

季報

QUARTERLY REPORT

第17号 (2026年2月)

特別寄稿

グローバルサウスの現状、そして、これからの考える

株式会社第一生命経済研究所 西濱徹

グローバル経済の現状と見通し

デジタル通貨と通貨覇権

—CBDC、ステーブルコインと地経学—

双日総合研究所 チーフアナリスト 大矢伸

「ハンマーが好きなのは、全てが釘に見える」

双日総合研究所 チーフアナリスト 大矢 伸

一昨日（米国時間 2 月 20 日）、米国連邦最高裁は、トランプ政権による相互関税とフェンタニル関税は違憲との判決を下した。昨年秋に行われた口頭弁論での最高裁判事の質問振りからも違憲判決の可能性が高いというのが大方の予想ではあったが、6 対 3 で下された今回の判決は重要だ。自動車、鉄鋼などの分野別関税は異なる根拠法があり今回の判決は影響を与えないが、相互関税は違憲となった。今後詳細な分析がなされることと思うが、現時点での状況および今後の見通しを考えてみよう。

相互関税もフェンタニル関税も、国際緊急経済権限法（IEEPA）を根拠としていた。IEEPA は、国家非常事態（national emergency）に際して、貿易を制限（regulate）や禁止（prohibit）する権限を大統領に与えている。論点は、「制限」が「関税」を含むかだ。最高裁の多数意見は含まないと判断した。最高裁の判断は、関税を課す権限は本来議会が有する、議会からの明示の授權がなければ大統領は関税を課せない、IEEPA は関税を課す権限を明示で大統領に与えていない、従ってトランプ大統領の関税は違憲、というものだ。すでに徴収している税金の還付については、最高裁は判断を示さなかった。トランプ大統領は、還付について記者会見で「今後 5 年間は法廷闘争を続ける」と回答、還付手続きは長期化しそうだ。仮に還付が認められる場合には、納税をした輸入業者が一義的な還付対象者となると思われるが、川下に価格転嫁したケースや、輸出者が価格を据え置いたケースもあると思われ、複雑だ。

米国の通商代表部（USTR）は、2 月 20 日当日に声明を発表。各国と交渉した貿易合意は影響を受けないと確信するとして、今後の動きの以下のとおり表明した。①1974 年通商法 122 条に基づく 10% の課徴金（関税）を即座に課す、②1974 年通商法 301 条に基づく調査を開始する、③ブラジル・中国を含む既に開始している 1974 年通商法 301 条に基づく調査を継続する、④1962 年通商拡大法 232 条に基づく既に課されている関税を継続すると共に現在行っている調査を続ける。

上記①の 122 条に基づく関税は、事前調査が不要で即座に課税できるので便利だ。122 条は、国際収支上の赤字（balance of payments deficits）に起因する対外支払いの困難（fundamental international payments problems）に対応することが目的だ¹。現在の米国がそうした状況にあるかは疑問だが、USTR は声明で、米国の経常収支赤字の大きさを強調し、本措置を正当化している²。122 条が許容する税率は最大 15% だ。2 月 20 日に 10% を課すと表明していた米国だが、翌 21 日にトランプ大統領が SNS で 15% に引き上げると表明した。122 条では最大 15% が許容されるのに米当局が当初 10% に留めたのは、同条は原則として

¹ Sec.122 (a), Trade Act of 1974

² なお、USTR は、経常収支赤字の大きさを強調する際に、貿易赤字の大きさに加えて、2024 年に所得収支が初めて赤字になったことも強調、その文脈で、米国の対外純資産がマイナスである点も問題点として指摘している。一方で海外から米国への投資を強力に推進しつつ、他方で対外純資産のマイナスを嘆く点は、整合性に欠けている。

各国一律の関税を課すことが想定されているからであろう³。15%一律となると、現在10%である英国、豪州、シンガポールなどにも15%課さなければいけなくなってしまう。税収を減らしたくないトランプ大統領としては、15%をベースとしたかった。日本、EUが得ていた、相互関税が既存のMFN関税の追加とはならないno-stackingが維持されるかも注意が必要だ。(122条の関税は基本的に追加関税が想定されている。)

122条の関税は期間が150日間で、延長するには議会の承認が必要だ。トランプ関税への世論の支持は低く、議会から延長の承認は得られないだろう。それを知るトランプ政権は、122条はつなぎの措置とし、150日の間に次の手を準備することになる。それが②、③にある1974年通商法301条に基づく関税だ。これは不公正な貿易慣行に対応するための関税で、USTRによる事前の調査が必要だ。その過程で一般からの意見募集や公聴会が開かれ、調査開始から原則12か月以内に結論を出すこととなっている。突貫工事で150日間での結論を目指すのだろう。日本との関係では、コメ市場の閉鎖性などを理由に不公正認定を進めるのであろうが、関税ありきで「不公正」を認定するプロセスは不健全なものとなろう⁴。米国はさらに④の安全保障を理由とする232条に基づく分野別関税の拡大も模索していくだろう。

「ハンマーを**持っている**人には、全てが釘に見える」という言葉がある。今回の最高裁判決の結果、トランプ大統領が本当にハンマーを持っているかは分からなくなった。しかし、実際に持っているか否かは関係ないようだ。「ハンマーが**好きな**人には、全てが釘に見える」ということなのだろう。

(2026年2月22日・記)

³ より正確には、法律上は、無差別原則で各国同一の関税を課すのが原則とした上で、いくつかの国の巨額の国際収支黒字のみが問題の場合にはそれらの国のみに関税を課して、他の国には関税を課さないことも認めている (Sec.122 (d) (1) (2), Trade Act of 1974)。

いずれにしても、IEEPAに基づく相互関税のような各国毎に異なる関税率は122条では想定されていない。

⁴ 日本は2月16日、日米関税合意に基づき、米国で安全認証された自動車の輸入手続きを簡素化した。(米国基準を満たす車両は、追加試験無しで受け入れる。)米国の主張の当否はともかく、米国が主張する日本市場の閉鎖性を日本が着実に改善している中で、米国がどのように日本の不公正を認定するのか、不公正と均衡のある関税率が15%なのか、疑問は尽きない。

双日総合研究所季報 第17号⁵(2026年2月) 要約特別寄稿 グローバルサウスの現状、そして、これからを考える(本文は7頁より)

株式会社第一生命経済研究所 西濱 徹

- 近年、世界においてアジア・アフリカ・中南米など「グローバルサウス」の国々の国際的存在感が高まっている。特に、BRICS 諸国(ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ)は影響力を拡大させており、従来の先進国中心の国際協力構造にも新興国同士の連携という新たな動きが現れている。
- 「グローバルサウス」は単純に南半球の国々を指す地理的概念ではなく、G7 など先進国と対比される新興国・途上国を含む広範な政治経済的枠組みを指す。しかし、枠組みのなかには、高所得の中東湾岸諸国も含まれるため、経済力や政治体制が多様であるなど緩やかな概念といえる。こうしたなか、インドは2023年に「グローバルサウスの声サミット」を主催し、多くの新興国・途上国の連携を促す場を提供した。これをきっかけに、この言葉が国際舞台で注目されるようになった。
- グローバルサウスは固定的な集団ではなく、自国の利益や立場に応じて行動する「スウィング・ステート」としての性格を持っており、既存秩序への挑戦やグローバルな政治・経済秩序再編の一要素として理解されるべき概念である。気候変動や格差、資源問題など地球規模の課題は、既存の先進国主導の国際秩序では解決が困難になっているなか、グローバルサウスの多くの国は西側諸国や中ロ陣営のいずれにも与せず、自国利益に応じて多方向的に関係を構築する「戦略的曖昧」を志向し、主体的に課題解決や発言力拡大を模索している。
- グローバルサウスの国々は、歴史的背景や構造的制約により経済・政治面で脆弱性を抱えていることから、主要先進国に有利に設計された既存の国際ルールに依存せず、主体的に発言力を確保する手段として、グローバルサウスの枠組みの重要性が高まっている。
- グローバルサウスの枠組みの国々が存在感を増すことにより、国際秩序は多極化・分散化が進み、一極支配型から、交渉と妥協を前提とした多方向的な世界に変容すると予想される。結果として、米国・欧州・日本も立ち位置の再定義を迫られ、世界全体の力関係やルール作りはより複雑かつ柔軟な方向へ変化していくことになる。
- 日本とグローバルサウスの国々との関係構築では、「対等なパートナー」としての共創・協働が重要である。これまでのODAによる支援に加え、技術移転や人材育成、民間投資の促進を通じ、各国の自立性や双方の利益を高める取り組みが求められる。外交面では、日本はG7とアジアの二重的立場を活かし、法の支配などの原則を共有しつつ、多様な政治体制や発展段階に寄り添う「橋渡し」の役割を果たすことが重要である。具体的な協力分野としては、気候変動やエネルギー・環境分野、防災技術、重要鉱物の現地加工・高付加価値化などが挙げられる。「戦略的共生」を図ることで、日本とグローバルサウス双方の利益と成長を実現できる。

⁵ 本稿は、文中に記載がなければ、2026年2月20日までに利用可能であった情報に基づき、作成した。

第1部 グローバル経済の現状と見通し（本文は14頁より）

- IMFの1月世界経済予測によると、世界経済成長率は26年に3.3%、27年に3.2%と概ね25年の3.3%と同様の水準の成長となる。米国では、株式配当の恩恵を受ける富裕層の個人消費やAI関連設備投資が牽引し、内需を中心に底堅さを見せている。日本は、前期比年率+0.2%と2四半期ぶりのプラス成長となった。25年2Q以降は関税発動により自動車輸出が米国向けを中心に減少しているが、半導体等電子部品を中心に輸出全体は伸びており、米国の通商政策の影響は事前に予測されたものより軽微になっている。新興国は、26年に4.2%、27年に4.1%と堅調な経済成長が見込まれる。
- 世界の総合インフレ率は、26年に3.8%、27年に3.4%と25年の4.1%よりもやや鈍化する見込みである。25年春において世界のインフレ率を押し上げるとみられていた米国の通商政策を取り巻く状況は各国が米国と交渉し通商合意を取り付けたことでやや緩和された。一方で、新興国を中心に25年前半に関税発動前の駆け込み輸出があったことから短期的には在庫調整のような動きもみられる可能性はある。
- IMFは、世界経済の見通しについて下振れリスクはまだ残っているとしている。AIによる生産性向上への期待が再認識され、投資の減少や金融市場の調整を招く可能性があるとしている。また、貿易戦争が再燃すれば不確実性が増して長期化するリスクもあると指摘している。これらの事象は経済が悪化するきっかけになりかねないとしている。

第2部 デジタル通貨と通貨覇権 –CBDC、ステーブルコインと地経学–（本文は36頁より）

双日総合研究所 チーフアナリスト 大矢 伸

- 金融・通貨は、これまでも政治・外交的な「武器」として利用されてきた。例えば、ウクライナに侵略したロシアに対して、西側諸国によりSWIFTからの排除や海外金融資産の凍結などが実施された。
- 基軸通貨国は、海外から低利で資金調達が可能という「法外な特権」を得られるというのがこれまでの一般的な見方であった。これに対して、米国の一部からは、ドルが基軸通貨であるが故に為替が割高となり製造業の競争力が失われる、各国はこうした負担を分担すべきという意見も出ている。しかし、こうした主張をする論者も、米国が基軸通貨国の地位を放棄すべきとの立場は取らない。
- デジタル通貨の研究・利用が進展している。ビットコイン等の暗号資産、中央銀行デジタル通貨（CBDC）、ステーブルコインなど、デジタル通貨にも様々な種類がある。
- 日本は、CBDCの検討を進めると共に、資金決済法の改正によりステーブルコインについても法律面での整備を進め、昨年10月にはJPYCが最初のステーブルコインを発行した。米国では、ジーニアス法が成立、CBDCを禁止しつつ、ステーブルコインを振興。そこにはドル覇権の維持拡大という狙いもある。中国はデジタル人民元の検討を率先して行っていたが、今年に入り、その形式をCBDCから商銀債務に変更。
- デジタル技術を用いた多国間での決済ネットワークも重要。中国を核とするmBridge、日米欧が参加するアゴラなど複数のプラットフォームの開発が進んでいる。
- 基軸通貨としての米ドルの地位は当面は安泰だが、米国による金融・通貨の「武器化」を前に、ロシアや中国は、人民元等のドル以外の通貨の利用拡大を模索。そうした状況下、デジタル通貨を巡る競争と共存に関しても、技術的、経済的な視点に加え、地経学的視点が重要となってきている。

 双日総合研究所季報 第17号（2026年2月） 目次

季報17号・巻頭言	1
特別寄稿 グローバルサウスの現状、そして、これからを考える	7
グローバルサウスとは、どういうものなのか	7
グローバルサウスが注目を集めている背景を考える	7
インドがグローバルサウスを提唱した狙いと戦略的背景	8
既存の国際秩序が揺らぐなかでのグローバルサウス	8
グローバルサウスが直面している課題	9
グローバルサウスは国際秩序にどのような影響を与えているか	10
グローバルサウスの台頭と今後の世界の行方	11
日本はグローバルサウスとどのように付き合いしていくべきか	13
第1部 グローバル経済の現状と見通し（2026年）	14
全体のポイント	14
日本	21
米国	23
欧州	25
中国	27
アジア・太平洋	29
ASEAN 主要国	29
豪州	32
その他新興国	33
インド	33
トルコ	34
メキシコ	35
第2部 デジタル通貨と通貨覇権 —CBDC、ステーブルコインと地経学—	36
1. 金融・通貨の武器化 —歴史と現状—	36
1.1 金融による情報収集	36
1.2 SWIFT 排除と金融制裁	37
2. 基軸通貨国の負担	37
2.1 基軸通貨国の法外な特権	37
2.2 基軸通貨国の負担という議論	37
3. デジタル通貨の台頭	38
3.1 デジタル通貨	38
3.2 暗号資産	38

3.3	CBDC	39
3.4	ステーブルコインの概要	42
3.5	ステーブルコインを巡る日本の規制・動向	43
3.6	ステーブルコインを巡る米国の規制・動向	44
3.7	ステーブルコインの国際連携	47
3.8	ステーブルコインに関する BIS の懸念	47
4.	多国間送金イニシアチブ	49
4.1	mBridge	49
4.2	アゴラ	50
5.	通貨覇権とデジタル通貨	50
5.1	通貨覇権	50
5.2	終わりに	51
図目次（第1部）		53
引用・参考文献（第1部・第2部）		54
執筆担当者		57

（注）第1部の分析対象は下記13か国・地域

東南・南西アジア：タイ、フィリピン、インドネシア、マレーシア、ベトナム、インド

北東アジア・大洋州：日本、中国、豪州

米州：米国、メキシコ

欧州：EU、トルコ

（おことわり）

本季報に掲載する分析や意見は、あくまで執筆者個人の分析・意見であり、株式会社双日総合研究所、双日株式会社、その他の組織・機関の見解を示すものではありません。

特別寄稿

グローバルサウスの現状、そして、これからを考える

株式会社第一生命経済研究所

西濱徹

グローバルサウスとは、どういうものなのか

このところの国際社会においては、いわゆるグローバルサウスと称される国々の存在感が高まっている。この枠組みに属する国々は、アジア、アフリカ、中南米においてかつて植民地支配を受けてきた歴史を有する。さらに、冷戦期においては米国をはじめとする西側陣営（第一世界）、旧ソ連を中心とする東側陣営（第二世界）のどちらにも属さない非同盟・中立的な立場をとる「第三世界」、「非同盟運動」と連続性があるものとみなされている。その意味において、歴史的に長らく国際社会のなかで周縁に置かれてきた国々と捉えられる。

しかし、1990年代以降にこうした状況に大きな変化が生まれた。世界経済は、先進国を中心とした経済成長が行き詰まりをみせるなか、グローバル化の進展という流れに沿う形で新興国を巻き込むことにより経済成長を実現することに成功した。こうした動きに加え、2000年代以降、新興国のなかから人口規模の大きさや土地の広大さといった共通項を理由に、ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカの5カ国を総称するBRICSが注目を集めるようになる。そして、新興国や途上国は主要先進国を上回る経済成長を実現した結果、現時点においては世界のGDPに占めるG7（主要7カ国）をはじめとする先進国の割合は米ドルベースで6割を下回り、購買力平価（PPP）ベースでは4割を下回るなど、世界経済における新興国や途上国の存在感は高まっている。長きにわたって国際協力の分野においては、先進国が新興国や途上国を支援するといった役割分担が続いてきたものの、そこに新興国どうしのつながりが生まれるなど新たな流れも生じている。

グローバルサウスが注目を集めている背景を考える

前述したような背景も影響して、グローバルサウスとは、単純に「サウス」との言葉が示す南半球の国々を指す地理的な概念とは異なり、G7をはじめとする先進国と対照的な位置にある新興国や途上国を含む広範な枠組みと捉えられる。ただし、その枠組みのなかには中東の湾岸諸国といった高所得国も含まれていることから、単純に新興国や途上国の集まりとは異なっている。さらに、世界経済がグローバル化の動きを追い風に統合の度合いを強めてきたものの、その一方で多極化の様相をみせるなか、従来から用いられてきた新興国や途上国、そして、北と南という概念が実態を十分に反映しにくくなっている。こうしたなか、アジアやアフリカ、中南米という南半球を中心とする国々を表現する概念として、地理を起点としつつも政治経済的な含意を帯びた呼称としてグローバルサウスという言葉が用いられている。よって、この枠組みに属する国々を巡っては、経済成長の度合いに加え、政治体制についても大きく異なっている。つまり、概念としては極めて緩い枠組みと捉えることができる。

グローバルサウスという言葉が注目を集めることになった背景には、2022年のロシアによるウクライナ侵攻をきっかけに、世界が欧米を中心とする西側諸国などと、ロシアと中国を中心とする国々との間で分断の様相を強めたことが影響している。ウクライナ問題のみならず、世界には各国の連帯による対応が不可欠となる事象が山積しているにもかかわらず、G7や一部の新興国が加わるG20（主要20カ国・地域）といった既存の枠組みにおいて意見集約を図ることができないなど、事実上、機能不全状態に陥った。こうしたなか、2023年にG20の議長国となるインドは、G20とその枠組みの外に置かれている多くの新興国や途上国との間のつなぎ役を果たすべく、インドが主催して120カ国以上の新興国や途上国などが参加する形で「グローバルサウスの声サミット」を開催した。この前後からインドは盛んにグローバルサウスという言葉を用いてきたが、このイベントをきっかけに言葉が独り歩きするようになったと考えられる。

インドがグローバルサウスを提唱した狙いと戦略的背景

インドがこの枠組みを提唱した背景には、それまでの世界的な枠組みはすべて先進国が主導する形で構築されてきたが、新興国や途上国が主体的に枠組みを構築し、国際社会における政策決定に関与することを目指したものとされている。さらに、G7やG20といった既存の枠組みに含まれない国々が加わることによって、これらの国々の意見を国際社会に反映させるとともに、団結を訴えることにより国際社会における発言力を高めたいとの狙いもうかがえる。しかし、インド自身が新興国の連携という純粋な目的を理由にグローバルサウスという概念を用いたかと問われれば、疑問点が少なくない。事実、インドは計3回にわたって会合を開催するとともに、新興国や途上国の代弁者として自らの影響力を高める舞台としてこの会議を利用したとも捉えられる。

これは、インドは歴史的に非同盟政策を継承しながら、特定の国に依存しない形で自国の実利を最優先する「戦略的自律」を外交戦略の根幹に据えていることが影響している。世界は西側諸国などと中ロとの分断の様相をみせる一方、インドは伝統的にロシアとも近い一方、国境問題を抱える中国とは微妙な関係を有する。インドとしては、等距離外交を維持しつつ、どちらにも与しない多くの新興国や途上国を巻き込むことによって、自らの外交戦略の立て直しを図りたいとの思惑が透けてみえる。さらに、2024年に総選挙が実施されるなか、モディ政権を支える最大与党BJP（インド人民党）としては、外交面での成果を選挙戦に向けた有利な環境醸成に利用したいとの政治的打算が影響したとの見方もある。前述のように、インドが主催するグローバルサウスの声サミットは2024年にかけて計3回開催されたほか、インドは2026年のBRICS議長国として、「グローバルサウスの懸念」を中心的な優先議題に掲げる方針を示している。とはいえ、インドは国外では積極的にグローバルサウスについて発信を行う一方、国内においては発信される機会は乏しい。したがって、グローバルサウスという枠組みは、インドが主導する外交戦略の一環として利用されたものと考えられる。

既存の国際秩序が揺らぐなかでのグローバルサウス

前述したように、世界経済におけるG7をはじめとする主要先進国の存在感は低下しており、その重心は着実に新興国や途上国にシフトしていることは間違いない。一方、足元の世界には、気候変動や環境、自然災害といった問題、貧困や格差、人口問題、新興感染症、過剰債務、多国籍企業の台頭といった社会・経済に関する問題、エネルギーや希少資源といった資源・地政学的な問題など、国の枠組みを超越した地

球規模で対応すべき課題が山積している。しかし、西側諸国が中心となる形で主導してきた既存の国際秩序は機能不全状態に陥っており、そうした様々な課題の解決に向けた道筋を描くことができない状況が続いている。さらに、新興国や途上国に対する開発援助を主導してきた先進国においても、内向き姿勢を強める米国のトランプ政権は開発援助機関である USAID（米国国際開発庁）の業務を縮小・停止を含む見直しの動きをみせるなど、役割を放棄する動きもみられる。こうしたなか、新興国や途上国は構造的な脆弱さを抱えており、地球規模の課題によって生じる悪影響がより色濃く現れやすいといった懸念を有する。したがって、新興国や途上国の間からは主体的にこうした課題の解決を目指す向きが強まっている。こうした動きは、発言力の拡大を通じて既存秩序の改革を要求する動きにつながっているほか、新興国や途上国どうしの連携を模索するなかでグローバルサウスという緩い枠組みが注目される一因になっているとみられる。

とはいえ、グローバルサウスと一口にいても、枠組みに属する国々の一人当たり GDP の水準はばらつきが大きく、その経済発展段階は極めて多様である。これらの国々の多くは前述のように地球規模の問題に直面しているうえ、その影響が色濃く現れることが懸念される。こうしたなか、西側諸国が主導する既存秩序に対して発言力の拡大を求めるなど、政治的動機が結びつきを強める背景にあるとされる。枠組みに属する国々は、西側諸国が主導する「価値観外交」に対して、自国の主権や実利を重視するとともに、内政不干渉の立場をとるなど異なる姿勢をみせている。したがって、グローバル秩序の再編を目指す動きにもつながっていく可能性もある。一方、枠組みに属する国々を巡っては、経済面のみならず、社会面でも違いが極めて大きく、各国が直面する状況、意識なども異なっている。また、いわゆる「南北問題」と称される北半球と南半球の経済格差についても、近年においてはそうした二分法によって議論を行う状況に揺らぎが生じる場面も多くなっている。よって、グローバルサウスの国々は状況に応じて自らの立場を変更する「スウィング・ステート」として立ち回る動きも散見される。その意味でも、グローバルサウスとは固定されたものではなく、様々な関係性のなかで現れる概念と捉えたほうが良いであろう。

グローバルサウスが直面している課題

他方、グローバルサウスと称される国々は様々な課題に直面している。その要因として、各国の歴史や構造にかかわる制約条件が様々な面で足かせとなっていることがある。多くの国が植民地支配のほか、冷戦構造の影響を受けてきた歴史を持つなか、経済構造面で資源供給国としての役割に固定されてきたほか、それに伴い産業構造が一次産品に依存している。また、国境のみならず、政治制度などあらゆる仕組みが外部からの移植によって形成された経緯から、国内対立を抱えやすい状況が続くなど、国家がスタートする段階でハンデを背負っていたことも影響した可能性がある。グローバル化の進展を追い風に経済成長を実現したものの、格差が拡大するとともに、インフォーマルセクターに依存するなどの問題を抱える国が少なくない。加えて、外国資本の動きや、国際金融市場の動向に揺さぶられやすい構造にあるなど、経済成長が必ずしも国民生活の安定につながらない脆弱さを抱えている。

多くの国においては人口増加が続いているものの、教育や医療といった生活インフラが不足しているほか、雇用機会も乏しく、そのことが国民生活の脆弱さを招く要因となっている。一方、雇用機会を求めて大都市部への人口流入が活発化したことを受けて、大都市部においては人口集中が過度に進んでいるものの、生活インフラの不足による影響が一段と深刻化する事態を招いている。また、雇用機会の乏しさが

影響する形で若年層を中心とする失業が深刻化しており、このことが移民問題を招くとともに、政治的な不安定化を引き起こす元凶となっているとされる。なお、政治的な不安定の背景には、汚職や権威主義といった政治制度の脆弱性が影響しており、そのことが公共サービスの質の低下を招くとともに、外部からの支援による効果を減じる一因になっている。こうした政治制度は市民からの信頼を損なうといった悪循環を招いているが、この問題はそもそも制度が構築される歴史的な要因に規定されていることは無視できない。

