

基礎研 レポート

ドル基軸通貨体制の行方 人民元の国際化とSDRの可能性

専務理事 樋 浩一
(03)3512-1830 haji@nli-research.co.jp

1——存在感高まる中国経済

1 | はじめに

世界経済の構造は、新興国経済の拡大によってこれまでの日米欧を中心とする先進工業国を中心とするものから大きく変化している。このような世界経済の変化は、人口規模の大きな新興国通貨の重要性を高め、第二次世界大戦後続いてきた米ドルを基軸通貨とする現在の国際通貨体制を変えていく可能性が高い。国際通貨体制の未来には、いくつかの可能性があるが、過去の歴史のように経済的覇権国の通貨を基軸通貨として使用するよりは、人工的な国際通貨を創設する方が世界経済全体にとって望ましいと考えられる。今後中国などの新興国が経済的覇権を握り、それによって基軸通貨の交代が起こる場合よりは、人工的な基軸通貨の創設の方が日本をはじめとする先進工業諸国にとっても望ましい結果となる可能性が高いだろう。

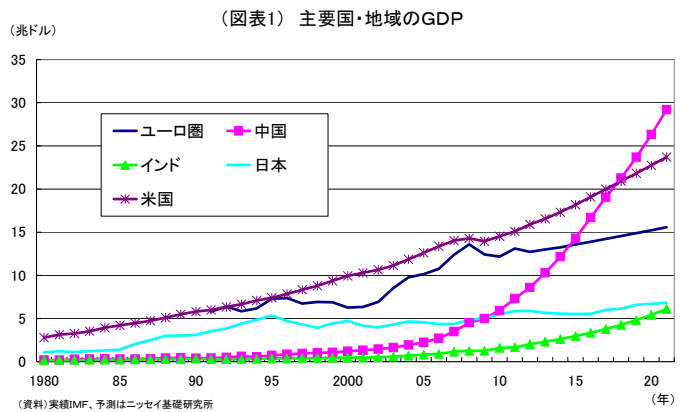
2 | 変わる世界経済の構図

歴史の中で世界経済の中心は大きく移動してきた。二十世紀以降を考えると、第一次大戦を契機に欧州から米国へと経済活動の中心は移動し、第二次世界大戦後には日独が奇跡と呼ばれたほどの発展を遂げている。1980年代にはNIEsと呼ばれた新興工業経済が急速に発展し、その後中国、インド、ブラジル、ロシアなどの新興国が急成長を遂げたことで、日米欧を中心とした世界経済の構造は大きく変わった。近年ではリーマンショックや欧州債務危機で先進工業国経済が混乱を続ける中で、世界経済における新興国の存在感は急速に高まっている。

とりわけ中国経済の拡大は著しく、1980年に2025億ドルに過ぎなかったGDP規模は、2010年には5兆9304億ドルに達し、日本を抜いて世界第二の経済大国となった。中国経済は今後人口構造の高齢化や先進諸国へのキャッチアップ局面が終わりに近づくことなどによって、次第に成長率が低下していくと予想されるが、それでも世界経済に占める地位は着実に高まっていくだろう。中国が徐々

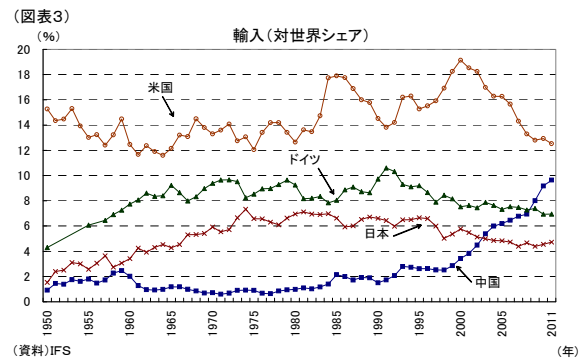
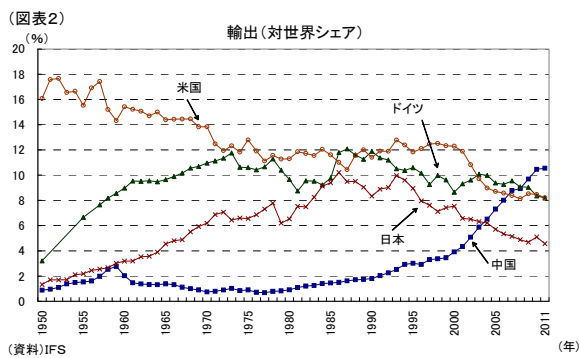
にはあるが人民元の国際化を進めるというシナリオの下では、人民元の対ドルレートが上昇していくこともあって、国際比較に使われるドル建ての中国経済の規模は高い伸びを続けると予想される。

2020年頃になると中国経済の規模は米国とほぼ並ぶ程度になるだろう。人口規模が中国は2011年時点で13.4億人であり、それぞれ約3億人強である米国とユーロ圏の人口の約4倍と大きいことから、一人当たり所得が先進諸国を大きく下回っていても、国としての経済規模は米国やユーロ圏を抜いて十分世界第一位になりうる。



3 | 国際取引における存在感の増大

国際貿易面でも中国の存在感は大きくなっており、安価な人件費を武器に輸出を急速に拡大したことから、1985年に250億ドル程度だった輸出額は、2011年には1兆8984億ドルに達している。輸出額はドイツやアメリカを抜いて2009年には世界一位となった。国内生産に必要な部品や原材料の輸入の増加や、所得水準の上昇による国内で使用する消費財輸入の増加によって、輸入金額も拡大を続けており、1985年に380億ドルだった輸入金額は、2011年には1兆7435億ドルにまで拡大しており、輸入金額でも米国に次ぐ世界第二位になっている。



今後も中国経済が拡大を続けることによって各国と中国との貿易量は拡大を続けるはずだ。日本や韓国をはじめとした中国周辺各国を中心に、自国通貨と米ドルとの間の為替レートよりは、人民元との間の為替レートが輸出入を通じて各国経済により大きな影響を与えるようになる。各国通貨の対元レートを安定化させることが各国経済や企業にとって大きな意味を持つようになる。輸入側は自国通貨建ての取引を好む傾向があり、中国の輸入が増加することで人民元建ての貿易が次第に拡大すると予想される。

