# レポート

# 通貨覇権を巡る攻防 ~ドル基軸通貨体制の持続可能性は?

経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志 (03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

トランプ米政権下の過去4年間、通商や技術、安全保障など様々な領域において米国と中国の対立 が激化した。そうした中、通貨の覇権を巡る対立についても今後激化に向かう可能性が高まっている。 そこで、基軸通貨米ドル(以下、「ドル」)の現在の地位を確認したうえで、今後の行方について考察 する。

## 1-基軸通貨ドルの地位は維持されているか

#### 1 基軸通貨ドルとは

現在、ドルは世界の「基軸通貨」、すなわち国際的に決済などで幅広く利用される国際通貨の中でも 中心的・支配的な役割を果たす通貨として位置付けられている。第二次世界大戦後、ブレトンウッズ 体制(金・ドル本位制)の下でドルは基軸通貨としての位置付けを確立したが、同体制は1971年のド ルの金兌換停止によって終焉を迎えた。従って、現在のドルの基軸通貨としての位置付けは国際的な 協定などで認定されたものではなく、広く多くの人々に暗黙の了解として支持されることによって成 り立っている。

基軸通貨が存在する理由は世界経済にとって大きなメリットを生むためだ。国際的な決済を各国の 居住者がそれぞれの通貨で行うとすると、膨大な種類(組み合わせ)の為替交換が必要になり、取引 コスト(費用・手間・時間)が膨らむ。その反面、あらかじめ各国居住者が国際的な決済に基軸通貨 を使うことを前提とすれば、それぞれが基軸通貨と自国通貨の間の交換を行うだけで済み、取引コス トを抑えることができる。

一方、基軸通貨の発行国(現在は米国)は、多くの特別なメリットを享受できる。具体的には、① 国際貿易・金融取引における為替リスクの低減(多くの場合自国通貨建てで取引可能)、②海外からの 資金調達の容易化と通貨発行益の獲得 (多くの非居住者が自国通貨の保有を選好)、③国際政治力・外 交力の強化(基軸通貨である自国通貨が金融制裁の強力な手段になる)などだ。

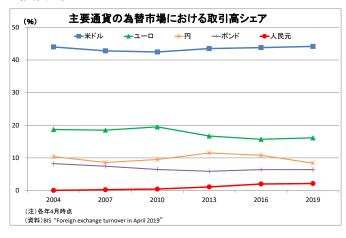
#### 2 | 為替取引・外貨準備で高い存在感を維持

ここで、基軸通貨ドルの存在感を改めて確認すると、為替市場におけるドルの取引高シェア」は直近 2019年4月時点で44%と高い割合を占めている(図表1)。これは、ドルに次ぐシェアを持つユーロ (16%) の倍以上にあたるほか、様々な場面で対立を深めている中国の人民元(2%) とは20倍以上 の開きがある。時系列でみた場合にも、ドルのシェアは長期にわたって4割強の高い水準を維持して いる。また、国際決済額で見た場合でも、ドルのシェアは41.7%で首位となっており、2位であるユ ーロの38.5%を上回っている<sup>2</sup>。

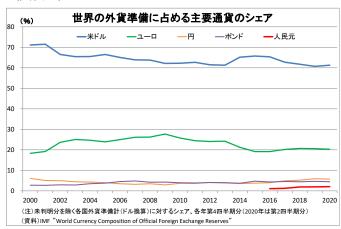
次に、各国政府の外貨準備における通貨別のシェアを見ても、ドルのシェアは 2020 年 4-6 月期時点 で 61%と 2 位であるユーロ (20%) の約 3 倍、人民元 ( 2 %) の約 30 倍の高い水準にある (図表 2 )。 ドルのシェアの推移を見ると、65%~70%強であった2000年代前半と比べるとやや低下しているもの の、常に6割超のシェアを維持している。

