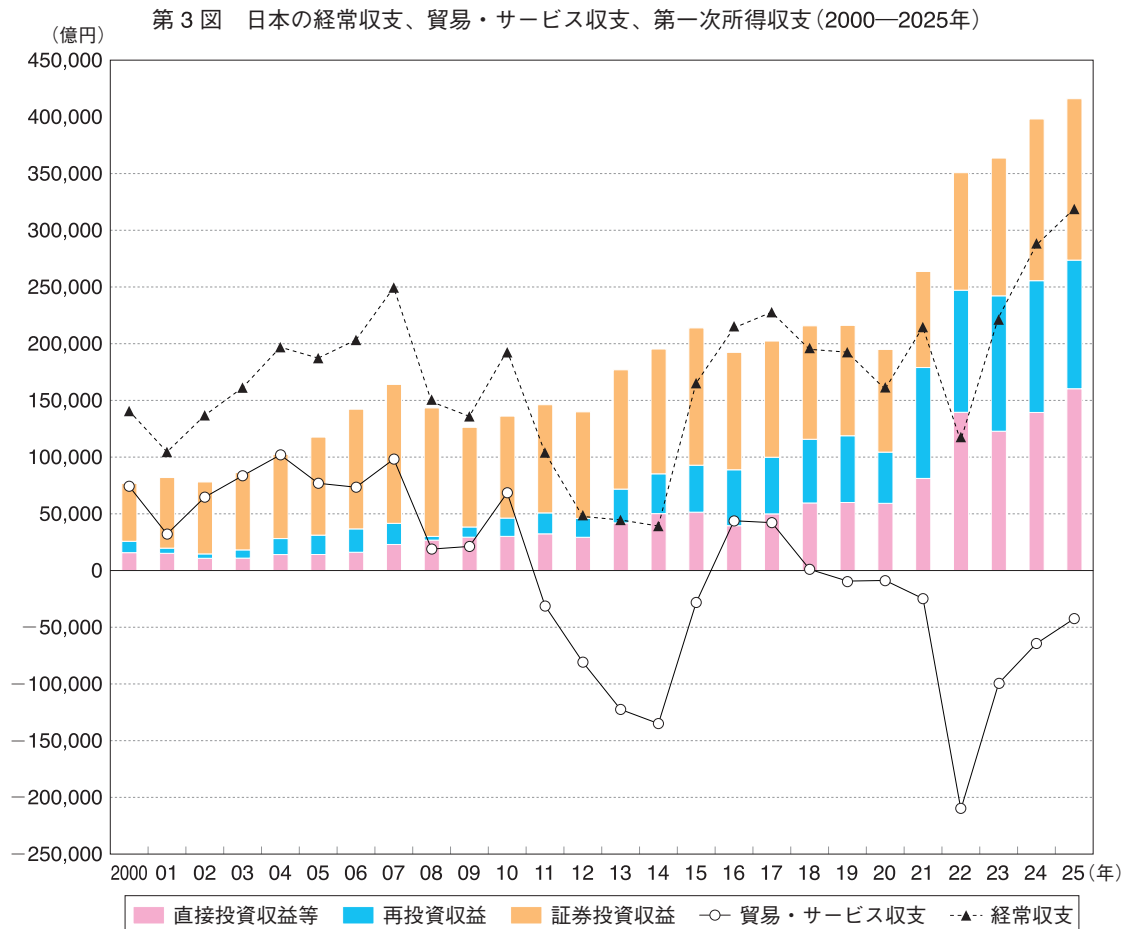
(1) 貿易収支赤字と円相場

2000年代までの日本は多額の貿易黒字を計上していた。その状況が大きく変わったのは、第1図が示すように2011年からである。その理由のひとつは、同年3月の東日本大震災後に原子力発電所が稼働停止となり、液化天然ガスや原油などの輸入が急増したことにある。資源エネルギーの大半を海外に依存する日本にとって、原子力発電所の稼働停止は輸入額の増加に直結し、貿易収支を大幅に悪化させた⁽⁸⁾。もうひとつの理由は、2011—2012年に1ドル＝70円台後半の円高水準が合計で13ヵ月以上継続したことの影響である。価格競争力を高めることで海外に輸出をしていた日本企業は深刻な影響を受けた。原価低減による企業努力では国内から輸出するのが困難なほど円高が進んだため、これら企業は海外へと生産拠点をシフトした⁽⁹⁾。円高はこのような企業行動を引き起こし、日本の輸出構造が大きく変化した。

2013年から第2次安倍政権下の積極的な金融緩和政策によって円安が進んだが、価格弾力性の高い生産部門がすでに海外にシフトしたため、円安によって日本の輸出が伸びない状況となった。この日本の輸出構造の変化と為替相場の関係は、第1図からも確認できる。図の点線は日本の輸出数量指数の変化を示している。2013—2015年と2021—2026年に円安が大幅かつ急速に進行したが、日本の輸出数量指数はほぼ横ばいか、むしろ低下傾向を見せている。経済学の教科書に出てくるような、「円安によって日本の輸出が増える」という関係はもはや見られなくなった⁽¹⁰⁾。

(2) 日本の第一次所得収支と構造的な円安

第1図が示すように、2011年以降、日本の貿易収支は赤字基調に転落し、周期的に巨額の貿易赤字を記録するようになった。それにもかかわらず、第3図が示すように、日本の経常



(注) 第一次所得収支は、積み上げ式棒グラフの「直接投資収益等」「再投資収益」「証券投資収益」の合計値。「直接投資収益等」は、直接投資収益から再投資収益を除いた金額に、雇用者報酬、その他投資収益、その他第一次所得の3項目を加えて算出。

(出所) 財務省国際収支統計よりデータを取得して筆者作成。

収支は一貫して黒字を維持している。しかも、2022年以降は貿易収支が赤字であるにもかかわらず、経常収支黒字はむしろ拡大している。

経常収支は、貿易収支、サービス収支、第一次所得収支、そして第二次所得収支の4つで構成される。第3図が示すように、貿易・サービス収支が近年赤字を続けているにもかかわらず、経常収支が大幅な黒字を計上している理由は、日本の第一次所得収支が巨額の黒字だからである。

第3図は、第一次所得収支の総額を積み上げ式の棒グラフで示している。第一次所得収支の黒字の大半は、証券投資収益と直接投資収益の2つで占められている⁽¹¹⁾。2010年頃までは、第一次所得収支の大半は証券投資収益で占められていた。その状況が大きく変わったのは2010年代前半からである。上述のとおり、2011—2012年の1ドル＝70円台後半の円高の影響で、日本企業が海外に生産拠点をシフトさせた結果、海外現地法人からのリターンが直接投資収益を通じて急増した。直近では第一次所得収支黒字全体の約3分の2が直接投資収益で占められている⁽¹²⁾。

第3図では、直接投資収益を2つに分けて、再投資収益と直接投資収益等の2つの積み上げ

式棒グラフで示している⁽¹³⁾。再投資収益とは日系海外現地法人の内部留保に相当する。海外現地法人が現地での設備投資等を行うための資金を手元に保有していると考ええると理解しやすいだろう。

近年、日本の第一次所得収支黒字が巨額であり、その結果、経常収支が多額の黒字であっても、実際には黒字の大半は日本に戻ってこないという見解が注目を集めている⁽¹⁴⁾。証券投資収益は日本に還流しないと考えられており、再投資収益はその定義上、日本に還流しない⁽¹⁵⁾。日本に還流するのは、直接投資収益から再投資収益を差し引いた、利子・配当などだと考えられている。つまり、経常収支が黒字であっても、日本にはその黒字の一部しか還流しないため、外国為替市場で外貨を円に換える需要が増えず、構造的に円安が進むという主張である⁽¹⁶⁾。

このような国際収支に基づく構造的な為替需給に着目した円安論は新聞紙上でも頻繁に取り上げられた。特に、2022年の国際収支状況は、この「構造的円安論」によってうまく説明される。第3図によると、2022年に日本に還流したのは、直接投資収益等の14兆円弱であるのに対して、日本の貿易・サービス収支の赤字額は20兆円を上回っていた。日本の貿易収支は赤字基調に陥っており、サービス収支も「デジタル赤字」に代表されるように新たな赤字要因が顕著に拡大してきた。もはや円安は構造的なものであり、円安解消は容易ではないという結論になる。

3 構造的円安論の問題点

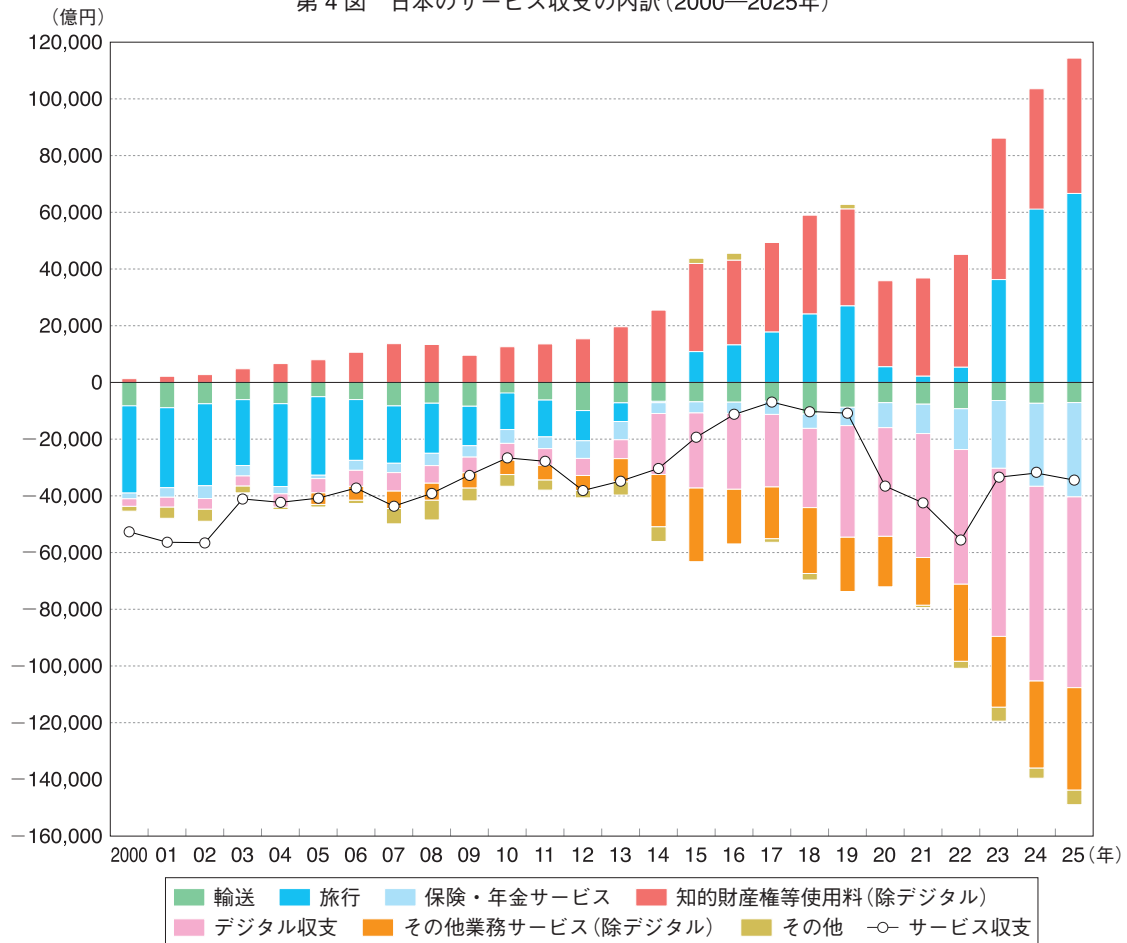
構造的円安論は、2022年の日本の状況を的確に説明しているように見える。しかし、2022年は非常に特殊な経済状況であった点に注意すべきである。2020年からの新型コロナウイルスの世界的な感染拡大に続いて、2021年から世界的に資源価格が上昇し始めた。特に、ロシアがウクライナに侵攻した2022年2月以降、資源エネルギー価格の上昇に拍車がかかった。資源エネルギーの大半を海外に依存する日本は、この価格上昇の影響を強く受け、貿易・サービス収支赤字が過去最大の水準まで膨れ上がった。直接投資収益等による資金還流では、貿易・サービス収支赤字の全額を賄うことができなかったのは事実である。しかし、この2022年という特殊な時期を一般化して論じることには慎重であるべきだ。