また、気候変動をはじめとする地球規模の問題を巡っては、経済成長の背後で主要先進国を中心とする温室効果ガスの排出がその元凶とされる。したがって、新興国や途上国はその責任が比較的小さいにもかかわらず、経済構造も影響して、干ばつや洪水、海面上昇、農作物の収穫減少による食糧不安といった事象の影響を色濃く受けやすい特徴を有する。太平洋島嶼国などにおいては、この問題を理由に住居の移動を余儀なくされる気候移住が発生しているほか、経済基盤が破壊されることにより、国民生活が不安定化するなどの問題も表面化している。したがって、グローバルサウスの国々のなかには、主要先進国などが主導して構築された既存の国際ルールや金融システムは、主要先進国に有利に設定されているとの認識がある。結果として、既存のシステムを受動的に受け入れるのではなく、主体的に発言力を高める必要に迫られるなか、その舞台装置としてグローバルサウスの重要性が高まっている。

グローバルサウスは国際秩序にどのような影響を与えているか

その意味では、グローバルサウスが目指す方向としては、既存の国際秩序の変化であることは間違いない。しかし、前述したように、ここ数年の世界は欧米を中心とする西側諸国などと、ロシアと中国を中心とする国々との間で分断の動きが広がりを見せている。こうしたなか、グローバルサウスの枠組みの国々の多くはどちらにも与することなく、自国の利益に応じる形で多方向に関係を築く「戦略的曖昧」を志向している。一方、新興国発の枠組みである BRICS は、2024 年以降に 5 カ国（イラン、エジプト、アラブ首長国連邦、エチオピア、インドネシア）が加わり 10 カ国体制となるとともに、将来的な加盟を見据えたパートナー国の枠を設立するなど、さらなる膨張を見据えた動きを見せている。さらに、ASEAN（東南アジア諸国連合）やアフリカ連合といった新興国の枠組みも、政治や経済面での連携を強化するなど、外交や経済協力を巡る新たな関係の構築を模索する動きもみられる。こうした動きは、結果的に世界が多極化の様相を強める流れを後押ししていくことが予想されるとともに、それぞれが自陣営に引き込むべく綱引きの動きを強めることで複雑化していくことも考えられる。

グローバルサウスの枠組みの国々は、若年層の多さを背景に中長期的にも人口増加が期待される。成長市場としての潜在力が高いことも背景に、経済成長を追い風に世界経済における存在感のみならず、世界貿易を巡っても影響力を増していくと見込まれる。さらに、近年は全世界的なサプライチェーンの見直しの動きを背景に貿易構造も変化しており、グローバルサウスの枠組みのなかで貿易が活発化するとともに、製造業や技術分野などでの経済構造の変化を受けて、主要先進国との間で財・サービスの取引が拡大する動きもみられる。こうした状況を勘案すれば、世界経済の重心は一段と新興国や途上国にシフトする流れが加速することが期待される。一方、政治的なガバナンスが欠如していることに加え、近年の中国による一帯一路をはじめとする外交戦略をきっかけにした債務問題など、財政リスクや脆弱な経済基盤を抱える国も少なくない。よって、成長性への過度な期待を抱くことは禁物である一方、課題解決に向けた

取り組みを着実に前進させることが、グローバルサウスの枠組みの国々が世界経済に円滑に組み込まれるなかで重要なカギを握る。

前述したようにグローバルサウスの枠組みの国々は、既存の国際社会のありかたに対する変化、変更を目指しているとみなされる。G20においては、加盟国であるトルコ、アルゼンチン、サウジアラビア、インドネシア、インド、ブラジル、そして南アフリカといった新興国が議長国を務めている。さらに、地球規模の課題のひとつである気候問題を討議する国連気候サミットにおいても、新興国がリーダーシップを発揮する機会が増えるなど、各国が国際的な政策形成に対する影響力を有する動きは着実に増えている。さらに、新興国の間でも開発協力やインフラ建設、投資などを通じてグローバルサウスの存在を高めるとともに、主要先進国の枠組みに代わる選択肢の提示を模索する動きも活発化している。他方、こうした外交面での空間が広がりを見せていることは、気候変動を巡る問題のみならず、開発協力にかかる資金、技術面での国際標準、そして通貨や決済システムなどを通じて、国際的なガバナンスのありかたを再設計する可能性がある。そうした場面において、グローバルサウスの枠組みの国々が関わり方をいかに構築していくかは、今後の世界秩序の行方を左右することが予想される。

とはいえ、グローバルサウスは、BRICS 諸国のような経済規模が比較的大きい国のみならず、経済規模が小さい国も加わっており、極めてモザイク的な特徴を有する枠組みであるなど「一枚岩」にはほど遠い存在である。そのような国々の共通の利益と個別の戦略とがない交ぜの枠組みであることを前提にした関係構築が不可欠になる。そして、個々の国においては、インフラや保健、教育、気候変動対応といった社会経済的な課題が深刻な状況が続いており、期待を集める経済成長を着実に実現していくためには、これらの問題に対する解決の道筋を付けていくことが不可欠となる。そのためにも、グローバルサウスの枠組みの国々が主体的に発言力を増していくことは、世界全体にとっても望ましいものになるだろう。

グローバルサウスの台頭と今後の世界の行方

グローバルサウスの枠組みの国々が世界における存在感を高めることは、今後の世界に変化を促そう。第2次世界大戦以降の世界秩序は、長らく米国の圧倒的な軍事、経済、政治力によって維持されてきた（パクス・アメリカーナ）。しかし、近年は中国が存在感を高めるとともに、ウクライナ戦争をきっかけに、米国や欧州などを中心とする西側陣営と中国とロシアを中心とする東側陣営の対立が鮮明になっている。前述したように、グローバルサウスの枠組みの国々はこれまでもどちらの陣営にも属さない非同盟・中立的な立場をとってきたものの、その比重が高まることで多極化が一段と進むことは避けられないであろう。その結果、国際場裡における合意形成がこれまで以上に分散化することにより、覇権国が時に力の行使を辞さない世界から、交渉と妥協を前提とした世界に変容していくことになるだろう。表面的には、世界が不安定化するリスクを孕んでいる一方、国際合意は普遍的な大合意よりも、小さな合意を積み重ねていくことにより、全体としての安定化を目指す流れが広がるであろう。

グローバルサウスの枠組みの国々の経済の重心も、生産拠点としての存在から巨大市場に変容していくことも期待される。すでに、グローバルサウスの枠組みの国々は低廉で豊富な労働力を提供する存在であるのみならず、近年の経済成長を背景に中間層の増大、都市化やデジタル化の進展、そして、ローカル企業やブランドが成長しており、巨大な消費市場への転換が進む動きもみられる。したがって、グローバ

ルな財やサービスのありようも新興国に適応する形で変化し、世界標準が「新興国仕様」に転換していく分野が増えていくと予想される。したがって、グローバルサウスの枠組みの国々に対する見方も、消費市場に位置付ける必要性がこれまで以上に高まっていくであろう。

一方、グローバルサウスの枠組みの国々が存在感を増すことは、気候変動、人権、開発、貿易ルールなど世界規模の様々な課題解決を目指すなかで、グローバルサウスの枠組みの国々が主張するひとまず成長と貧困削減を優先したい、すべての国を対象に一律の基準を策定することは現実的ではない、との主張が強さを増すことが予想される。その意味では、国際的なルール形成を巡っても、理想を重視する流れから現実を重視する流れにシフトしていくことは避けられないであろう。その結果、脱炭素を目指す動きも段階的に進めるとともに、開発段階に応じた規制を適用するほか、技術や資金の移転を国際合意の前提とするなど、柔軟なルールを構築することが主流になっていくであろう。

また、グローバルサウスの枠組みの国々は既存のインフラが脆弱であるという課題を有するが、技術革新のありかたは高性能を目指す方向から、安さ、シンプルさ、アクセスのしやすさを求める実装力を重視する流れに変化することが見込まれる。こうした流れは、世界的な技術革新の価値観を巡っても、最高性能を目指す流れから十分に良い技術に、実験場（ラボ）発の流れからより現場に適用できる方向に、機能の充実から規模の拡大や縮小に柔軟に対応可能な拡張性・拡張可能性にシフトしていくことを意味する。デジタル分野においては、データ管理、AI（人工知能）に関する倫理、プラットフォーム規制、プライバシー、監視といったルール形成を巡る議論に影響を与えることは間違いない。したがって、早い段階からルール形成の場にグローバルサウスの枠組みの国々を組み込むことにより、より広範な議論を展開することが求められる。

価値観が多様化していく流れのなかでは、民主主義や人権、市場経済といった西側陣営を中心に広がりを見せてきた価値観に対して、否定されるわけではないものの、唯一の世界ではないとの見方が広がることも考えられる。グローバルサウスの枠組みの国々は、各国の歴史、宗教、文化、開発段階などの違いを抱えている。これを理由に、各国は画一的ではない多様な統治モデルを要求するほか、ハイブリッド型の政治・経済体制を正当化する流れが広がることも予想される。今後の世界はすべての国が同じ方向を目指す流れから、それぞれの国が異なることを抱えながら共存していく流れにシフトしていくことになり、結果的に西側諸国の価値観も相対化していくことになる。

西側諸国をはじめとする先進国自身も変化せざるを得なくなることが予想される。多くの先進国が人口減少に直面するなかで市場としての優位性の低下が避けられないうえ、グローバルサウスの枠組みの国々との協調なくして世界規模の課題を解決することはこれまで以上に困難になるためである。その結果、国際場裡における協議においても、これまで以上に交渉力が問われるとともに、技術や資金をどのように分担し、実装するかといった戦略が不可欠になるであろう。こうしたなか、米国はトランプ政権の下で「米国中心主義」を旗印に内向き姿勢を強めるとともに、様々な分野でこれまでのスタンスを大幅に転換している。したがって、日本や欧州の立ち位置を巡っても再定義を迫られることは避けられないであろう。

日本はグローバルサウスとどのように付き合っていくべきか

日本とグローバルサウスの枠組みの国々との付き合い方を巡っては、「対等なパートナー」としての共創、協働を軸に据えることが重要になる。日本はこれまで、ODA（政府開発援助）などを通じてグローバルサウスの枠組みの国々におけるインフラ整備を支援してきたものの、今後は各国の社会背景などに応じた設計や運用に加え、技術移転や人材育成などを通じて自立性を高めることも求められる。さらに、投資と市場アクセスの両面での共働を促すべく、民間投資や共同事業を強化しつつ、日本もその市場や成長分野へのアクセスを図るなど、双方にとって利益につながる形を構築することも重要になる。技術やデジタル面での協力については、グローバルサウスの国々が直面する課題に対応したうえで、拡張可能性やコスト効率の高い技術提供を通じて持続可能性と包摂を重視することが求められる。結果的に、持続可能な経済成長を支援するとともに、日本も共に成長するモデルの構築が可能になる。

一方、グローバルサウスの枠組みの国々は、外交面で大国間競争の板挟み状態に直面している。日本はG7の一員である一方、アジアの一員でもある特異な立場にある。この立場をてこに、日本としては「法の支配」などの基本的な原則を共有しつつ、各国の多様な政治体制や発展段階を認めたいうえで、各国の状況に寄り添うとともに、国際社会とのつなぎ役となることが望まれる。具体的には、グローバルサウスの枠組みの国々が直面する課題を共有しつつ、政治的な立場に依存しない分野を中心に、国際場裡における具体的な解決策を提案するなど建設的な関与を進めることも必要である。グローバルサウスの枠組みの国々が特定の大国に依存することなく、多角的な外交を展開することが地域、そして世界の安定に資するものとして肯定的に捉える包容力が、日本がこれらの国々からの信頼を得る一助となることも期待される。

具体的に協力可能な分野として、グローバルサウスの枠組みの国々が最も影響を受けるとともに、日本にとっても無視できない気候変動やエネルギー・環境分野でリーダーシップを取ることができよう。前述したように、グローバルサウスの枠組みの国々は気候変動リスクに対して極めて脆弱である一方、経済発展段階の問題もあり、単純な脱炭素の要求に対する協力のハードルが高い状況にある。こうしたなか、日本としては、資金や技術、知見を組み合わせる形で段階的な支援を行うことが可能であるほか、世界的に信頼が厚いとされる防災技術などでは協力の余地が大きいと見込まれる。グローバルサウスの枠組みの国々は、こうした動きと経済成長の現実的な両立を目指している。重要鉱物を保有する国々に対しては、単なる採掘のみならず、現地での加工など高付加価値化の支援とパッケージ化することで、サプライチェーンの強靱化にも資する互惠的関係の構築も不可欠である。その支援を巡っても、資金面のみならず運営面でのリスク低減に向けた取り組みもパッケージ化することも可能になる。

これらの取り組みに当たっては、グローバルサウスの枠組みの国々が抱える文化、社会面の理解が不可欠であり、日本独自の価値観や文化を押し付けることは無用の摩擦を生むことにつながりかねない。長期的な信頼関係を醸成するうえでも、様々なレベルでの人材交流を図ることが最も効果的であり、文化、政治、社会を理解しつつ、ともに共創、協働しあえる関係を構築することが不可欠である。その意味では、これまで日本が築き上げてきた信頼関係を基盤に「戦略的共生」を図り、各国の国益と日本の強みを巧く組み合わせるなど、互いに相手を意識した付き合いが望まれる。

(了)

第1部 グローバル経済の現状と見通し（2026年）⁶

全体のポイント

- 25年春の米国の関税措置発動以降、米国は様々な国と通商合意を締結して、中国とは関税の発動を相互に一時停止することを合意した。これにより世界経済を下押しする要素は相当程度緩和された。しかし、通商を取り巻く不確実性は晴れることはなく、世界経済全体のモメンタムは方向感を欠いた状態が続いている。
- **米国**は、足元の米国経済は、株式配当の恩恵を受ける富裕層の個人消費やAI関連設備投資が牽引し、内需を中心に底堅さを見せている。一方で、それ以外の分野の設備投資や製造業は低迷し、低所得層は支出抑制を強めており、二極化した「K字型経済」が明確になっている。**欧州**では、スペインの成長率が同+2.6%と高く引き続き成長の原動力となっている。また、25年4Q（10-12月期）は域内最大の経済大国ドイツのプラス成長も寄与している。**日本**は、前期比年率+0.2%と2四半期ぶりのプラス成長となった。25年2Q以降は関税発動により自動車輸出が米国向けを中心に減少しているが、半導体等電子部品を中心に輸出全体は伸びており、米国の通商政策の影響は事前に予測されたものより軽微になっている。
- 新興国では、先進国と同様に米国の通商政策の影響による駆け込み需要の反動減にみられるような不透明感の強い状況に置かれており各国の経済状況はまだら模様である。
中国では、25年3月の全人代でGDP成長率目標を3年連続で+5.0%前後として、25年は同目標を達成したが、26年以降は達成には困難が予想される。**インド**では、経済成長は堅調であり、またインフレ率が歴史的な低水準となっており、中銀の金融政策の選択肢は増えている。**ASEAN主要国**では、25年前半は相互関税発動を前にした駆け込み需要が相次ぎ、後半は徐々に対米輸出が減少している国が出てきている。**その他新興国**（トルコなど）は、個人消費や投資などの内需は好調であるが、引き続き高インフレが継続している。そのため、国によっては中銀の金融政策の方向感が分かれており、米国FRBの動きも注視している。

【参考：民間調査機関による各国の実質GDP成長率予測】

(実質GDP成長率、前年比%)

	日本	米国	ユーロ圏	ロシア	中国	ASEAN5	インドネシア	マレーシア	フィリピン	タイ	ベトナム	インド	トルコ	メキシコ	ブラジル
2025年	1.1	2.2	1.4	1.0	5.0	5.0	5.1	5.2	4.4	2.4	8.0	6.5	3.7	0.4	2.3
2026年	0.8	2.4	1.2	1.0	4.6	4.7	5.1	4.5	5.0	1.6	7.2	7.5	3.5	1.4	1.8
2027年	0.9	2.0	1.4	1.3	4.6	4.8	5.0	4.3	5.8	2.2	6.9	6.6	4.0	2.0	2.0

(注) Bloombergが集計した、国際的な金融機関やシンクタンク各社が公表している成長率予測の中央値（2月16日時点）。

「ASEAN5」はインドネシア・マレーシア・フィリピン・タイ・ベトナムの各国成長率を各目GDPで加重平均し算出。

(出所) Bloombergより双日総合研究所作成。

⁶ 第1部の分析対象は下記13か国・地域

東南・南西アジア：タイ、フィリピン、インドネシア、マレーシア、ベトナム、インド

北東アジア・大洋州：日本、中国、豪州

米州：米国、メキシコ

欧州：EU、トルコ

- Bloomberg社が26年2月に集計した市場予測（国際金融機関・シンクタンク予測）をみると、26年は日本、中国、ASEANで1月のIMF予測より上方修正されている。一方で、1月発表のIMF予測と比較して、26年の欧州の成長見通しが下方修正された（図1）。IMFは、米国の通商政策を巡る不透明感の後退や堅調なAI・デジタル投資を背景に日中と東南アジアの成長率を上方修正した。また、ロシアは、26年は2月予測では1.0%となっており1月発表のIMF予測よりは上方修正されているものの、25年の成長率と同様の水準になる見込み。ウクライナ侵攻の長期化による人手不足、原油相場低迷による資源収入の低迷が要因で、軍事中心の動きから脱することができずに経済の見通しについては厳しい状況が見込まれており、ウクライナ侵攻の終結が図られず制裁が長期化する事態となればさらに厳しさを増していくと思われる。以上をみると、世界経済は上向きの要素も出てきているが先行きには依然として不透明感が漂っている。

図1 各国・地域の実質GDP成長率予測の変化（1月IMF予測と2月Bloomberg調査の比較*）

（実質GDP成長率、前年比%）

	日本		米国		ユーロ圏		中国		ASEAN5	
	2月BBG* 予測	1月IMF 予測								
2025年	1.1	1.1	2.2	2.1	1.4	1.4	5.0	5.0	5.0	4.2
2026年	0.8	0.7	2.4	2.4	1.2	1.3	4.6	4.5	4.7	4.2

	ロシア		インド		トルコ		メキシコ		ブラジル	
	2月BBG* 予測	1月IMF 予測								
2025年	1.0	0.6	6.5	7.3	3.7	4.1	0.4	0.6	2.3	2.5
2026年	1.0	0.8	7.5	6.4	3.5	4.2	1.4	1.5	1.8	1.6

（注）Bloombergが集計した、国際的な金融機関やシンクタンク各社が公表している成長率予測の中央値（2月16日時点）。

「ASEAN5」はインドネシア・マレーシア・フィリピン・タイ・ベトナムの各国成長率を名目GDPで加重平均し算出。

1月予測はIMF「世界経済見通し」から、2月予測はBloomberg調査から取得しており、同一機関の予測値を比較しているわけではない。

（出所）IMF “World Economic Outlook January 2026”、Bloombergより双日総合研究所作成。

新興国への影響：予測よりも軽微だった米国の通商政策の影響

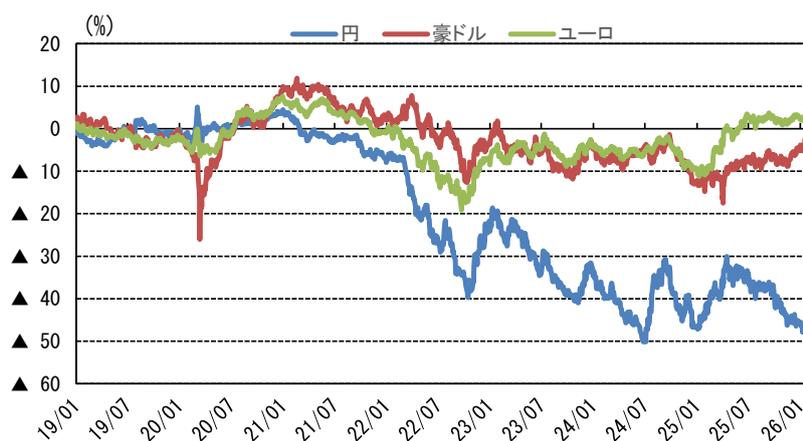
- 1月IMF予測では、2026年の新興国の成長率はやや上方修正されている。これは米中間をはじめ米国が各国との間で通商交渉を妥結し、不透明感が和らいだことを反映したものである。10月の予測時よりも関税を巡る状況が落ち着いたことで、成長率をやや押し上げられる。
- 世界経済への影響が大きい中国は、米国との交渉を積み重ねてきた。25年11月には米国は追加関税を従来の30%から20%に引き下げて、向こう1年間について米中は関税の発動を見送る「一時停戦」に同意した。26年4月にも予定されているトランプ大統領の中国訪問を控えて、当面は貿易を巡る米中対立は棚上げになっている。
- ファンダメンタルズが脆弱なその他新興国（トルコなど）では、インフレ進行に歯止めがかかっていない。国際金融市場では経済の脆弱性から自国通貨安が進行した（図2）。IMFは、26年の世界貿易量が減少すると見込んでおり世界経済全体に不透明感が見られる。

方向感を欠く世界経済：インフレの鎮静化と通商政策の不透明感、中国経済、通貨変動等

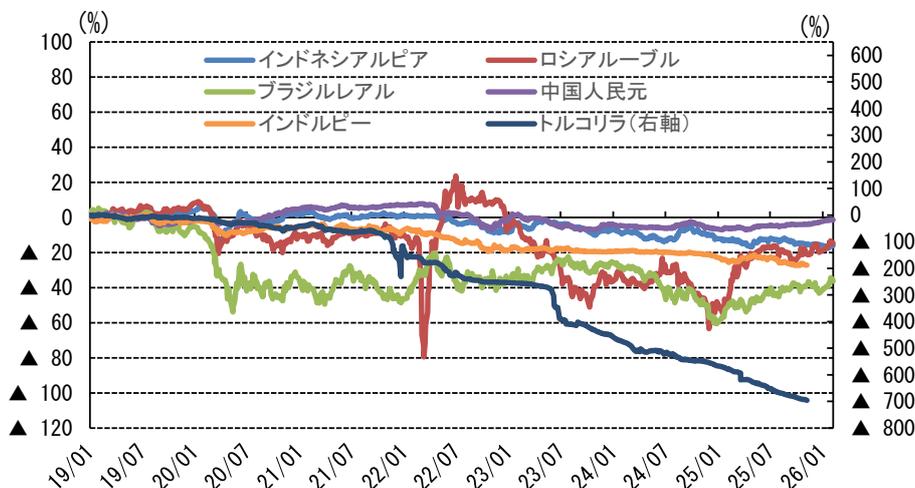
- 世界経済は、25年春先に懸念された米国の通商政策の影響が各国との通商合意を経て軽減され当初予測された下振れは見られないものの、依然として不透明感が漂っている。相互関税等の国際緊急経済権限法 (IEEPA) に基づく関税については米最高裁での審議が続き、大統領権限による発動が違法・無効とされた。トランプ大統領は従来から仮に最高裁で違憲判決が出た場合にもIEEPA以外の根拠法に基づき関税を継続することを示唆していたが、米国東部時間の2月24日午前0時1分以降、全世界に対して1974年通商法122条に基づく10%の追加関税を課した。トランプ大統領は、これを法律の許容上限の15%に引き上げることを目指している。
- 中国では、2025年通年のGDP成長率が+5.0%となり政府目標を達成した。しかし、悪化が続く不動産市況をはじめ景気が停滞し、雇用が改善しない中、個人消費の回復は鈍い。中央銀行は金融緩和政策に取り組むが、インフレ率はほぼ0%とデフレ圧力は根強い。
- 主要国の為替は、先進国の中では円安進行が再開している。ユーロが対ドルで上昇し新型コロナ流行前の水準より強含んでいる。新興国はトルコリラが対ドルでの下落が続いている (図 2)。

図 2 先進国と主な新興国における対米ドル変動率 (2019年1月比)