中国との貿易量の増加によって人民元と各国通貨との決済が拡大するが、これまで行われてきたよ

うに米ドルを介して決済を行うよりは、直接各国通貨と人民元の間で決済の方がコストが安くなっていくだろう。元建て貿易の拡大も各国と中国との貿易決済に元を使用することを促進する。輸出で入手した余剰な元資金の運用や、輸入の支払いに必要な元を一時的に借り入れるなどの金融取引の必要性も増加する。輸出入という実物取引の決済に元が使われることが増えることが、元の金融取引の拡大をもたらすはずである。

中国政府はこれまで人民元の国際化を緩やかに進めてきた。ひとつの理由は、1997年のアジア通貨危機の経験から、急速な金融自由化が国内経済の混乱を引き起こすリスクを懸念しているためである。また、中国は為替市場への強力な介入を行うことによって、人民元の為替レートの変動を抑制するとともに元の水準を割安に維持して外需主導の経済成長を続けてきたが、金融取引の自由化を進めると、このような人民元レートのコントロールは困難になっていくからだ。

しかし、長年にわたって為替市場で大量の介入を行ってきたことから、中国の外貨準備は2012年6月末現在で3兆2400億ドルにも達しており、これを米ドルやユーロなどで保有することは、為替変動による損失のリスクを高めている。中国は外貨準備の分散を図っており、日本国債を購入して円の保有を増やしているだけではなく、金の保有も増やしている。これが、このところの国際的な金価格の上昇の一因といわれている。しかし、中国の外貨準備は巨額に達しており、このような準備通貨の分散には限界がある。

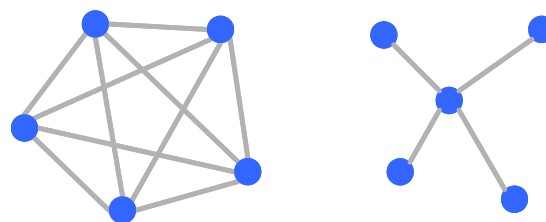
また、海外との元の取引が拡大していることで、為替市場や国内金融市場をコントロールすることは次第に困難になってきている。安い元の持続によって輸出主導の経済成長を望む国内の声への配慮も必要ではあるが、中国が次第に元の国際的な金融取引を自由化する方向に進んでいることは確かだ。2012年6月からは東京市場で円と人民元の直接取引が始まった。中国の金融取引自由化は緩やかにしか進まないが、長期的には現在とは比べものにならないほど取引の利便性が高まるだろう。中国経済が世界経済の中で存在感を高めることによって、人民元の通貨としての地位が次第に高まり、国際金融市場の構造を大きく変え、国際通貨体制にも大きな影響を与える可能性が高い。

2—ドル基軸通貨体制への影響

1 | 基軸通貨誕生の背景

世界中の国々がそれぞれ通貨取引を直接行うと、図表4の左の画のように非常に多くの組み合わせが必要になる。小規模な経済間の外国為替取引最金額は少ないので、こうした取引のコストは高くなってしまふ。図表4の右の画のように、取引量の多い通貨を媒介にして小規模な経済の通貨間の取引を行えば、全体の取引費用を引き下げることが可能になる。

(図表4) 通貨間取引のイメージ



る。取引額が少ない市場では、たまたま大規模な取引が行われたりすると需給関係が大きく変化する

ので相場が大幅に変化してしまい不安定になりやすいが、中心となる通貨を媒介に取引を行えば、こうした問題を回避できるというメリットもある。

世界の航空路線はハブ空港を中心にできあがっており、全ての主要空港間を結ぶ路線があるわけではないように、通貨間の取引も中心となる通貨との取引が圧倒的で、周辺通貨間の取引額はごく僅かだ。航空路線のハブ空港のように、国家間をまたがる貿易や金融・資本取引に使われる国際通貨のなかでも、取引が圧倒的に集中しているものが基軸通貨である。

一般に、通貨が果たす機能として、①計算単位、②支払い手段、③価値保蔵手段という、3つの機能が指摘される。さらに国際通貨として国家間の取引に使われるためには、その通貨を多くの国や人々が受け入れるという一般受領性が必要だ。基軸通貨は、民間レベルでは、①貿易取引における契約通貨、②銀行間の国際決済における決済通貨、③国際金融市場における投資通貨という3つの機能を持ち、公的レベルでは、①基準通貨として各国通貨の価値基準となる、②介入通貨として各国通貨の対外的価値を安定化するための介入に使われる、③準備通貨として各国の通貨当局に对外準備資産として保有される、ことになる。こうした目的のためには、①通貨価値が安定していること、②対外取引規制の無い金融制度の存在、③発達した為替市場と金融・資本市場が存在すること、が必要だ。

国内的な通貨価値が安定しているためには、政府・中央銀行が長期間にわたって安定的なマクロ政策を運営していることが必要で、それが将来も続くという信頼が国際的に醸成されるには、政治的な安定も欠かせない。また対外的な価値が安定的であるためには、経常収支が黒字で対外資産の蓄積があることが求められる。海外からの軍事的な攻撃などに対しても安全であるという観点からは、軍事的な覇権国であることも重要な要素であり、その時代の、経済、政治、軍事的な覇権国の通貨が基軸通貨になるという考えもある。