第3図が示すように、日本の貿易・サービス収支赤字は2023年に約10兆円の赤字へと減少し、2025年には約4兆2400億円の赤字まで縮小した。一方で、この年の直接投資収益等の黒字額は約16兆円に達している。2025年の国際収支状況を見て、構造的円安論が妥当すると考える人はいないであろう。

構造的円安論は、新たな赤字要因にも着目している。その代表的なものがデジタル赤字である。実際に、新聞やメディア等でも、円安が現在も続く理由として、デジタル赤字が拡大していることを指摘する識者が数多くみられる⁽¹⁷⁾。デジタル赤字は本当に円安を生み出すほどの大きな影響を及ぼしているのだろうか。これをデータによって確認してみよう。

第4図は日本のサービス収支の推移を示している。2000年代半ばまで、日本のサービス収支は4兆円から6兆円の赤字を計上していた。その赤字の大半は旅行収支の赤字によるものだ

第4図 日本のサービス収支の内訳(2000—2025年)



（注） サービス収支の各項目は、松瀬滯奈・齋藤誠・森下謙太郎「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」（日本銀行『日銀レビュー』2023-J-9、2023年8月）の図表2「サービス収支の分類表」に基づき算出。

（出所） 日本銀行国際収支統計よりデータを取得して筆者作成。

った。2000年代後半からサービス収支の赤字額が徐々に縮小するが、それは旅行収支赤字が減少したからである。旅行収支は2015年に黒字に転じるが、その理由はインバウンドの旅行客が大きく増加したからである。第4図が示すように、デジタル収支の赤字が大きくなったのは2014年からであるが、ほぼ同じ時期に旅行収支が黒字に転じ、その黒字額が拡大した。さらに、知的財産権等使用料（除デジタル）の黒字額も2013年頃から増加基調に転じたため、サービス収支全体の赤字額は2010年代後半に1兆円前後にまで縮小した。知的財産権等使用料（除デジタル）は、ロイヤリティーとして海外現地法人から本社企業に還流する部分を捉えている。このロイヤリティーも、2013年頃から順調に拡大を続けてきた。なお、2025年は前年と比べてロイヤリティーによる日本への還流額が減少している。その理由として、米トランプ政権による関税政策の影響を日本の自動車メーカーが強く受けたことで、海外現地法人からのロイヤリティー減少につながっている可能性がある。

注意すべきは、2020年から2022年にかけて、新型コロナウイルス感染拡大の影響で、旅行収支がほぼゼロに近い水準にまで落ち込んだ点である。一方で、コロナ禍の間にオンラインツールが急速に普及し、デジタル赤字が拡大した。2022年にサービス収支全体の赤字額が

5兆5558億円にまで増加したが、この時の赤字拡大はデジタル収支の赤字によって牽引されたように見える。しかし、2023年から旅行収支は大幅な黒字に転じ、その後も旅行収支黒字が順調に増加した結果、2025年のデジタル収支の赤字額（6兆7285億円）は、ほぼ旅行収支の黒字額（6兆6692億円）でカバーされている。

日本のデジタル収支の赤字基調は、確かに日本経済に構造的に組み込まれたと言えるかもしれない。しかし、サービス収支全体で考えれば、日本への旅行客の増加とそれによる旅行収支黒字がデジタル収支の赤字を十分にカバーできている。デジタル収支の赤字額を現在の円安の主要因として取り上げることは慎重であるべきだ⁽¹⁸⁾。

おわりに

本稿では、円の実力低下に関する最近の主張に対して、その主張の根拠である円の実質実効為替レートの減価について詳細に検討した。また、近年の円安が国際収支の構造的な変化によって生じているという主張に対しても、批判的に検討した。

実質実効ベースで円が減価している最大の原因は、日本経済の実力の低下にある。最近、ようやくデフレから脱却し、国内物価の上昇とともに、名目賃金も上昇傾向にある。これらに加えて、日本企業が生産性を高めるために積極的に投資を行うことが、実質実効ベースでの円の減価を反転させる鍵を握っている。

また、為替レートは国際収支のフローの為替需給のみで決まるわけではない。フローの為替需給を強調しすぎることは慎重であるべきだ。なお、日本の貿易収支については、本稿で論じたように、大幅な黒字を生み出しにくくなっている。特に重要なのは、原油価格の動向である。2025年に日本の貿易収支赤字が大幅に縮小した一因は、同年の原油価格が1バレル＝60—70ドルの水準で落ち着いていたからである。2026年2月に始まった米国のイラン攻撃と、それに伴うホルムズ海峡の混乱は、日本の資源エネルギー輸入に深刻な影響を及ぼす可能性がある。これが日本の貿易収支赤字を拡大することになれば、1ドル＝160円前後の円安が今後も続くことになりかねない。

本稿の冒頭でも指摘したが、1ドル＝160円に迫るような名目ベースでの円の価値低下は、他通貨との交換比率の悪化という点で、円の実力を低下させる。円の適正な水準については、さらに研究を深める必要があるが、少なくとも2022年以前の1ドル＝110—120円程度の水準まで戻るべきだろう。

最後に、本稿では考察の対象外としたが、円の実力を考えるうえで、国際通貨としての円の役割も重要である。2025年に米トランプ政権がスタートしてから、基軸通貨ドルの特権を毀損するような政策が数多く行われている。まさに世界の基軸通貨体制の将来が問われており、この点についても今後、考察をさらに深めるべきだろう⁽¹⁹⁾。

(1) 『通商白書2012』249—250ページは、1ドル＝70円台後半の円高が続いた2011年8月に実施された「円高に対する企業の意識調査」の結果（有効回答企業数1万1070社）を報告している。円安基調への反転期待時期については、「長期的に反転は期待できない」と回答した企業が全体の25.8%（製造業では26.1%）、「わからない」が31.0%（製造業では30.6%）と全体の半数以上を占めており、円高

基調が今後も続くことを覚悟していた企業が全体の半数以上に上ることを示している。

- (2) Masujima, Yuki, 2019, “Time-Variant Safe-Haven Currency Status and Determinants,” RIETI Discussion Paper Series 19-E-048 の Table 1 から Table 4 を参照。
- (3) 日本経済新聞「円安頼み『貧しい日本』生む 円の実力、48年前に逆戻り：通貨漂流ニクソン・ショック50年③」2021年8月3日（電子版）がその一例である。
- (4) ここで一つ一つ新聞記事等を取り上げることはいらないが、2022年からの急速な円安を契機として、「円の実力低下」が数多くの新聞、メディア等で取り上げられるようになり、エコノミストや経済学者まで、実質実効ベースの円安を根拠として円の実力が低下したと主張していた。
- (5) 円の実効為替レートを計算する場合、加重平均のウェイトとして、ここでは日本の全輸出に占める輸出相手国のシェアを用いる。日本の輸出相手国は多数あるが、理解を容易にするために、世界は日本、米国、ユーロ圏、中国の4カ国・地域のみで構成されるという単純化の仮定を置いて考えてみよう。 P を日本の物価、 P_i を外国の物価と置き（ $i = 1, 2, 3$ ）、第1国を米国、第2国をユーロ圏、第3国を中国と仮定する。また、 S_i を第*i*国通貨に対する円の名目為替レートと定義し、さらに α, β, γ をそれぞれ日本の米国、ユーロ圏、中国向け輸出シェアだと仮定すると（ $\alpha + \beta + \gamma = 1$ ）、円の実質実効為替レート（*REER*）は次のように示すことができる。

$$REER = \left(\frac{P}{S_1 P_1} \right)^\alpha \left(\frac{P}{S_2 P_2} \right)^\beta \left(\frac{P}{S_3 P_3} \right)^\gamma = \left(\frac{1}{S_1^\alpha S_2^\beta S_3^\gamma} \right) \left(\frac{P}{P_1^\alpha P_2^\beta P_3^\gamma} \right) = NEER \left(\frac{P}{P_1^\alpha P_2^\beta P_3^\gamma} \right)$$

上記の関係式は、最左辺の実質実効為替レート（*REER*）が、最右辺の示す「円の名目実効為替レート（*NEER*）」に「海外諸国の物価の加重平均値に対する日本の物価の比率」を乗じたものであることを示している。

- (6) バラッサ・サミュエルソン仮説は、国際金融や国際経済学の教科書で必ず取り上げられる考え方である。明快な解説を行っている教科書として、小川英治・川崎健太郎『MBAのための国際金融』（有斐閣、2007年）第2章を参照。
- (7) 実質実効ベースと名目実効ベースのそれぞれで、2021年1月から2026年4月までの円の変化率を計算すると、前者が32.1%、後者が30.0%の低下である。他の要因を無視すると、同期間中の実質実効ベースの円の減価の大半は名目実効ベースの減価で説明できる。
- (8) この点については、佐藤清隆『円の実力——為替変動と日本企業の通貨戦略』（慶應義塾大学出版会、2023年）の第2章で詳しく論じている。
- (9) 佐藤、前掲書、第2章を参照。
- (10) この点は、多くの実証研究によって明らかにされている。その例として、次の2つを参照されたい。清水順子・佐藤清隆「アベノミクスと円安、貿易赤字、日本の輸出競争力」RIETI Discussion Paper Series 14-J-022、2014年4月。Liu, Nan, Kentaro Kawasaki and Kiyotaka Sato, 2025, “Export Elasticity to Exchange Rates Revisited: Application of Rolling ARDL Estimation to Japanese Exports,” *International Economics*, 184, 100650.
- (11) 第一次所得収支は、「雇用者報酬」「直接投資収益」「証券投資収益」「その他投資収益」「その他第一次所得」で構成される。この内の「雇用者報酬」と「その他第一次所得」はわずかなマイナス（赤字）であり、その絶対額で測っても、第一次所得収支黒字全体の1%にも満たない。また、2025年の数値で見ると、「その他投資収益」の第一次所得収支黒字全体に占める割合は、わずか3.2%である。つまり、第一次所得収支黒字のほとんどは「直接投資収益」と「証券投資収益」で占められると考えてよい。
- (12) 第3図では、第一次所得収支を3つに分けて、棒グラフで示している。その中で、「直接投資収益等」とは、直接投資収益から再投資収益を差し引き、そこに雇用者報酬、その他投資収益、その他第一次所得の3項目を加えたものと定義している。先に指摘したとおり、雇用者報酬とその他第一次所得は非常に少額であり、その他投資収益も比較的少額であるため、第3図の直接投資収益等は、

直接投資収益から再投資収益を差し引いた額とおおむね等しいとみなしている。

- (13) 注(12)の「直接投資収益等」の定義を参照。
- (14) 唐鎌大輔『弱い円の正体——仮面の黒字国・日本』（日経BP 日本経済新聞出版、2024年）を参照。同書は、国際収支の各項目に焦点をあて、示唆に富む指摘を行っている。
- (15) 証券投資収益が日本に還流するか否かは明確でないが、筆者が邦銀の海外支店で聞き取りを行った際には、日本からの証券投資のリターンを通常は日本に戻さない、という回答を得た。
- (16) こうした構造的な円安を主張する例として、日本経済新聞「経常黒字、円高の要因にならず？ 投資収益の還流乏しく」2023年8月8日（電子版）参照。このような主張が新聞、メディア等で数多く見られる。
- (17) 新聞記事の例として、日本経済新聞「『歴史的円安』解消、なお時間 金利差より厚い需給の壁」2024年5月19日（電子版）を参照。
- (18) もうひとつ注目すべきは、再保険・貨物保険の損害保険料などを計上する「保険・年金サービス収支」の赤字額が近年拡大している点である。松瀬滯奈・齋藤誠・森下謙太郎「国際収支統計からみたサービス取引のグローバル化」（日本銀行『日銀レビュー』2023-J-9、2023年8月）は、①国内で投資性の強い保険商品の契約が増えているなか、日本の保険会社が市場リスクを抑制するために海外の再保険引受会社と結ぶ再保険契約が増加していること、②日本の保険会社が、海外企業の買収などを通じてグローバル化していることの2点を赤字拡大の要因として指摘している。
- (19) 本稿では取り上げなかった国際通貨としての円については、数多くの文献があるが、中曾宏・橋本政彦「国際通貨としての円」（財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』第153号、2023年6月）が参考になる。貿易取引における円の使用については、Yoshimoto, Uraku, Kiyotaka Sato, Takatoshi Ito, Junko Shimizu, Yushi Yoshida, and Taiyo Yoshimi, 2025, “The Myth of U.S. Dollar Dominance in Japanese Exports: New Evidence from Japanese Customs Level Data,” NBER Working Paper No. 33748を参照。政治経済学的なアプローチでドル体制の構造を考察したものとして、Tokunaga, Junji, 2026, *Dollar Dominance: Fundamentals, Nature, and Present Structure*, Routledgeが参考になる。