【先進国通貨】



【新興国通貨】

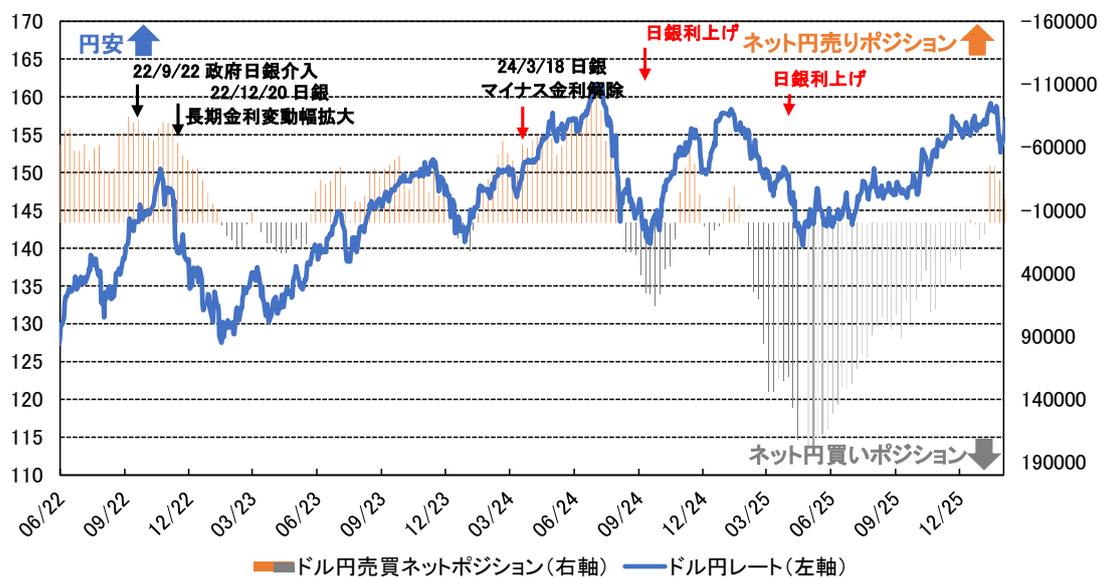


(出所) CEICより双日総合研究所が作成。

- 25年後半の為替市場は、10月に高市内閣が発足したところから徐々に円安方向に振れていった。高市首相が「責任ある積極財政」を掲げると日本の財政状況を巡る懸念から、それまでの円買いポジションが徐々に解消されていった。10月初めには円相場は1ドル=140円台後半で推移していたが、その後に1ドル=150円を突破し26年1月には1ドル=159円台まで円が売られた(図3)。1月末にはいわゆるレートチェック実施報道による円買いや2月8日の衆議院総選挙における自民党大勝によって長期で安定的な政権運営に入るとの期待からやや円高方向に推移している。この結果、足元では1ドル=150円台前半での取引が続いている。

図3 ドル円レート乱高下の背景 円売り持ちポジションの積み上がりと解消

【ドル円レートとドル円売買ネットポジション】



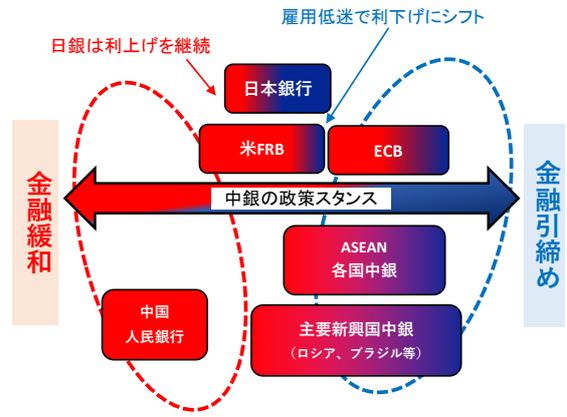
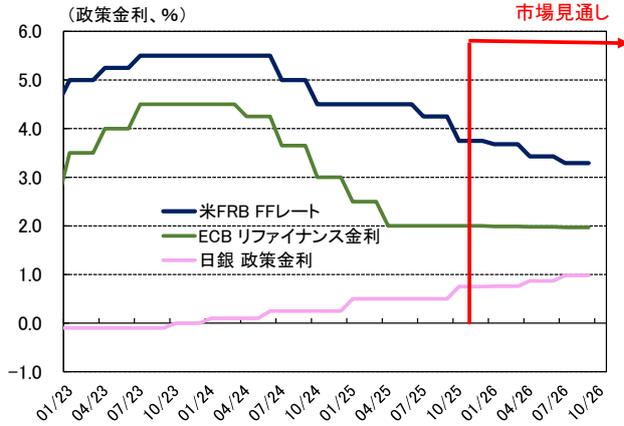
(出所) CFTC、日本銀行。

世界の金融情勢：日本は利上げの継続、米国はFRB議長の交代へ

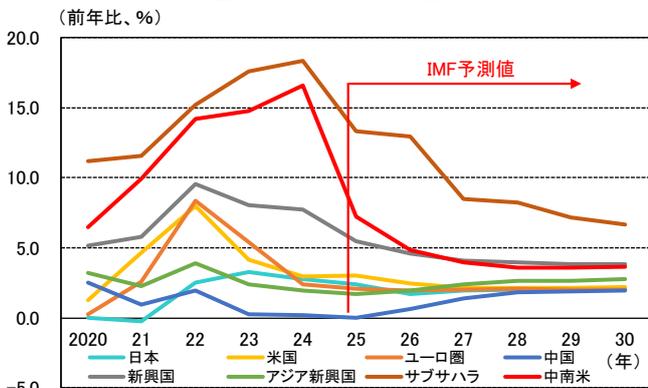
- 日銀は、25年12月に政策金利の引き上げを行った直後の1月の金融政策決定会合で政策金利を0.75%に据え置いた。植田日銀総裁は、「利上げ判断で基調的なインフレ率の動向により重きを置いて決定する」とし、物価上昇を見極めつつ今後の利上げが決定されるとした。一方で、金利上昇については「かなり速いスピードで上昇してきている」として警戒感を示した。こうした状況を踏まえ、今後についても利上げについては慎重にデータを検討した上で判断するとしている(図4)。為替市場では、1月23日の日銀の金融政策決定会合直後に為替介入の前提調査とされる「レートチェック」が実施されたとの報道を受け、1ドル=150円後半だった円相場は同前半まで円高になった。
- 日銀は、1月の「展望レポート」で、25年度の物価見通し(生鮮食品を除く消費者物価上昇率)を+2.7%、26年度は各々+1.9%と予測している。26年度の指標は25年10月の展望レポートと比べて0.1%の上方修正されているが、修正幅はわずかであり25年度の予測は据え置かれている。消費者物価上昇率が成長ペースの鈍化で落ち込む一方で、春闘では引き続き賃上げが要求され人手不足も解消されていないので賃金上昇は続き、企業による製品への価格転嫁が引き続き進む可能性がある。
- 日本の25年3QのGDP成長率は、前期比年率+0.2%と2四半期ぶりのプラス成長となった。米国の関税政策の影響は春先に想定されていたよりも軽微であり、外需はプラスに寄与した。国内景気は民間消費、民間投資が底堅く堅調に推移しているがプラス幅はわずかであり低成長にとどまっている。
- 日経平均株価は、2月12日に史上初となる58,000円台での取引となった。2月8日の衆議院総選挙で自民党が大勝し高市内閣の下で政治的に安定するという思惑に加えて米国のハイテク株も好調だったことから初の大台突破となった。その後は利益確定売りから56,000~57,000円台の取引が続いている。
- 世界的なインフレについては、国際商品市況の下落や各国の金融政策もあり、24年を境に下落に転じている(図5)。エネルギー・穀物・金属市況の高騰は、一部の商品を除き概ね終息している(図6)。
- 米国では、FRBが雇用の下振れ懸念から9月・10月・12月の3会合連続で利下げし、政策金利を3.5-3.75%とした。1月のFOMCでは政策金利の据え置きを決定。1月のFOMC後の会見でパウエル議長は、「経済活動が着実なペースで拡大している。雇用の伸びは鈍いままだが、失業率は安定の兆しを示している」として、慎重に景気を見極める姿勢を示した。またトランプ大統領は1月30日に5月末に退任するパウエル議長の後任にケビン・ウォーシュ元FRB理事を指名した。
- 中国では、2025年の経済成長率について政府の通年目標の+5.0%を達成した。米国の関税政策による景気の落ち込みが想定よりも小さく輸出先の多角化で輸出が牽引したことが目標達成に寄与した。しかし、内需は個人消費と投資の両方で軟調となっており、デフレが進んでいるものとみられる。
- ロシアは、2025年7-9月期の経済成長率が+0.6%にとどまり、景気の減速感が鮮明になっている。長引くウクライナ侵攻により戦時下の人手不足は深刻になっているほか、原油相場が振るわず資源輸出でも収益が限られる厳しい局面を迎えている。
- トルコでは、中央銀行は1月24日の金融政策決定会合で、12月会合の1.5%pt利下げに続き政策金利を1%pt引き下げ、37%にすることを決定した。鈍化傾向にあるとはいえ、30%を超えるインフレが続いており、中央銀行は慎重な金融政策を展開していくものとみられる。

図 4 各国中央銀行の金融政策シナリオとインフレ率および主要国の実質金利推移

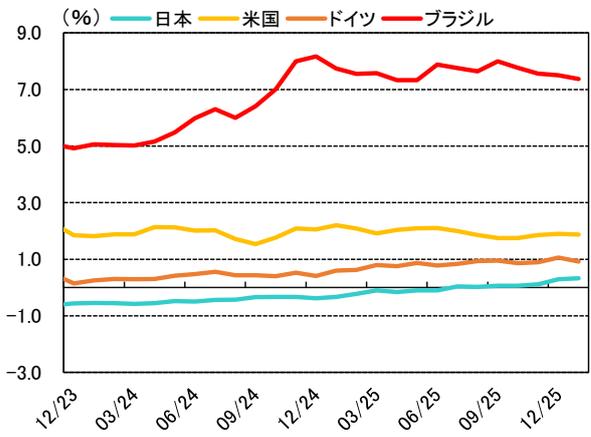
【日米欧の政策金利】



【各国・地域のインフレ率推移とIMF 予測】



【主要国の実質金利】



(注) 日本の政策金利は「日銀当座預金のうち、政策金利残高に課されている金利」を指す。
 (出所) IMF、Bloombergほか各種資料より 双日総合研究所が作成。

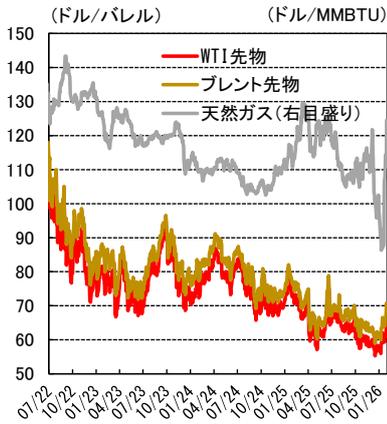
図 5 各国インフレ率 サービス価格低下の鈍さから先進国で根強いインフレが続く

	米国		EU		日本	豪州	中国	インド	ASEAN5					メキシコ	ブラジル	ロシア	トルコ	
	PCE	CPI	独	仏					インドネシア	フィリピン	タイ	マレーシア	ベトナム					
中央銀行の物価目標	2%		2%未満		2%	2~3%	3%	2~6%	2.5~4.5%	2~4%	1~4%	なし	4%	3%	2.25~5.25%	4%	3~7%	
2021年1月	1.6	1.4	0.9	1.2	0.6	-0.7	0.8	-0.3	4.1	1.6	3.7	-0.3	-0.2	-1.0	3.5	4.6	5.2	15.0
2021年7月	4.5	5.4	2.2	3.7	1.2	-0.3	2.9	1.0	5.6	1.5	3.7	0.5	2.2	2.6	5.8	9.0	6.5	19.0
2022年1月	6.3	7.5	5.1	4.2	2.9	0.5	5.0	0.9	6.0	2.2	3.0	3.2	2.3	1.9	7.1	10.4	8.7	48.7
2022年7月	6.8	8.5	8.9	6.7	6.1	2.6	9.4	2.7	6.7	4.9	6.4	7.6	4.4	3.1	8.2	10.1	15.1	79.6
2023年1月	5.5	6.4	8.6	8.7	6.0	4.3	11.2	2.1	6.5	5.3	8.7	5.0	3.7	4.9	7.9	5.8	11.8	57.7
2023年7月	3.4	3.2	5.3	6.2	4.3	3.3	7.0	-0.3	7.4	3.1	4.7	0.4	2.0	2.1	4.8	4.0	4.3	47.8
2024年1月	2.7	3.1	2.8	2.9	3.1	2.2	4.6	-0.8	5.1	2.6	2.8	-1.1	1.5	3.4	4.9	4.5	7.4	64.9
2024年7月	2.6	2.9	2.6	2.3	2.3	2.8	2.9	0.5	3.6	2.1	4.4	0.8	2.0	4.4	5.6	4.5	9.1	61.8
2025年1月	2.6	3.0	2.5	2.3	1.6	4.0	3.2	0.5	4.1	0.8	2.9	1.3	1.7	3.6	3.6	4.6	9.9	42.1
2025年2月	2.7	2.8	2.3	2.3	0.8	3.7	3.2	-0.7	3.5	-0.1	2.1	1.1	1.5	2.9	3.8	5.1	10.1	39.1
2025年3月	2.4	2.4	2.2	2.2	0.8	3.6	3.0	-0.1	3.6	1.0	1.8	0.8	1.4	3.1	3.8	5.5	10.3	38.1
2025年4月	2.3	2.3	2.2	2.1	0.8	3.6	3.1	-0.1	3.3	2.0	1.4	-0.2	1.4	3.1	3.9	5.5	10.2	37.9
2025年5月	2.5	2.4	1.9	2.1	0.7	3.5	2.9	-0.1	3.0	1.6	1.3	-0.6	1.2	3.2	4.4	5.3	9.9	35.4
2025年6月	2.6	2.7	2.0	2.0	1.0	3.3	3.3	0.1	2.3	1.9	1.4	-0.3	1.1	3.6	4.3	5.4	9.4	35.1
2025年7月	2.6	2.7	2.0	2.0	1.0	3.1	3.6	0.0	1.6	2.4	0.9	-0.7	1.2	3.2	3.5	5.2	8.8	33.5
2025年8月	2.7	2.9	2.0	2.2	0.9	2.7	4.1	-0.4	2.0	2.3	1.5	-0.8	1.3	3.2	3.6	5.1	8.1	33.0
2025年9月	2.8	3.0	2.2	2.4	1.2	2.9	4.0	-0.3	1.4	2.7	1.7	-0.7	1.5	3.4	3.8	5.2	8.0	33.3
2025年10月	2.7	2.7	2.1	2.3	0.9	3.0	4.0	0.2	0.0	2.9	1.7	-0.8	1.3	3.3	3.6	4.7	7.7	32.9
2025年11月	2.8	2.7	2.1	2.3	0.9	2.9	4.0	0.7	0.5	2.7	1.5	-0.5	1.4	3.6	3.8	4.5	6.6	31.1
2025年12月	N.A	2.4	2.0	1.8	0.8	2.1	3.8	0.8	1.2	2.9	1.8	-0.3	1.6	3.5	3.7	4.3	5.6	30.9

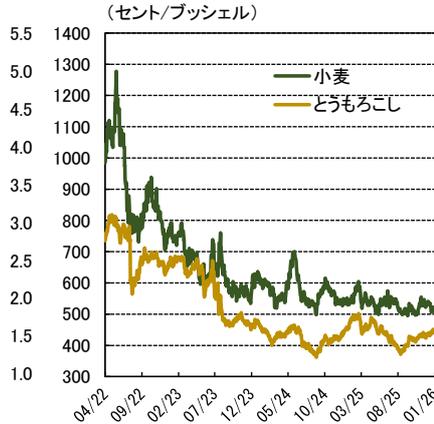
(注) 各国の消費者物価指数（米国はPCEデフレーターとCPIを記載）の前年比伸び率（%）、2021-23年は半年ごとに表示。
 2026年2月16日時点。中央銀行が定める物価目標を上回るマス目は赤く表示。（出所）Bloombergより 双日総合研究所が作成。

図 6 国際商品価格の推移 (2月16日時点)

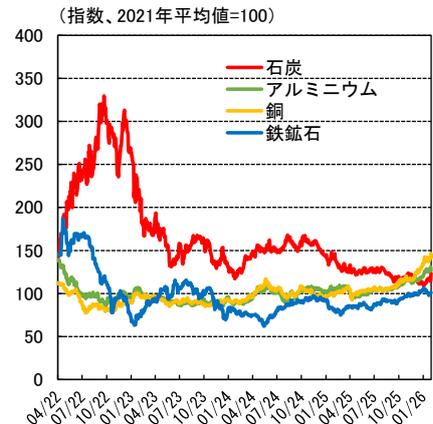
【原油・天然ガス価格の推移】



【農産物価格の推移】



【金属価格指数の推移】



(出所) Bloombergより双日総合研究所が作成。

- 原油市場は需給が緩んだ状態が継続しており、2025年のOPECによる減産縮小によって供給過多の状態が続いていることにより1バレル=60ドル前半での取引が続いている。また、EVやデータセンター等で需要が高まっている銅などの一部金属を除けば、食料も世界的に豊作であり、国際商品価格は、原油 (図 6左) ・穀物 (図 6中) ・金属 (図 6右) いずれも概ね下落し、商品相場に起因するインフレには一定の抑制となる可能性がある。国際商品価格の見通しは、足元でウクライナや中東情勢の先行きにより金の価格動向が左右される可能性があるが、おおむね軟化すると予想されている。(図 7)。足元では米国による高関税措置や貿易障壁の高まりは落ち着いており、短期的なインフレも生じにくくなっている。一方、商品輸出に依存する新興国には悪影響を及ぼす恐れもある。

図 7 アナリストの商品価格予想 (2月18日時点)

		スポット	26年Q1	26年Q2	26年Q3	26年Q4	2026年	2027年	2028年
WTI	ドル/バレル	62.3	57.4	57.6	58.9	59.3	59.0	62.0	65.0
ICEブレント	ドル/バレル	67.4	62.0	60.0	62.0	62.0	61.5	64.0	68.0
ICEガスオイル	ドル/トン	675	671	633	600	600	600	633	680
天然ガス (ヘンリーハブ)	ドル/MMBtu	3.03	4.10	3.75	3.80	4.15	3.99	3.94	4.00
石炭 (CIF ARA)	ドル/トン	-	79	68	69	72	71	65	65
石炭 (リチャードベイ)	ドル/トン	-	32	30	27	29	30	25	25
一般炭 (FOB 豪州ニューカッスル)	ドル/トン	117	110	110	110	110	109	110	110
強粘炭 (豪州)	ドル/トン	247	205	210	200	200	200	205	200
金	ドル/トロイオンス	4,885	4,437	4,500	4,584	4,550	4,500	4,100	4,000
プラチナ	ドル/トロイオンス	2,040	1,928	1,854	1,955	1,925	2,038	1,875	1,700
パラジウム	ドル/トロイオンス	1,700	1,657	1,600	1,543	1,468	1,625	1,463	1,350
アルミニウム	ドル/トン	3,035	3,000	2,983	2,975	3,000	2,932	2,900	2,875
銅	ドル/トン	-	9,039	9,255	8,849	8,000	8,500	7,775	7,500
ニッケル	ドル/トン	16,861	15,500	15,625	15,800	15,688	15,614	16,000	16,900
鉛	ドル/トン	1,947	2,012	2,000	2,013	2,075	2,036	2,100	2,150
米国鉄鋼・熱延	ドル/トン	970	930	900	873	835	855	850	801

(注) Q1 26以降はBloombergが集計したアナリスト予想の中央値。

(出所) Bloombergより双日総合研究所が作成。

日本

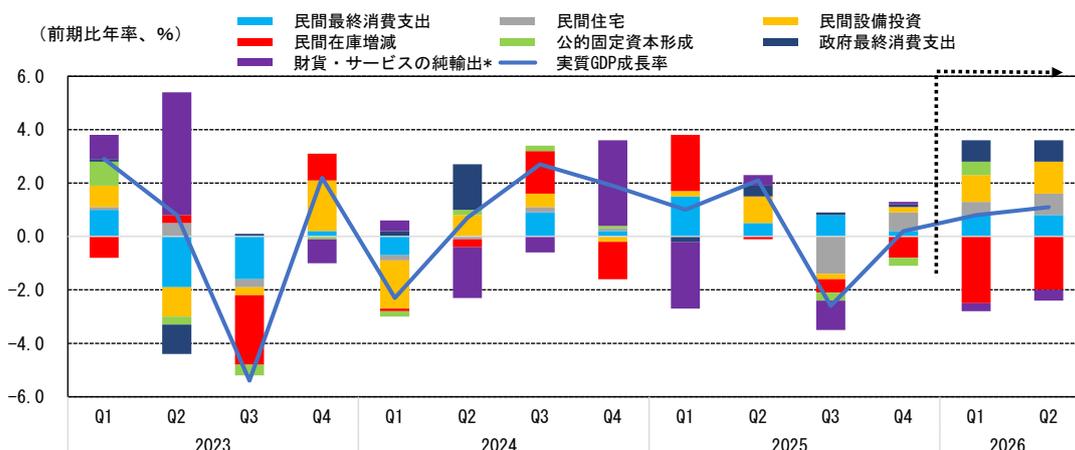
- **景気見通し**：IMFの1月予測では、26年の日本の実質GDP成長率は+0.8%と予想されている。2月16日発表の25年4Q(10-12月)実質GDP成長率は、前期比年率+0.2%と2四半期ぶりのプラス成長となった。米国の関税政策の影響は春先に想定されていたよりも軽微であり、外需はプラスに寄与した。国内景気は民間消費、民間投資が底堅く堅調に推移しているがプラス幅はわずかであり低成長にとどまっている。

日銀短観（全国企業短期経済観測調査、12月）によると製造業（大企業）は、最近では1ポイント上昇の15ポイント・先行きは変化なし。一方で、製造業（中小企業）は、最近では5ポイント増加の6ポイント・先行きも9月比4ポイント減少の2ポイントと増減がありながら景況感は前向きに捉えられている。

- **外需見通し**：12月の貿易収支は、1,135億円の黒字で2か月連続の黒字であった。品目別に見ると半導体等電子部品の輸出が+26.6%となった。輸入では通信機や医薬品が大きく伸ばしている。反面でエネルギー価格の低迷で石炭、原粗油の金額が減少した。地域別では、米国向け輸出が2か月ぶりに減少に転じている。輸出数量指数（2020年=100）は、8月に100を下回ったが、9月以降は100を再び上回っている。一方で、輸入数量指数（2020年=100）も11月は99.0と100を下回ったが、12月には103.7と再び100を上回った。

図 8 日本経済予測表（2025年10-12月期GDP一次速報公表後）

【日本経済の実質GDP成長率（需要項目の寄与度）と双日総合研究所の予測】



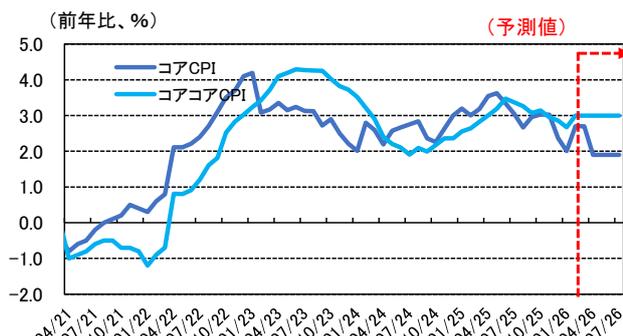
(注) 2月16日時点。点線以降は双日総合研究所予測。(出所) 内閣府「四半期別GDP速報」より双日総合研究所が作成。

- **金融政策と為替見通し**：日銀は1月23日の金融政策決定会合で、政策金利の無担保コール翌日物金利を0.75%に維持することを決定した。2月2日になって公表された同会合の議事録では「大幅なマイナスの実質政策金利の調整を行う必要がある」との発言が紹介されており、今後とも日銀としては政策金利の引き上げを継続していくとみられる。一方で高市政権が掲げる「責任ある積極財政」によって財政支出が拡大することが見込まれ、金利の引き上げが国債の利払い費に影響する懸念も市場では取り沙汰されている。
- **物価見通し**：1月の全国コアCPI（生鮮食品除く消費者物価総合指数）は+2.0%と、2か月連続で上昇幅が2%台となり上昇幅が徐々に縮小してきている（図 9左）。日銀は、1月の展望レポートで、26年度のコアCPIの前年度比上昇率を+1.9%としており、上昇幅が徐々に縮小していくことを予測している。コアCPIベースで見ると足元では日銀物価目標の2%と同程度となっており、日銀は「賃金と物価

が相互に参照しながら緩やかに上昇していくメカニズムは維持され、消費者物価の基調的な上昇率は、緩やかな上昇が続くと見込まれる」としている。そのため、先行きについては、「見通し期間後半には『物価安定の目標』と概ね整合的な水準で推移すると考えられる」としている。このまま、米国の通商政策のような世界経済が一気に下振れするような事態がなければ、日本国内においては「賃金と物価の好循環」は実現に向けて現実味を帯びるであろう。