このように、為替市場や外貨準備などにおけるドルのシェアは首位かつ長きにわたって高い水準を 保っており、足元でもドルの基軸通貨としての高い地位は維持されている。

(図表1)



(図表2)



#### 3 | 有事で買われるドル

また、為替レートの動きから、「基軸通貨ドル」の存在を強く認識させられる場面もある。例えば、 今年春に発生した大幅なドル高だ。この動きは、新型コロナウイルスの感染拡大によって世界的に株 価が急落し、金融市場の緊迫感が高まったことを受けて、投資家や金融機関などの間で決済通貨であ り流動性の極めて高い基軸通貨ドルを求める動きが強まったことが背景にある。いわゆる「有事のド ル買い」にあたる。実際、ドルの総合的な強弱感を示す実効為替レート3は市場の警戒感が強まり始め た今年2月半ばからピークに達した3月半ばにかけて、わずか1カ月で8%近くの急騰を見せた(図 表3)。

ちなみに、2008年9月に発生したリーマンショックの際にも同様のドル高が発生しており、この時

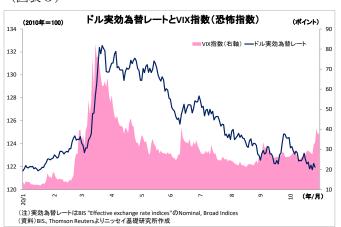
<sup>1</sup> 為替取引は2通貨間の交換取引であるため、一つの通貨のシェアは最大50%になる。

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> SWIFT "RMB Tracker"より。ユーロ圏内取引を除くベース(2020 年 10 月時点)

<sup>3</sup> 各国通貨と他通貨との2国間為替レートをその国の貿易シェアで按分し、指数化したもの。本稿ではBIS公表値を使用。

には翌年3月にかけてドルの実効為替レートが15%も急上昇した。

(図表3)



#### (図表4)



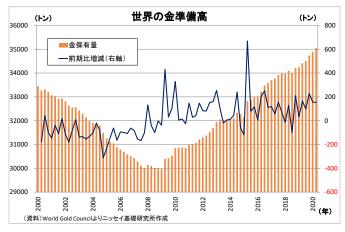
#### 4 | 水面下で進む一部諸国のドル離れ

以上のとおり、現時点においてドルの基軸通貨としての地位は表面上盤石に見えるが、一部では綻 びが垣間見える。

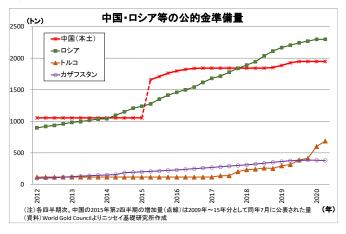
それを端的に表すのが世界各国の準備資産における金(Gold)の保有量(以下、「金準備高」)だ。 無国籍通貨とみなされる金は、基軸通貨であるドルの代替資産に位置付けられる。金準備高はリーマ ンショック後の 2009 年を境に増加に転じ、以降はほぼ一貫して増加を続けている。この結果、直近 2020年第2四半期の金準備高は2009年第1四半期の水準を2割近く上回っている(図表5)。

これを国別に見ると、特に米国と対立関係にあるロシア、中国、トルコなどで金準備高の増加が目 立つ(図表 6)。また、旧ソ連圏であり、現在もロシアが主導するユーラシア経済連合<sup>4</sup>構成国として 同国と繋がりの深いカザフスタンも増加基調が続いている。過去の月次データが不明の中国を除く 3 カ国(ロシア、トルコ、カザフスタン)だけで、データが遡れる2012年以降に金準備高が約2300ト ン増加しており、この間における世界全体の伸び(約3700トン)の約6割を占める。





(図表6)