さとう・きよたか 横浜国立大学大学院教授
sato@ynu.ac.jp

新興国の離反とドル基軸通貨体制の行方

覇権と構造的権力の交差の視点から

和田 洋典

Wada Hironori

[要旨]

新興国は従来、アメリカとの政治・経済的矛盾を抱えつつも基本的にドル中心の国際通貨金融システムを受容してきた。ところが近年、いわゆる金融の武器化の流れにおいて、新興国にとってドル中心システムへの依存がアメリカの制裁への脆弱性を大きくしていることが明らかになる。その結果、新興国側は中口を中心に代替的なシステムの構築を進め、ドル依存の低下を目指すに至っている。本稿ではドルの中心性を支えた権力要因として国際政治経済学における構造的権力と覇権的リーダーシップの概念を手がかりに、新興国の離反を受けたドル基軸通貨体制の将来像について2つのシナリオを提示する。ひとつは新興国による代替的なシステムの影響は限定的であり、現状維持の範囲におさまるというものである。もうひとつはアメリカが工業・貿易における実体的生産力の回復を図るなかで、自ら基軸通貨国の地位から降りる方向へ向かう可能性である。

はじめに

従来、BRICSに代表される新興国はアメリカとの経済的、外交的、地政学的な摩擦を抱えつつも基本的にドル中心の国際通貨金融システムを受け入れ、そこに利益を見出してきた。すなわち貿易、投資、外貨準備においてドルを活用するとともに、アメリカが主導する国際金融制度・ルールをおおむね受容し、その支え手としての役割さえ果たしてきた。ところが近年、いわゆる経済の武器化の流れにおいて、新興国にとってドル中心システムへの依存が、アメリカによる制裁に対する脆弱性を大きくしていることが明らかになる。そうした状況を受け、新興国側は中国、ロシアを中心に代替的なシステムの構築などドル依存低下の動きを本格的に進めるようになった。もっとも現在までのところ、新興国の攻勢がドル中心的な通貨金融システムを突き崩す兆候はあまりみられず、ドルの基軸通貨としての地位はおおむね安泰であるかに見える。とはいえ、そのことをもってドルの地位が恒久的に安定していると結論づけるのも早計であろう。基軸通貨の地位の変化はそれが起こる場合であっても、かつてイギリス・ポンドが20世紀後半に至っても英連邦域内でポンド圏を維持したように、きわめて長期的、漸進的に進むプロセスであるためである。

はたして新興国による支持の低下を受けて、ドル基軸通貨体制は衰退ないし大きく変容するのだろうか。本稿ではこの問題について、国際政治経済学における古典的な道具立てで

ある構造的権力の論理と覇権的リーダーシップの論理を手がかりに読み解いていきたい。以下、次節でまず新興国が矛盾や不満を感じつつもなかなか離れることができないドル基軸通貨体制の持つ引力について、構造的権力と覇権の視点から整理する。次いで第2節ではロシアによるウクライナ侵攻を契機として広がった金融の武器化により、新興国にとってドル基軸通貨体制への安住が脆弱性要因となったことや、新興国が進める現状変更の試みについて検討する。そのうえで第3節と第4節では予察的にドル基軸通貨体制の推移について、覇権は衰退しても構造的権力におけるアメリカと新興国の差は大きいまま推移するという現状維持のシナリオと新興国の工業・貿易における実体的生産力に対処するうえで、アメリカ自身が金融上の構造的権力の放棄に向かうという可能性を提示する。

1 ドル基軸通貨体制の権力要因

新興国の代表的政治グループといえる BRICS（当初は BRICs）が世界金融危機下で形成されて以降、継続的に取り組んでいるのがドル中心的な通貨金融システムからの脱却である。これは BRICS 形成の契機である世界金融危機の震源がアメリカ国内の金融危機であり、それがアメリカの金融システムを介してグローバルに伝播した結果であること、つまりはドル基軸通貨体制の欠陥を露呈したものだということを考えると自然な帰結である。むろん、民主主義国であるインド、ブラジル、南アフリカと権威主義国である中国、ロシアでは安全保障上の対米姿勢に相違があることから、金融・経済の問題が BRICS 間で結束しやすい分野であるという事情もあろう。

その結果、BRICS 側は主として国際制度面で目立った成果を上げてきた。主なものとして G20 サミットの形成と関連してバーゼル銀行監督委員会と金融安定理事会のメンバー入りによるグローバルな金融ルール作りへの参加、国際通貨基金（IMF）・世界銀行における投票権比率上昇、IMF による資本規制容認の姿勢などを挙げることができる。さらに新興国は BRICS 版の世界銀行、IMF とも称される新開発銀行（NDB）と緊急時外貨準備基金（CRA）や中国主導のアジアインフラ投資銀行（AIIB）といった独自の国際金融制度を有するに至った。

その一方、これらの国際金融制度やグローバルな金融市場におけるアメリカの影響力の根源にある基軸通貨の地位については、進捗は地味なものにとどまっている。たしかに BRICS は通貨秩序の多元化というスローガンを掲げつつ、貿易における相互の通貨による決済に加え、NDB によるメンバー国通貨建てによる融資や債券発行などを進めてきた。また新興国中、通貨秩序多元化の推進力である中国も、世界金融危機後に周小川・中国人民銀行総裁（当時）による脱ドル化を訴えた論文が耳目を集めたほか、当初は貿易、次いで直接投資、債券発行における活用推進や 30 カ国以上とのスワップ網の形成を通じて人民元の国際化を進めてきた。

他方、貿易、投資、金融取引、あるいは外貨準備のいずれの面でみても依然、人民元や他の新興国通貨がドルのライバルになったとは到底言いがたい。K・ロゴフに至っては中国について変動幅は大きいものの事実上ドル・ペッグを続けていることをもって、ドル・ブロックに属する存在と位置づけている。そのことは、中国がサプライチェーン全域におけるドル

使用を支える役回りを果たしていることを意味しているという⁽¹⁾。また上述の種々の国際金融制度を通じた達成についても、G20やIMF・世界銀行における地位向上に関しては、BRICSが既存制度の利益共有者としてふるまっていることの表れでもある。AIIB、NDBなど新規の制度についてもその運営は基本的に既存制度のグローバル・スタンダードに沿うものであり、AIIBについては融資の大半がドル建てである⁽²⁾。

このようにBRICSはアメリカ極の国際秩序の多極化、その一環としてのドルに依存しない通貨金融システムの獲得という長期目標を抱きつつも、その実際の行動はドル基軸通貨体制を受容した範囲のものにとどまってきた。

こうしたドル基軸通貨体制の強靱さを理解するうえで、国際政治経済学における2つの古典的な権力観を振り返っておきたい。ひとつはドル基軸通貨体制をアメリカの構造的権力の表れとする見方である。イギリスの国際政治経済学者、S・ストレンジの言う構造的権力とは、簡単に言えば、世界政治経済における全体的な枠組みを形成することで、国家や企業・私人にとっての選択肢の範囲を決める力を言う。この構造的権力はドル基軸通貨体制の堅固さの説明として依然有効である。ドルが貿易決済、金融取引、投資、外貨準備などにおいて、敵対的な勢力を含め広く受け入れられている理由としては、結局のところほかに有効な選択肢がないということが大きい⁽³⁾。まずドルはアメリカ経済の大きさと巨額の経常赤字によって、世界経済を回していくのに十分な量が行き渡っている。高い換金性、流動性を誇る厚みのある金融市場、そして安全保障面でのアメリカの力に支えられた「有事のドル」としての安全性のすべてにおいて、ドルに匹敵する通貨は存在しない。それら要素のいずれか、あるいはすべてにおいてユーロ、人民元、あるいは金などの潜在的な代替候補は限界を抱えている。そうしたドルの卓越した有用性、安全性から新興国はドルの保有・活用とアメリカの金融システムとの連結について、たとえそれがドル基軸通貨体制を支えてアメリカの権力の維持強化に貢献することになると承知しつつも、自らの利益追求のためにそうせざるをえなかったのである。そしてこのような「構造」はその性質上、強い継続性、自己強化性を有している。

最近の研究においてもアメリカの金融における構造的権力が維持・強化されている点が強調されている。T・プフォルらはアメリカ国内の市場や制度・規範と整合的な国際制度・ルールに、世界の市場アクターが取り込まれていることを構造的権力の文脈で理解している⁽⁴⁾。またW・ワインコフは、アメリカが情報通信技術の発展の中で高度にネットワーク化されたグローバル金融システムのハブをおさえていることを今日的な構造的権力の表れであるとみる。ハブというのは具体的には基軸通貨や国際銀行間通信協会（SWIFT）などのインフラを握ることに加え、グローバルな投資ポートフォリオの流れが最も密集するポイントであることを言う⁽⁵⁾。

次に覇権安定論で想定される覇権的なリーダーシップのもたらす恩恵も、ドル中心的な通貨金融システムの利便性と正統性を支えてきた。覇権安定論の生みの親とされるC・キンドルバーガーは、覇権国の提供する国際公共財の中身として、開放的な市場、通貨金融市場の安定性や不況時の金融緩和政策、危機時に流動性を供給する最後の貸し手機能を挙げた。こ

うした役割は、近年の世界金融危機や新型コロナ・パンデミック期においてもアメリカの連邦準備制度が頼られるなど、ある程度発揮されている。さらにこの覇権の視角に立てば、いわゆるグローバル・インバランス問題、すなわちアメリカによる巨額の経常収支赤字が継続している状況も、他国に輸出財の市場を提供するとともに、対外的なドルの支払いにより基軸通貨としての需要を満たすという意味で、一種の国際公共財とみることができる⁽⁶⁾。また、飯田敬輔はキンドルバーガーらに加え、R・コヘインの制度論的な視点を加味し、通貨、金融など各領域の国際レジームの管理運営者としての覇権の役割を重視する。国際経済秩序は通貨、金融を含む複数のレジームから成り立っており、覇権は秩序全体に不可欠な脳ないしは心臓として、各レジームの方向性に調和をもたらす役割を果たしてきたとする⁽⁷⁾。

以上のような力の要因に支えられたドルは、ニクソン・ショックにより基軸通貨の地位の根拠であったブレトン・ウッズ体制を放棄したことや、リーマン・ショックを起こして危機の震源地となるなど、アメリカ自らが招いた幾多の試練を乗り越えて、今日まで基軸通貨としての地位を保ってきた。

2 金融の武器化と脱ドル化

他方で近年、このような状況を抜本的に変えうるのが経済の武器化の流れである。H・ファレルとA・ニューマンは従来、国際協調を促す要因として理解されてきた経済的相互依存が情報・金融などを通じて世界経済のネットワーク化が進んだことで、ネットワークの要衝（チョークポイント）をおさえる国による統制や監視の経路になったと論ずる。チョークポイントというのは、そこを通らなければ世界経済のネットワークから締め出されるポイントであり、代表例として挙げられるのは、米系のクラウド・コンピューティングや知財ネットワークと並び、ドル基軸通貨体制やSWIFTなどのアメリカ中心の通貨金融システムである⁽⁸⁾。