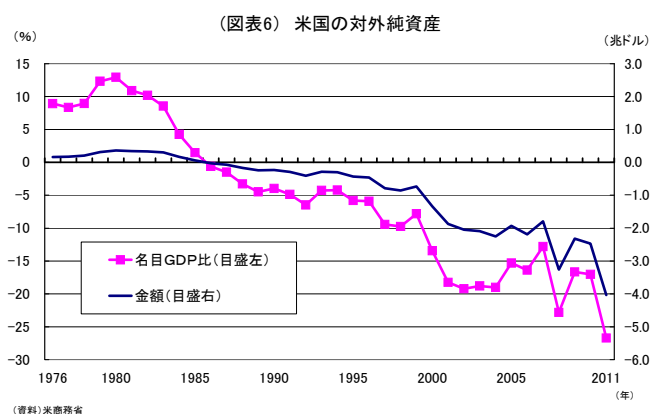
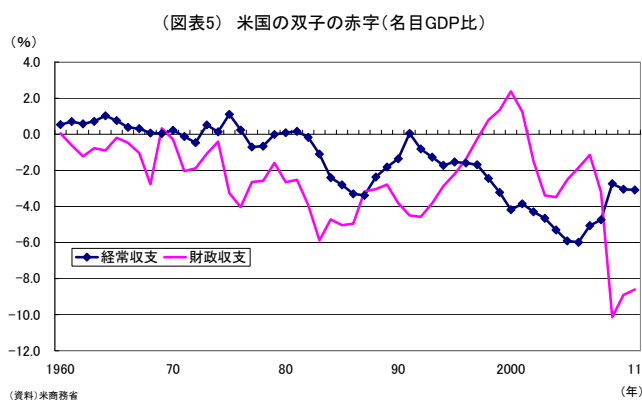
第二次世界大戦によって欧州各国経済が大打撃を受けて、米国経済が圧倒的な優位を確立すると、米ドルは英国のポンドに代わる基軸通貨の座を確かなものとした。第二次世界大戦後に構築されたブレトン・ウッズ体制は、米国が世界の金の四分の三程度を保有するという状況下で、各国が米ドルとの為替レートを固定するとともに、米国は金1オンスを35ドルに固定するという間接的な金本位制であった。米ドルの価値の安定性は、金1オンスを35ドルに固定するという金との交換性によって担保されており、これを支えるために米国が節度のある金融・財政政策を行うことが前提となっていた。

2 | ドル基軸通貨体制の揺らぎ

欧州各国が第二次世界大戦の荒廃から徐々に立ち直ったことや、米国が覇権国として世界経済や世界政治を安定させるための負担が拡大したことは、米国経済の相対的な地位の低下を招き、ドルが基軸通貨としての地位を維持することを次第に困難にして行った。

敗戦国であったドイツと日本が驚異的な回復と発展を遂げて経済規模を拡大し、国際貿易面では、日本の発展や欧州各国の復興によって米国企業の競争力は相対的に低下し、米国の貿易収支は黒字から赤字へと転換して行った。また、米国はソビエト連邦や中国と対抗する市場主義経済国のリーダー

として軍事的な負担や経済援助などの外交的な負担も大きかった。ベトナム戦争は軍事費の負担だけでなく、徴兵などの社会的な負担や国内の対立が引き起こした経済活動へのマイナスの効果も大きかったとされる。1960年代後半になると、米国は経常収支赤字が常態化するようになりドルの信認は揺らぎ始めた。ドルと金の交換性を維持することは次第に困難になり、1968年には金の二重価格制度に移行した。その後も、フランスが外貨準備の米ドルと金との交換を要求し続けたことから、米国は1971年には金ドル交換の停止を宣言せざるを得なくなった。



金ドル交換の全面的な停止によって、各国通貨の価値を決める絶対的な基準は無くなり、各国通貨の価値の基礎には経済的な覇権を持つ米国の通貨であるドルとの交換性だけが残り、皮肉なことに真の意味のドル本位制度ができあがった。しかし、それは不安定なものでスミソニアン体制は短期間で崩壊し、変動相場制へと移行した。

米ドルは、ニクソンショックを初めとして、その後も双子の赤字問題とプラザ合意、ユーロの誕生、リーマンショックなど、何度も信認を揺るがす事態が起こったにも関わらず、他に代わる通貨がないこともあって基軸通貨として生き延びてきた。冷戦構造は市場主義国陣営の結束を固める方向に働き、計画経済の崩壊やユーロの誕生に対しても、1990年代以降の米国経済の復活がドルの地位を守る力となった。ユーロ圏の財政危機が深刻化していることで、現在の世界経済には米ドルに対抗するような通貨は見当たらない状況にある。しかし、米国経済の地位が相対的に低下していけば、ドルの地位はさらに不安定なものとなり、ドル基軸通貨体制が永久に続くとは限らないのは明らかだろう。

3 | 基軸通貨誕生の条件

現在でも米国経済は、GDPの規模と輸入金額が世界第一位で、輸出金額が世界第三位という実物取引の規模の大きさに加えて、国際金融取引の中心となっている。しかし、経常収支の赤字が長年続き、1986年には対外債務額が対外資産額を上回る純債務国となっており、2011年の対外純債務額は4兆ドルを超え、名目GDPの3割近くにも達している。米ドルは、もはや「基軸通貨となるための条件」として指摘される要件を満たしていないことになる。

しかし、「基軸通貨となるため」の条件と、「基軸通貨であるため」の条件は同じではない。一度基軸通貨となってしまえば、基軸通貨となるための条件を満たさなくなっても、基軸通貨であり続ける

ことが可能だからだ。これは、多くの国が貿易や金融取引のためにドルを利用している状況下では、一か国だけが他の通貨で決済をしようとしても相手がおらず、既存の基軸通貨を利用し続ける方が便利だという慣性が働くからだ。現在の国際金融市場は米ドルによる取引を前提に複雑・高度に発展しており、他の通貨がこれに対抗する市場機能を形成するのは容易ではない。

しかし長期的に考えれば、人民元などの新興国通貨が基軸通貨となる可能性は十分あるだろう。中国経済は、GDPの規模が世界第二位で、輸出金額が世界第一位、輸入金額も世界第二位であり、既に実物取引の規模は十分大きい。将来、中国のGDP規模が米国を抜いて世界第一位になると予想され、輸出入も含めて、すべての面で米国経済を規模で凌駕する可能性が高いことを考えれば、取引規模の点でも米ドルを経由せず、直接各国通貨と人民元を取引する方がコスト面で有利になってくる可能性が高い。元と各国通貨との直接取引の増加が、それに付随する金融取引を徐々に拡大させ、周辺的な金融市場が発達していくと予想される。