<sup>4 2015</sup>年1月に設立されたロシアを中心とする地域経済同盟。現加盟国はロシア、カザフスタン、ベラルーシ、アルメニア、 キルギスの5カ国。

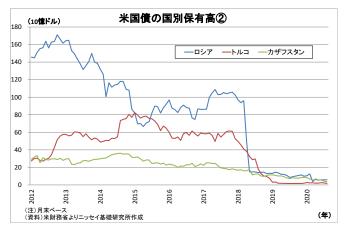
同時に、これらの国々に共通してみられる特徴として、「米国債の保有が減少している」ことが挙げ られる。国別の米国債保有高(民間保有分も含むベース)を見ると、中国の米国債保有高はかつて世 界最大であったが、2018 年以降は明確に減少しており、足元では、この間に保有高を増加させた我が 国に大きく水を開けられている(図表7)。

また、ロシアやトルコの米国債保有高も2018年頃に大きく減少しており、足元ではほぼゼロにまで 減少している。カザフスタンについても、そこまで極端な動きではないものの、じわじわと保有高の 減少が続いている(図表8)。

#### (図表7)



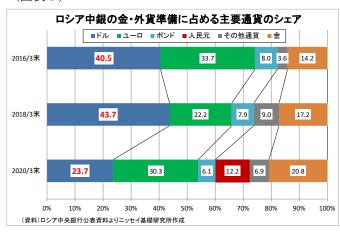
(図表8)



外貨準備内のドル建て資産は米国債の形を取る ことが多いため、これらの国々では、外貨準備内 の米国債を売却し、ドル建て資産を圧縮している 可能性が高い。

実際、ロシア中央銀行が公表している外貨準備 の通貨別内訳を見ると、今年3月末のドル資産の シェアは23.7%と2年前からほぼ半減し、金や人 民元などに資金が分散された様子が確認できる (図表9)。また、中国では長らく外貨準備の通貨 別構成は開示されてこなかったが、中国国家外貨

#### (図表9)



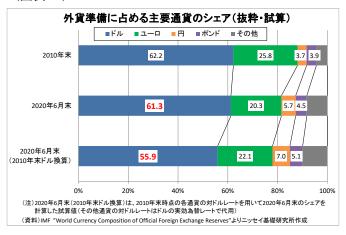
管理局が 2019 年に公表した年報で初めてざっくりと公表され、1995 年に 79%を占めていたドルの割 合が、2014年に58%まで低下したことが明らかにされている。米国債保有高の動きから鑑みると、以 降もドルの割合をさらに引き下げているとみられる。

つまり、米国と対立関係にあるロシア、中国、トルコなどの国々を中心に、近年、外貨準備として 保有していた米国債を売却してドル資産を圧縮する一方で、金準備などにシフトする動きが進んでい る可能性が高い。

一部の国がドル資産を圧縮しているにもかかわ らず、世界の外貨準備に占めるドルのシェアが 6 割強を維持しているのは、シェアの計算がドル換 算後であることが影響している。近年、ドルが多 くの通貨に対して上昇したことによって、(円やユ ーロなど) ドル建て以外の資産のドル換算額が目 減りし、ドル建て資産のシェアがかさ上げされた。

実際、2010年末時点の為替レートを用いて再計 算を行った場合、今年6月末時点のドル建て資産 のシェアは55.9%と公表値から5%ポイント以上 低下する5 (図表 10)。

(図表 10)



こうしたドル離れの背景には2つの理由があると考えられる。

一つは外貨準備を分散化する目的だ。もともと各国の外貨準備はドル建て資産に偏重しているため、 ドルの価値が下落した際に発生する損失が大きくなる。従って、ドル下落に伴う損失を軽減するため に、外貨準備に占めるドル資産の割合を落とし、分散化を図るものだ。従来、「ドルの信認(信用力)」 に対する警戒が高まり、分散化の機運が高まる場面があった。とりわけ、リーマンショック後には米 国経済の低迷や FRB のバランスシート拡大などへの懸念を背景として、外貨準備のドルへの集中を緩 和すべく、中国やロシアのみならず、一部の資源国や新興国も外貨準備の多様化を進める方針を示し ていた。