アメリカは従来よりイランに対する世界の銀行の「連絡網」であるSWIFTからの排除や北朝鮮のマネーロンダリングを支援したとしたマカオの中小銀行への制裁など、地政学的対立に際して金融を制裁手段として用いてきた。だが何と言っても大々的に金融武器化の対象となったのは、ウクライナと対立を続けるロシアである。2022年のウクライナ侵攻以降、アメリカは欧州、日本と共にロシアに対し主要銀行に対する資産凍結、取引制限、SWIFTからの排除、中央銀行に対する外貨準備の凍結を科した。さらにはプーチン大統領を含む政府高官やオリガルヒ（新興財閥）の個人資産の凍結がなされたほか、IMF、世界銀行によるロシア向け融資も停止された。中国もまた、2012年には国有石油・ガス企業傘下の崑崙銀行が大量破壊兵器の拡散に関与したイランの銀行と取引したとして、アメリカの金融市場からの排除という制裁を受けている。また第1期トランプ政権時のアメリカでは、香港の自治侵害に関与した高官や企業・金融機関を制裁対象とする立法が行われた⁽⁹⁾。

こうした金融の武器化はアメリカが他国にとってまねできない圧力手段を金融面でも有することを示しており、他国に対しアメリカとの対立を避ける誘因を与えるものである。また前述の構造的権力をあてはめれば、元来意図せずして作用することが想定された構造的権力について、いわばアメリカがネットワーク上で意図的に行使するようになったとみることも

できよう。だが同時に武器化はドル基軸を支えてきた覇権的リーダーシップを自ら毀損する行為でもある。つまり前節で述べたように、アメリカの経済金融面での覇権的地位の根拠として、ドルの国際公共財としての機能があった。ところが、ドルとそれを中心とする通貨金融システムを地政学的な目標追求の「武器」として用いることは、いわばドルの公共性の喪失、ないしは私的財化であり、資本の自由な流れを基調とする自由主義的な通貨金融レジームを損なう行為でもある。新興国にとっては、アメリカとの地政学的対立に際して、貿易・決済や資産の貯蔵においてドル基軸を受容していることは、アメリカの制裁に対するリスクと脆弱性をなしていることが明らかとなった。その点は特に地政学的な立ち位置をアメリカと共有しない新興国にとり、代替的システムの構築を目指すことで、アメリカの構造的権力から脱しようとする誘因を与えることになる。

そうしたなか新興国中、最も強硬にドル離れを進めているのはロシアである。2014年のクリミア併合時の制裁を受けて、ロシア中央銀行はSWIFTに依存しない独自の決済システムとしてロシア版SWIFTとも言える金融メッセージ転送システム（SPFS）を導入した⁽¹⁰⁾。また貿易や金融取引、外貨準備における脱ドルでも先頭を走っている。中口貿易の決済におけるドルのシェアは2015年に90%あったのが、2023年には20%へと大幅に減少している⁽¹¹⁾。またウクライナ侵攻前も外貨準備における人民元保有に熱心であり、その規模は2位のブラジルの5倍以上であったが、侵攻後の資産凍結を受け、準備手段を人民元と金に集中させている⁽¹²⁾。

ドル中心システムへの挑戦者としてより重要なのは、その経済や外貨準備の規模から明らかに中国である。中国もまたロシアのクリミア侵攻などを受けた金融の武器化の流れにおいて、人民元の国際化などを通じたドルシステムへの依存低下に本腰を入れている。2015年にはSWIFTや米銀間の清算・決済システムであるCHIPSの代替を念頭に人民元国際決済システム（CIPS）を立ち上げ、元建てによる貿易、投資や融資、送金を可能とした。近年中国が特に力を入れているのは、石油など資源取引におけるドル依存の低下である。2018年には上海国際エネルギー取引所（INE）で元建ての原油先物取引が開始され、指標価格がシェール、BPなど海外資源大手にも導入されるに至った。また2022年における第1回中国・アラブ諸国サミットにおいて元建ての石油取引を提案し、翌年にはUAEからの液化天然ガスの元建て購入を実現している⁽¹³⁾。

加えて中国は他国に先駆けて中央銀行発行のデジタル通貨（CBDC）、デジタル人民元を導入した。これは国内利用が中心であるが、将来的に一帯一路沿線での活用が構想されている。海外向け宣伝を担う英字紙『China Daily』にはデジタル通貨の役割としてドル決済システムに対する代替手段の提供、国家・企業双方のレベルでの金融制裁の威力の低下と記されており、米系決済システムの代替手段としての機能も射程に入っているのは間違いないだろう⁽¹⁴⁾。

中国は外貨準備におけるドル離れも進めており、2013年から2025年までの間に中国の米国債保有は半減している一方、金保有を倍増させた⁽¹⁵⁾。中国をはじめ新興国による外貨準備の金シフトは近年着実に進んでいる。欧州中央銀行の調査によると、2025年の外貨準備における金のシェアは、購入量は過去3年間の水準より減少したものの価格急騰の効果で米国債を上回った。その金の「躍進」を支える公的な金の購入主体の上位5カ国に中国はブラジル、

トルコと共に名を連ねている。さらに、中国の公表ベースの金購入量は実際の量を大幅に下回っている可能性があるという⁽¹⁶⁾。

このように、アメリカによる金融の武器化は、新興国に対しドルシステムに安住することのリスクを顕在化させ、代替システムの構築に進ませたと言える。その意味で、武器化はたしかにドル中心の通貨金融システムが外交、戦略上の有効な道具たりうることを示した。だが同時に、ドルの中心性を成り立たせてきた覇権的リーダーシップの自己否定であり、構造的権力からの脱出の誘因を生む諸刃の剣であった。次節以下ではこうした新興国の離反はドル基軸通貨体制にいかなる影響を及ぼしうるかについて、2つの可能性を検討する。

3 現状維持シナリオ

ひとつ目の可能性は、ドルの覇権性の弱まり、つまりドルが国際公共財としての性質を減じていくものの、構造的権力は温存されるというものである。覇権と構造的権力が別の方向を向くというのは実は特段新しい事態ではない。そもそもストレンジの構造的権力概念自体、アメリカ覇権の衰退が言われた文脈でアメリカの権力的資源をより広い視野で捉えることを唱える趣旨で提示されたものであった。アメリカは1970年代以降、ドル金兌換の停止、ブレトン・ウッズ体制の放棄に象徴されるように、意識的に国際公共財の負担から降りるようになっていった。そして変動相場制下でも基本、ビナイン・ネグレクトと呼ばれるようにドル価値の不安定さにより他国や世界経済に生じる調整コストについて無関心な態度をとってきた。1980年代から1990年代における日米経済摩擦に際してはたびたび口先介入により円高ドル安を誘導して日本に圧力をかけたが、これなどはドルを経済外交における武器として用いる行動であろう。しかし、それらドルの国際公共財性の放棄や私的財化が基軸通貨としての地位を大きく損なうことはなかったと言ってよい。むしろドルはブレトン・ウッズ体制下で膨大な支出と資金調達が持続可能な点についてフランスから「法外な特権」だと批判されたが、金兌換の撤廃はいわば「特権」が無制約になったことを意味した⁽¹⁷⁾。つまり覇権を少なくとも部分的に放棄したことは、むしろ構造的権力の維持・強化という事態をもたらしたわけである。

では昨今の新興国による攻勢についてはどうだろうか。たとえ以前からドルが私的財としてアメリカにより活用されてきたとしても、経済以外の地政学的目的から、しかもロシアという大国に対してこれほど大規模、広範囲に武器化されたのは今日の新しい現象ではある。それでもなお、覇権的リーダーシップはさらに後退しつつも、構造的権力は健在なままというおなじみのストーリーに回収されるのだろうか。この問いに対してまず言えそうなのは、少なくとも今までのところ、事態はそのように推移しているというものである。

つまり、新興国によるドル離れや代替システム構築の動きがドル基軸通貨体制に及ぼす影響は現状では限定的である。外貨準備におけるドルのシェアは依然通貨別では6割弱を保っている⁽¹⁸⁾、決済システムにおいてもロシアのSPFSは言うに及ばず、急成長を遂げる中国のCIPSでさえSWIFTに比して処理件数が1000分の1以下にとどまっている。たしかに外貨準備における最近の金シェアの増大については、地政学的リスクの高まりに加えて、アメリカへ

の信認の低下が影響している可能性はあり、今後の推移を注視する必要がある。とはいえ、金はそもそも通貨ではないし、それを国際通貨金融システムの中核に据えた何らかの形での金本位制の復活もその歴史的な失敗からすれば考えにくい。他方、ドルは依然として貿易、金融取引、直接投資や外貨準備の全面にわたり国際通貨金融システムに深く根付いており、その代替手段の構築は現実的に可能な状況ではない。換言すれば、ドルに根差すアメリカの金融上の構造的権力はその武器化に対する多少の反発にも十分耐えられるほど強固だということである。さらにはストレンジの枠組みでは金融上の構造的権力は他の種類の構造的権力と相互に支え合う関係にあるが、ドルの信頼性が究極的にはアメリカの安全保障構造における優位性に支えられることを考えれば、衰退の可能性を大きく見積もることは難しい。実際、ドルの地位や新興国台頭、近年の地政学的緊張との関係などを分析した多くの研究においても、現状維持は有力なシナリオとして提示されている⁽¹⁹⁾。

新興国による攻勢がさほど大きな変化をもたらさそうもないのはなぜなのか。それは結局のところ、通貨金融分野におけるアメリカと新興国の力の差は依然あまりに大きいということであろう。その格差の下、新興国は必ずしもアメリカ優位の「構造」そのものを打破しようとしているわけではないと考えられる。むしろ、一連の行動の本質的な動機は、構造的権力の存続を前提としつつも部分的、暫時的な代替システムの構築による自律性の確保や脆弱性の減少という防御的なものであろう。実際、CIPSについても中国国外との取引については送金情報の伝達をSWIFTに依存するなど、現状では代替システムの機能は限定的と評価されている。また新興国側は覇権的リーダーシップについても、グローバルな通貨の流通や市場の開放性、安定性といった国際公共財をアメリカに代わり供給しようというような意思も能力も持っていないと思われる。

したがって、このシナリオにおいて新興国の攻勢のもたらす帰結は、アメリカの引き続く構造的権力下で世界はますますアメリカの通貨や市場の変動と政治外交的武器化に振り回されつつも、市場の安定や開放を支える役回りを肩代わりする主体は登場しないという「キンドルバーガーの罠」の深刻化、ひいては世界の経済金融の脆弱性増大というものであろう。

4 退位シナリオ

より仮想的なものとなるが、もうひとつの可能性として提示したいのは、構造的権力自体がアメリカ自身により転換ないしは放棄されるというものである。アメリカ自身が優位性のある構造を捨て去ろうとするというのは一見、ありえない想定と思われるかもしれない。その点を理解するうえで重要なのは、金融上の構造的権力が近年、経済の金融化と情報化の流れを受けて、国内経済における実体的生産力と矛盾し、ときにそれを犠牲にして伸長してきた面があることである。その点について、構造的権力に関して金融に関心の重点を置きつつ、ストレンジの概念を発展させた最近の研究を検討しておこう。

まずはアメリカ単独ではなく米欧日韓（West）の構造的権力を中国などに比した状況について分析したL・リンシとN・デ・グラーフの研究を取り上げたい。リンシらは、アメリカ主導の自由主義的なグローバル化は、最近の保護貿易主義や地経学シフトのなかでもほとん

ど打撃を受けていないとし、その要因の理解として構造的権力概念を援用している。彼らはストレンジの構造的権力概念の現代への応用として、工業生産や輸出シェアに表れる実体的生産力と生産・金融・知識におけるインフラ・ネットワークへの統制力という区分を導入し、重要なのは後者であるとした。そのうえで中国の力が顕著に増大したのは貿易シェアや半導体、環境関連技術といった一部ハイテクのイノベーション能力など主として実体的生産力においてであるとする。他方でアメリカおよび欧州は依然、サプライチェーンの設計やコントロールを握っており、国境を越えた金融資本の8割を所有するなど、生産、金融両面における構造的権力は強大なままであるとし、そのことが米欧主導のグローバル化が意外に打撃を受けていない要因であると論ずる⁽²⁰⁾。