近年の中国の経常収支黒字は巨大な規模となっており、対外純資産も日本に次ぐ規模に達している。人民元が国際取引に利用されていない唯一の理由は、対外的な金融取引の規制が強いことだが、自由化が進めば基軸通貨としての資格を十分備えることになる。

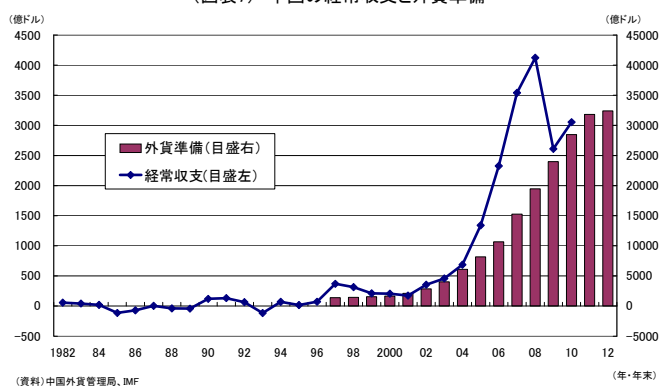
国連の人口予測によれば 2050 年にはインドの人口規模が 16 億 9200 万人に達し、中国の 12 億 9600 万人を上回ると予想されている。

インド経済が順調な発展を遂げれば、インドの GDP も米国やユーロ圏を上回るようになるだけでなく、人口面からすれば中国をも上回る規模になってもおかしくない。米ドル基軸通貨体制は、人民元の挑戦を受けるだけでなく、いずれインド・ルピーからも挑戦を受けることになる可能性が大きいだろう。

基軸通貨としての条件として政治的な安定を考えると、中国には現時点では懸念が残ることは否定できない。一方、国際政治や軍事的な覇権は、中国やインドの経済規模が拡大するにしたがって、次第に欧米からシフトしていくことになるだろう。軍事力を維持するには基盤となる経済力が必要であり、米国と中国やインドとの相対的な経済力の関係は、軍事やそれを背景とした国際政治力にも影響を与えるだろう。

ドルは今後長期にわたって基軸通貨の地位を守り続けるかも知れないが、中国、インドが経済発展を続け米国経済の規模を大きく上回るようになっていけば、信認や安定性の上でドル基軸通貨体制はより不安定なものになっていかざるを得ないだろう。

(図表7) 中国の経常収支と外貨準備



3—基軸通貨と世界経済

1 | 基軸通貨体制の未来

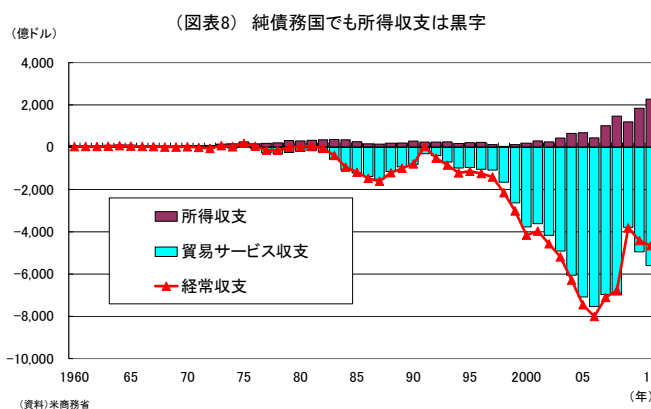
現在のドル基軸通貨体制が不安定なものとなってしまった場合に、国際通貨体制にはこれ以外にどのような将来像があるだろうか。国際通貨制度の未来には、3つの可能性がある。一つは、単独の通貨による基軸通貨体制が維持される場合だ。現在の国際金融制度に詳しい人ほど、米ドルの基軸通貨としての地位が揺るがないという考えを示す傾向があるようだ。しかし、中国などの新興国経済の発展が続けば、まだまだ時間は掛かるものの人民元などの新興国通貨が米ドルに取って代わることは十分あるだろう。

第二は、複数の基軸通貨が並立する体制となることである。米ドルだけでなく、人民元やインド・ルピー、あるいはユーロなど複数の通貨が、国際貿易や国際金融取引に使われるようになるというのも十分可能性がある姿だ。複数の通貨が利用されることには非効率な面もあるが、リスク分散などのメリットがそれを上回る可能性も大きい。ドルに対抗する通貨として期待されていたユーロが、財政危機で大きく躓いたことは、当面第二の可能性を大きく低下させたが、新興国経済の発展は人民元などがドルと並んで利用されるという姿の現実性を高めている。

第三は、米ドルや人民元、ユーロのような特定の国や地域の通貨ではなく、IMFのような国際機関が制御する「世界通貨」とでも呼ぶべきものが生まれることである。国というものの裏づけのない通貨が世界で通用するのかという懐疑論も根強いが、第二次世界大戦後の国際通貨体制を作る際にケインズが提唱したこのアイデアは、現在こそ真剣に議論されるべき国際通貨体制の未来の姿ではないか。人工的な国際通貨を国際取引の決済や外貨準備の中心とすることで、現在のドル基軸通貨体制が抱えている以下のような根本的な問題を解消することが可能になるからである。

2 | 基軸通貨体制の矛盾

ドルを基軸通貨として利用することで、米国とそれ以外の国々とは非対称的な影響を受ける。基軸通貨国である米国の国際収支は、他の国々とは大きく違っている。米国は大幅な経常収支赤字を続けてきたため純債務国となっていることは既に述べたが、それにも関わらず所得収支は黒字を続けている。所得収支は、対外資産から得られる利子や配当の受け取りと、対外債務から生まれる利子や配当の支払いの差額であるから、対外資産が対外債務に対して大きい純資産国は所得収支が黒字で、対外資産が対外債務を下回る純債務国の所得収支は赤字となるのが自然だが、米国の場合にはそうならない。



この原因としては、米国が基軸通貨国であるため債務が米ドル建てであるのに対して、米国が海外に保有している資産は現地通貨建てだということがある。このため、長期的に米ドルが下落してきた