図 9 物価上昇は鈍化傾向も実質金利のマイナス続く。日米金利差縮小観測から円は底堅い推移

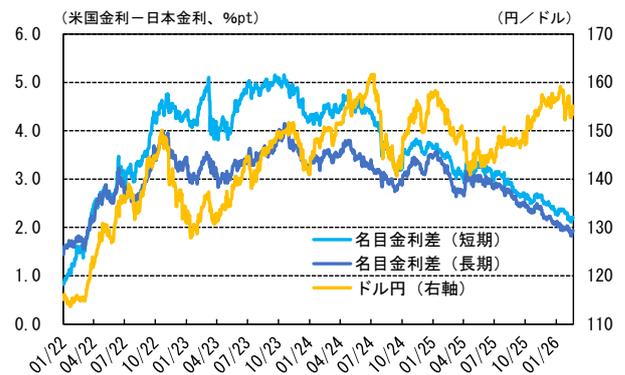
【コアCPIとコアコアCPI】



(出所) 総務省、点線以降は双日総合研究所予測。

(注) コアCPI：生鮮食品を除く消費者物価指数
コアコアCPI：生鮮食品とエネルギーを除く消費者物価指数

【日米金利差とドル円】



(出所) Bloombergより双日総合研究所が作成。

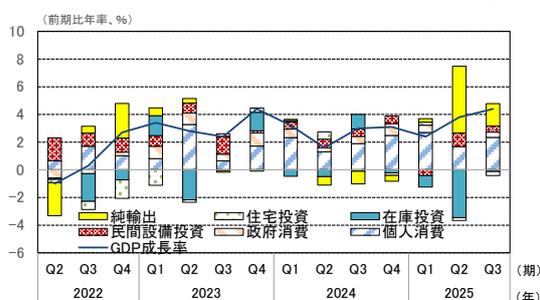
- **国内政治と政策動向**：2月8日に施行された衆議院総選挙は自民党が議席数の3分の2である310議席を超える316議席を獲得した。高市首相は選挙前に自身の首相としての信任を問うとしていたが、これによって2月18日召集の特別国会で第105代内閣総理大臣に就任し、第二次高市内閣を発足させた。

米国

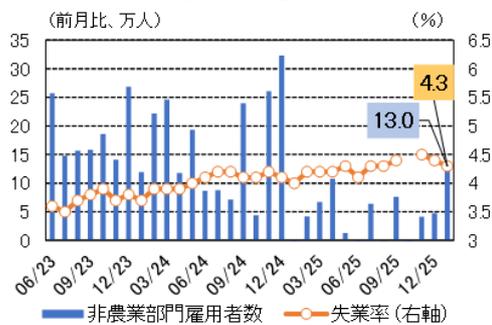
- **景気見通し**：25年3Q（7-9月）の実質GDP成長率は、前期比年率4.4%増と、2Qの同3.8%増を上回り2期連続のプラスとなった。2Qはトランプ関税に伴う駆け込み輸入の反動で輸入が減少に転じ純輸出（輸出-輸入）がプラス、加えて個人消費の増加がプラスに寄与したが、3Qも同様に個人消費が伸び（+3.5%）、輸出が堅調（+9.6%）かつ輸入が減少（-4.4%）し外需がプラスに寄与した（図 10左上）。足元の米国経済は、株式配当の恩恵を受ける富裕層の個人消費やAI関連設備投資が牽引し、内需を中心に底堅さを見せている。一方で、その他の分野の設備投資や製造業は低迷、低所得層は支出抑制を強めており、二極化した「K字型経済」が明確になっている。1月発表のIMF予測では、実質GDP成長率は25年が+2.1%（10月発表比横ばい）、26年は+2.4%（同+0.3%pt）に上方修正された。
- **物価・雇用**：1月24日発表の1月CPIは前年同月比+2.4%（12月同+2.7%）。9月の+3.0%を直近ピークに11月・12月に+2.7%（政府閉鎖によりデータが欠失した10月を除く）と連続で低下した（図 10左下）。2月11日発表の1月雇用統計では、非農業部門就業者数は17.2万人増と12月の3.7万人から大幅に増加、市場予想の7万人増をも大きく上回った。失業率は4.3%と2か月連続で低下（図 10右上）、平均時給は前年同月比3.7%で前月比横ばい。トランプ大統領は連邦職員大規模削減の大統領令を発出（連邦職員約230万人のうち最大10%、23万人程度の削減を目指しているとされる）、政府効率化省（DOGE）主導により米連邦政府職員の削減が進んだ。一方、連邦政府雇用者数の減少は史上最長の政府閉鎖となった25年10月の15万3千人減を直近ピークに4か月連続で鈍化しており、解雇・退職者の多くが地方政府や民間部門などの雇用にシフトしつつあると推測される。一方、民間部門では、移民政策を背景とする外国人労働者の求職鈍化や関税政策に伴う企業収益圧迫・採用控えなどの影響が懸念される。

図 10 米国のGDP・雇用・消費者物価指数・政策金利

【実質GDP成長率の推移（年率寄与度）】



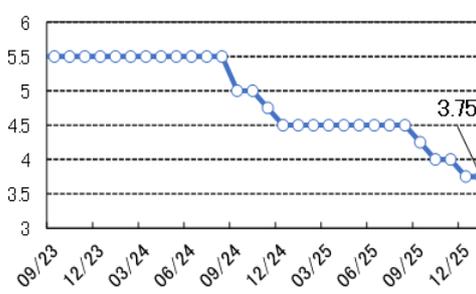
【雇用】



【消費者物価上昇率】



【政策金利】



(出所) CEIC、米国商務省経済分析局より 双日総合研究所が作成。

■ 日米関税交渉の結果 80兆円投資の行方、トランプ関税への最高裁判決

日米関税交渉の結果、日本はアメリカに5,500億ドル、80兆円規模の投融資を行うことで合意した。対米投資計画の対象分野は、日米政府が交わした「了解覚書 (MOU)」の中で半導体、医薬品、重要鉱物、造船、エネルギー、AI、量子などの経済安全保障上重要な分野とされ、第1号案件候補としてデータセンター向けガス火力発電所、メキシコ湾深海石油ターミナル、半導体向け人工ダイヤモンド製造施設の建設などが挙がっていた。案件決定に向け事務レベル交渉で大きな隔たりが残ったため、赤沢経産相は、高市総理の訪米・3月19日の日米首脳会談を念頭に、2月12日 (米国時間) ワシントンDCでラトニック商務長官と協議。18日 (日本時間) に上記3案件 (事業規模360億円) の合意を発表。20日、連邦最高裁はトランプ関税への違憲判決と、関税を一律10%とする代替措置を発表。この翌日、トランプ大統領は15%への再引き上げの方針を表明しており、新たな関税措置の影響が懸念される。

■ ベネズエラ・マドゥロ大統領を電撃的に拘束、対米融和的な暫定大統領の下、石油利権再獲得へ

トランプ政権はベネズエラに軍事侵攻し、中国特使と会談直後のマドゥロ大統領を電撃的に拘束し米国に移送した。ベネズエラ政権は対米融和的なロドリゲス暫定大統領に交代し、米国主導の再建が見込まれている。ベネズエラの石油産業は、2007年の国有化により欧米石油メジャーが撤退・減産を余儀なくされ、その後は米国の制裁強化による輸出停滞や相次ぐ油田閉鎖で減産が続いていた。トランプ大統領はベネズエラの石油の再増産を狙うとみられるが、過去に大きな損失を被った民間企業側は再参入に慎重な姿勢を示している。また、ベネズエラの石油輸出は、直近は中国向けが中心となっていたが、トランプ大統領は4月の米中首脳会談で、ベネズエラの石油を習近平国家主席との交渉のカードに利用する考えとの見方もある。

■ 金融政策見通し：FRBは、24年9月からFOMC 3会合連続で利下げ (計1.0%pt)、25年は7月会合まで金利を据え置いた。政府閉鎖で多くの主要統計の発表延期や中止で足元経済動向が見極めにくい中、雇用の下振れ懸念から9月・10月・12月の3会合連続で利下げ、政策金利を3.5-3.75%とした。26年1月は据え置いた (図 10右下)。1月のFOMCではインフレ抑制重視派と雇用軟化懸念派に意見が分かれたが、現状は適切な位置とのパウエル議長発言もあり、当面様子見となる可能性が示唆される。

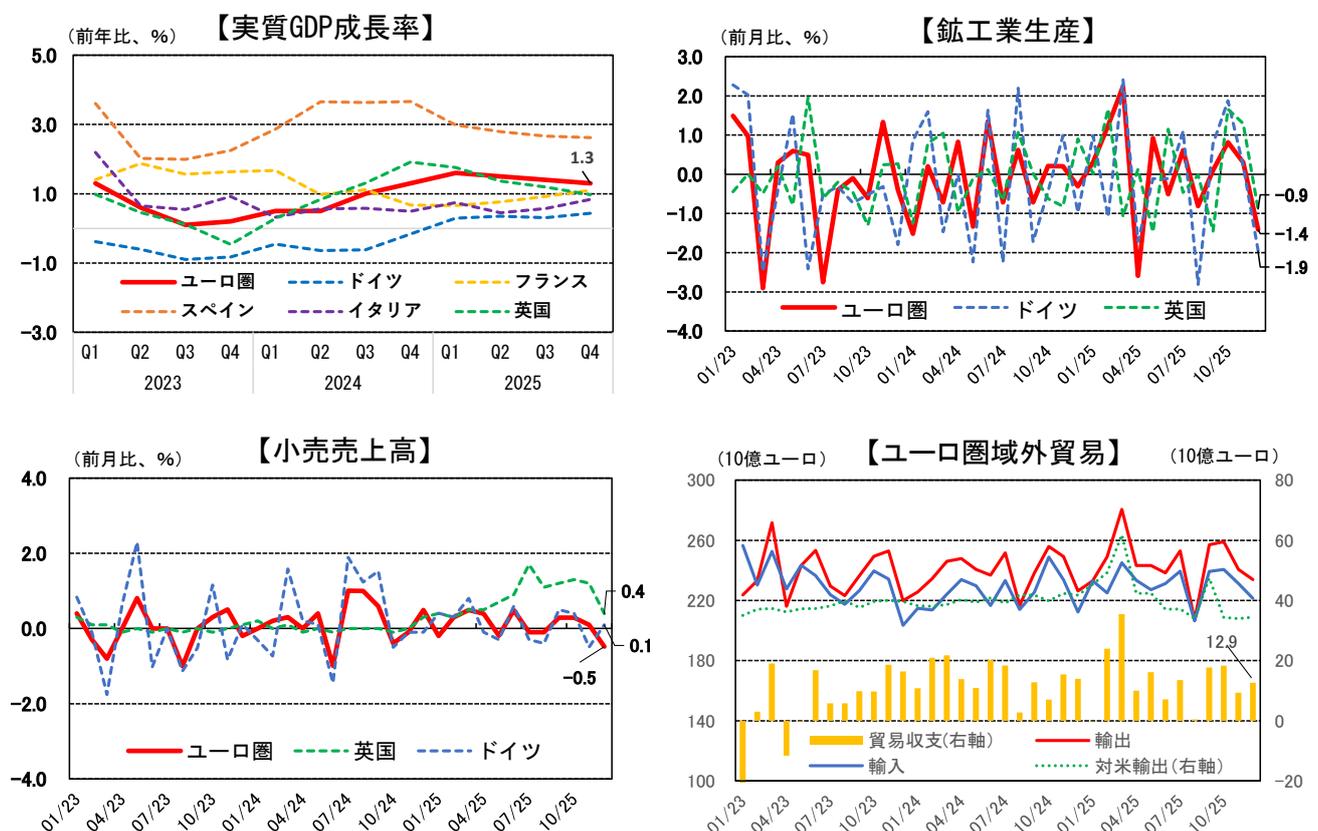
■ 米株価は続騰、ドルは減価続く。米国債は利下げ期待から利回り低下

25年4月の2度のトランプショック (トランプ大統領による相互関税発表と米FRB議長への非難・利下げ要求・解任示唆発言を受けた米株式・ドル・米債券トリプル安。米株式、ドル、債券は軒並み10%超下落した) の後、株価は8月中旬に4月以前の水準に戻してから概ね続騰し、NYダウは2月6日に過去最高値となる50,000の台を突破した。一方、ドル・インデックス (主要通貨に対する米ドルの総合的価値指標) は、トランプ大統領のドル安歓迎発言などもあり、約1年ぶりとなる96台に下落。ドル急騰の発端となったロシアのウクライナ侵攻 (22年2月) 以前の水準までドル安が進行している。10年もの米国債利回りは、1月のインフレ率が市場予想を下回り、FRBの利下げ期待が強まったことを受け、25年11月以来の4.05%台まで低下している。連邦政府財政収支は、1月に9,460億ドルの赤字となった (前年同月は1兆2,860億円の赤字)。歳入は前年同月比9.1%増 (所得税3,173億ドル、社会保険・年金保険料1,698億ドル、関税277億ドル)、歳出は同2.0%増 (主な支出は、社会保障、医療費、防衛費)。歳入増の背景には、好景気と賃金上昇、トランプ関税の影響が垣間見える。足元の消費は株高などの資産効果を受けた富裕層が牽引しているが、関税引き上げによる輸入コスト上昇と企業収益悪化、採用削減の影響、株価急落などによる消費者マインドの転換 (逆資産効果) には注意が必要だろう。

欧州

- ユーロ圏の25年4Q（10-12月）の実質GDP成長率（改定値）は前年同期比+1.3%となった。（図 11左上）。主要国で見るとスペインの成長率が同+2.6%と高く引き続き成長の原動力となっている。また、4Qは域内最大の経済大国ドイツのプラス成長も寄与している。消費と投資が加速し、輸出の低迷を相殺した。英国の25年4Qの実質GDP成長率は（速報値）は同+1.0%となり低迷している。企業投資の縮小とサービス産業の停滞が主な要因となっている。
- 欧州中央銀行（ECB）の12月見通しでは、ユーロ圏の実質GDP成長率は26年+1.2%、27年+1.4%と予測されている。9月の予測と比較してそれぞれ0.2ポイント、0.1ポイント増加したが、貿易政策に関する不確実性の低下、外需の力強い成長、エネルギー価格の低下等が影響しているとされる。国内需要に関しても、実質賃金と雇用の増加に支えられユーロ圏の経済成長の主な原動力であるとともに、インフラと防衛への政府追加支出も国内経済を支えるとしている。IMFの1月予測では、ユーロ圏の26年及び27年の実質GDP成長率は、それぞれ+1.3%、+1.4%と予測されている。27年には特にドイツにおける財政支出の影響が現れ始めるとともに、スペインやアイルランドの力強い成長が引き続き経済を支えるとされる。ただし、ユーロ圏においては、他の地域と比較して技術が牽引する投資の恩恵が少ないと指摘している。
- ユーロ圏の12月小売売上高は前月比0.5%の減少となった（図 11左下）。食料品以外の小売売上高が大幅に低下したことによる。ユーロ圏の12月の鉱工業生産指数は、前月比1.4%減となった（図 11右上）。分野別では資本財が1.9%減と大きく落ち込み全体を押し下げた。12月のユーロ圏域外貿易は129億ドルの黒字となった。対米輸出は前年同月比12.6%の減少と米国の関税が輸出を圧迫している。品目別では欧州の輸出拡大を牽引してきた機械や自動車の販売が減少を続けている。（図 11右下）。

図 11 実質GDP成長率（左上）、鉱工業生産（右上）、小売売上高（左下）、貿易収支（右下）



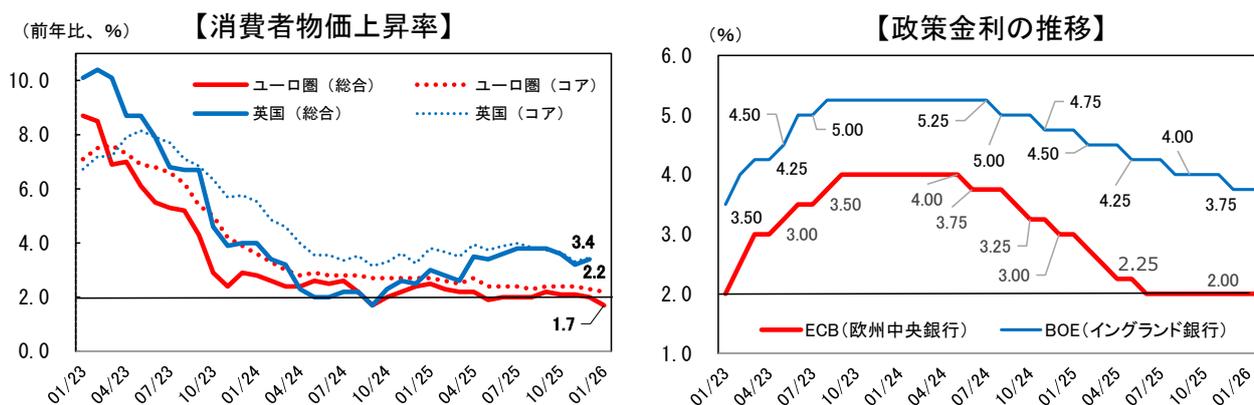
（出所）CEIC、英国統計局より双日総合研究所作成。

[（目次に戻る）](#)

Sojitz Research Institute, Ltd.

- 1月のユーロ圏の総合消費者物価上昇率（改定値）（図 12左）は、前年比+1.7%、エネルギーや食料品を除いたコア指数は前年比+2.2%となった。欧州中央銀行（ECB）は2月5日に開いた理事会で、政策金利を5会合連続で2.00%に据え置くことを決めた（図 12右）。ECBは物価上昇率が中長期的に目標の2%で推移すると予測する。一方で、英国では物価が上昇しており、12月の消費者物価上昇率（総合）は、前年比+3.4%と、11月の3.2%から加速した（図 12左）。2月の英イングランド銀行（BOE）の金融政策委員会では、政策金利の3.75%での据え置きを決定した（図 12右）。最新の経済見通しで、インフレ率が目標を下回り、成長鈍化と失業率上昇が示されたことを受けて、据え置き決定は5対4の僅差となった（4人が3.50%への利下げを主張）。金融政策委員会の議事要旨では、経済成長の鈍化と労働市場でのスラックが生じつつあることを示す兆候があると指摘、インフレ上振れリスクはそれほど顕著ではなくなったとの見方が示された。
- ユーロ圏のインフレ見通しは、ECBの12月見通しによると消費者物価上昇率（総合）は26年+1.9%、27年+1.8%と徐々に低下し、28年にはECBの中期目標である2.0%に上昇すると予測されている。エネルギー価格の低下および26年にかけて非エネルギー価格のインフレが緩和するとしている。エネルギーインフレのヘッドラインインフレへ及ぼす影響は27年末までは控えめで、その後28年にはEU排出取引制度2（ETS2）の導入が予想され、ヘッドラインインフレに0.2ポイントの上昇影響を及ぼすと予想されている。

図 12 ユーロ圏の消費者物価指数（左）、ECBの金融政策（右）



(出所) CEIC、ECBウェブサイトより双日総合研究所が作成。

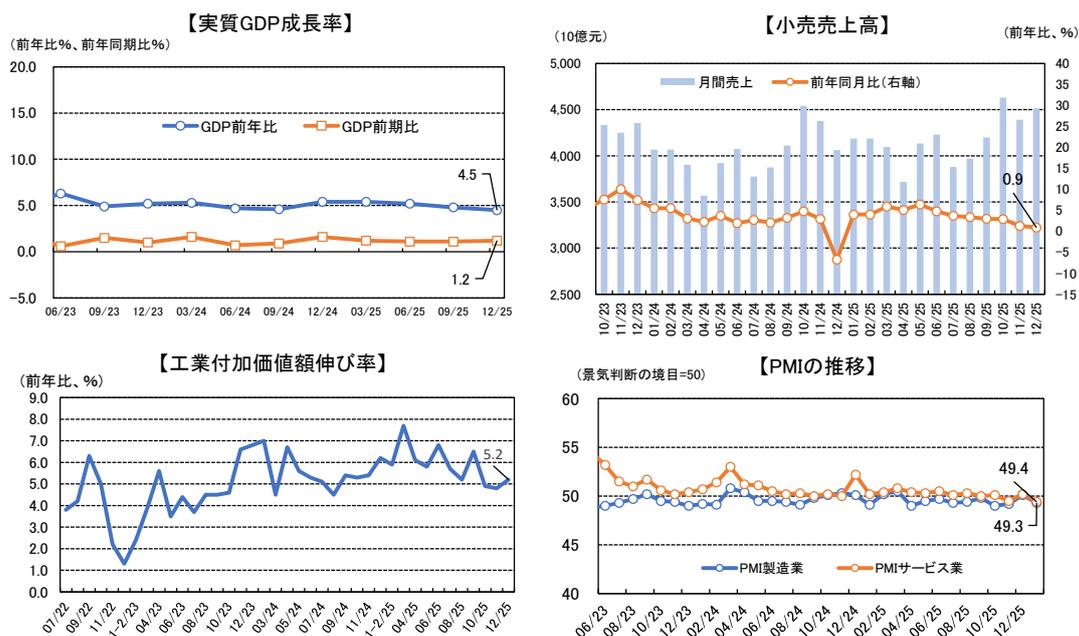
政治、外交トピックス

- 米国トランプ大統領は、北極圏でロシアや中国が軍事的な動きを活発化させているとし、デンマーク領グリーンランド取得に意欲を示していた。グリーンランドには米国とデンマークとの取り決めで米軍基地が存在するが、トランプ大統領は米国がグリーンランドを所有することにこだわり、一時は軍事侵攻など強硬手段を否定せずに圧力を強めた。ただ、1月21日にスイスのダボス会議でNATOルッテ事務総長と会談後に、「グリーンランド、北極圏全体に関する将来の合意の枠組みを構築した」と明かした。デンマークのフレデリクセン首相は、NATOが2月に開始した北極圏での警戒・監視活動の恒久化を求めており、安全保障上の懸念を理由にグリーンランドの領有に意欲を見せる米国を阻止したい考えを示した。グリーンランドをめぐる欧米の対応が引き続き注目される。

中国

- 25年4Q（10-12月）の実質GDP成長率は+4.5%（図 13左上）、政府通年目標+5.0%を下回ったものの、同時に発表された通年では+5.0%と達成した。米国の関税政策による落ち込みが想定よりも大きく輸出先の多角化で輸出が牽引したことが目標達成に寄与した。しかし、内需は個人消費と投資の両方で軟調となっており、デフレが進んでいるものとみられる。
- 12月の工業付加価値額伸び率は、製造業やハイテク産業が伸び、前年同月比+5.2%と、11月（+4.8%）より高めの伸びを示した（図 13左下）。また、5月以降で伸び幅が縮小してきた小売売上高は、12月は前年比+0.9%と鈍化傾向に歯止めがかかっていない（図 13右上）。個人消費が振るわず、政府が打ち出す景気刺激策に注目が集まる。
- 1月の製造業PMIは49.31と景気判断の分岐点となる50を下回り、景況感が悪い状態が続いている（図 13右下）。中国の内需が力強さを欠く中で、生産全体の改善幅は小幅にとどまった。需要不足は引き続き深刻な問題であるとの受け止めが広がっている。
- 12月の貿易収支はドル建てで1,141億ドルの黒字であった。関税を巡る米国との交渉が一段落して25年の春先に懸念されていた大幅な落ち込みは回避される一方で、国別ではASEANや日本等の米国以外への輸出が増えている。財別にはコンピュータ部品や携帯電話等が増加し衣類は減少した。その他では自動車の輸出が大きく伸びている。
- 2025年の固定資産投資は前年比-3.8%と大幅に減少し、コロナ禍であった2020年以来の5年ぶりのマイナスとなった。景気の先行きが見通せない中で不動産投資の減少が続いている。
- 12月のCPIは前年比+0.8%と3か月連続のプラスだった。しかし、プラス幅は低調にとどまっている（図 14左）。デフレ傾向が続く、消費が振るわない展開が続いている。
- 中央銀行の中国人民銀行は5月に利下げを実施して最優遇貸出金利（LPR、事実上の政策金利）の1年物を3.0%、5年物を3.5%として以降、政策金利を据え置いている（図 14右）。人民元の対ドルレートは、ややドル安人民元高となっており、1ドル=7.03元となった（図 14右）。