次にネオ・ストレンジ的アプローチを掲げるB・ハガートとR・ジャーメインは、デジタル化、知識経済化した現代の世界政治経済を理解するうえで、ストレンジ理論のアップデートを提唱する。すなわち、ストレンジの掲げた4種の構造的権力のうち、最も扱いの小さかった知識構造について、今日における経済の情報化に対応し、他の構造の構成要素として重視する。彼らによれば、今日の知識経済化した経済においては、知識の伝播や正当性を付与する権能の重要性が増している。そこで鍵となるのはICTインフラにおける米系テック企業の市場支配力であり、インフラを通じたアメリカのコモン・ロー体系とビジネス・市場慣行のサプライチェーンや金融市場における普及であるという。つまりはアメリカの知識上の構造的権力が生産および金融上の構造的権力をいっそう強化する方向で作用している。そしてその帰結に関して、マルクス主義的なR・コックスの視点も加味したうえで提示されているのは、ストレンジも提起していたアメリカの「脱領域的帝国」の拡大というビジョンである。これは知識エリートとしてのアメリカの国家・市場アクターがその利益と価値を共有する海外アクターとの結びつきを拡大させる一方、国内の多数の住民は置き去りにされるという状況である⁽²¹⁾。

以上、長めの紹介となったが、両者の分析から明らかなのはアメリカの構造的権力が近年の経済の情報化・金融化の流れに乗るかたちで拡大する一方、ますます米国社会から遊離していくという構図である。

このような視座に立てば、突然の世界約60カ国に対する報復的な「相互関税」など一見思いつきの連発のようなD・トランプ政権による経済貿易政策についてその内在的論理が透けてくるのではないだろうか。つまりトランプによる一連のやや古典的な重商主義的政策は、構造的権力が知識エリートと情報技術により先鋭化、肥大化する流れを逆転させ、再びアメリカに工業生産・輸出シェアに象徴される実体的生産力を取り戻そうという志向性を持っている。具体的に言うと、関税や国内工業の再興を通じ経常赤字を削減することは、製造業の空洞化を許容しつつ、グローバルなサプライチェーンと金融市場から利益を吸い上げてきた状況を転換し、ひいては巨額の経常赤字を通じたドルの散布により成り立ってきた基軸通貨体制の放棄につながる方向性を有しているのである。

もっともここで言いたいのは、トランプ政権が意識的にドル基軸の放棄を進めていたり目標にしていたりするという事ではない。むしろトランプ自身は第2期就任前の発言になる

が、BRICSによる代替通貨推進に対して100%関税をかけるとけん制したほか⁽²²⁾、「世界通貨としてのドルを失うことは戦争に負けることに等しい」と述べたこともある⁽²³⁾。とはいえ、通貨金融に対する関心は貿易に比して継続的で一貫したものとは言えず、何であれアメリカがナンバー1ではないことは面白からずという程度にとどまっているかにみえる。最近におけるアメリカの金融構造的権力の展開を支えてきた知識構造権力の源泉であるテック企業との関係も第1期政権時はともかく、第2期政権期にはむしろ支持基盤として取り込んでいるようである。

その一方、アメリカによる製造業回帰、国内生産・投資再興がトランプ単独のものではないことにも注意が必要である。バイデン政権においてもCHIPS・科学法による半導体製造の国内回帰と研究開発体制強化やインフレ削減法による北米製EVへの補助などハイテク分野の国内生産・投資優遇とサプライチェーンにおける中国とのデカップリングが目指されていた。遡ればオバマ政権においても輸出倍増と雇用創出を目指す国家輸出構想が唱えられていた⁽²⁴⁾。要はアメリカにおける製造業回帰の政治的意志は一過性のものではなく、むしろ世界金融危機以後の潮流であり、それが最近の地政学的対立の高まりのなかで経済安全保障、地経学化を伴って強化されているのである。その衝動の根底にあるのは、アメリカが直面する「金融化の自滅」からの脱却、つまり過度に金融、そして近年では情報技術分野の利益が追求される結果、工業に支えられる実体生産力を基盤とする国力や国民的統合が損なわれてきた状況を反転すべきという経済ナショナリズムである。大規模な経済・金融制裁を受けるロシア経済と戦争遂行能力の意外なしぶとさも、やはり実体的生産力の重要性をアメリカや西側諸国に対しあらためて認識させたであろう。その意味で、アメリカにとっての新興国の台頭や挑戦の真の意義は、依然大きな構造的格差のある金融分野における代替的システムの追求などにはなかった。むしろそれは、工業生産、貿易シェアという実体的生産力におけるものだったのである。

おわりに

本稿では、世界金融危機以降の新興国によるドル基軸通貨体制への挑戦が、近年の地経学化、金融の武器化を受け加速しているという状況において、ドル基軸通貨体制は衰退しうるのかという問題を掲げ、国際政治経済学における古典的な構造的権力と覇権の視座から分析した。そしてドル基軸通貨体制の将来について、基本的に継続するという現状維持のシナリオと、アメリカ自らがその放棄に向かうという退位シナリオとを提示した。以上の2つのシナリオを通してあらためて確認されたのは、ドル基軸通貨体制を支えるアメリカの構造的権力は覇権的リーダーシップの喪失に直面してもなお堅固であり、アメリカ自身が脱却に向けた経済構造の転換を進めるのでなければ衰退の可能性は考えづらいということである。

最後に退位シナリオの可能性について付言しておこう。上述のとおりアメリカ自らが実体的生産力重視の流れにおいて基軸通貨国のポジションの転換に向かう可能性について述べたが、実際にそれが可能かどうかはまた別問題であろう。というのも、構造的権力、あるいは晩年のストレンジが重視するようになった「権威」はその性質上、国家だけではなく市場ア

クターにも分散しているためである。つまりアメリカの金融（および生産、知識）の構造的権力は国家としてのアメリカのみならず、金融機関、ICT企業、多国籍企業や究極的には投資家の利益と相互に支えあう関係にある。したがって、アメリカ政府がその転換なり放棄なりを望んだとしても、それら市場アクターの追従をある程度得ないことには、サプライチェーンの国内回帰や資本の流れを金融収益から国内投資、長期的生産力重視へと向けることが可能だとは思われない。ますます富の偏在化が進む昨今のアメリカにおいて、知識エリートを中心とする利益共同体が自らに有利な状況を変えることに容易に賛同するとは思えない。その意味で、ドルの存在はすでに「アメリカを超えて」いると言えよう。

- (1) ケネス・ロゴフ（村井章子訳）『ドル覇権が終わるとき——インサイダーが見た国際金融「激動の70年」』日経BP、2025年、121–122ページ。
- (2) Zongyuan Zoe Liu and Mihaela Papa, *Can BRICS De-dollarize the Global Financial System?* (Cambridge University Press, 2022), p. 15.
- (3) スーザン・ストレンジ（西川潤、佐藤元彦訳）『国家と市場——国際政治経済学入門』筑摩書房、2020年。
- (4) Tobias Pforr, Fabian Pape and Johannes Petry, “Dollar Diminished: The Unmaking of US Financial Hegemony Under Trump,” *International Organization*, Vol. 79, S1 (December 2025), pp. 117–132.
- (5) William Kindred Winecoff, “Structural Power and the Global Financial Crisis: A Network Analytical Approach,” *Business and Politics*, Vol. 17, No. 3 (October 2015), pp. 495–525.
- (6) チャールズ・キンドルバーガー（石崎昭彦、木村一朗訳）『大不況下の世界——1929–1939（改訂増補版）』岩波書店、2009年。
- (7) 飯田敬輔『経済覇権のゆくえ——米中伯仲時代と日本の針路』中央公論新社、2013年。
- (8) ヘンリー・ファレル、アブラハム・ニューマン（野中香方子訳）『武器化する経済——アメリカはいかにして世界経済を脅しの道具にしたのか』日経BP、2024年。
- (9) 河合正弘「米中の通貨・金融覇権競争——ロシアのウクライナ侵攻を受けた米欧日による対口金融制裁の含意」『経済・安全保障リネージュ研究会 最終報告書』日本国際問題研究所、2023年、第9章。
- (10) 同上、96ページ。
- (11) Johannes Petry and Andreas Nölke, *BRICS and the Global Financial Order: Liberalism Contested* (Cambridge University Press, 2024), p. 17.
- (12) Barry Eichengreen, “International Finance and Geopolitics,” *Asian Economic Policy Review*, Vol. 19, No. 1 (January 2024), p. 87.
- (13) Johannes Petry, “China’s Quest for Pricing Power: Financial Hierarchy, Autonomy and Commodity Futures Markets,” *International Affairs*, Vol. 101, No. 5 (September 2025), pp. 1764–1767.
- (14) Daryl Guppy, “The Future of China’s Economic Engagement,” *China Daily* (24th April 2020) <https://www.chinadaily.com.cn/a/202004/24/WS5ea28240a310a8b2411516bf.html> (2026年6月1日アクセス).
- (15) Pforr, et al., op. cit., p. 123.
- (16) European Central Bank, *The International Role of the Euro* (June 2026), pp. 14–16 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ire/ecb.ire202606.en.pdf> (2026年6月3日アクセス).
- (17) バリー・アイケングリーン（小浜裕久監訳）『とてつもない特権——君臨する基軸通貨ドルの不安』勁草書房、2012年。Susan Strange, “The Persistent Myth of Lost Hegemony,” *International Organization*, Vol. 41, No. 4 (Autumn 1987), p. 569.

- (18) IMF, *IMF Data Brief: Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves* (27th March, 2026) <https://data.imf.org/en/news/imf%20data%20brief%20march%2027> (2026年6月3日アクセス).
- (19) Eichengreen, op. cit., pp. 91–94.
- (20) Lukas Linsi and Naná de Graaff, “Decline of the West? An IPE Perspective on the Multiplex World Order and the ‘Goeconomic Turn’,” *International Affairs*, Vol. 102, No. 2 (March 2026), pp. 363–387.
- (21) Blayne Haggart and Randall Germain, “Strangely Inspired: Recovering a Neo-Strangean Approach to Power, Authority and Knowledge for IPE,” *Review of International Studies* (2025), pp. 1–15.
- (22) 『日本経済新聞』2024年12月2日。
- (23) Greg Ip, “How Trump Is Rethinking Economic Power: His Defense of the Dollar Reflects a Belief that Tariffs are Better than Sanctions,” *Wall Street Journal*, December 5, 2024.
- (24) 高木綾「米国における国家輸出構想（NEI）——輸出による経済再生戦略」『技術と文化による日本の再生』（総合調査報告書）、国立国会図書館調査及び立法考査局、2012年9月、169–182ページ。

〈第7回東京グローバル・ダイアログ〉
不確実性時代の世界秩序：分断・競争・協力

2026年7月15日(水)―16日(木) 開催

主催：日本国際問題研究所

■ 7月15日(水)

13:00―13:10 オープニング

開会の辞：佐々江賢一郎 日本国際問題研究所理事長、元駐米大使
高市早苗内閣総理大臣によるビデオメッセージ

13:10―14:50

セッション1 不確実性時代の戦略的選択

- ・佐々江賢一郎 日本国際問題研究所理事長、元駐米大使（モデレーター）
- ・アネグレート・クランプ＝カレンバウアー コンラート・アデナウアー財団理事長、元独国防大臣
- ・林聖男（イム・ソンナム） BAE・KIM・LEE法務法人グローバルアドバイザー、元韓国外交部第一次官
- ・ラジャ・モハン モトワニ・ジャデジャ米国研究所（ジンダル・グローバル大学）特別教授、『フォーリン・ポリシー』誌地政学コラムニスト
- ・岡野正敬 前国家安全保障局長
- ・アンドリュース・シーラー 次期駐日豪州大使、前豪州国家情報長官
- ・沈丁立（シェン・ディンリー） 国観智库米国研究所長、復旦大学教授、国際問題研究院前副院長
- ・ロバート・ウィルキー アメリカファースト政策研究所（AFPI）米安全保障議長、元米退役軍人省長官、元米国防次官

15:00―16:30

セッション2 戦略流動化時代における戦域横断協力の強化

- ・彦谷貴子 東京大学グローバル教育センター教授（モデレーター）
- ・ジャスティン・バッシ 豪戦略政策研究所（ASPI）所長
- ・チャン・ヘン・チー シンガポール外務省無任所大使、元駐米大使
- ・森聡 慶應義塾大学教授
- ・ルイス・シモン ブラッセル大学安全保障・外交・戦略研究所（CSDS）所長、エルカノ王立研究所ブラッセル所長