ことが対外資産の収益率を高くしているという指摘がある。これ以外にも、米国が対外資産を形成した時期が比較的早く、日本などが米国に対外資産を形成した時期は比較的新しいので、いまだに収益を回収する時期に至っていないものが多いため、古い時期に形成された米国の対外資産の方が収益率が高いことも原因とされる。

しかし、これ以外にも、各国が外貨準備として保有している米国の資産は、流動性の高い短期の米国債などであるのに対して、米国が各国に保有している資産は、収益性の高い長期の債権や実物資産であることが多い、という差も原因と考えられる。2011年の米国の所得収支は2270億ドルの黒字で、米国の対外資産の収益率が3.5%であるのに、米国の対外債務の平均利回りは2.1%に過ぎない。このような非対称性が生まれるのも、米ドルが基軸通貨であり、各国は支払準備のために収益性が低くても流動性の高い米ドル建て資産を保有する必要があるという理由がある。このため、米国は各国から低金利で資金を調達して、高い金利で貸し付ける形になっており、米国の所得収支が黒字になりやすい原因の一つである。

このような基軸通貨国の特権は、現在は米国が享受していることになるが、将来、中国など別の国の通貨が基軸通貨となれば、特権的な利益は新しく基軸通貨国となる国に移っていく。元々このような特権を得ていたわけではない日本をはじめとする国々にとっては、これによって損にも特にもなるわけではないが、人工的な世界通貨を基軸通貨として利用することにすれば、このような通貨発行益はIMFのような国際機関が手にすることになり、それは世界の国々が共同で使える資金となるので、この面でも世界通貨の創設は望ましいと考えられる。

米ドルという特定の国の通貨を基軸通貨として利用することには、昔から様々な問題が指摘されている。例えば、基軸通貨の価値の安定化のためには基軸通貨国である米国の経常収支が黒字であることが望ましい。しかし、経済の発展につれて世界の貿易取引や金融取引が拡大すれば、それに応じて各国が必要とする外貨準備の規模も拡大するが、米国以外の国々が外貨準備を増やすためには、米国が経常収支の赤字を続けることが必要だ。しかし、米国が経常収支の赤字を続けることは、米国の対外債務が増加を続けて純債務国となり、さらに債務を拡大し続けることを意味しているから、米ドルの信認の低下を招くという矛盾がある。

米ドルを基軸通貨として世界が使用することには、米国の金融政策に世界経済が左右されるという問題もある。例えば、1980年代前半に米国が、自国のインフレを沈静化するために金融の引き締めを行ったことは、米国内の金利上昇を招いただけではなく、米国からの資金の借り入れに依存していた中南米諸国の経済に大きな打撃を与えた。

3 | SDR(特別引出権)の可能性

IMF(国際通貨基金)は、それまで国際通貨と金だけだった加盟国の外貨準備資産を補完する手段として1969年にSDR(特別引出権)を創設した。これは、金の供給量には制約があり、外貨準備として利用可能な国際通貨、とりわけ基軸通貨である米ドルの供給にも制約があることから、世界の貿易・金融取引の拡大速度に対応して、必要な外貨準備資産の供給が行われるとは限らないという問題があ

ったからだ。

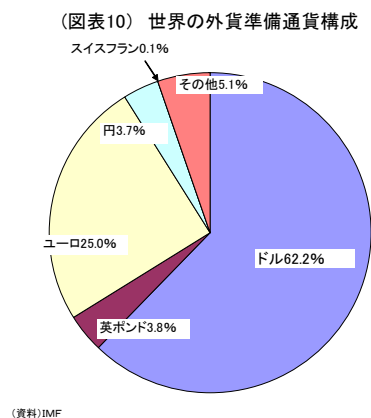
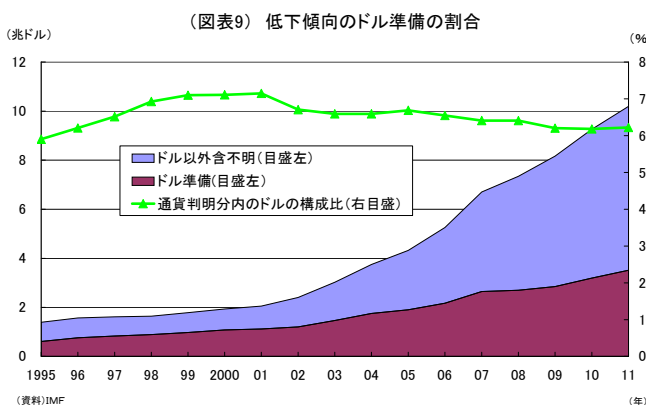
SDR の価値は、最初は 1 SDR = 1 米ドルとなるように、純金 0.888671 グラム（1 SDR = 1 ドル = 金 1 / 35 トロイオンス = 金 31.1034768 / 35 グラム = 金 0.88867 グラム）に相当すると決められていた。しかし、米ドルと金との交換が完全に停止され、主要通貨が変動相場制に移行して 1973 年にブレトン・ウッズ体制が崩壊すると、1974 年には SDR は 16 通貨の加重平均による通貨バスケットとして新たに定義され直された。1981 年には、米ドル、独・マルク、円、仏・フラン、英ポンドの 5 カ国通貨の加重平均によるバスケット方式で算出されることとなった。その後、ユーロの誕生によって、SDR の価値を決める通貨バスケットは、ユーロ、日本円、スターリング・ポンド、及び米ドルの 4 通貨で構成されるようになっており、IMF のホームページでは SDR の価値は毎日米ドル建てで掲載されている。これは、ロンドン市場の正午の為替相場を基に、上記の 4 通貨の特定の額の合計を米ドルに換算したものであるが、米ドルが SDR よりも国際的な取引の中心的役割を果たしている現状を反映したものだ。