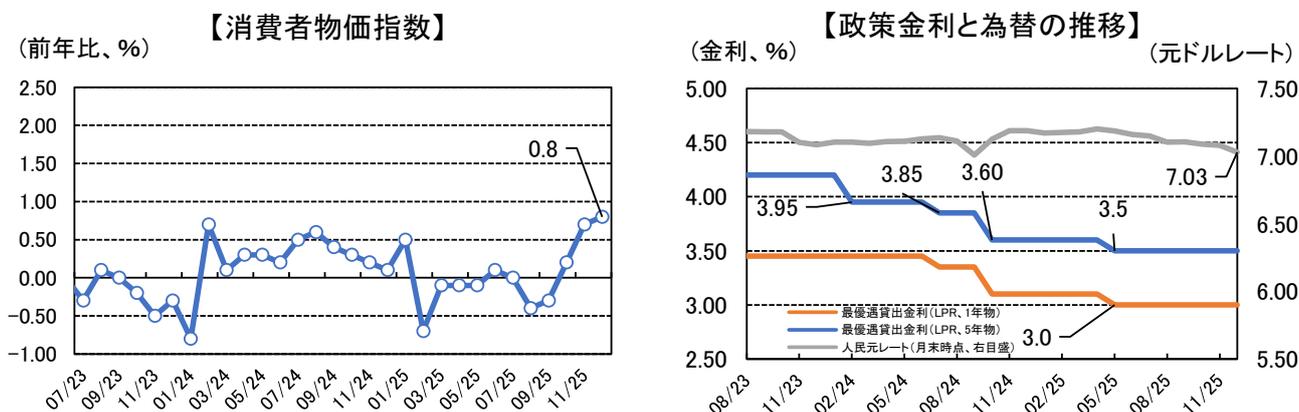
図 13 中国のGDP成長率・工業生産・小売売上高・PMIの推移



(出所) CEICより双日総合研究所が作成。

- 1月6日、中国政府はデュアルユース品（軍民両用品）について日本への輸出管理の厳格化を発表した。レアアースはEVや最先端機器に使用されており、現状では中国依存度が高い重要鉱物とされている。一方で、日本は南鳥島沖の海底から試験的なレアアース泥の採掘に成功しているほか米国、豪州、欧州などの同盟国とのサプライチェーンの強化を続けており、中国依存の脱却に動いている。こうした中で、2月に入ると中国は複数のレアアース対日輸出を許可したとも報道されており、中国としては硬軟両様の対応をすることで圧力カードの保持と過度な中国離れを防ぎたいとみられる。
- 1月19日、中国ではいわゆる軍の制服組トップである張又俠・中央軍事委員会副主席が拘束された。拘束理由は「米国への核兵器情報漏洩説」「台湾侵攻に関する意見対立説」などが報じられるが真偽は不明とされている。習近平主席は反腐败運動を主導しており、25年10月の大人数の幹部が処分を受けたのに続いて軍のトップを処罰し、軍の完全な掌握を目指しているものとみられる。
- 中国の習近平国家主席と米国のトランプ大統領は2月4日に電話首脳会談を実施した。議題は台湾、イラン、ウクライナの各問題と幅広く議論されたとしているが、中でも台湾について習主席は「米国側は台湾への武器売却問題を慎重に処理する必要がある」として米国側に釘を刺した。一方のトランプ大統領はSNSで具体的な会話のやり取りには触れず「素晴らしい会話だった」と表明した。26年4月にも予定されているトランプ大統領の中国訪問を控えて双方の綱引きが活発化している。
- 2月8日、日本では衆議院総選挙が施行され高市首相が率いる自民党が史上最多となる316議席を単独で確保した。中国は25年10月の台湾有事を巡る高市首相の国会答弁を巡って反発をしてきたが、選挙結果をうけて9日に中国外務省報道官は「日本の政権に対し、国際社会の懸念を無視せず直視し、軍国主義の過ちを繰り返さず、平和的発展の道を歩むことを強く促す」「中国の対日政策は一貫して安定性と継続性を保っており、日本の特定の選挙によって変わることはない」として警戒感を示した。

図 14 中国の消費者物価指数（左）、政策金利と為替の推移（右）



(出所) CEICより双日総合研究所が作成。

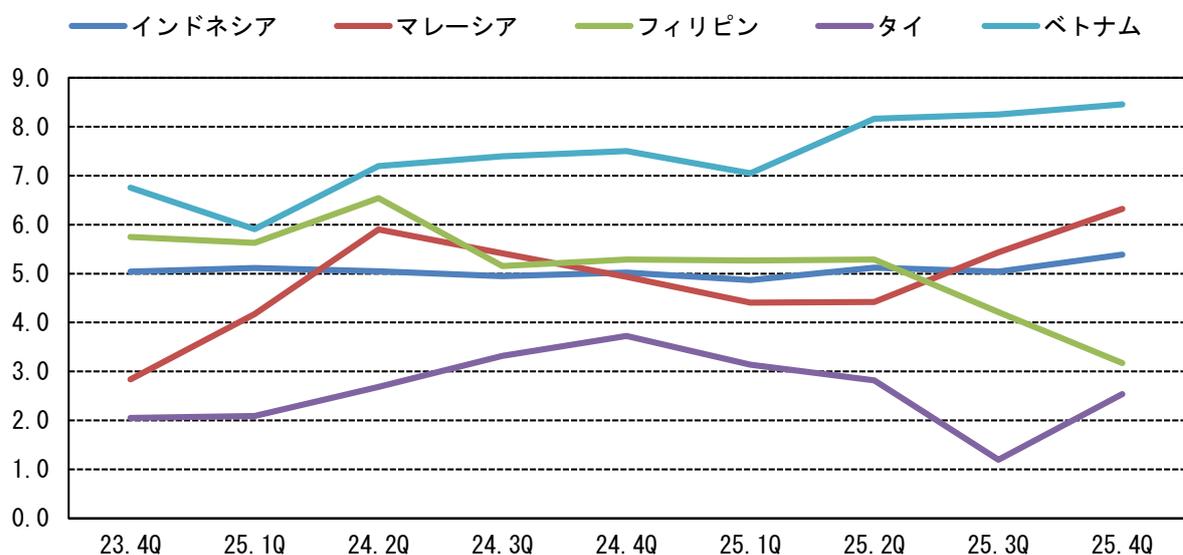
アジア・太平洋

ASEAN主要国

実質GDP成長率の動向と見通し

- ASEAN主要国（インドネシア・マレーシア・フィリピン・タイ・ベトナム）の25年4Q（10-12月）実質GDP成長率は図 15のとおりとなった。前期同様、米国への追加関税発動前の駆け込み輸出が押し上げた。懸念されていた反動による縮小もさほど生じることなく25年を終えた。他方で反動減は26年に持ち越されたとの見方も強く、引き続き米国向け輸出等の動向は注視する必要がある。IMF1月予測では、ASEAN5（インドネシア・マレーシア・フィリピン・タイ・シンガポール）の26年実質GDP成長率は+4.2%と予想され、前回の25年10月に発表された予測から+0.1%と微増となった。

図 15 ASEAN各国の実質GDP成長率（実績）（前年比、%）



（出所）CEICより双日総合研究所が作成。

- インドネシアでは、統計局が2月に発表した25年4Qの実質GDP成長率は前年度比+5.39%であり、13四半期ぶりの高水準だった。GDPの5割超を占める民間最終消費支出は前年度比+5.11%であった。また25年通年では+5.11%であり、3年ぶりに前年実績を上回ったが、プラボウォ政権が掲げる目標である+8%には遠く及ばなかった。
- マレーシアでは、中央銀行が2月に発表した25年4Qの実質GDP成長率は前年度比+6.3%であり、前期3Qから加速した。また25年通年でも+5.2%であり、前年を上回った。内需や投資が堅調に推移し、電気電子製品等の輸出も好調であった。
- フィリピンでは、統計庁が2月に発表した25年4Qの実質GDP成長率は前年度比+3.0%で、2四半期連続で減速した。また25年通年では+4.4%であり、コロナ禍後では最低の水準であった。汚職事件に関連し、公共事業が停滞したことに加え、大型台風など自然災害が経済に悪影響を及ぼした。
- ベトナム統計総局が1月に発表した25年4Qの実質GDP成長率は前年度比+8.46%で、同期間としては2011年以降で最高だった。また25年通年では+8.02%であり、政府目標を達成。輸出が牽引し、工業・

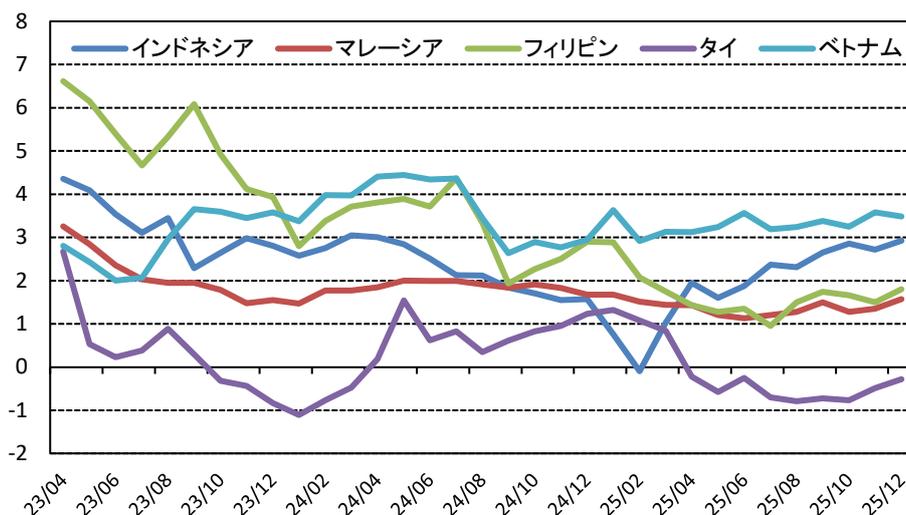
建設業の成長率が8.95%であった。懸念された米国トランプ政権による追加関税の影響が限定的であったとの見方が強く、25年12月までは反動減も生じなかった。

- タイでは、国家経済社会開発評議会が2月に発表した25年4Qの実質GDP成長率は前年同期比+2.5%であった。民間最終消費支出は+3.3%と加速し、総固定資本形成も+8.1%だった。他方で25年通年は+2.4%であり、前年よりも減速した。民間消費が低迷し、カンボジアとの国境紛争等により観光業も低調であった。

インフレ率に関する見通し

- ASEAN主要国のインフレ率は図 16のとおりである。一部の国ではインフレ傾向が強まっているものの、安定的な水準で推移しており、各国とも政府目標のインフレ率の範囲で収まっている。25年12月のCPIは前年比でインドネシア+2.9%、マレーシア+1.5%、フィリピン+1.8%、タイ-0.3%、ベトナム+3.5%であった。
- IMF10月予測では、25年のASEAN主要国（インドネシア・タイ・マレーシア・フィリピン・シンガポール）のCPIは+1.4%と比較的低水準と予測されている。

図 16 ASEAN各国のインフレ率（前年度比）

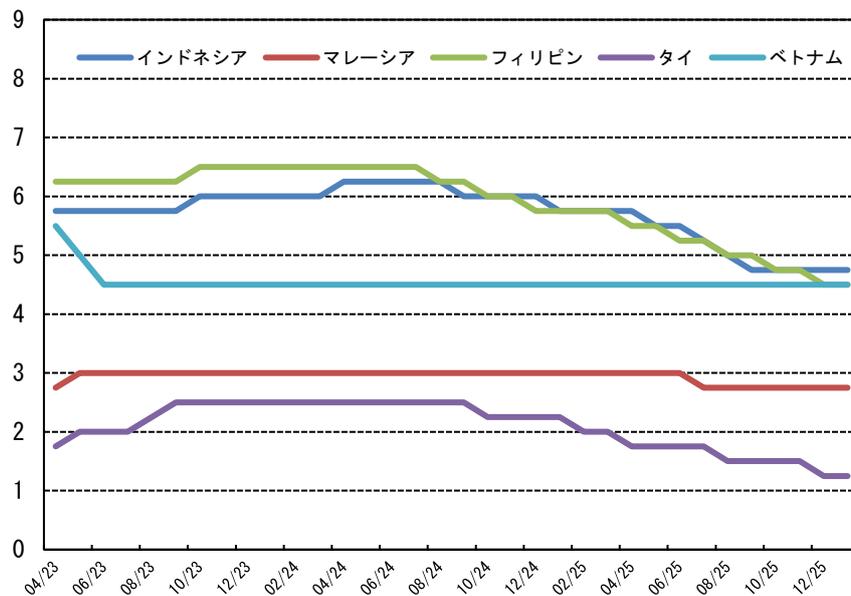


（出所）各国中銀、CEICより双日総合研究所が作成。

金融政策の動向と今後の見通し

- ASEAN主要国の政策金利は図 17のとおりである。24年7月末以降、米国での利下げ観測が高まり、ASEAN主要国では利下げが相次いでいる。その後もインフレが抑制傾向にあることから、25年前半は利下げサイクルが継続した。年後半は据え置きと判断した国が多かった。
- 今後は、各国とも慎重な金融政策を継続する見通しが強い。食糧やエネルギー資源を輸入に頼る国も多いため、インフレ再燃のリスクは残る。26年も引き続き国際情勢の不確実性は高く、米国の金融政策や国際紛争による地政学リスク上昇などの外部要因によっては通貨安や景気後退のおそれもあり、リスクを見極めつつ政策金利の微調整が続くだろう。

図 17 ASEAN各国の政策金利 (%)



(出所) CEICより双日総合研究所が作成。

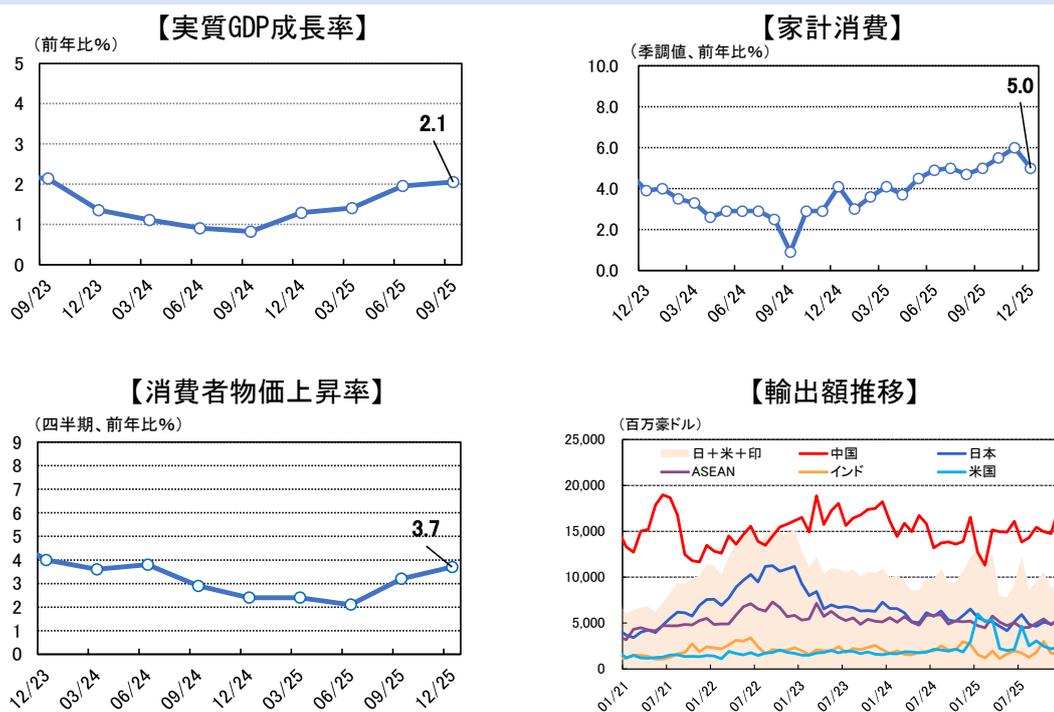
政治、外交トピックス

- 昨年発生したタイ・カンボジア間の国境紛争は、12月上旬に再燃したが、27日に両国の国防相が即時停戦に合意した。しかしその後も、カンボジアはタイが一部地域を「占領」したと非難し、タイは自国領の「奪還」と主張するなど、対立は続いている。26年に入っても緊張は完全には解消していない。カンボジアは、国境問題の歴史文書提供をフランスに要請するとともに、国際会議の場で停戦違反により状況が「悪化している」と訴えるなど、国際社会への働きかけを強めている。
- ベトナム共産党の第14回党大会は1月19日にハノイで始まり、20日の開幕式を経て議事が進められ、23日に予定より2日早く閉幕した。大きな混乱もないまま、全体として安定的に終了した。党の最高指導者であり序列第1位のトー・ラム書記長は再任される一方、新たに発表された指導部名簿からは、序列第2位のルオン・クオン国家主席と第3位のファム・ミン・チン首相の名が外れ、両者は退任する見通しとなった。新しい国家主席と首相は3月に召集される国会で選出される予定だが、国家主席についてはラム書記長が兼任するとの見方が広がっており、これが実現すれば権力がラム氏に集中し、従来の集団指導体制が弱まるとの懸念が指摘されている。公安出身のラム氏は、要職人事でも公安系の人物を重用するとみられ、自身に近い公安人脈を生かして権力基盤をさらに固める動きを強めていると報じられている。
- タイでは2月8日に下院総選挙が実施され、アヌティン首相が率いる保守派与党「タイの誇り党」が最多の194議席を獲得した。民主派野党「国民党」が116議席、タクシン元首相派の「タイ貢献党」が76議席で続いた。タイの誇り党は軍との関係が深く昨年発生したカンボジアとの国境紛争により、国内での愛国心の高まりが、今回の結果につながったとの見方が強い。

豪州

- 25年3Q（7-9月）の実質GDP成長率は前年比+2.1%と、2Q（同+2.0%に上方修正）の伸びを維持した。IMFの1月予測では、25年の実質GDP成長率は+1.9%（前回10月予測から0.1%pt上方修正）、26年は2.1%（前回予測を維持）。前期比（季節調整済）では、+0.4%と、2Qの+0.7%から減速した。データセンタ―をはじめ民間設備投資（同+2.9%）、家計消費（同+0.5%）など内需が成長を牽引した。家計消費の増加は、企業払い年金の比率引き上げに伴う保険・金融サービス、電気料金（補助縮小と厳冬による需要増）が主因で、娯楽などの裁量的消費は振るわなかった。外需は、財・サービス輸出の増加（+1.0%）を輸入の増加（+1.5%）が上回り、純輸出はマイナスに寄与した。
- 12月の貿易は、財の輸出が296億豪ドル、輸入が274億豪ドルといずれも前月比で増加、財の貿易黒字は22.4億豪ドルに拡大した。国別では、鉄鉱石の輸出価格を押し上げることとなった中国の経済対策の影響で対中輸出が増勢を拡大し、日米印向け輸出総額を大きく引き離している（図 18右下）。
- 12月の季節調整済月次インフレ率は、前年同月比+3.8%と、11月の同+3.4%から上昇幅を拡大した。家賃（+5.5%）、食料品・非アルコール飲料（+3.4%）、レクリエーション・文化（+4.4%）が主な上昇要因。豪中銀が注目するコアインフレ指標CPIトリム平均は、2Qに同+2.7%（1Q同+2.9%）と21年4Q以来の水準に低下したが、12月は+3.3%に上昇し、中銀の目標レンジ（2-3%）を上回る。豪中銀は、25年にインフレ鈍化と労働需給の緩和傾向を受けて、金融政策理事会で3回の利下げを実施したが、2月3日の同会合では0.25%ptの利上げを全会一致で決定し、政策金利を3.85%とした。
- オーストラリア政府は1月12日、重要鉱物戦略備蓄制度の新たな制度概要を発表した。同制度は重要鉱物の安定供給確保を目的とする「フューチャー・メイド・イン・オーストラリア」政策の一環で、重要鉱物の重点支援施策の1つ。当面の重点対象をアンチモン、ガリウム、レアアースとし、国内の重要鉱物の採掘・加工プロジェクト支援とともに、戦略備蓄や精製・加工工程の強化を進め、国際的パートナーに安定した信頼性の高いサプライチェーンの提供を図るとしている。

図 18 豪州のGDP成長率・家計消費・消費者物価上昇率・輸出額推移（仕向け国・地域別）



(出所) CEICより双日総合研究所が作成。

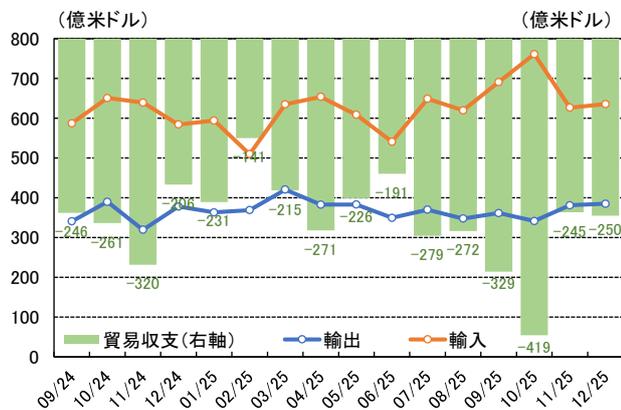
その他新興国

インド

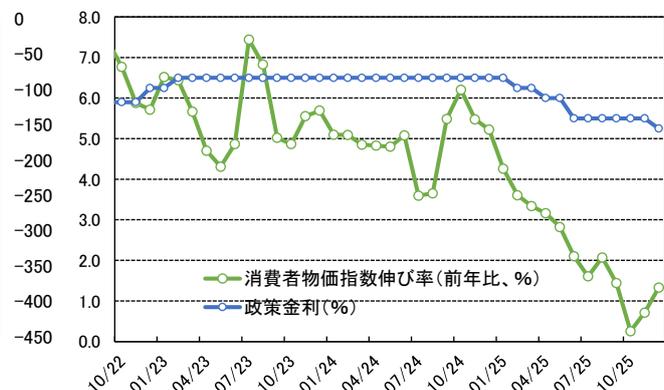
- **経済成長率見通し**：25年度3Q（7-9月）の実質GDP成長率は、前年比+8.2%となり、伸び幅がさらに拡大した。四半期毎のGDP成長率がプラス成長となるのは20年度3Q以降で一貫している。需要項目別では政府最終消費支出が同2.7%減となったものの、総固定資本形成が同+7.3%、民間最終消費支出が同+7.9%と民間部門が大きく牽引した。
- **インフレ率・金融政策**：25年10月のCPIは0.3%と中銀の目標値である2-4%を大幅に下回り、統計開始以来の低水準となった。低インフレでありながら成長が両立している状況から金融政策が取りうる選択肢は拡大している。中央銀行は12月3-5日に金融政策決定会合を開き、政策金利を5.5%から5.25%に引き下げることを決め、金融緩和政策への転換を鮮明にした。今後については、低インフレにあることからさらなる経済成長を目指し、さらなる追加利下げを予想する声も出ている。
- **政治外交・経済・財政事情**：トランプ大統領は2月2日、インドがロシア産原油を購入していることについてモディ首相が購入停止に同意したと発言した。米国はインドに課していた50%の関税を18%に大幅に引き下げて77兆円に及ぶ米国製品をインドが購入する見通し。トランプ大統領はロシア産原油の代替として、実質的に米国の監視下にあるベネズエラ産にインドが切り替えるとしているが、ロシア産原油の購入停止時期や本当にベネズエラ産に切り替わるかは不透明である。

図 19 貿易収支（左）インド中銀は物価低下を受けて金融緩和政策へ（右）

【輸出入と貿易収支】



【インフレ率と政策金利の推移】



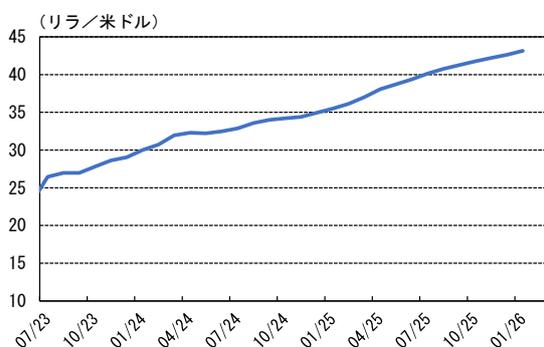
(出所) CEICより双日総合研究所が作成。

トルコ

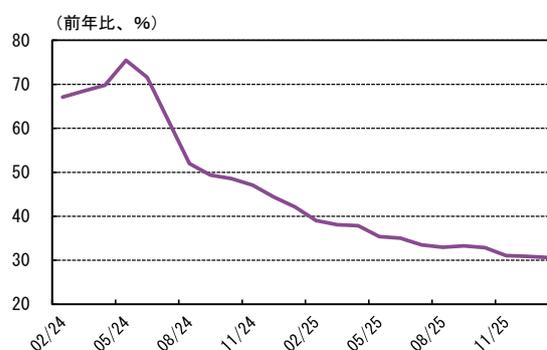
- 25年3Q (7-9月) の実質GDP成長率は前年同期比+3.7%と、2Qの同+4.9%から減速はしたものの堅調な伸びとなった。前期比では+1.1% (2Qは+1.6%) だった。前期からの輸出減・輸入増により純輸出がマイナスに寄与したことが減速の主因で、国内消費は家計・政府ともに加速し、投資も過去2年来の最高となった。GDPの約6割を占める個人消費は2Qの前年同期比+4.4%から同+4.8%に、民間投資含む総固定資本形成は2Qの同+9.1%から同+11.7%に大幅に伸びた。政府支出は2Qの同-0.6%から同+0.8%とプラスに転じた。輸出減 (同-0.7%) と輸入増 (同+4.3%) により純輸出はマイナスとなった。生産活動は、農林水産業のさらなる落ち込みを除き、総じて底堅く推移している。1月のIMF予測では、トルコの26年実質GDP成長率を+4.2% (10月予測+3.7%) に上方修正している。
- 1月のインフレ率は前年比+30.65% (12月同+30.89%) と、4か月連続で鈍化した (図 20右) が、26年1月から引き上げられた最低賃金の上昇率を上回るインフレとなっている。前月比では+4.84% (12月同+0.89%) と12か月ぶりの大幅上昇となった (一部に統計当局がインフレ率の算出基準を変更した影響を含む)。項目別では、住居関連費の伸びが鈍化した一方、飲食料品価格、輸送費などの上昇が拡大した。コアインフレ率も+29.8%と緩やかながら鈍化傾向。トルコ中央銀行は1月24日の金融政策決定会合で、12月会合の1.5%pt利下げに続き政策金利を1%pt引き下げ、37%にすることを決定した。急速にリラ安が進行したことを受けて24年、25年に引き上げられた政策金利は、23年10月以来の水準まで戻っている。リラは25年7月に40リラ/ドルを割り込み以降もじり安の展開が続き (図 20左)、2月12日時点で43リラ/ドル台後半の最安値圏で推移している。25年通年では対ドルで2割減価している。
- トルコ統計機構は1月30日、25年の貿易統計を発表した。輸出額は2,734億ドル (前年比+4.4%) と過去最高、輸入額は3,654億ドル (同+6.2%)、貿易赤字は921億ドル (同+11.9%) となった。輸出は、欧米の制裁対象となっているロシア向け (同-21.5%)、米国向け (-0.1%) は減少したが、主要輸出先である欧州は、EU (同+7.7%) をはじめ概ね増加した。輸入では、機械類 (自動車等を含む) など主要品目が概ね増加したが、鉱物性燃料 (同-4.8%) は減少した。