16:40―18:10

セッション3 経済力と国際秩序を見据えた経済安全保障戦略の再構築

- ・飯田香織 日本放送協会（NHK）報道局専任局長（モデレーター）
- ・トビアス・ゲルケ 欧州外交関係評議会（ECFR）欧州戦略上級政策フェロー

- ・アレクサンダー・グレイ 米外国政策評議会（AFPC）上級研究員、元米NSC首席補佐官
- ・金顕哲（キム・ヒョンチョル） ソウル大学教授、元大統領経済補佐官
- ・宗像直子 東京大学公共政策大学院特任教授、元特許庁長官

■ 7月16日(木)

9:00— 9:15

特別講演：今後の日本のあり方

小林鷹之 自由民主党政務調査会長、元経済安全保障担当大臣、元内閣府特命担当大臣（科学技術・宇宙）

9:30—11:00

セッション4 不確実性時代における日本のグランドデザインを目指して

- ・石井正文 JIIA プラットフォーム・マネージングディレクター、元インドネシア大使、元NATO大使（モデレーター）
- ・五十嵐文 読売新聞論説副委員長
- ・塩崎彰久 衆議院議員、自民党国会対策副委員長
- ・レオ・ルイス フィナンシャル・タイムズ（FT）東京支局長
- ・ラモン・ロベス 東アジア・アセアン経済研究センター（ERIA）理事会議長、元フィリピン通商大臣
- ・梅本和義 JIIA プラットフォーム・統括マネージングディレクター、元国際交流基金理事長、元内閣官房TPP等政府対策本部首席交渉官

11:00—12:30

セッション5 FOIP10周年：次の10年を構想する

- ・山田滝雄 JIIA グローバル・アウトリーチ・センター所長、AZEC担当大使（モデレーター）
- ・マイケル・グリーン シドニー大学米国研究所（USSC）所長
- ・市川恵一 国家安全保障局長
- ・ラジャ・モハン モトワニ・ジャデジャ米国研究所（ジンダル・グローバル大学）特別教授、『フォーリン・ポリシー』誌地政学コラムニスト
- ・ファム・クアン・ヒエウ ベトナム駐日特命全権大使
- ・ハッサン・ウィラユダ プラセティヤ・ムリヤ大学学長、元インドネシア外務大臣

12:45—14:15 ブレイクアウト・セッション

新たな核の秩序か秩序なき核の時代か？ 核大国間の戦略的関係の行方

- ・秋山信将 日本国際問題研究所軍縮・科学技術センター所長、一橋大学教授（モデレーター）
- ・ヴィピン・ナラン マサチューセッツ工科大学（MIT）フランク・スタントン教授、同大学核セキュリティ政策センター長、元米国防総省宇宙政策担当次官補代理

- ・高橋杉雄 防衛省戦略企画参事官、防衛研究所防衛政策研究室長
- ・ブルーノ・テルトレ 仏戦略研究所（FRS）副所長

12:45—14:15 ブレイクアウト・セッション

変容する地域秩序における日ASEAN協力：新たな大戦略にむけて

- ・榎原美樹 ジャーナリスト、元NHK国際放送エグゼクティブ・プロデューサー（モデレーター）
- ・チャン・ヘン・チー シンガポール外務省無任所大使、元駐米大使
- ・ラモン・ロベス 東アジア・アセアン経済研究センター（ERIA）理事会議長、元フィリピン通商大臣
- ・田中明彦 東京大学名誉教授
- ・ハッサン・ウィラユダ プラセティヤ・ムリヤ大学学長、元インドネシア外務大臣

14:30—16:00

セッション6 米国の変貌と国際秩序：世界と日本の選択

- ・五百旗頭薫 東京大学教授（モデレーター）
- ・ビル・エモット 前国際戦略研究所（IISS）理事長、The Economist 元編集長
- ・江藤名保子 学習院大学教授
- ・久保文明 東京大学名誉教授、前防衛大学校長
- ・ケネス・ワインシュタイン ハドソン研究所ジャパンチェアー、元ハドソン研究所長

16:00—16:15 クロージング

閉会の辞：佐々江賢一郎 日本国際問題研究所理事長、元駐米大使

概 要

第7回東京グローバル・ダイアログ（TGD7）は「不確実性時代の世界秩序：分断・競争・協力」とのテーマの下、14の国・地域から40名のスピーカー、モデレーターが参加し、延べ約400名の会場参加と約900名のオンライン参加登録を得て、2026年7月15日（水）から16日（木）まで開催された。初日には、佐々江賢一郎理事長によるオープニングの後、高市早苗内閣総理大臣よりビデオメッセージをいただき、「不確実性時代の戦略的選択」「戦略流動化時代における戦域横断協力の強化」「経済力と国際秩序を見据えた経済安全保障戦略の再構築」をテーマとするセッションで議論を行った。2日目は、小林鷹之自由民主党政務調査会長による「今後の日本のあり方」と題する特別講演の後、「不確実性時代における日本のグランドデザインを目指して」「FOIP10周年：次の10年を構想する」「米国の変貌と国際秩序：世界と日本の選択」をテーマとするセッションで議論を行った。

■ 7月15日（水） オープニング

佐々江理事長が述べた、開会の辞は以下の通り。

東京グローバル・ダイアログ（TGD）は、2019年に日本国際問題研究所（JIIA）が東京を知的交流と政策発信の拠点とすることを目指して創設したものであり、第7回のテーマは「不確実性時代の世界秩序：分断・競争・協力」である。

ウクライナや中東情勢も出口が見えず、大国間の緊張が地域情勢に大きな影響を及ぼし、国際秩序とグローバル・コモンズの提供を支えてきた米国主導の国際アーキテクチャは後退し、国際秩序は歴史的転換点を迎えたかもしれないがそれに変わるエコシステムはまだない。さらにAIをはじめとする新興技術やハイブリッド型脅威の顕在化等が国際秩序や安全保障にどのような影響を及ぼすかは誰にも確信が持てない。当面、不確実性の時代だからこそ、日々の出来事に一喜一憂せずに背後の構造的変化の本質を見極め、望ましい方向へ世界を導いていくことが必要である。

「分断・競争・協力」には、進行する分断の現実を直視しつつ、競争を悪循環ではなく新たな活力の源とし、同じ認識を共有する主体と協力に舵を切ることへの願いを込めている。

セッション1 不確実性時代の戦略的選択

本セッションでは、ダイアログ全体のテーマを俯瞰する形で率直な意見交換を行った。冒頭、モデレーターを務めた佐々江理事長からは、ルールに基づく国際秩序を維持しつつ、現実のパワー・ポリティクスにいかに向き合うべきかとの問題提起がなされた。パネル討論では、全体を通じ、ルールに基づく国際秩序を支えるためには信頼性のある抑止力が不可欠である一方、抑止のみでは十分ではなく、国家・社会の強靱性、外交、責任ある負担分担、同

盟・パートナー間の協力、継続的な対話を組み合わせる必要があるとの認識が、共通する論点として浮かび上がった。

不確実性を前に悲観や諦観に陥るのではなく、先を見通す力を養い、国内改革を進め、能力を高め、同志国と関係強化を深める必要があるとの指摘があった。米国の政策転換、中国の国力増大と威圧的行動、ロシアによるウクライナ侵略と北朝鮮・イランとの連携、北朝鮮の核・ミサイル問題、急速に進展する新興技術等、複数の変化が同時進行する中で、主要国やいわゆる「ミドルパワー」が自らの戦略的前提をどのように見直すべきかが議論された。

米国については、衰退しているとの仮定は誤りであり、依然として経済、技術、軍事の各面で大きな力を有するが、その力の使い方や、国際公共財を提供する意思の変化、アメリカ第一の取引的外交姿勢が不確実性の要因であるとの指摘があった。米国は欧州やインド太平洋から撤退しようとしているわけではなく同盟国自らの安全保障のために一層の負担を引き受けることを求めている、同盟国側もより大きな責任を持つ努力をしている、こうした役割分担強化の求めは機会の提供ともなっているとの指摘もあった。

法に基づく国際秩序は、原則を掲げるだけでは維持できず、信頼性のある抑止力と実行力によって支える必要があることも強調された。同時に、ドローン、AI、サイバー・宇宙能力、データを活用した軍事システムや非対称的な技術が、戦争と抑止のあり方を大きく変えつつあること、また、偽情報、サイバー攻撃、経済的威圧、準軍事組織や海警による圧力などのグレーゾーン活動が、平時と有事の境界を曖昧にし、誤算の危険を高めていることも論じられた。このため、通常戦力・核抑止に加え、防衛産業基盤、技術イノベーション、経済安全保障、社会全体のレジリエンスを強化する必要性が強調された。

同盟関係の強化、より公平な責任分担、欧州・インド太平洋の同志国連携拡大の重要性、ウクライナ、中東、インド太平洋の安全保障情勢は相互に関連しており、ある地域における紛争が、他地域の抑止力、軍事資源の配分、戦略的判断にも影響を及ぼすとの見方も示された。日本、韓国、インド、豪州、カナダ等の同志国は、既存の多国間機関の抜本的改革を待つのではなく、防衛、先端技術、貿易、経済安全保障、海洋安全保障等の具体的な分野で協力を進め、実務的なルール形成により積極的な役割を果たし得るとの指摘があった。

中国の台頭、台湾海峡をめぐる緊張、インド太平洋における軍事バランスの変化にどのように対応すべきかをめぐっては、登壇者の間で見解の相違も見られた。中国の通常戦力、核戦力、海洋・サイバー能力、準軍事的能力の拡大が地域の不安定性を高め、紛争の閾値を引き下げているとの懸念が示された。一方で、米中間対話、外交、国際法、道義的な自制の重要性も強調され、「力による平和」だけでは十分ではないとの議論もあった。日本には、防衛力とパートナーシップを強化し、地域に戦略的空白を生じさせないように努めるとともに、中国との関係を慎重に管理し、信頼性のある抑止と法の支配に支えられた安定的な地域秩序の維持に貢献することが求められるとの指摘もあった。

現在の戦略環境の変化は冷戦終結時を上回る規模のものであり、中国の台頭、ロシアによる侵略、新たな戦争形態、経済安全保障、米国の対外政策の変化が同時に進行しているとの認識が示された。とりわけ米国の関与のあり方が変化する中でも、インド太平洋に戦略的空

白を生じさせないことが重要であると強調された。また、北朝鮮の核・ミサイル問題、同志的なミドルパワー外交の重要性、人口動態、経済再均衡、気候変動・エネルギー転換等、今後の国際秩序を左右する構造的な諸要因に加え、米中対話や台湾をめぐる問題についても議論が及んだ。

セッション2 戦略流動化時代における戦域横断協力の強化

本セッションでは、ロシアによるウクライナ侵略の長期化、中国によるロシア支援、ロシア・北朝鮮間の軍事協力、米国の関与をめぐる不確実性を背景に、インド太平洋や欧州の安全保障課題が相互に関連を強める中、戦域横断的な協力のあり方について議論が行われた。

現状の安全保障環境については、ハイブリッド戦などの段階からの対処・抑止が重要となってきたこと、米中首脳会談や欧州首脳訪中などを経て大国間のダイナミクスは一見安定しているが足元では中国のグレーゾーンの行為が拡大しており、これが主要課題であること、中国・ロシア・北朝鮮が協力を深める中、インド太平洋は米国の関与なくしては対処できないが、欧州も米国の関与があるからこそ安全保障面での統合対処が可能であることから、米国の関与の確保が重要であることなどが指摘された。

ASEAN域内では脅威認識が必ずしも共有されておらず、包摂性を重視するASEANとしては、欧州各国による個別の関与や法の支配・航行の自由を支持する取組は歓迎する一方、NATOとしての関与には慎重な立場であることも説明された。

日本は、日米同盟を基盤としつつ豪州、フィリピン、東南アジア諸国と安全保障協力を強化して地域の安全保障ネットワークのハブとなるとともに欧州とも連携を強化、NATOもその一環であることにも指摘があった。