しかし、リーマンショック後に IMF への資金提供で合意した際に、BRIC s 諸国の要求によって米ドル建てではなく SDR 建て債券となったこと見られるように、SDR の利用を拡大することには国際的に一定の合意がある。全く新たな国際通貨を創設するよりは、既にある SDR の国際決済への利用を拡大していくことが現実的な方法であろう。各国の中央銀行が国内に自国通貨を供給するように、IMF が国際的な中央銀行のようになって SDR を創出して国際流動性をコントロールするようになれば、通貨発行益は IMF の手にはいるようになり、世界全体の利益となるだろう。

4——基軸通貨交代のインパクト

1 | 外貨準備のシフト

ドルが基軸通貨としての地位を低下させて行くと、世界各国のドルに対する需要が縮小するはずだ。基軸通貨は各国によって外貨準備として保有されているので、ドルから他の国際通貨へと外貨準備が

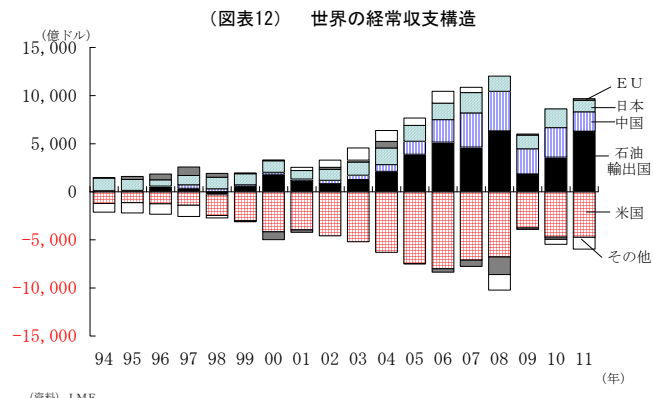
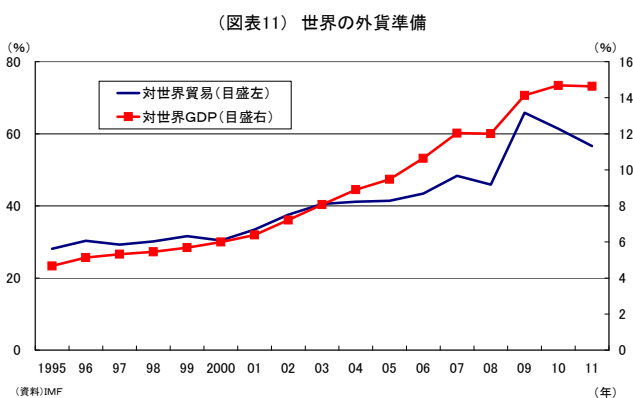


シフトすることになるからだ。IMF のデータによれば、世界各国の外貨準備の中で通貨が分かっているものの中では、米ドル建ての資産割合は 2001 年には 71.5%だったが、2011 年には 62.2%に低下しており、準備通貨としてのドルの地位は徐々に低下している。これには、米ドルに代わってユーロ

が外貨準備として利用されるようになったことも影響している。

中国など外貨準備の通貨構成を明らかにしていない国々の外貨準備の割合が高まっているため、通貨構成が不明なものも含めた世界の外貨準備全体の中で、通貨が分かっているものの割合は低下しており、外貨準備の通貨別構成の現状は分かり難くなっている。このため準備通貨としてドルが保有されている割合が本当にどう推移しているのかは、必ずしも明らかではないが、将来ドルが単一の基軸通貨でなくなるとすれば、外貨準備の中身はドルの割合が低下し、新たに基軸通貨となる通貨の割合が高まるはずである。例えば外貨準備として保有していた米ドルを売って人民元を買って外貨準備とするという取引が行われることになるはずで、ドルには大きな下落圧力が加わる。少なくとも毎年の取引で、これまでのような外貨準備積み増しのための米ドルに対する需要はなくなるので、ドルの下落につながる可能性が高い。

特に、近年の世界経済では外貨準備の水準がかつてに比べて上昇しており、準備通貨のドルから他通貨へのシフトに、通貨危機への不安が解消されることによる世界の外貨準備全体の縮小が重なれば、ドルの大幅な下落を引き起こしかねない。



1990年代後半からの世界のGDPや貿易金額との比率をみるとかなりの上昇が見られる。アジア通貨危機前には、外貨準備の水準は貿易収支の一時的な変動による為替相場の乱高下を安定化させることを念頭に考えられており、輸入金額の数か月分の外貨準備額で問題とはされなかった。しかし、アジア通貨危機で急速に外貨準備が枯渇したことから、各国が適正と考える外貨準備の水準は大きく引き上げられている。1999年にユーロが誕生したことでユーロ圏各国はユーロ圏内での取引のために外貨準備を保有する必要性が無くなり外貨準備の水準が低下した。これを考えると世界のGDPや貿易額に対する外貨準備の比率はかなり上昇したと考えられる。

国際収支は、経常収支+資本収支+外貨準備増減=0という関係にある。現実には統計の推計上の誤差があるため、これに誤差脱漏が加わって、経常収支+資本収支+外貨準備増減+誤差脱漏=0となっているが、この関係から分かるように、各国が外貨準備を積み上げようとするれば、「経常収支+資

本収支」が黒字になることが必要である。通貨危機に陥った国々では、海外の投資家が資金を引き上げたり、国内の投資家や資産家が通貨の下落から自分たちの資産を守ろうとしたりして、海外への資産逃避が起こる。資本収支の赤字がさらに拡大して、危機は深刻化していく。

通貨危機で実際に為替レートが大幅に下落してしまえば、資本収支の大幅な赤字（資金の海外への流出）は止まるか、少なくとも大規模なものではなくなるが、海外からの資本の流入によって安定的な公的な外貨準備額を積み上げることは困難だ。経常収支の黒字幅が資本収支の赤字を大幅に上回らないと、外貨準備を急速に増やすことは難しい状況だったが、通貨危機によって自国通貨の為替レートが大幅に下落したことで、輸入品の価格は大幅に上昇し輸出品の価格競争力は大きく高まった。これによって、輸入は大幅に減少する一方で輸出の回復がおり、大幅な経常収支の黒字を実現することが可能になった。