図 20 インフレ率低下が続くが、リラは最安値を更新

【トルコリラ 対ドルレート (月間平均)】



【消費者物価上昇率】

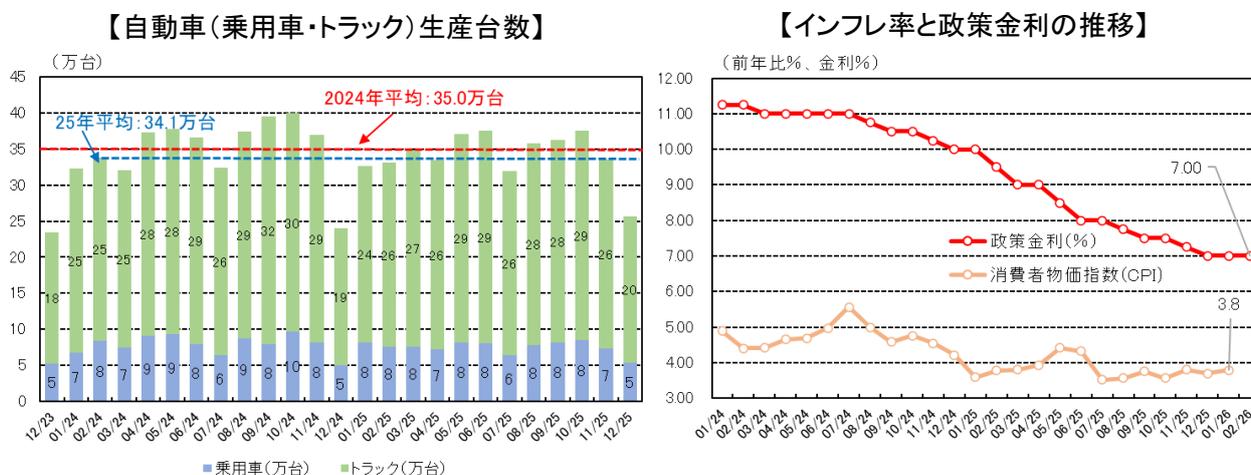


(出所) CEICより双日総合研究所が作成。

メキシコ

- **経済成長率見通し**:25年4Q(10-12月)の実質GDP成長率(確報値)は、前期比+0.9%(前年同期比+1.8%)だった。24年3Q以来の高い伸びで、米経済の強さもあり、特にサービス産業の成長と底堅い経済をもとに堅調に推移(前期比で一次産業は-1.4%、製造業等の二次産業は+0.9%、三次産業+0.9%だった)。
- IMFの1月世界経済予測によると、実質GDP成長率は26年+1.5%(前回10月予測±0%)と横ばいに。トランプ関税についての一服感はあるものの、中南米での混乱影響や麻薬・移民対策でトランプ大統領から難題を突き付けられる可能性もあり、7月までに見直しがなされるUSMCAなど対米関係懸念は続く。
- **インフレ率・金融政策**:貿易投資の不透明感で、消費の落ち込みが引き続き懸念材料。11月CPIは前年比+3.8%(速報値)とメキシコ中銀が政策目標とする+2%~+4%の上限を7か月連続で下回り続けている。メキシコ中銀は2月3日の金融政策決定会合で政策金利を7.0%に据え置いた。インフレ率の3%到達する時期が予想より先に延びており、景気悪化や消費弱含みと物価高騰対応への両睨みが続く。1月から自由貿易協定(FTA)非締結国輸入品に最大50%の追加関税を発動。日用品などの多くを依存する中国を中心とした輸入品価格が上昇し、物価上昇の懸念も予想される(図 21右)。
- **政治外交情勢・対米関係**:昨年末から麻薬対策としての武力行使をトランプ大統領が示唆し、実際に1月にはベネズエラへの攻撃に踏み切った。同様に麻薬取引が活発なメキシコやコロンビアも名指しで標的とする可能性を示唆し、海上輸送に続くメキシコからの陸路対策も視野に入れる。1月12日に続き1月29日にもシェインバウム大統領はトランプ大統領と電話会談。トランプ大統領は「両国にとって非常に有意義だった」と投稿したが、具体的な協議内容は明らかにされていない。
- USMCAは本年7月1日に更新期限を迎える。交渉を担当するエブラルド経済相は、1月の記者会見時、カナダを含め合意できる期待感を示しているが、トランプ大統領は米中西部での自動車工場視察の際にUSMCAを「メリットは無く、無意味だ」と否定する旨発言。1月には米GM社が今後2年間でメキシコ生産拠点に10億ドルの投資をする旨発表するなど、米内外の自動車メーカーは引き続きメキシコからの供給を重要視。日系自動車メーカーを含め、米国南部の輸送インフラを含めた自動車・部品サプライチェーンは確立されており、米国がUSMCA離脱の際は混乱が予想される。11月の米中間選挙を見据えたトランプ大統領の意向やシェインバウム大統領の外交手腕が問われることとなる。

図 21 メキシコの自動車生産台数(左)、消費者物価指数と政策金利の推移(右)



(出所) CEICより双日総合研究所が作成。

第2部 デジタル通貨と通貨覇権⁷ —CBDC、ステーブルコインと地経学—

双日総合研究所 チーフアナリスト
大矢 伸

1. 金融・通貨の武器化 —歴史と現状—

1.1 金融による情報収集

2026年2月9日、ブルームバーグニュースは、中国の規制当局が米国債の保有を抑制するよう金融機関に勧告している、と報じた⁸。匿名を条件に話した関係者はその背景を、「米国債を大量に保有することで銀行が急激な価格変動にさらされかねないとの当局の警戒感の高まりを反映している」と説明したという。今回の中国の動きは、地政学的動機というよりも銀行のリスク管理の色彩が濃いと見られている。しかし、米中を含む国際社会は、現在、サプライチェーンを通じたモノの繋がりのみならず、金融を通じて深く繋がっている。こうした繋がりを「武器化」して地政学的な目的のために利用する潜在的リスクは常に存在する。金融・通貨の「武器化」について、我々は十分な注意を払っておく必要がある。

金融・通貨の「武器化」は、現在関心が高まってはいるが、これは必ずしも最近急に始まった現象ではない。有名なのは SWIFT⁹の「武器化」だ。SWIFT は Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication の略であり、参加金融機関の間の国際金融取引に際してメッセージを伝送するネットワークシステムだ。（しばしば誤解されているが、SWIFT は支払いシステムではない。）銀行間の国際通信は、1840年代のテレグラフに始まる。その後、テレックスが登場、1957年には利用者数でテレックスがテレグラフを凌駕した。しかし、テレックスは一般ネットワークを使うことでセキュリティ上の懸念があり、また、テストキーの計算を手動で行う必要があるなど多大な人的労力も必要だった。専用ネットワークを用いたより効率的なメッセージ・システムを作る動きが1960年代から欧米で始まり、1973年5月にベルギーを本部に設立されたのが SWIFT だ。SWIFT は1977年にサービスを開始、その後、順調に参加銀行および通信量を拡大する。この SWIFT に転機を与えたのが2001年9月11日の米国同時多発テロだ。組織的なテロが行われる場合にはお金が動く。国家の威信をかけてテロの再発を防止したい米国は、SWIFT に情報提供を行うよう圧力をかけ、SWIFT はそれを受け入れる。以降米国は、SWIFT を通じた情報収集を継続する。

⁷ 本執筆に際しては、財務省国際局地域協力課の津田夏樹課長、King Dollar の著者である Paul Blustein 氏と、それぞれ意見交換の機会を得た。各氏から大変貴重かつ有益なインプットをいただいたことに感謝申し上げたい。なお、本論考自体はあくまで大矢個人の考えであり文責は大矢のみにある。

⁸ブルームバーグニュース 2026年2月9日、中国が米国債の保有抑制を銀行に促す、市場リスクで—関係者、
<https://www.bloomberg.com/jp/news/articles/2026-02-09/TA6GQAT9NJLS00>

⁹ SWIFT は正式なリブランドでは無いものの、親しみやすさ等の観点から近年 Swift という標記も増やしているようである。本稿ではとりあえず伝統的な SWIFT を使用している。

1.2 SWIFT 排除と金融制裁

SWIFT の「武器化」は情報収集だけではない。米国は、イランの核開発を阻止する観点で、米国の制裁対象であるイランの銀行が SWIFT を利用していることを問題視。米国の上院は、2012 年 2 月に、SWIFT 自身に制裁を科し得るとする法案を可決。EU も、2012 年 3 月に制裁対象へのメッセージサービスを禁ずると決定。これを受けて SWIFT は、イランの制裁対象銀行を SWIFT から排除することを決定した。2022 年 2 月のロシアによるウクライナ侵略に際しても、SWIFT は登場する。2022 年 2 月 24 日の侵略直後、日本を含む西側諸国は、ロシアに対する制裁を表明、その一環として、ロシアの複数の銀行を SWIFT から排除することが表明された。ロシアに対しては、SWIFT からの排除にとどまらず、ロシアが海外の銀行に保有する金融資産の凍結も実施された。

SWIFT の「武器化」は象徴的で有名だが、金融・通貨の「武器化」は SWIFT に留まらない。クロスボーダーの金融取引は、現在、その大半が米ドル建で行われている。これらは米国内のドル建て銀行を経由して決済が行われるため、米国は、ドル建ての取引に関して管轄権を有し、米国にとって有害な取引に対して干渉することができる。すなわち、ドルが基軸通貨であるという現在の国際金融体制の下で、米国は、金融の「武器化」を通じて非対称で圧倒的な力を発揮することができるのである。

2. 基軸通貨国の負担

2.1 基軸通貨国の法外な特権

前述のとおり、米国は基軸通貨国として、金融・通貨を武器として利用できる。これは米国に安全保障、外交上の多大なメリットを与える。しかし、基軸通貨国が享受するメリットはこれだけではない。多くの国や企業は、基軸通貨である米ドルを保有したい。しかし、米ドル札をキャッシュで手許に置いて金利がつかないので、多くの米ドル保有者は、米国債をはじめとする米国の資産に投融資する。米国資産に投融資したい主体が海外にたくさんいるということは、米国は、基軸通貨国であるが故に低い金利で海外から資金調達を行えることを意味する。海外からの資金の流入は資本収支の黒字であるが、これは、貿易赤字を含む経常収支の赤字をファイナンスする。平たく言えば、基軸通貨国である米国は、低利で海外から資本が流入するので、国内で貯蓄以上の消費を行い経常収支の赤字が続いても（それが一定の限度内であれば）持続可能ということになる。後にフランス大統領となるジスカールデスタン、財務大臣だった 1960 年代に、こうした米国の有利な立場を「法外な特権」（*exorbitant privilege*）と批判した。基軸通貨国であるということは、他国がうらやむ特権であるというのが一般的な見方だったのである。

2.2 基軸通貨国の負担という議論

上記の一般的な見方に対して、基軸通貨国の負担を強調する議論を提示したのが現在 FRB 理事のステイブン・ミラン氏だ。ミラン氏は、2024 年 11 月に執筆した“A Users Guide to Restructuring the Global Trading System”¹⁰というペーパーにおいて、まず、基軸通貨国であることで生じる米国の借り入れコストの低下は、言われているほど大きくないと主張する。その上で、基軸通貨国であるが故に米国が金融を武器として使えるメリットは認めつつも、より大きな問題点として、基軸通貨国であり海外から資金が流入

¹⁰ “A Users Guide to Restructuring the Global Trading System”, Stephen Miran, November 2024, Hudson Bay Capital,

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

するためにドルが割高となり、これが製造業をはじめとする米国の競争力に悪影響を与えていると主張する。ミラン氏は、対応として、米国が関税を引き上げることで貿易収支の赤字を減らす方法を述べると共に、1985年のプラザ合意の時のように、多国間が割高であるドルを減価させることに合意するマールアラーゴ合意を提唱する。そこでは、参加国はドル安誘導するために米国債などのドル建て資産を一定程度売却するが、結果としてドルの長期金利が跳ね上がることを避けるために、参加国が保有し続ける米国債の期間を短期から長期に（例えば100年債に）振り替えることが提案されている。

マールアラーゴ合意はその現実性には疑問があり、トランプ政権入りした後にミラン氏自身、これは現政権の方針ではないと説明している。しかしながら、少なくとも、基軸通貨国であることは利益よりも負担が大きい、そのために各国は米国に協力すべきだという姿勢は、トランプ政権の方向性とも平仄が揃っているように思われる。なお、トランプ大統領は、ドルの基軸通貨としての地位を守ると複数回発言しており、また、ミラン・ペーパーも、ドルが基軸通貨の立場を放棄することは主張していない。トリフィンのジレンマ（基軸通貨国は自国通貨を世界に供給するために経常収支赤字を甘受する必要があるが、経常収支赤字が巨額になり過ぎると通貨の信認を維持できなくなるというジレンマ）自体は以前より指摘されていたが、ミラン氏は、米国製造業に及ぼす悪影響を重視し、基軸通貨国のコストを強調しつつ、対応として基軸通貨の地位を捨てるのではなく各国がその負担を分担すべきと強調する点に特徴がある。

これまで、金融・通貨は国際政治の場で武器として利用され得ること、基軸通貨国は金融・通貨を武器化する点で有利な立場にあること、海外から低利の融資を受けられるという点で基軸通貨国は「法外な特権」を有すること、他方で、基軸通貨国であるが故に為替が割高となり製造業の国際競争力に悪影響を与えるという議論もあることを見てきた。この後、デジタル通貨の登場・進化を概観しつつ、そうした動きが及ぼす国際政治上の影響、特に基軸通貨としてのドルの地位に与える影響について考えてみたい。

3. デジタル通貨の台頭

3.1 デジタル通貨

デジタル通貨とは、広義には、紙幣や硬貨といった「現金」ではなく、電子的でデジタルな通貨の総称である。Suica や PayPay などの電子マネーや、ビットコインやイーサリアムなどの暗号資産、また、中央銀行デジタル通貨（CBDC）やステーブルコインなどが含まれる。電子マネーは現金の代替として現在広く使われている。本稿では、基軸通貨との関連での重要性から CBDC とステーブルコインに重点を置きつつ議論を進めるが、以下、暗号資産も含めて説明する¹¹。

3.2 暗号資産

暗号資産は、最も代表的な暗号資産であるビットコインを通して説明するのが分かりやすい。ビットコインは、2008年にサトシ・ナカモトが書いたホワイトペーパーで提案された分散型のデジタル通貨である。ブロックチェーンという分散型台帳を使っていて、中央集権的な管理者はいない。ビットコインの取引は、ブロックチェーン上で他の参加者が承認することで成立するが、この承認行為をマイニングと呼

¹¹ ビットコイン等の暗号資産は後述するとおり価格変動が大きく、厳密に「通貨」として取り扱うことが妥当かは疑問無しとしないが、ここでは説明の便宜上、広義のデジタル通貨の一つと位置付けて解説した。

び、マイニングの報酬としてビットコインが付与される。マイニングは計算の競争であり、莫大な電力を消費する。マイニングの結果として勝者に付与される報酬としてのビットコインは、4年毎に半分とすることが決められている。これは「ビットコインの半減期」と呼ばれていて、次の半減期は2028年である。なお、ビットコインの総供給量は21,000,000BTCと規定されており、この総量規制により希少性／価値が生ずると説明されている。2014年には、当時ビットコインの最大の取引所であったマウントゴックスが、ハッキングにより大量のビットコインを失うという事件が発生した。なお、2021年9月にはエルサルバドルがビットコインを法定通貨と指定したが、国民はこれをあまり活発に利用していないようだ。

暗号資産は価格変動が極めて大きい。上昇を続けてきたビットコインは、2025年10月6日に12万6000ドルを超えて最高値を記録したが、その後下落。執筆時点（2026年2月14日）には7万ドルを割り込んでいる¹²。ビットコインは、もともとは（他の暗号資産であるイーサリアムなどとの比較においても）送金・決済の用途が期待されていたが、価格変動の激しさは、そうした用途での利用に際して障害となるであろう。現在は、大きな値上がりを期待する者が投資するリスクの高い投資資産となっている印象が強い。

3.3 CBDC

中央銀行デジタル通貨（CBDC）は、中央銀行の債務である。円CBDCの場合、それは日本銀行が負う円建ての債務であり、保有者から見ればリスクのない電子的な日銀券と言える。CBDCは、金融機関間の大口決済への利用等を主な目的に一部の取引先に提供される「ホールセール型CBDC」と、個人や一般企業など幅広い主体の利用を想定した「一般利用型CBDC」（リテール型CBDC）の二種類がある。前者の「ホールセール型CBDC」に関しては、現在も、銀行は日本銀行に当座預金口座を保有しており、電子的な日銀債務を使った決済が行われていて、機能的にはそれと共通する。しかしながら、分散型台帳技術（DLT）を用いた「ホールセール型CBDC」を使うことで、証券取引やデリバティブ取引の決済の効率向上を図れるとの意見もある¹³¹⁴。

CBDCに関する主要国の検討状況を眺めてみよう。まず日本だが、2020年に日本銀行が「中央銀行デジタル通貨に関する日本銀行の取り組み方針」を公表し、以降、技術的な検証を進めている¹⁵。2023年

¹² ビットコインの価格の低下の要因として、シカゴ連銀の研究者二人が昨年9月に公表したレポートにおいて、量子コンピュータの開発が進めば、ブロックチェーン（分散型台帳）のセキュリティが破られる可能性がある点を指摘したことも影響しているとの報道がある（ビットコイン「解説可能」波紋、2026年2月12日、日本経済新聞、

https://www.nikkei.com/article/DGKKZO94360120S6A210C2ENI000/?n_cid=dsapp_share_ios）。量子コンピュータによるセキュリティ・ブリーチは生じるとしても当分先との研究者の見方もあり、これのみが原因とは考えにくい、相場が上がり過ぎたと人々が思い始めた中で、相場を下げる一つの材料となった可能性はあろう。

¹³ 中央銀行デジタル通貨に関する日本銀行の取り組み方針、日本銀行2020年10月9日、

[2https://www.boj.or.jp/paym/digital/rel201009e.htm](https://www.boj.or.jp/paym/digital/rel201009e.htm)

¹⁴ 中央銀行デジタル通貨、日本銀行、<https://www.boj.or.jp/paym/digital/index.htm>

¹⁵ 【講演】内田副総裁「業務からみた日本銀行」（日本金融学会）、2025年6月7日、日本銀行、

https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2025/ko250607a.htm

からはパイロット実験に移行、民間の知見を活用するための「CBDC フォーラム」も設置。また、財務省が設置した「CBDCに関する関係府省庁・日本銀行連絡会議」では、制度面の検討が行われている。政府・日銀は、CBDCの発行を決めた訳ではなく、発行する場合には国民的議論を経た上で決定する必要があると強調した上で、準備は進めておくというスタンスだ。今後さらなる検討がなされていくが、①日銀と一般利用者の間に仲介機関を入れる二層構造を取る、②CBDCに利息を付さない、といった点が方向性として示されている。②の付利はしないという点は、既存の民間銀行預金からCBDCに資金がシフトすることに伴う金融システムへの悪影響を避けるためと考えられる。

政策文書には現れないが、日本におけるCBDCの準備は、中国がCBDCの準備を率先して進める中で、遅れを取ることに警戒感が推進力の一つとなっていたと思われる。後述のとおり、EUはデジタルユーロの検討に力を入れるものの、中国のCBDCに向けた計画が今年に入り大きな変化を見せ、また米国もトランプ第2次政権がCBDCを禁じた。このような国際情勢が日本のCBDC検討にどう影響するのか注目される。

中国は、CBDCの検討を率先して進めていた。2014年に、中国人民銀行内にデジタル人民元の研究チームを結成。2017年には深圳に「デジタル通貨研究所」を設立。2020年4月から8月に、深圳、蘇州等の4地域でパイロットを行い、10月以降、実証試験を深圳、蘇州、北京、西安等の主要都市で実施。2022年2月からの北京・冬季オリンピックの際にも実証試験を実施した。指定金融機関を間に置く二層構造を前提としていた。どの程度の匿名性を与えるかについては、「管理された匿名性」に基づくとし、実際には、金額に応じた情報の把握がなされると考えられていた。上記のとおり、中国はCBDCの検討を早期に精力的に展開していた。その背景としては、（まずは国内の一般利用型CBDCと言いつつも）ドル基軸通貨体制が及ぼすリスクに鑑み、第一歩として周辺国との貿易取引等におけるデジタル人民元の活用なども視野にあったと思われる。また、失敗はしたが2019年にFacebookによるリブラ構想（その後ディエム構想）が公表された際には、米国の民間プラットフォームが世界のデジタル通貨を支配するのではないかと恐怖を感じたことであろう。こうした状況は、中国のデジタル人民元の開発・普及への努力を後押しした。しかし、中国にとっての最大のハードルは、すでにアリペイ、ウィチャット・ペイという便利な民間デジタル通貨が広範に使われていたことだ。市民にとっては、パイロットフェーズとして無料でデジタル人民元が配布されるならまだしも、通常時においてあえてデジタル人民元を購入して使用する誘因に乏しかった。

こうした中、中国人民銀行は、2025年12月にデジタル人民元を「デジタル現金」から「デジタル預金」に変更すると宣言する。2026年1月に、同宣言に沿う形で「デジタル人民元管理サービス体系および関連金融インフラ整備の一層の強化に関するアクションプラン」を施行した。同アクションプランにおいては、①デジタル人民元を中銀負債から商銀負債に転換する、②預金保険の対象とし準備金制度の枠組みに組み入れる、③利息を付与する（2026年1月1日から0.05%の利息を付与）、といったことが規定された¹⁶。①の商銀負債への転換、というのは衝撃的だ。基準策定やインフラ構築は引き続き中国人民銀行が担うということだが、この変更によりデジタル人民元は中銀負債ではなくなるので、CBDCとは呼べな

¹⁶「中央銀行デジタル通貨に関する 日本銀行の取り組み」2026年2月2日、日本銀行決済機構局、

<https://www.boj.or.jp/paym/digital/dig260203b.pdf>

いものとなる。上記③の付利に関しては、CBDC の場合には民間銀行預金からリスクのない CBDC へのシフトによる悪影響を避けるべく付利しないことが国際的に一般的だが、もはや CBDC でないデジタル人民元についてはそうした配慮は不要と考えたのであろう。加えて、アリペイ、ウィチャット・ペイから利用者を引き付けるためにも一定の付利が必要という現実的要請もあったと思われる。

米国では、バイデン政権下で 2022 年 3 月に「デジタル資産の責任ある開発に関する大統領令」を発出、投資家保護や金融リスクにも対応しつつ金融イノベーションを図るという見地から、CBDC の研究を進め国際連携にも参画するという方針が示された。バイデン政権は、発行を決めないながらも上記のとおり CBDC の研究に前向きであったが、他方で、暗号資産については慎重で、特に、バイデン政権で証券取引委員会（SEC）委員長であったゲイリー・ゲンスラー氏は暗号資産に厳しいスタンスを取った。例えば、SEC は 2023 年 6 月にはビットコイン ETF の上場申請を却下する行政処分を下した。SEC のこの判断は、その後 2023 年 8 月のワシントンの連邦高裁の判断で覆され¹⁷、2024 年 1 月にビットコイン ETF、2024 年 7 月にイーサリアム ETF が解禁される。この事例は、暗号資産に否定的だが連邦議会で明確な禁止法案を通せない中で、SEC が行政処分として禁じた対応が司法の場でひっくり返されたケースである。デジタル通貨を巡る党派的な対立の萌芽はバイデン政権時代に既に宿っていたと言えよう。