欧州とインド太平洋の安全保障の連関については、中国が双方の地域でプレイヤーとなっていることやグレーゾーン対応のみでなく、ともに米国を同盟国としていることから課題を共有している点にも言及があり、抑止力や危機対応能力を高める必要性、米国の防衛産業基盤の強化のためにも連携する必要があることも指摘された。

本セッションの議論全体を通じて、戦域間の協力とは一つの安全保障圏を形成することではなく、それぞれの地域の戦略環境や脅威認識を尊重しながら、防衛産業、先端技術、重要鉱物、サイバー、ハイブリッド脅威対策などの分野で実務的な協力を深化させることが現実的かつ有効であるとの認識が共有された。

セッション3 経済力と国際秩序を見据えた経済安全保障戦略の再構築

本セッションでは、米中戦略競争の激化や経済的威圧・経済の武器化の広がりを背景に、経済安全保障をめぐる論点につき議論が行われた。半導体、重要鉱物、AI、電池、EV、ロボティクス、医薬品等は、成長産業であると同時に各国の戦略的優位を左右する基盤として位置付けられ、経済安全保障と国家安全保障は一体化している点が指摘された。

米国では、中国との大国間競争を背景として、産業政策、輸出管理、対内投資審査、国防生産法の活用など、国家が市場へ積極的に関与する政策が強化されており、こうした傾向は

政権交代後も継続する可能性が高いとの見方が示された。

欧州においては、中国による過剰供給や補助金、産業政策、経済的威圧等に対応するため保護は不可欠で、より実効性の高い貿易措置や産業政策が急務であり、その際に友好国に打撃を与えないよういかに例外を作るかや、米通商法301条の欧州版の導入案も議論されていることが指摘された。

日本は早期から経済安全保障に取り組んできたが、経済競争は今や資源調達、部素材・加工、市場からデータやAIに至る産業エコシステム全体へと移行しているため、中国の巨大経済に対処できるよう、同志国・パートナー間で需要を束ね市場規模を高めるなど、商業的にも政治的にも持続可能な代替性を確保することの重要性が強調された。

韓国の視点からは、グローバル化で相互依存が高まり、低減努力に限界のある国としては対象を絞り、核となる分野をきちんと管理していくことが望ましく、核となる分野は何かを超大国が管理することが求められる時代であるとの指摘があった。

議論全体を通じて、市場に任せては解決せず、戦略目的を長期的に達成するために国が関与する必要がある点につき一致し、依存を排除すべき分野は、防衛産業、重要インフラ、半導体、重要鉱物、医薬品など、安全保障上不可欠な分野について優先し、レジリエンスを強化すべきであるとの見解が示された。また、経済的威圧に対抗する手段にあらかじめ合意しておくことも梃子とできるのではないかという見解、事態のエスカレーションも計算する必要がある威圧が機能しない抑止としての規模の確保がむしろ重要ではないかとの見解も示された。

同志国が「信頼できる市場」を構築し、重要分野ごとに共通の基準、需要創出、支援措置、備蓄、調達ルール等を組み合わせた新たな協力枠組みを形成する必要性が指摘された。また、WTOやCPTPP等の既存のルールを活用しつつ、不確実性に対応するため政府・企業双方の能力を高め、共有された課題を具体的な共同行動へと結び付けていくことが今後の重要な課題であるとの認識でも一致した。

■ 7月16日(木)

セッション4 不確実性時代における日本のグランドデザインを目指して

本セッションでは、当研究所が2024年から3年間にわたり実施中の「国家戦略プロジェクト」の論点を提示し、日本の外交・安全保障、経済安全保障、科学技術、国際秩序、地域連携のあり方について多角的な議論が展開された。

冒頭、本プロジェクトの目的として、日本を取り巻く安全保障環境の悪化に加え、人口減少、低成長、社会保障への不安といった国内課題が複合的に進行する中、外交・安全保障、経済、科学技術、社会政策を横断する総合的な国家戦略を構築する必要性が強調された。また、当研究所と読売新聞社が本年実施した世論調査に基づき、国民の間で将来や人口減少に対する危機感が広がる一方で、法の支配に基づく国際秩序、自由貿易、気候変動対策に対する支持が根強く存在していることが紹介された。

討論では、米国主導の自由で開かれた国際秩序が変容する中、日本は日米同盟を外交・安

全保障の基軸としつつ、自らの防衛力、経済力、技術力、情報力を一層強化すべきとの認識で一致した。その上で、欧州、ASEAN、フィリピン、豪州、インドなどの同志国との連携拡大の重要性が示された。また、中国の台頭や米中関係の不確実性、南シナ海・台湾海峡情勢、国際機関や国際法の機能不全をめぐる課題についても掘り下げた議論がなされた。

東南アジアの視点からは、反グローバル化の進展や関税・貿易障壁の拡大、地政学的緊張が地域経済に及ぼす影響への懸念が表明された。これに対し、ASEANと東アジアの経済統合の維持・発展とともに、サプライチェーンの強靱化、地域的な包括的経済連携（RCEP）協定や環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定（CPTPP）など、ルールに基づく経済枠組みを推進する重要性が指摘された。また、日本には高い信頼性、技術力、制度構築能力を備えた不可欠なパートナーとして大きな期待が寄せられている点が強調された。

欧州の視点からは、リベラルな国際秩序の後退や民主主義の停滞、米国政策の不確実性が指摘された。その中で、長年にわたり中国の台頭を間近で見てきた日本の知見と戦略的含意を、国際社会へ積極的に発信する役割が期待された。また、日本が一貫して多国間主義とルールに基づく秩序を支持し続けることが、グローバルガバナンスと国際的信頼を支える要になるとの評価が共有された。

議論全体を通じ、日本は日米同盟の強化を基盤としつつ、防衛力、経済安全保障、科学技術・AI、デュアルユース技術などの戦略的能力を向上させる必要があると結論付けられた。信頼性、透明性、公平性を重視した外交を展開し、「戦略的自律性」と「戦略的不可欠性」を高めながら同志国との協調を深化させることで、国際秩序の安定と地域の繁栄に主体的に貢献していくことの重要性が改めて示された。

セッション5 FOIP10周年：次の10年を構想する

本セッションでは、「自由で開かれたインド太平洋（FOIP）」構想の10年間を振り返るとともに、2026年5月に高市総理大臣が発表した「進化したFOIP」を踏まえ、次の10年に向けたFOIPの方向性について議論が行われた。議論を通じ、FOIPが日本発の重要な外交構想として国際社会に広く浸透し、自由、開放性、法の支配、包摂性といった理念を共有する枠組みとして発展してきたことを確認された。

地政学的競争の激化、経済的相互依存の武器化、サプライチェーンの脆弱性、AIをはじめとする新興技術の急速な発展、エネルギー・食料・重要鉱物の安全保障等、国際環境が大きく変化する中、FOIPも戦略的なビジョンから、より実践的な協力枠組みへと進化し、目に見える成果を積み重ねることが重要であるとの認識が共有された。具体的には、各国の強靱性や自助能力の向上、経済安全保障の強化、AI・データ時代に対応したデジタル・インフラ整備、エネルギー・資源の安定供給、海洋安全保障協力等、実際の分野における協力を一層強化していくことの重要性が指摘された。

また、FOIPとインド太平洋に関するASEANアウトルック（AOIP）との相互補完性およびASEAN中心性は、FOIPの地域的な正統性と実効性を高める上で不可欠であるとの認識が共有され、ASEAN各国の多様なニーズを踏まえた実践的な協力を進める必要性が強調された。

さらに、インドの存在感の高まり、日米豪印（QUAD）による実務的協力、ASEAN諸国の主体的な役割が、FOIPの次の10年を支える重要な要素として位置付けられた。

米国については、国内政治の変動による一定の不確実性はあるものの、同盟協力、投資、技術協力、防衛協力などの実態面ではインド太平洋への関与は引き続き強固であるとの見方が示された。

ブレイクアウトセッション

新たな核の秩序か秩序なき核の時代か？ 核大国間の戦略的関係の行方

本セッションは、チャタムハウス・ルールの下、非公開で実施された。概要は以下の通り。

国際システムが新たな核の時代へ移行しつつあるのか、それとも戦略的な無秩序が長期化する局面にあるのかをテーマに、活発な意見交換がなされた。まず、冷戦終結後の核をとりまく環境を支えてきた前提が、大きな圧力にさらされているとの認識で一致した。米中口間の競争激化、従来の軍備管理体制の機能低下、地域安全保障上の課題、新興技術の影響力拡大に焦点があてられ、とりわけこれらが抑止、エスカレーション、戦略的安定に及ぼす影響について議論が行われ、さらに以下のような見解が示された。

冷戦期に核の秩序が安定していたという認識は、当時、核拡散リスクや激しい競争の中にあったことを考えると、回顧的な錯覚に過ぎない。しかし、今日、世界の核をめぐる環境は実質的により不安定になっている。この予測不可能性の背景には、通常兵器による侵略と限定的な核の脅威を組み合わせるロシアの動き、2025年の印パ危機のような最近のエスカレーション、そして二極体制時代のルールを拒否する新たな核超大国としての中国の台頭がある。

その結果、この新たに出現した三極体制の現実の中で、米口間で構築されてきた軍備管理体制は持続不可能になっている。将来の軍備管理の取組は、すぐに野心的な条約を追求するのではなく、米中核リスク軽減センターの設立など、実践的で実現可能なステップを優先しなければならない。同時に、ロシアが意図的に紛争の境界線を曖昧にし、攻撃的な核のレトリックを常態化させていることで、核による威圧が激化している。さらに、ウクライナによるロシア領内への大胆な攻撃や、イランによるイスラエルへの大規模な攻撃に裏付けられるように、非核兵器国も既存のレッドラインを試すようになっている。

この複雑な環境において、米国の拡大抑止は依然として重要な核不拡散のツールであるが、その全体的な信頼性は曖昧な政治的シグナリングによって損なわれている。地域によって、抑止の論理は大きく異なる。欧州では、フランスと英国の取り組みがNATOを補完し、ロシアの戦略的計算を複雑にしている。逆に、海洋中心のインド太平洋地域では、中国の中距離ミサイルの優位性に効果的に対抗するため、長射程の通常兵器による打撃能力と、柔軟なハブ・アンド・スポークスの同盟システムが求められている。

ブレイクアウトセッション

変容する地域秩序における日ASEAN協力：新たな大戦略に向けて

本セッションは、チャタムハウス・ルールの下、非公開で実施された。概要は以下の通り。

変容する国際秩序に対して、安全保障、地域のレジリエンス、ルールに基づく経済秩序の三つの視点から、日本とASEANの戦略的パートナーシップの可能性と課題について活発な議論が行われた。

自由で開かれたインド太平洋（FOIP）、インド太平洋に関するASEANアウトルック（AOIP）、ASEAN共同体ビジョン2045の相互補完性を確認し、日本とASEANが対等なパートナーとして地域秩序の形成に関与すべきとの認識が共有された。重要な協力分野として、①ルールに基づく経済秩序の維持・拡大、②エネルギー安全保障と地域レジリエンスの強化、③非伝統的安全保障分野での実務協力、④人材育成と人的交流の拡大が挙げられた。特に、CPTPPやRCEP、ソフトローも含めたルールが支配する空間の拡大、日本の提唱するアジア・ゼロエミッション共同体（AZEC）やパワーアジア構想（POWER Asia アジア・エネルギー・資源供給力強化パートナーシップ）、ASEANパワーグリッド構想や再生可能エネルギー分野における協力の有用性が指摘された。

ASEAN内外の国境紛争などを伝統的に対話、忍耐、信頼醸成を通じて平和的に管理し、世界のほかの地域と比較して安定した地域秩序を維持してきたことが強調され、日本に対しては、信頼できるパートナーであるとして、技術、資金、人材育成、制度構築を通じ、ルールに基づく国際秩序の維持・再構築に貢献することへの期待が表明された。

本セッションには、日本とASEANの若手リーダー（JFSEAPフェロー、領土歴史センター海外短期特別フェロー）が参加し、会場からも多くの質問や意見が出され、世代を超えた活発な意見交換が行われた。