アジア通貨危機後の世界経済を単純化すると、米国が大規模な経常収支赤字を出し、米国以外の国々が経常収支黒字となるという構造であった（図表 12）。これは、アジア通貨危機後に各国が外貨準備額をそれまでの水準よりも引き上げようとしたことに対して、米国が経常収支を大幅な赤字にすることで、基軸通貨であるドルを各国に供給していたからであると解釈することも可能だ。リーマンショック前の世界的な国際収支の不均衡は、経常収支赤字の拡大を引き起こした米国内の住宅バブルと、反対側で経常収支黒字の拡大を図ったアジアの新興国を中心とした国々があったから発生したのだ。

外貨準備高が 3 兆ドルを超えている中国や、1 兆ドルを超える日本だけでなく、通貨危機後のアジア各国では、外貨準備の GDP が軒並み上昇している。現時点では、欧州の債務危機が深刻化するなど不安が大きく、各国が外貨準備を積み増す意欲は衰えないと見られるが、世界経済が安定化した暁には、各国は高まった外貨準備の水準を引き下げようとする可能性がある。少なくとも、これまでのような勢いで外貨準備を積み上げる必要はなくなるので、経常収支黒字の水準が下がるはずだ。外貨準備通貨である米ドルに対する需要は低下し、それがドルの下落の引き金になる恐れがあるだろう。

2 | 新興国の発展と 2015 年問題

SDR の価値は、国際通貨バスケットに基づいて決められているが、そのウエイトは 5 年に一度見直される。直前の見直しは 2010 年におこなわれたが、この際に人民元の重要性が急速に高まっていたことから、人民元を加えることも検討された。しかし、IMF は SDR の構成要素となる通貨の条件として（図表 13）、①国際的に影響力の大きな通貨として「財・サービスの輸出額が多い国の通貨」であることと、②IMF が自由利用通貨として認定していることを条件

(図表 13)
現在の SDR 構成通貨の条件

4通貨
財・サービスの輸出額が多いもの
IMFが自由利用通貨と認定したもの

構成比を決める要素

財・サービスの輸出額
外貨準備として利用されている金額

として上げ、人民元は取引の自由度が低いことがネックとなり採用が見送られた。

IMF は、SDR の価値を決める際の通貨バスケットのウエイトは、財・サービスの輸出額と外貨準備として利用されている金額を考慮して決めるとしている。2010 年の段階では、中国の財・サービスの輸出額は世界第一位で大きいものの、外貨準備として人民元はほとんど保有されておらず、仮に構成通貨として採用しても、通貨バスケットの構成比はポンドや円に比べてかなり小さいものになったはずである（図表 14）。

（図表 14） SDR の構成 (%)

	2005 年見直し	2010 年見直し
米ドル	44.0	41.9
ユーロ	34.0	37.4
ポンド	11.0	11.3
円	11.0	9.4

（資料）IMF

2010 年の見直しでは見送られたが、次回に 2015 年に行われるはずの見直しでは、人民元の貿易上の重要性がさらに高まり、人民元が SDR を定義する通貨の一つになる可能性が高いだろう。人民元の対外取引の利便性もそれまでにはかなり向上すると予想される上に、貿易上の重要性の高まりによって、自由利用通貨

という条件が緩和される可能性もあると考えられる。

日本国内では、この際に円が SDR の構成通貨から弾き出されることを懸念する声もあるが、価値の定義に使う通貨を増やすことで問題は回避されると予想している。現在は SDR の価値を決める通貨は 4 通貨となっているが、歴史的にはもっと多くの通貨が使われていたことがあるのは先に述べたとおりであり、4 通貨ということには特段の意味はない。この際に、米ドル、人民元、円、ポンド、ユーロ、に加えて、いくつかの新興国通貨が加えられる可能性があるし、自由利用通貨という条件を緩和してでも多くの通貨を採用する方が価値の安定には望ましいだろう。

2015 年に予定されている次回の見直しによって、新興国通貨の国際的な地位が一段と高まることは間違いないだろう。

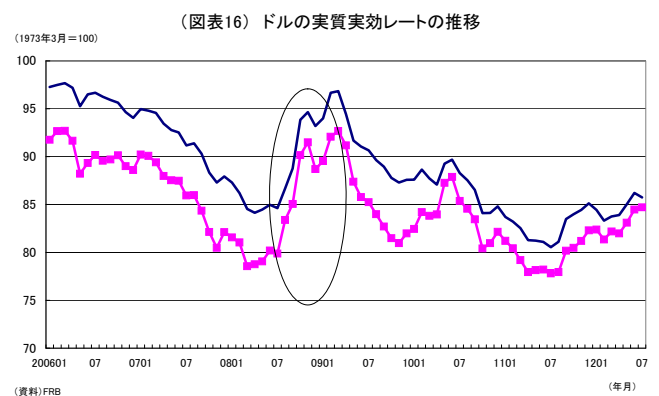
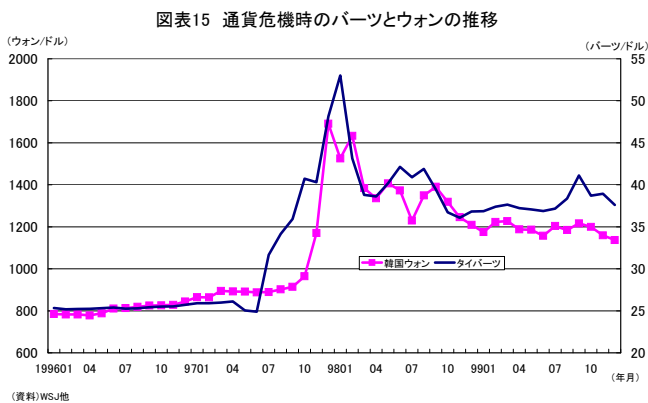
世界経済は、近年まで G 7 と称される先進工業国 7 か国が中心となって政策運営を行ってきた。しかし、リーマンショック後の世界経済安定化には新興国の力が欠かせず、中国などの BRICs を含む G20 が国際経済安定化の中心組織となった。米国経済はリーマンショックの痛手から回復しておらず、日本経済も失われた 20 年とも言われるように、低迷が続いている。欧州の債務危機が世界経済を大きな混乱に陥らせないようにするためには、新興国の力が必要である。このような状況となった理由は、先進諸国経済が問題を抱えているというだけではなく、新興国経済の規模と力が大きくなったということが大きな理由だ。