トランプ第 2 次政権は、発足直後の 2025 年 1 月に「デジタル金融テクノロジーにおける米国のリーダーシップ強化」に向けた大統領令（“Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology”）を発出¹⁸。また、ゲンスラー SEC 委員長の後任に、暗号資産に肯定的なポール・アトキンス氏を指名する。同大統領令では、ドル建てステーブルコインの促進とならび、反 CBDC スタンスを明確にすることも謳われていた。2025 年 3 月には「暗号資産の国家備蓄検討に関する大統領令」（“Establishment of the Strategic Bitcoin Reserve and United States Digital Asset Stockpile”）を発出¹⁹。訴訟等を通じて連邦政府が手に入れた暗号資産を国の資産として保有することを検討することなどが表明された。ビットコインについては「戦略的ビットコイン備蓄（Strategic Bitcoin Reserve）」として、その他の暗号資産については、「米国デジタル資産備蓄（United States Digital Asset Stockpile）」として保有するという方向性が示されている。

2024 年 11 月の議会選挙で上下両院を押さえた共和党は、デジタル通貨関連の法整備に臨む。米下院において 2025 年 7 月 14 日～18 日を「Crypto-Week」とし、①後述するステーブルコインに関する「ジーニアス法（GENIUS Act）」、②暗号資産に関する「クラリティ法（CLARITY Act）」、そして③反 CBDC 監視国家法（Anti-CBDC Surveillance State Act）」の 3 つの法案の審議を行い、下院では全てが可決された。その後、ジーニアス法は上院でも可決され、法律として成立した。他の二つの法案は、上院の可決を待つ状況である。上記②のクラリティ法は、文字通り暗号資産に関する法的枠組みを明確にすることを目

¹⁷ 「SECによるビットコインETF却下は不当、米高裁が判決」2023年8月30日、ロイター、

<https://jp.reuters.com/markets/currencies/114NHQSWWJKXLNM5N7TWGDO2FI-2023-08-29/>

¹⁸ Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology、2025年1月23日、ホワイトハウス、

<https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/01/strengthening-american-leadership-in-digital-financial-technology/>

¹⁹ Establishment of the Strategic Bitcoin Reserve and United States Digital Asset Stockpile、2025年3月6日、ホワイトハウス、

<https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/03/establishment-of-the-strategic-bitcoin-reserve-and-united-states-digital-asset-stockpile/>

的とする法案で、ビットコインを含む暗号資産については「デジタル商品」と位置づけ、商品先物取引委員会 (CFTC) の管轄とし、証券系のトークンは「デジタル資産」として SEC の管轄とすることとした²⁰。

上記③の「反 CBDC 監視国家法」は、CBDC の推進を禁ずる法律だが、具体的には FRB による以下の行為を禁止した²¹。(i) 個人に対する直接的な金融サービスおよび口座の提供ならびに CBDC 発行、(ii) 金融機関その他の仲介機関を通じた間接的な CBDC の発行、(iii) CBDC に関する試験、研究、開発、作成、実装、(iv) CBDC を用いた金融政策の実施。CBDC の発行を禁じるだけでなく、その研究・開発も禁じ、さらには FRB による個人への口座開設も禁ずるなど、禁止対象は広範であり、かつ中央銀行が前面に出ることは経済の在り方として良くない、監視社会につながる、という経済思想が強く顕れる内容となっている。

欧州については、欧州委員会が 2023 年 6 月にデジタルユーロに関する EU 規則案を公表。同規則案の修正提案が、2025 年 11 月に欧州議会に提出され、欧州議会と欧州理事会の間で最終合意に向けた調整が行われており、2026 年中の法制化を目指している。同時に、欧州中央銀行 (ECB) は、2025 年 10 月 30 日に、デジタルユーロ準備フェーズを完了、次のフェーズに移行すると宣言した。2026 年中に欧州議会でデジタルユーロの法案が成立することを前提に、2027 年下半期にパイロットプロジェクトを実施、2029 年中にデジタルユーロを発行することを目指すとしている。

英国では、イングランド銀行が 2023 年 2 月、財務省と共にデジタルポンド導入に関する市中協議を開始。2024 年 1 月に、市中からのコメントも踏まえたデジタルポンドの設計方針や今後の進め方を纏めて報告書として公表した。また 2025 年 1 月には、「設計フェーズ」のプログレスレポートおよびデジタルポンドの「ブループリントに関する枠組み」を公表。2025 年 10 月には、デジタルポンドの取り組みに関するアップデートを公表した²²。

3.4 ステープルコインの概要

これまで、デジタル通貨に関して、ビットコイン等の暗号資産、次いで中央銀行デジタル通貨 (CBDC) につきその動向を眺めてきた。暗号資産は価格変動が激しく、ハイリスクの投機の対象とはなり得るが、送金や決済の手段としては安定感に欠ける。他方で、CBDC については送金や決済を行う通貨としての役割を十分果たし得ると考えられるが、リスクのない中央銀行の負債を活用することに伴う民間金融システムへの負の影響をどのように考えるか、また、国家が個人の取引情報を入手可能な状況（あるいは入手可能と感じさせてしまう状況）をどう考えるか、といった様々な課題がある。

²⁰ 「トランプ政権における暗号資産政策」2025 年 9 月 11 日、日本総研、谷口栄治、

<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/16103.pdf>

²¹ 「中央銀行デジタル通貨に関する 日本銀行の取り組み」2026 年 2 月 2 日、日本銀行決済機構局、

<https://www.boj.or.jp/paym/digital/dig260203b.pdf>

²² Ibid

こうした中、民間が主体となりつつも、法定通貨等との間で安定的な価値を維持し得るデジタル通貨として、ステーブルコインが注目されている。ステーブルコインは、法定通貨等の裏付けの下で発行することで価値の安定を保つ点が最大の特徴だが、この裏付けの方法として以下の4つが考えられる²³。

- ① 法定通貨担保型：ドルや円といった法定通貨、または国債等の安全資産を裏付けとする方式。
- ② 仮想通貨担保型：仮想通貨を裏付けとする方式。仮想通貨の価値が変動すると、ステーブルコインの価値の安定を保てなくなる可能性あり。
- ③ 商品担保型：金などの商品を担保に発行。商品価格が変動するとステーブルコインの価値を保てなくなる可能性あり。
- ④ アルゴリズム型：アルゴリズムを用いて需給を調節して価値の安定を図る方式。需給の変化が許容範囲内であればよいが、大きな変化が発生した場合にはステーブルコインの価値を維持できない可能性あり。

上記②の仮想通貨担保型のステーブルコインに関しては、価値安定が保てなかった事例がある。ルナと言う暗号資産を裏付け資産としていたテラ USD というステーブルコインは、2022年5月、ルナの暴落に伴い価値が大幅に下落して破綻した。ステーブルコインが真にステーブルか否かは、購入時によく確認を行う必要があるが、同時に、しっかりした法規制が必要だという声も本事件を機に高まった。

3.5 ステーブルコインを巡る日本の規制・動向

我が国では、狭義のステーブルコインを暗号資産と分ける形で法整備が進められた。具体的には、「法定通貨の価値と連動した価格で発行され、発行価格と同額で償還することを約すもの及びこれに準ずるもの」を「電子決済手段」とし、資金決済法の規制に服することを2022年改正資金決済法において明確にした。アルゴリズム型など暗号資産型のステーブルコインは「暗号資産」として金融商品取引法により規制される²⁴。資金決済法で「電子決済手段」と定義されるステーブルコインは、基本的には円建てなど通貨建てであること、また、ブロックチェーンなど「電子情報処理組織」を用いて移転することが想定されている²⁵。なおステーブルコインに対して利息を付すことは認められていない。ステーブルコイン発行者は、資産を分別管理すると共に、4半期毎に情報開示を行うことが求められる。

日本では2025年8月18日に、スタートアップであるJPYC株式会社²⁶がはじめて資金移動業者の登録認可を取得、10月27日に円建てステーブルコインであるJPYC²⁷が発行された。JPYC株式会社は、自

²³ 「中央銀行デジタル通貨とステーブルコイン 競合か共栄か」2025年11月28日ウェビナー、国際通貨研究所、
<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2025/nl2025.46.pdf>

²⁴ 「新しいステーブルコイン規制の概要～令和4年資金決済法等改正法・FATF 勧告対応法の施行を踏まえて～」金融ニューズレター
_2023年8月7日号、西村あさひ法律事務所、https://www.nishimura.com/sites/default/files/newsletters/file/finance_law_230807_ja.pdf

²⁵ ただし、ブロックチェーン技術のみに限定するのではなく、それ以外の技術が実用化した場合にそうした新たな技術についても「電子情報処理組織」という用語でカバーすることが考えられている。

²⁶ JPYC 会社情報、<https://corporate.jpvc.co.jp/company>

²⁷ JPYC HP、<https://jpvc.co.jp/>

らが発行するステーブルコイン JPYC が資金決済法第 2 条第 5 項に基づく「電子決済手段」であると説明した上で、以下の特徴を有すると解説している²⁸。

- ・日本円と 1 : 1 で交換可能（発行および償還）
- ・円建て価値を維持したまま、即時に送付・受領が可能
- ・ブロックチェーンを利用した低コスト・高速なオンチェーン送金
- ・発行価値の裏付け資産は、日本円（預貯金および国債）によって発行残高の 100%以上を保全

また、JPYC 株式会社は、「オープンな金融インフラ」として、新たなユースケースの創出と拡大を支援し、金融・決済分野におけるイノベーションを後押ししていくとの決意を述べている。「実店舗・EC 決済、企業間精算、Web3 ウォレット、法人会計・SaaS、クリエイター支援など」幅広い領域で連携をすすめる、こうしたパートナーシップを礎に「今後 3 年で 10 兆円規模の発行残高を実現することを目指す」としている²⁹。JPYC 株式会社は第 2 種資金移動業者であり 1 回の送金上限は 100 万円までだが、低コストを武器に、送金・決済ニーズを地道に拾っていくことが想定される。ステーブルコインには付利しないので、裏付け資産である預貯金・国債の運用益が JPYC 株式会社の粗利となる。金利環境にもよるが何より規模が重要であり、3 年で 10 兆円という残高目標にいかにか効果的に到達できるかが、JPYC 株式会社のビジネス戦略において極めて重要となろう。

以上のとおり先行したのはスタートアップの JPYC 株式会社だが、3 メガバンクもステーブルコインの発行に向けて検討を進めている。三菱 UFJ 銀行、みずほ銀行、三井住友銀行、三菱 UFJ 信託銀行、Progmatic は、金融庁の「FinTech 実証実験ハブ」に応募し、2025 年 11 月に採択された³⁰。信託受益権型のステーブルコインを用いて、三菱商事の日本拠点と海外拠点の間のクロスボーダー決済に活用できるかを検証するとしている。三菱商事の内外拠点は基本的には別法人になっていると思われ、相互の送金には相当の手数料が発生していると考えられるが、これをステーブルコインでの送金とすることでコスト低減・迅速化が図れないかを実証するものであろう。3 メガの視点で考えれば、こうした動きは従来扱っていた伝統的送金に伴う手数料収益の機会を奪うものではあるが、金融のデジタル化が進展する中で、自らを変革しなければ、こうした送金ビジネスは他のデジタル送金事業者にとられてしまう。また三菱 UFJ 信託銀行や、同行が最大出資者である Progmatic にとっては、信託受益権型のステーブルコインの活用においてパイオニアとなることで、ビジネス機会の拡大を狙っていると考えられる。

3.6 ステーブルコインを巡る米国の規制・動向

米国の規制環境は、前述のとおり、トランプ第 2 次政権の誕生により 180 度転換した。CBDC の禁止の方針が示されると共に、ステーブルコインを後押しする「ジーニアス 法 (GENIUS Act)」は上下両院で可決、2025 年 7 月に成立した。トランプ大統領は、当選前から、「米国を暗号資産の首都にする」と繰

²⁸ 【国内初】日本円ステーブルコイン「JPYC」および発行・償還プラットフォーム「JPYC EX」を正式リリース、2025 年 10 月 24 日、JPYC プレスリリース、<https://corporate.jpvc.co.jp/news/posts/jpyc-ex-launch>

²⁹ Ibid.

³⁰ 複数の銀行による共同でのステーブルコイン発行とクロスボーダー決済の高度化に係る実証実験が金融庁「FinTech 実証実験ハブ」の支援案件に採択、2025 年 11 月 7 日、3 メガ等の共同プレスリリース、<https://www.bk.mufg.jp/news/news2025/pdf/news1107.pdf>

り返し述べていた。トランプ第 1 次政権時に暗号資産に否定的な発言を行っていたトランプ大統領のこうしたスタンスの変化は、トランプ候補に対する暗号資産業界からの多額の献金が影響したという解説が生まれる素地を作った。さらに、トランプコイン、メラニアコイン、ファミリー企業によるステーブルコイン「USD1」の発行など、トランプ大統領にとって暗号資産やステーブルコインの振興は自らの（あるいは家族の）懐を潤すことになるので、それがトランプ大統領の「変化」の理由との声も聞かれるところだ。

こうした「献金」や「自己利益」が影響したとの疑念は一定の説得力があるが、これらを離れた、別の理由も考えられる。まず、CBDC は中央銀行による経済のコントロール、国民の監視というイメージがついてまわり、リバタリアンや一部 MAGA の思想とは相性が悪い。民間のイニシアチブとして展開される暗号資産やステーブルコインの方が、中央集権的な CBDC よりも共和党の政策及び支持基盤の受けが良いのである。もう一つの要素は、ドル覇権の強化だ。ドルは今でも基軸通貨として他を寄せ付けない地位を維持しているが、例えば準備資産としてのドルの比率は過去 70% 超であったのが、直近では 60% を切っている。中国が経済的・軍事的・技術的に力をつけてきた中で、基軸通貨としてのドルの地位を強化するという主張は支持を得やすく、ジーニアス法を推進するにあたっては、そうした説明が繰り返された。元駐日大使でテネシー州選出のビル・ハガティ上院議員は、ジーニアス法のスポンサーであったが、ジーニアス法の意義について、「この法案は、米国のドル覇権を不変のものとし、顧客を保護し、米国債への需要を増やし、デジタル資産におけるイノベーションが我々の敵ではなく米国の手の中にあることを確実にするものである」と説明³¹。ドル覇権の維持を説明の冒頭に置いている。また、トランプ大統領自身、2025 年 7 月 18 日にホワイトハウスでジーニアス法案に署名する際に、「ジーニアス法はドルに裏付けられたステーブルコインの膨大な可能性を確立・開放するための、明確でシンプルな規制の枠組みを整えるものだ」と述べると共に、同法は「基軸通貨としてのドルの地位を守る」とし、その地位を失えば「世界大戦に敗れるのと同じだ」とコメントしたという³²。

以上、ジーニアス法成立の背景につき検討したが、ジーニアス法はどのような内容なのか。ジーニアス法は、支払い決済手段としてのステーブルコイン（Payment Stablecoin）を対象とする。預金トークンや電子マネーは対象外である。またジーニアス法が対象とする Payment Stablecoin とその発行者は連邦通貨監督庁（OCC）又は州の管轄であることが規定されている（発行額が 100 億ドル以上の場合は連邦の OCC の管轄、それ未満であれば州の管轄となる）。ステーブルコインの発行者は、保有者の償還請求にいつでも応じられるよう、発行残高と同額以上の準備資産を保有する義務があり、当該準備資産は、米国通貨、保険の付された預金、短期米国債（3 か月以内）、MMF で構成される必要がある。また、発行者は、準備資産の内訳をウェブサイトでも月次で開示することが求められている。発行者が保有者に利息を払うことは禁止されている。

³¹ Hagerty, Gillibrand Statement on GENIUS Act, 2025 年 5 月 16 日付のハガティ上院議員ステイトメント、

<https://www.hagerty.senate.gov/press-releases/2025/05/16/hagerty-gillibrand-statement-on-genius-act/>

³² ステーブルコイン法が成立、トランプ氏署名ー「ドルの地位を守る」、2025 年 7 月 19 日、ブルームバーグ、

<https://www.bloomberg.com/jp/news/articles/2025-07-18/SZM468GPL3X300>

ジーニアス法上、外国決済ステーブルコイン発行者（FPSI）が、米国で発行・流通する余地も残されているが、そのためには以下の条件を満たすことが必要となっている。①当該 FPSI が、米国と同等の規制・監督を行う外国監督当局に規制・監督されていること、②FPSI がジーニアス法の求める登録を行うこと、③十分な準備資産を米国金融機関に保有すること（別段の相互承認があればこの限りではない）、④当該外国が米国の包括的経済制裁の対象ではなくマネロン懸念国でもないこと³³。逆に言えば、これらの条件を満たす場合には外国決済ステーブルコインの米国での発行・流通が認められるということである。

米国市場とプレイヤーに目を転じよう。米国のステーブルコインの市場規模は 2500 億ドル程度と見込まれている。テザー（Tether）の発行する USDT とサークル社が発行する USDC の二つで市場をほぼ支配している。テザーは香港で設立されたが、2025 年に本拠をエルサルバドルに移している。USDC はしっかりした法令順守体制を取り、また USDC 発行額に相当する米国債等の準備資産を保有しており、ジーニアス法における発行者として認められる可能性が高い。他方で、最大手のテザーについては、USDT の準備資産にはビットコインやローンなどの資産も含まれているようであり、ジーニアス法に基づく認可が受けられないのではないか、との見方がある。テザー社は、既存の USDT とは別にジーニアス法準拠の新たな「USA Tether」を発行すると表明している模様だ³⁴。

今後の米国市場を展望すると、リテールでは、小売事業者がステーブルコインを選好するか否かが重要となる。クレジットカードでの決済は 2~3% という多額の手数料が発生するが、ステーブルコインではそうしたコストは僅かと考えられており、小売業者がステーブルコインを積極的に導入すれば、ステーブルコインのユースケースは大きく広がる。実際に、アマゾンやウォルマートは独自のステーブルコインの発行を検討していると言われる。他方で、ビザやマスターカードも、自らステーブルコインに対応するための検討を開始している。本執筆時点（2月13日）では、ビザ、マスターカードの過去一年の株価を振り返るに、特段、マイナスの動きは示していないが、今後、こうした大手の小売事業者によるステーブルコインへの取り組みが及ぼす影響が注目される。

なお、紙幅の都合で詳述は避けるが、日米以外では、欧州では 2024 年に Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) が施行³⁵。香港は 2025 年 8 月に規制が公表されている³⁶。

³³ 「米国初の包括的ステーブルコイン法制 GENIUS Act（ジーニアス法）の概要」、2025 年 8 月 25 日、渥美坂井法律事務所・外国法共同事業ニューズレター、https://www.aplawjapan.com/application/files/4517/5610/1069/Newsletter_FIN_023.pdf

³⁴ 前掲「中央銀行デジタル通貨とステーブルコイン 競合か共栄か」2025 年 11 月 28 日ウェビナー、国際通貨研究所、<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2025/nl2025.46.pdf>

³⁵ Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA)、European Securities and Markets Authority のウェブサイト、<https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/digital-finance-and-innovation/markets-crypto-assets-regulation-mica>

³⁶ Hong Kong Monetary Authority - Regulatory Regime for Stablecoin Issuers、香港金融管理局のウェブサイト、<https://www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/international-financial-centre/stablecoin-issuers/>

3.7 ステアブルコインの国際連携

これまで、日米を中心に各国のステアブルコインの制度とプレイヤーを見てきたが、より広い国際連携の動きも出てきている。2025年10月10日、日米欧の10銀行が、共同でステアブルコインを発行することを検討するとの発表を行った^{37,38}。10銀行は、日本の三菱UFJ銀行、米国のバンク・オブ・アメリカ、シティグループ、ゴールドマン・サックス、英国のバークレイズ、ドイツ銀行、スイスのUBS、フランスのBNPパリバ、スペインのサンタンデール、カナダのTDバンクだ。プレスリリースは、「業界全体での協働がデジタル資産に利益をもたらすかを模索するため」と極めて抽象的だが、今後様々な検討と合従連衡への布石が行われていくのだろう。

また、上記の10銀行に入っていないJPモルガンチェースは、2019年から米ドル預金を裏付けとするトークン化預金であるJPMコインを発行している。JPMコインは1JPMコイン=1米ドルで企業のクロスボーダー送金に使われている。JPモルガンチェースの顧客のみを対象とし、中島真志麗澤大学教授によれば、クロスボーダー送金で最も成功しているステアブルコインとのことだ³⁹。

3.8 ステアブルコインに関するBISの懸念

これまで見てきたように、ステアブルコインは民間の創意工夫に依拠しつつ、ビットコイン等の暗号資産で生じる過度な価格の変動を取り除くもので、送金や決済において有用な手段との印象を受ける。しかし、通貨が本来持つべき本質的な性質に照らして考えた時、ステアブルコインはどのような評価が可能だろうか。2025年6月24日公表されたBIS Annual Economic Reportはこの問題につき深く考察している⁴⁰。

BIS（国際決済銀行）は、通貨に必要な条件として、単一性（singleness）、弾力性（elasticity）、誠実性（integrity）の3つを上げたうえで、ステアブルコインはこれらを満たしていないと主張する。順番に見て行こう。単一性（singleness）とはステアブルコインが額面通りの価値を有し、ディスカウントがないことを意味する。例えば、米国のUSDTとUSDCは、いずれも1ユニットは1ドルの価値を有することを前提としている。しかし、USDTもUSDCも中央銀行の債務ではないため、例えばテザーが1USDTを1ドルで償還する信用力がないと判断されれば、1USDTはディスカウントされ、例えば99.7セントで取引されることとなる。USDCが1ドルで取引されるとすると、信用力に応じてUSDTとUSDCの価値は一致せず、単一性（singleness）は維持されない。F.A.ハイエクの貨幣発行自由化論のように、国家の貨幣独占がインフレを招くので、民間主体が通貨の信用を市場で競う方が通貨価値の安定が高まるという意

³⁷ 三菱UFJ銀行など世界大手10行、G7通貨連動のステアブルコイン検討へ、2025年10月11日、日本経済新聞、

<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCD1100B0R11C25A0000000/>

³⁸ Group of leading international banks explores issuance of a 1:1 reserve-backed form of digital money、2025年10月10日、BNP Paribas プレスリリース、<https://group.bnpparibas/en/press-release/group-of-leading-international-banks-explores-issuance-of-a-1-1-reserve-backed-form-of-digital-money>

³⁹ 前掲「中央銀行デジタル通貨とステアブルコイン 競合か共栄か」2025年11月28日ウェビナー、国際通貨研究所、

<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2025/nl2025.46.pdf>

⁴⁰ III. The next-generation monetary and financial system BIS Annual Economic Report 2025、BIS、2025年6月24日、

<https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2025e3.htm>

見は理論的にはあり得る。しかし、現実には 19 世紀のいわゆる「自由銀行時代」において、米国では各州の州法銀行が独自の銀行券を乱発した結果、取り付け騒ぎが頻発し、金融システムは極めて不安定な状況となった。その結果 1913 年に誕生したのが米国の中央銀行 FRB である。ステーブルコインにおいては、もし各発行主体が十分な準備資産の裏付けを持ってステーブルコインを発行することが担保できれば単一性は確保できそうに思われるが、発行主体がそうした準備資産を保有しているかいなかを確認する必要がある、そこに *due diligence* コストが発生する。こうした点を考えると、単一性 (*singleness*) を当然視できないステーブルコインは、通貨としての欠点を持つ、というのが BIS の主張と思われる⁴¹。

弾力性 (*elasticity*) とは、大きな取引があった場合に、それに柔軟に対応する能力があることだ。中央銀行を中核に置く現在の伝統的な金融システムにおいては、巨額の決済があり民間銀行に対する預金通貨のやり取りだけでは資金が不十分な場合にも中央銀行が即座に流動性を供給できる。ステーブルコインの場合、その供給の増加は、裏付け資産の積み増しがあって始めて可能となるものであり、十分な弾力性 (*elasticity*) が確保できているか疑問というのが BIS の主張である。

最後の誠実性 (*integrity*) については、AML/CTF 規制 (マネーロンダリング対策やテロ資金対策の規制) を課しても、ステーブルコインにおける実効性は伝統的な金融システムに比して不十分となりがちで、誠実性 (*integrity*) の担保は容易ではないとの意見であろう。ブロックチェーンを使った分散型取引は匿名性に特徴があるところ、違法で不正な送金や決済にステーブルコインが利用される潜在的リスクは、伝統的金融よりも高いという主張である。