セッション6 米国の変貌と国際秩序：世界と日本の選択

本セッションでは、米国が政治・社会・外交の各面で大きな転換期を迎える中、日本をはじめとする各国がどのように対応すべきかについて議論が行われた。トランプ現象を一時的な逸脱と捉えるべきか、それとも米国社会に根差した構造的かつ長期的な変化と捉えるべきか等について建設的な議論となった。

パネリスト間の議論では、トランプ大統領個人の予測困難性や取引重視の姿勢が指摘される一方で、米国社会における内向き志向、反エスタブリッシュメント感情、自由貿易への懐疑、同盟国への負担分担要求などは、政権交代後も継続し得る長期的な潮流であるとの認識が示された。また、米国は孤立主義へ回帰するわけではないものの、同盟や国際秩序を価値や理念だけでなく、自国の利益を実現するための戦略的手段として位置付ける傾向を強めているとの見方が共有された。

米中関係については、米中が共同で国際秩序を運営する「G2」ではなく、双方がそれぞれの勢力圏の形成を目指す国際秩序となる可能性が議論された。また、中国は巨大な市場、製造力、技術実装力、ナラティブ形成力に強みがあることを自覚しており、それらを背景に影響力を拡大する一方、不動産市場の低迷、人口動態の変化、雇用不安、経済の不透明性といった構造的課題も抱えているとの認識が示された。そのため、中国は強大である場合にも脆弱である場合にも国際社会にとってリスク要因となり得ることから、軍事面のみならず、グ

レーゾン活動、サイバー、経済的依存、政治的影響力の行使など、多様な手段による圧力への対応が重要であると指摘された。

グローバルサウスについては、その表現そのものが不適切だとの見解に基づき、どの陣営にも属するものでなく安定化の担い手 (stabilizing force) として、経済成長を背景に主体性を高める多様な国々として捉えるべきであるとの見解が示された。これらの国々は、サプライチェーンや市場の多元化を通じて国際秩序の安定に寄与する可能性がある一方、中国製AIや低コスト技術への依存を通じて新たな影響圏に組み込まれる可能性も指摘された。

議論全体を通じて、日本は日米同盟を一層強化し、米国にとって信頼できる不可欠な同盟国であり続けるとともに、自由貿易、法の支配、国際制度の維持・強化やグローバルサウスとの協力を通じて、勢力圏を基調とする国際秩序がもたらす影響を緩和していくことが重要であるとの認識が共有された。その上で、日本には、変化する国際環境に柔軟に適応しつつ、ルールに基づく国際秩序を維持・強化する「適応」と「抑制」を両立させた戦略が求められるとの方向性が示された。

クロージング

第7回東京グローバル・ダイアログの閉会にあたり、佐々江理事長はこの2日間の議論を総括し、不確実性の時代においても国際社会には新たな可能性が存在するものの、その可能性は現実を冷静に見据えた認識の上に築かれるべきである、国際社会では力による現状変更や分断が進んでいる一方で、国際秩序そのものが崩壊しているわけではなく、正統性やルールの重要性が依然として失われていないとした上で、レジリエンス、責任あるグローバルガバナンスを高めるべく、同志国・パートナーとともに解決を見出し、実務的協力を進める重要性が強調された旨を述べた。

本ダイアログが今後の国際協力や政策形成に向けた具体的な示唆を提供する場となったことに謝意を表するとともに、登壇者および参加者への感謝を述べ、第7回東京グローバル・ダイアログを閉会した。

[TGDの結果概要は、<https://www.jiia.or.jp/TGD/tgd7>を参照。]

Focus: The Sustainability of Dollar Hegemony and the Future of the International Financial System (Summary)

Essay: The Sustainability of Dollar Hegemony and the Outlook for the International Monetary and Financial System

Masahiro Kawai (Professor Emeritus, The University of Tokyo)

The US dollar is the most dominant international currency. The dollar's dominance is supported by the large size of the US economy, its macroeconomic and financial system stability, the breadth and depth of dollar financial markets, the Federal Reserve's policies to stabilize the dollar value, the absence of credible alternative currencies, and the force of inertia.

However, there is a long-term risk that dollar dominance could be undermined by factors both internal and external to the United States. Internal factors include the US' abuse of the "exorbitant privileges" and the "weaponization of the dollar" and disregard for the independence of the Federal Reserve and the rule of law. External factors include fundamental economic, institutional, and political reforms in China and Europe, which could enhance the roles of the renminbi and the euro. A mix of internal and external factors includes a decline in the weight of the US economy in the world and the advancement of digital technology. In particular, the US prioritizes crypto-assets and stablecoins, whereas China and Europe are developing central bank digital currencies.

Japan should restore its growth potential to reverse a historically weak yen on a real effective basis and simultaneously advance the internationalization of the yen and the Tokyo and Osaka financial markets. The country needs to focus on the expansion of yen-denominated stablecoins and the introduction of a central bank digital yen, and collaborate with the Global South including ASEAN nations and India.

1 The Future of the US Dollar's Hegemony

Masaya Sakuragawa (Professor Emeritus, Keio University)

A reserve currency is not merely a reflection of economic power; it is the crystallization of soft power, specifically, a nation's ability to provide predictable and reliable institutions and rules. The enduring strength of the United States lies in having established institutions and rules that respect market principles and underpin the high quality of financial markets. These include central bank independence, a stable legal system, credible contract enforcement, open capital markets, and transparent policymaking. Confidence in the US dollar is built on these institutional foundations. Any decline in US dollar hegemony would likely result from the United States itself engaging in self-destructive actions that erode its soft power; neither the rise of China nor the evolution of digital payment technologies would be sufficient to displace the dollar. The experience of China demonstrates that expanding hard power alone is insufficient to secure international confidence required for a reserve currency. Therefore, the ability to design and operate financial systems — i.e., a "nation's financial power" — is positioned as one of the defining sources of soft power in the modern era.

2 Changing Transatlantic Relations, China's Rising Influence, and the Challenges Facing the Euro

Sayuri Ito (Senior Executive Director, Economic Research Department, NLI Research Institute)

Even under a second Trump administration, the US dollar remains overwhelmingly dominant in the

international financial system, while the euro continues to hold its position as the world's second most important international currency.

However, signs of change are emerging in dollar hegemony and the Western-led international financial system, driven by growing efforts to reduce costs and to mitigate the risks associated with the weaponization of currencies and financial infrastructure.

The euro has a dual nature: it can serve as a destination for capital fleeing the dollar, yet it can also be utilized for de-risking by countries seeking to reduce their exposure to the West. Europe must simultaneously respond to moves aimed at reducing dependence on the dollar and the United States and to China's strategy of promoting the internationalization of the renminbi.

A defining feature of the euro is its role as the key currency within Europe. Enhanced competitiveness through deeper integration of the Single Market and the potential for regional enlargement could become important strengths in an era of great-power competition. It will take time, however, for reforms — including the establishment of the Savings and Investment Union (SIU), the implementation of a digital payment strategy, and the pursuit of initiatives that provide central banks outside the euro area with greater euro liquidity — to bear fruit, and no fundamental breakthroughs have yet emerged. Nevertheless, the euro's strength as the key currency within Europe may enable it to maintain its standing even in an increasingly multipolar and multilayered international financial system.

3 Can the Chinese Yuan Become a major International Currency? Financial Hegemony and the International Monetary System

Hiroyuki Ito (Professor of Economics, Portland State University; Fellow, Institute for International Monetary Affairs)

This article examines whether the Chinese yuan can become one of the major international currencies from the perspective of the dollar-dominant international monetary system. While China is an economic powerhouse on par with the United States and holds the world's largest foreign exchange reserves, the renminbi's international status does not match China's economic weight. Its global use remains limited because the US dollar, enjoys unparalleled financial market liquidity, strong network externalities, and credibility as a safe-haven asset within the international monetary system. As the US has used financial sanctions and other measures to pursue diplomatic and geopolitical objectives, a trend toward “de-dollarization” — the effort to reduce dependence on the dollar, particularly in the Global South — has gained momentum in recent years. Nevertheless, China faces numerous challenges in internationalizing the yuan, including underdeveloped financial markets and low confidence in its institutions. The dollar-centric system is thus likely to persist for the time being, although this analysis suggests that a regime shift in the international monetary system cannot be ruled out in the long term.

4 The Yen's True Strength and the Japanese Economy: An Analysis Based on Exchange Rates and the Balance of Payments

Kiyotaka Sato (Professor, Graduate School of International Social Sciences, Yokohama National University)

There have been numerous claims in recent years that the yen's real strength has declined. The basis for such claims is that the value of the yen, measured in real effective terms, has fallen to 1970 levels. However, a weak yen in real effective terms does not necessarily imply a decline in the yen's real strength. Rather, as this paper demonstrates, it is the decline in the Japanese economy's real strength that is the primary cause underlying the yen's depreciation in real effective terms. It has also been argued that recent structural changes in Japan's balance of payments have made the yen's depreciation nearly inescapable, but a critical examination of this argument reveals that foreign exchange supply

and demand arising from structural changes in Japan's balance of payments have not necessarily been a primary cause for the yen's recent depreciation. The paper concludes by summarizing the debate over the yen's real strength and discussing the steps needed to enhance it.

5 The Defection of Emerging Economies and the Future of the Dollar-Dominated International Monetary System:

From the Perspective of the Intersection of Hegemony and Structural Power

Hironori Wada (Professor, School of International Politics and Economics, Aoyama Gakuin University)

Emerging economies have traditionally accepted the dollar-centered international monetary and financial system, despite harboring political and economic disagreements with the United States. Amid the recent “weaponization of finance,” however, it has become clear that emerging economies’ dependence on the dollar-centered system significantly increases their vulnerability to US sanctions. As a result, these economies, led by China and Russia, have begun to build alternative systems with the aim of reducing their dependence on the dollar. This paper draws on the concepts of structural power and hegemonic leadership in international political economy as the power factors that have underpinned the dollar’s centrality, presenting two scenarios for the future of the dollar-based monetary system in the face of emerging economies’ defection. The first scenario posits that the impact of the alternative system being developed by emerging economies will be limited, and the status quo will largely be maintained. The second scenario suggests that the United States, while seeking to restore its real productive capacity in industry and trade, may move toward relinquishing its role as the key currency issuer.

国際問題 第732号 2026年8月号

編集人 『国際問題』編集委員会

発行人 佐々江 賢一郎

発行所 公益財団法人日本国際問題研究所 (<https://www.jiia.or.jp/>)

〒100-0013 東京都千代田区霞が関3-8-1 虎ノ門ダイビルイースト3階

電話 03-3503-7263 (出版担当)

* 本誌掲載の各論文は執筆者個人の見解であり、執筆者の所属する機関、また当研究所の意向を代表するものではありません。

* 論文・記事の一部分を引用する場合には必ず出所を明記してください。また長文にわたる場合は事前に当研究所へご連絡ください。

* 最近号

24年10月号	焦点：EUはどこに行くのか——欧州議会選挙後の内政と外交
24年12月号	焦点：イスラエル・パレスチナ紛争に見る国際法の課題
25年2月号	焦点：中国の外交・安全保障政策の現段階
25年4月号	焦点：第2期トランプ政権の幕開け
25年6月号	焦点：アフリカを取り巻く課題の現段階
25年8月号	焦点：不透明さを増す朝鮮半島情勢と日韓関係
25年10月号	焦点：液化化するNATO——トランプ2.0政権下の大西洋同盟
25年12月号	焦点：経済安全保障をめぐる法的課題
26年2月号	焦点：台湾問題と日本の対応
26年4月号	焦点：危機に瀕する核兵器不拡散条約（NPT）体制
26年6月号	焦点：気候変動対応の現状と課題

■『国際問題』配本サービス（実費・完全予約制：年6回／3300円、JIIA会員割引有）

配本サービスおよびバックナンバーの購入をご希望の方は、JIIAウェブサイトもしくは上記電話番号にお申し込みください。

■JIIAウェブサイト『国際問題』読者アンケート (<https://www2.jiia.or.jp/ENQ/>)

特集・論文に関するご意見・ご感想や、今後の『国際問題』についてのご要望等をご自由にお寄せください。