中国がチベット問題のような民族対立や、共産党による一党独裁体制からの移行に失敗するなどの政治的混乱を回避できれば、人口規模で米国の四倍以上もある中国が、経済規模で米国をはるかに凌ぐようになるようになるのは、異常なことではなくむしろ自然なことだ。米国が世界経済の発展につれて必要となる各国の外貨準備を米国の経常収支赤字という形で供給し続けられれば、いずれ米ドルの信認が低下してどこかでドルの急落がおり、世界経済の大きな混乱を引き起こす恐れが大きい。

3 | 金融危機における基軸通貨の反応

ある国の通貨を基軸通貨として利用するという国際通貨体制には、基軸通貨国の金融・経済が混乱すると、それが世界に波及するという問題と、基軸通貨国では通貨の下落によって経済が改善するという効果が妨げられるという問題がある。

1997年のアジア通貨危機では、危機に見舞われた国々の通貨は大幅に下落した。例えば、危機のきっかけになったタイのバーツは、1996年には1ドル25.5バーツ程度だったが、金融危機が深刻化すると、1998年1月には53バーツにまで下落した。韓国のウォンも1ドル800ウォン程度の水準から、1997年12月には1700ウォン程度にまで下落している（図表15）。一方、2008年に発生したリーマンショックでは、緊急危機の震源である米ドルの実質実効為替レート（対主要通貨）は、2008年3月の78.56から、ショックの2009年3月の92.68まで約2割も上昇している（図表16）。本来、金融危機が起こった国では経済の混乱がおき、通貨は売られて下落するはずだが、基軸通貨である米ドルでは逆に為替レートの上昇が起こったことになる。



危機に対応して、米国のFRBが思い切った金融緩和を行ったことなどから、予想外に早く米国経済が回復し始めたこともドル高の一つの理由だ。しかし、米国金融システムの混乱が引き起こした国際流動性枯渇がドル高のより大きな原因であったと考えられる。金融市場の混乱で、米国金融機関はバランスシートが悪化し資金供給を抑制したが、その影響は米国内の取引にとどまらず海外諸国同志の取引にも及んだ。米国以外の国同士が決済を行う際にドルが不足すれば、通常は米国の銀行から一時的にドル資金を借り入れて資金不足を賄うが、金融危機でそれが困難になったため国際流動性の枯渇＝ドル不足が起こったからだ。実際、リーマンショック直後には、主要国の中央銀行は緊急に米ドルの供給を行っている。

これは、ふたつの意味で問題である。第一は、米国内の問題である金融危機によるクレジットクラッシュが、それ以外の国々の貿易や金融取引に大きな影響を与えることであり、第二の問題は、金融危機が起こった米国経済が通貨の下落によって回復するという道を閉ざしてしまうことである。アジア通貨危機では、為替レートの上昇が経常収支の黒字化につながり、通貨危機国の景気回復を実現した

ことを述べた。しかし、住宅バブル崩壊で輸入金額が減少し経常収支の赤字幅が縮小した米国経済は、2009年7-9月期頃になると再び赤字額を拡大させる動きを見せるようになっていく。日本など米国以外の国々にとっては、米国が輸入を再び拡大させていることは輸出の増加につながり短期的にはプラスであるが、長期的に考えれば米国経済の回復が遅れることはマイナスだ。ギリシャに端を発する欧州危機によって、ユーロが大きく下落したことはドル高の大きな要因だが、ドルはユーロ以外の通貨に対しても上昇しており、米国の経常収支赤字が縮小しない原因のひとつとなっている。

欧州の財政危機が深刻化すると、日本では円高が問題となっているが、少数の国際通貨が準備通貨として利用されるという状況下では、ドルやユーロのような主要国際通貨の信認が揺らぐと、残りの国際通貨に資金が集中して為替レートを押し上げてしまうという問題は回避できない。人工的な国際通貨の創設は、こうした問題の緩和にも役立つと考えられる。

5—おわりに

リーマンショック直後の2009年3月に、中国人民銀行の周総裁は、ドルのような特定国の通貨を利用するのではなく、SDRを外貨準備通貨として活用することを提案し世界の注目を集めた。その後欧州の財政危機が発生し、世界経済における中国の立場はさらに強くなっているが、現時点であればまだ、人民元をドルに代わる基軸通貨とするという準備も明確な戦略も持ち合わせていないと見られる。現時点であれば、人工的な国際的準備通貨の創設、あるいはSDRを基軸とした国際通貨制度の構築という提案に、中国が賛同する可能性は十分あるだろう。

当然現時点で基軸通貨国である米国からは強い抵抗が予想されるが、米国は第二次世界大戦後に経済的覇権を確立していた米国自身がケインズのバンコールという国際通貨創設構想を葬り去ったことを思い起こすべきである。国際金融市場における力関係がはっきりと逆転してからでは、国際流動性の国際管理という構想に中国が賛同するはずはなく、結果として起こる人民元の基軸通貨化は、世界経済にとっても米国にとっても最善の結果とは言えないだろう。

将来、人民元が米ドルに替わって基軸通貨となったり、複数の通貨が基軸通貨として使われたりすることになっても、現在のドル基軸通貨体制が抱える問題は本質的には解決しない。これまで米国が果たしてきた役割を、一国が果たすのか複数の国が果たすのかの差で、本質的には違いがないからだ。国際流動性を供給することによる利益は世界全体が平等に恩恵を受けるべきであり、その価値の安定化や流動性の確保のために必要な負担も世界が平等に負担すべきだ。人工的な世界通貨の創設は、各国の利害もからんで簡単ではないことは明らかだが、世界経済の安定化のためには必要なことであり、しかも、この機会を逃すと次の機会は相当先にならなくてはやってこないだろう。