BIS も、現在の送金・決済システムが完全だとは主張しておらず、むしろ多くの改善点があることに同意している。しかし、それはトークン化を含めて、あくまで現在のシステムの改善によって達成すべきで、3 つの条件に疑義のあるステーブルコインの推進には問題が多いという論陣を張っている。BIS の主張は、外部性・公益性を有する金融・決済システムを議論する際には、リバタリアン的な安易な市場万能主義に陥ってはならない、という警告としては大変重要なものであろう。他方で、ステーブルコインに関する制度枠組みや監督当局による監視・監督を通じてこうしたリスクを相当程度低減し得る可能性への考慮が不十分であるとの印象を受ける。十分な規制・監督を加えつつステーブルコインの可能性を追求するというオープンマインドな姿勢は、送金・決済システムがデジタル化の恩恵に浴すためにも必要なものではなかろうか。

なお、ステーブルコインにおいて最も気になるのは、準備資産として使われる国債への影響である。ステーブルコインの発行残高が増加するに従い、国債の需要は増加するだろう。それは、国債の安定消化 (財政赤字の低利でのファイナンス) という観点からは好ましく、米国のジーニアス法のスポンサーであるハガティ上院議員が法案の意義の説明に際して「米国債への需要を増や」すことを明確に述べた所以で

⁴¹ もっとも、我々が通常利用している預金通貨は、民間銀行の債務であり中央銀行の債務ではない。それでも、我々が銀行に預金するときに銀行の財務状況に関する *due diligence* を行わないのは (そして単一性が維持できているのは)、金融当局の監督、預金保険、そして中央銀行の流動性供給といった政策措置の結果である。ステーブルコインが銀行預金と対比において原理的に「単一性」を欠く存在とは言えないように思われる。

もある。しかし、ステーブルコインの償還が殺到した場合にどのような状況が生じるだろうか。例えば、ステーブルコインを大量に発行している X 社に対して、その準備資産の質に不安を感じた保有者が償還を求める。こうした動きが SNS 等で共有され、X 社への償還請求が雪だるま式に増加する。準備資産の相当部分は国債であろうから、X 社は国債を市場で売却して現金に換えて償還に応じる。国債価格は下落し、金利は上昇するだろう。こうしたリスクについては、制度設計においても十分な考慮が必要であろう。預金保険的な制度の導入や、中央銀行による流動性供給といった措置は、コストやモラルハザードとのトレードオフに留意しつつも、その適否を検討してもよいのではないかと。他方で、こうしたリスクを過大評価することも避ける必要はある。通常の民間銀行は、預金の大部分は貸出に回し、準備金は一部だけという、いわゆる部分準備銀行 (fractional-reserve bank) として活動している。ステーブルコインの発行主体は、法律上、発行額相当の全額準備が求められており、その意味では通常の民間銀行との比較において取り付けの発生の蓋然性は低いはずである。こうした本来有するステーブルコインの頑健性を保つためにも、準備資産の十分な監督と頻繁な情報公開は重要であろう。

4. 多国間送金イニシアチブ

4.1 mBridge

mBridge はもともと香港金融管理局 (HKMA) とタイ中央銀行 (BOT) の共同プロジェクトを源流とする。両当局は 2019 年にクロスボーダーコリドーネットワークというプロトタイプを開発。その後、2021 年に中国人民銀行と UAE 中央銀行も参加。多国間クロスボーダー決済の研究が進められ、2022 年夏には商業銀行も参加する形でパイロット実験が行われた。その後、2024 年にサウジアラビア中央銀行も参加している。mBridge は二層構造であり、一層目は国内の中央銀行と商業銀行の間のホールセール型 CBDC ネットワーク。二層目は、mBridge ネットワークとよばれるオフショアのコリドーネットワークだ。分散型台帳が利用される。

mBridge の中核が中国人民銀行である点は疑いがない。中国は CBDC の準備を率先して進めており、各国の CBDC をベースにしつつ、それを mBridge ネットワークで架橋することは、決済の効率化・迅速化と共に、ドル決済にとまらぬ米国の管理・容喙から解放されるという意味で地経学的なメリットは大きい。

米国を含む西側の金融制裁に苦しむロシアは、2024 年 10 月の BRICS 首脳会議において、mBridge 技術に基づき米国等の制裁を受けない形で BRICS 諸国間の送金・決済ができるような BRICS Bridge の早期立ち上げのための議論が行われるように動いていたと思われる。しかし、2024 年 10 月の BRICS 首脳会談でそれが真剣に議論された、あるいは前向きな結論が得られた、という情報は確認できない。制裁回避の動きと取られれば米国の強い反発も予想される中で、BRICS も一枚岩とはなれなかった可能性がある。他方で、2024 年 10 月 31 日、それまで mBridge をコーディネーターとして支援してきた BIS が、mBridge からの脱退を表明した。BIS のアグスティン・カルステンズ総支配人 (当時) は、撤退の理由について「失敗したからでも、政治的配慮のためでもなく、私たちが 4 年間関わってパートナーたちが自分たちで運

営できる水準に達したためだ」と説明した⁴²。BISは、mBridgeを含む自らの活動は制裁逃れ等のためではないという点はこれまでも強調していた。米国の制裁から自由になるためのBRICS Bridgeの推進というロシアの主張が、BISのmBridgeへの関与継続を難しくした可能性は否定できないだろう。

4.2 アゴラ

西側諸国も分散型台帳技術を用いた国際的なプラットフォームの研究を行っている。プロジェクト・アゴラと呼ばれる国際実験プロジェクトには、日、米、英、仏（ユーロ）、韓、墨、スイスという7法域の中央銀行と、複数の民間金融機関の、合計50近い機関が参加している。分散型台帳を応用して共通プラットフォームを作り、その上に7つの中央銀行預金口座、40ほどの民間金融機関の預金口座を載せて、通貨交換を伴うクロスボーダー送金を24時間いつでもできるようなインフラ構築を目指すものだ。分散型技術を用いたプラットフォーム上で権利移転される銀行預金は「トークン化預金」と呼ばれるが、プログラマブル⁴³である点が特徴である⁴⁴。日本銀行は、プロジェクト・アゴラが「統合台帳」というコンセプトの有効性を検証する目的で始まったものである点を強調するが、これもやはり、mBridge、あるいはBRICS等による新たな決済システム構築の可能性を前に、地経学的考慮が皆無とはいえないであろう。

5. 通貨覇権とデジタル通貨

5.1 通貨覇権

現在、ドルは基軸通貨だ。世界の準備資産に占める米ドルの比率はピークより10%強低下したが、現在でも60%近い。2位のユーロは20%程度、人民元に至っては2%程度だ。外国為替市場取引における通貨別シェアも、米ドルは89%であり⁴⁵、2位ユーロの29%、3位日本円の17%。4位英ポンドの10%、5位人民元の9%を大きく上回っている⁴⁶。経済規模においても、中国が世界の17%とその地位を上げたけれども、米国は26%と1位を維持している。基軸通貨に強い「慣性」が働くことも考えれば、現時点ではドルの基軸通貨としての地位は安泰であろう。

ドルに挑戦し得る通貨としてはユーロと人民元が挙げられる。しかし、ユーロに関しては、通貨統合には成功したものの、財政の統合は進んでいないという跛行性が弱点として残る。欧州共同債券の発行など財政の部分的な統合への兆しはみられるものの、現時点ではそうした動きは限定的だ。人民元については、最大の障害は、国際化に向けた当局の意思であろう。オフショア市場での人民元利用の促進や、2015年にはIMFの特別引出権（SDR）の構成通貨となることが決定する（そして2016年にSDR構成通貨と

⁴² BIS、中銀デジタル通貨の国境を越えた決済基盤プロジェクトから撤退、2024年11月1日、ロイター、

<https://jp.reuters.com/markets/japan/funds/J546D4OGRZIYPAXPYOGCHQBO7U-2024-10-31/>

⁴³ 分散型台帳に契約ルールやロジックを書き込んでおくことで、一定の条件を達成した場合に自動的な取引や処理が実行される仕組みのこと。取引の迅速化、改ざん防止、複雑なオペレーションの過誤なき遂行などが可能となる。

⁴⁴ 【講演】武田決済機構局長「技術革新と地政学リスクの下での通貨・決済システムの未来」（FISC講演）、2025年7月31日、日本銀行、https://www.boj.or.jp/paym/release/p_rel250731a.htm

⁴⁵ 外国為替取引は、一つの取引が二つの通貨間の取引となるため、シェアの合計は200%となる。

⁴⁶ 「2025年BIS世界外国為替市場調査について」橋本将司、2025年10月10日、国際通貨研レポート、<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2025/nl2025.42.pdf>

なる) など、国際化に向けた一定の進展はみられるが、オンショアを含めて、人民元が真に自由で使いやすい通貨となるための規制緩和を含めた当局の努力は、現状まだ不十分と言わざるを得ない。ロバート・マンデルの国際金融のトリレンマに即して考えれば、「為替の安定」と「金融政策の自由」を重視する中国は、「資本移動の自由」を制限することがままある。2015年の人民元ショックに際して、外資企業も含めて中国から国外への送金が制限され事業活動に制約がかかった事例は記憶に新しい。さらには、中国の国家体制、透明性、法治主義が貫徹されるかといった問題に関する本質的な懐疑も、人民元が基軸通貨となるにあたっての懸念点となるであろう。

以上のとおり、基軸通貨としてのドルの地位は当分安泰だと考えられるが、注意が必要なのは、基軸通貨としてドルを全面的に代替する新たな基軸通貨の誕生の可能性ではなく、貿易、送金、外貨準備といった個別の取引において徐々にドルの比率を下げようとする各国の動きだ。ドルが基軸通貨であることで、米国は、海外からの低利の借り入れという「法外な特権」を得るだけでなく、金融制裁などドルを「武器化」することで地経学上の大きな利益を得ている。2024年にウクライナを侵略したロシアは、SWIFTからの排除と、海外の外貨資産の凍結という厳しい制裁に直面した。ドルの「武器化」に苦しんだロシアがBRICS Bridgeなどドル以外の決済ネットワークを志向したのは、ドルから基軸通貨の王冠を奪い取りたいからではなく、ロシアが米国による通貨の「武器化」に晒される範囲を少しでも狭めたいからだ。同様のインセンティブをもつ中国も、貿易決済における通貨建値を、以前は8割程度が米ドルであったところを近時は半分程度を人民元建とすると共に、外貨準備もドルの比率を下げつつ、他通貨や金の割合を増やしている。また、上海国際エネルギー取引所(INE)で2018年から人民元建の原油先物取引が開始されると共に、サウジアラビアとの間での人民元建て原油取引の検討についても報道されている。さらに、西側であるEUも、トランプ第2次政権による一方的な関税賦課、グリーンランド所有の脅し、といった米国第一主義の強風を前に、欧州の戦略的自律の必要性が意識され、そのような認識は、デジタルユーロの推進を後押しするものとなっていよう。

5.2 終わりに

デジタル通貨の議論は、当然に技術的要素が強い。技術的にフィージブルでなければ実現不可能であり、技術的妥当性を巡る検討・議論は大変重要だ。また経済合理性、金融システム全体への影響も十分に考慮されなければならない。同時に、現実の国際政治の中で、デジタル通貨がもつ地経学的な影響も無視できない。中国は、(厳密なCBDCから軌道修正を図りつつ)デジタル人民元を引き続き推進し、mBridgeを含むホールセールでの非ドル決済のネットワークを模索している。欧州は、米国のプラットフォームによる支配を警戒しつつ、CBDC形式でのデジタルユーロを2029年に導入すべく、制度設計と実証を進めている。米国は、政権交代に伴う思想的な方向転換も経験しつつ、競争力ある民間の活力をいかし、現在の基軸通貨ドルの力をさらに強化すべくステーブルコインの振興に取り組んでいる。ドルステーブルコインの拡大は、信頼できる通貨を持たない途上国等においてドル化を促す可能性があり、途上国政府自体の主体的な意思決定を欠くドル化は、各国の通貨主権を脅かすものともなり得る。デジタル通貨として、有望なCBDC、ステーブルコイン、トークン化預金。異なる国が異なる手段を採用し、各国間で競争と共存が図られ、さらに通貨間の競争と、クロスボーダー取引円滑化のためのプルリ、マルチの協働も同時に進む。技術、経済、地経学が織りなす通貨の複雑な織物。その模様はまだはっきりとは見えないが、我が国としても、広い視座から主体的に検討を進めて行く必要がある。

参考文献

Kenneth Rogoff, *Our Dollar, Your Problem*, Yale University Press, 2025

Daniel W. Drezner, Henry Farrell, Abraham L. Newman, *The Uses and Abuses of Weaponized Interdependence*, Brookings Institution Press, 2021

Paul Blustein, *King Dollar*, Yale University Press, 2025

Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege*, Oxford University Press, 2011

Susan V. Scott and Markos Zachariadis, *The Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT)*, Routledge, 2014

Juan C. Zarate, *Treasury's War*, PublicAffairs, 2013

大塚雄介 『いまさら聞けないビットコインとブロックチェーン』 ディスカヴァ・トゥエンティワン
2025年

大矢伸 『地経学の時代』 実業之日本社 2022年

(2026年2月18日・記)

図目次 (第1部)

図 1	各国・地域の実質 GDP 成長率予測の変化 (1 月 IMF 予測と 2 月 Bloomberg 調査の比較)	15
図 2	先進国と主な新興国における対米ドル変動率 (2019 年 1 月比)	16
図 3	ドル円レート乱高下の背景 円売り持ちポジションの積み上がりと解消	17
図 4	各国中央銀行の金融政策シナリオとインフレ率および主要国の実質金利推移	19
図 5	各国インフレ率 サービス価格低下の鈍さから先進国で根強いインフレが続く	19
図 6	国際商品価格の推移 (2 月 16 日時点)	20
図 7	アナリストの商品価格予想 (2 月 18 日時点)	20
図 8	日本経済予測表 (2025 年 10-12 月期 GDP 一次速報公表後)	21
図 9	物価上昇は鈍化傾向も実質金利のマイナス続く。日米金利差縮小観測から円は底堅い推移	22
図 10	米国の GDP・雇用・消費者物価指数・政策金利	23
図 11	実質 GDP 成長率 (左上)、鉱工業生産 (右上)、小売売上高 (左下)、貿易収支 (右下)	25
図 12	ユーロ圏の消費者物価指数 (左)、ECB の金融政策 (右)	26
図 13	中国の GDP 成長率・工業生産・小売売上高・PMI の推移	27
図 14	中国の消費者物価指数 (左)、政策金利と為替の推移 (右)	28
図 15	ASEAN 各国の実質 GDP 成長率 (実績) (前年比、%)	29
図 16	ASEAN 各国のインフレ率 (前年度比)	30
図 17	ASEAN 各国の政策金利 (%)	31
図 18	豪州の GDP 成長率・家計消費・消費者物価上昇率・輸出額推移 (仕向け国・地域別)	32
図 19	貿易収支 (左) インド中銀は物価低下を受けて金融緩和政策へ (右)	33
図 20	インフレ率低下が続くが、リラは最安値を更新	34
図 21	メキシコの自動車生産台数 (左)、消費者物価指数と政策金利の推移 (右)	35

引用・参考文献（第1部・第2部）

第1部 グローバル経済の現状と見通し

- ・ Bloomberg, <https://www.bloomberg.co.jp/>
- ・ CEIC, <https://www.ceicdata.com/ja>
- ・ IMF, World Economic Outlook, January 2026

【全体のポイント】

- ・ CFTC (Commodity Futures Trading Commission)
- ・ 日本銀行

【日本】

- ・ 内閣府「四半期別 GDP 速報」
- ・ 総務省

【米国】

- ・ 米国商務省経済分析局, <https://www.bea.gov/>

【欧州】

- ・ 英国統計局, <https://www.ons.gov.uk/>
- ・ ECB 欧州中央銀行, <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

【中国】

- ・ 2024 年政府活動報告
- ・ 中国国家統計局, <http://www.stats.gov.cn/>

【ASEAN 主要国】

- ・ インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム 各国中央銀行

第2部 デジタル通貨と通貨覇権 –CBDC、ステーブルコインと地経学–

- ・ Kenneth Rogoff, Our Dollar, Your Problem, Yale University Press, 2025
- ・ Daniel W. Drezner, Henry Farrell, Abraham L. Newman, The Uses and Abuses of Weaponized Interdependence, Brookings Institution Press, 2021
- ・ Paul Blustein, King Dollar, Yale University Press, 2025
- ・ Barry Eichengreen, Exorbitant Privilege, Oxford University Press, 2011
- ・ Susan V. Scott and Markos Zachariadis, The Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT), Routledge, 2014
- ・ Juan C. Zarate, Treasury's War, PublicAffairs, 2013
- ・ 大塚雄介 『いまさら聞けないビットコインとブロックチェーン』 ディスカヴァ・トゥエンティワン 2025 年
- ・ 大矢伸 『地経学の時代』 実業之日本社 2022 年

- ・ブルームバーグニュース 2026 年 2 月 9 日、中国が米国債の保有抑制を銀行に促す、市場リスクで一関係者、<https://www.bloomberg.com/jp/news/articles/2026-02-09/TA6GQAT9NJLS00>
- ・“A Users Guide to Restructuring the Global Trading System”, Stephen Miran, November 2024, Hudson Bay Capital、https://www.hudsonbaycapital.com/documents/FG/hudsonbay/research/638199_A_Users_Guide_to_Restructuring_the_Global_Trading_System.pdf
- ・ビットコイン「解説可能」波紋、2026 年 2 月 12 日、日本経済新聞、https://www.nikkei.com/article/DGKKZO94360120S6A210C2ENI000/?n_cid=dsapp_share_ios
- ・中央銀行デジタル通貨に関する日本銀行の取り組み方針、日本銀行 2020 年 10 月 9 日、<https://www.boj.or.jp/paym/digital/rel201009e.htm>
- ・中央銀行デジタル通貨、日本銀行、<https://www.boj.or.jp/paym/digital/index.htm>
- ・【講演】内田副総裁「業務からみた日本銀行」（日本金融学会）、2025 年 6 月 7 日、日本銀行、https://www.boj.or.jp/about/press/koen_2025/ko250607a.htm
- ・「中央銀行デジタル通貨に関する 日本銀行の取り組み」2026 年 2 月 2 日、日本銀行決済機構局、<https://www.boj.or.jp/paym/digital/dig260203b.pdf>
- ・「SEC によるビットコイン ETF 却下は不当、米高裁が判決」2023 年 8 月 30 日、ロイター、<https://jp.reuters.com/markets/currencies/II4NHQSWWJKXLNM5N7TWGDO2FI-2023-08-29/>
- ・Strengthening American Leadership in Digital Financial Technology、2025 年 1 月 23 日、ホワイトハウス、<https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/01/strengthening-american-leadership-in-digital-financial-technology/>
- ・Establishment of the Strategic Bitcoin Reserve and United States Digital Asset Stockpile、2025 年 3 月 6 日、ホワイトハウス、<https://www.whitehouse.gov/presidential-actions/2025/03/establishment-of-the-strategic-bitcoin-reserve-and-united-states-digital-asset-stockpile/>
- ・「トランプ政権における暗号資産政策」2025 年 9 月 11 日、日本総研、谷口栄治、<https://www.jri.co.jp/MediaLibrary/file/report/researchfocus/pdf/16103.pdf>
- ・「中央銀行デジタル通貨に関する 日本銀行の取り組み」2026 年 2 月 2 日、日本銀行決済機構局、<https://www.boj.or.jp/paym/digital/dig260203b.pdf>
- ・Ibid
- ・「中央銀行デジタル通貨とステーブルコイン 競合か共栄か」2025 年 11 月 28 日 ウェビナー、国際通貨研究所、<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2025/nl2025.46.pdf>
- ・「新しいステーブルコイン規制の概要～令和 4 年資金決済法等改正法・FATF 勧告対応法の施行を踏まえて～」金融ニューズレター_2023 年 8 月 7 日号、西村あさひ法律事務所、https://www.nishimura.com/sites/default/files/newsletters/file/finance_law_230807_ja.pdf
- ・JPYC 会社情報、<https://corporate.jpypc.co.jp/company>
- ・JPYC HP、<https://jpypc.co.jp/>
- ・【国内初】日本円ステーブルコイン「JPYC」および発行・償還プラットフォーム「JPYC EX」を正式リリース、2025 年 10 月 24 日、JPYC プレスリリース、<https://corporate.jpypc.co.jp/news/posts/jpypc-ex-launch>
- ・複数の銀行による共同でのステーブルコイン発行とクロスボーダー決済の高度化に係る実証実験が金融庁「FinTech 実証実験ハブ」の支援案件に採択、2025 年 11 月 7 日、3メガ等の共同プレスリリース、<https://www.bk.mufg.jp/news/news2025/pdf/news1107.pdf>

- Hagerty, Gillibrand Statement on GENIUS Act、2025年5月16日付のハガティ上院議員ステイトメント、
<https://www.hagerty.senate.gov/press-releases/2025/05/16/hagerty-gillibrand-statement-on-genius-act/>
- ステーブルコイン法が成立、トランプ氏署名ー「ドルの地位を守る」、2025年7月19日、ブルームバーグ、
<https://www.bloomberg.com/jp/news/articles/2025-07-18/SZM468GPL3X300>
- 「米国初の包括的ステーブルコイン法制 GENIUS Act (ジーニアス法) の概要」、2025年8月25日、渥美坂井法律事務所・外国法共同事業ニュースレター、
https://www.aplawjapan.com/application/files/4517/5610/1069/Newsletter_FIN_023.pdf
- Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) 、European Securities and Markets Authority のウェブサイト、
<https://www.esma.europa.eu/esmas-activities/digital-finance-and-innovation/markets-crypto-assets-regulation-mica>
- Hong Kong Monetary Authority - Regulatory Regime for Stablecoin Issuers、香港金融管理局のウェブサイト、
<https://www.hkma.gov.hk/eng/key-functions/international-financial-centre/stablecoin-issuers/>
- 三菱 UFJ 銀行など世界大手 10 行、G7 通貨連動のステーブルコイン検討へ、2025年10月11日、日本経済新聞、
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOCD1100B0R11C25A000000/>
- Group of leading international banks explores issuance of a 1:1 reserve-backed form of digital money、2025年10月10日、BNP Paribas プレスリリース、
<https://group.bnpparibas/en/press-release/group-of-leading-international-banks-explores-issuance-of-a-1-1-reserve-backed-form-of-digital-money>
- III. The next-generation monetary and financial system BIS Annual Economic Report 2025、BIS、2025年6月24日、
<https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2025e3.htm>
- B I S、中銀デジタル通貨の国境を越えた決済基盤プロジェクトから撤退、2024年11月1日、ロイター、
<https://jp.reuters.com/markets/japan/funds/J546D4OGRZIYPAXPYOGCHQBO7U-2024-10-31/>
- 【講演】武田決済機構局長「技術革新と地政学リスクの下での通貨・決済システムの未来」(FISC 講演)、2025年7月31日、日本銀行、
https://www.boj.or.jp/paym/release/p_rel250731a.htm
- 外国為替取引は、一つの取引が二つの通貨間の取引となるため、シェアの合計は200%となる。
- 「2025年 BIS 世界外国為替市場調査について」橋本将司、2025年10月10日、国際通貨研レポート、
<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2025/nl2025.42.pdf>

執筆担当者

(氏名あいうえお順：所属、担当・執筆分野、メールアドレス)

阿部 智史：情報調査室、ASEAN、abe.tomofumi@sojitz.com

板倉 嘉 廣：情報調査室、統括（編集）、マクロ見通し・中国・インド、itakura.yoshihiro@sojitz.com

大矢 伸：情報調査室、統括（全体調整）、巻頭言、第2部特集、oya.shin@sojitz.com

菊池 しのぶ：情報調査室、編集・校正、kikuchi.shinobu@sojitz.com

堺 薫：情報調査室長、統括（全体調整）、sakai.kaoru@sojitz.com

高 橋 朗：官民連携室グループ長、メキシコ、takahashi.ro@sojitz.com

鳥生 毅：統括本部長、主査、toriu.tsuyoshi@sojitz.com

萩野 文子：情報調査室、統括（編集）、日本・米国・豪州・トルコ、hagino.ayako@sojitz.com

平田 明日香：情報調査室、統括（全体調整）、欧州、hirata.asuka@sojitz.com

双日総研

季 報 第 17 号

発行日：2026年2月27日

発行：株式会社双日総合研究所

〒100-8691

東京都千代田区内幸町二丁目1番1号 飯野ビルディング

発行人：吾妻 浩二

編集人：鳥生 毅

TEL：03-6871-2808

mail：soken@sojitz.com

<https://www.sojitz-soken.com/>

©株式会社双日総合研究所 2026

本稿は情報提供のみを目的として作成されたものであり、双日株式会社及び株式会社双日総合研究所の見解を代表するものではありません。当社が信頼できると判断した各種データおよび資料に基づき作成しておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。レポートのご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。なお、無断引用および転載はお断り致しております。

表紙：横浜夕景

QUARTERLY REPORT
F E B R U A R Y 2 0 2 6



New way, New value

株式会社 双日総合研究所
Sojitz Research Institute, Ltd.