

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。これらは米国内のコルレス銀行を經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も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、Progmatt 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取られてしまう。また三菱 UFJ 信託銀行や、同行が最大出資者である Progmatt 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り、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、ドル決済にともなう米国の管理・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言い難いであろう。

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的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る。

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)