そして、ドル離れの動きに拍車をかけたのが、米政権による金融制裁への警戒と考えられる。特に トランプ政権は自国と対立する国や企業・団体・個人に対して多くの制裁を課してきたが、その際に ドルを武器や脅しの手段として多用した。具体的には「ドル取引の制限や禁止」だ。国際決済は決済 通貨発行国の銀行を介して行われるため、制裁として米銀との取引が禁止されるとドルを使った国際 決済を行うことが出来なくなる。また、米政府が国際送金データをやりとりする SWIFT(国際銀行間 通信協会) に影響を及ぼして、制裁対象国の銀行を決済網から締め出すという手法もある。このよう な制裁を課せられた場合、ドル決済システムから締め出され、資金調達や貿易において多大な悪影響 が生じることになる。そして、外貨準備として保有するドルも使用する手立てが失われてしまう。

特に 2018 年にはイランへの制裁が再開され、イランのみならず同国と取引する相手方も米国の制裁 対象とされてドル取引が禁止された。しかも、イランとの核合意を米国が一方的に離脱する形でだ。 また、同年には米国による対ロシア制裁が強化され、アルミの世界大手であるロシアのルサールが経 済制裁の対象となったことで、供給減への懸念によってアルミ価格が急騰する事態も起きた。ロシア やトルコ、中国の米国債保有高が大きく減少したのはちょうどこの時期にあたることから、米国と対

<sup>5</sup> また、IMF の外貨準備の通貨構成データは、各国の任意の報告によるものであり、国別のデータは非開示であるうえ、完 全な連続性は保たれていない点に留意が必要になる。現在は149カ国がデータを報告しており、文中記載の4カ国のデー タも含まれているが、中国は2015年前後から報告を開始したと推測される(この時期に「未判明分」とされる金額が段 階的に大きく減少している)。

立関係にある国の間で、米国による金融制裁(ドル取引禁止)に対する警戒感が高まり、制裁時の影 響を緩和するために外貨準備のドルを手放す動きが強まったと考えられる。つまり、米国による制裁 の反作用でドル離れが起きたということだ。

現時点ではドル離れの動きは一部に留まるが、「極力ドルを持たず、使用も避ける」という動きが今 後も広がれば、ドル基軸通貨体制に穴が空くことになりかねない。

# 2—基軸通貨の要件から見た米国の優位性

基軸通貨の要件としては、通貨の利便性や信認、通貨価値の安定といった基本的な要件に加え、そ の裏付けとして、(発行国の)経済・貿易規模が大きいこと、(発行国が)発展した金融市場を有して いること、(発行国が)強い軍事力を持つことなどが挙げられることが多い。

#### 1|経済・貿易規模・軍事力等の観点

まず、経済や貿易規模が重要になるのは、基軸通貨をはじめとする国際通貨には「規模の経済」が 働くためだ。ある通貨が国際通貨として使用される範囲が広がれば広がるほど、利用者の利便性が高 まり、取引コストも低下する。

また、基軸通貨体制を守り、通貨の安定性を維持するためには軍事力も必要になる。有事の際に敗 戦もしくは国力を大幅に消耗して経済的に不安定になる可能性の高い国の通貨は安心して保有できな いためだ。

そこで、米国の経済規模(ドル建て名目 GDP)、貿易額、軍事力について、世界に占めるシェアを確 認してみる。ちなみに、軍事力については、量的側面(艦船などの数)はともかく、秘匿性の高い質 的側面(性能やノウハウなど)の評価は困難であるため、軍事にどれだけの資金を投入しているかを 示す軍事費を用いた。また、経済や軍事力を支える技術開発力の一つの指標として国際特許出願数も 併記している。

直近 2019 年における米国のシェアは GDP が 24.5%、貿易額が 11.0%、軍事費が 37.5%、国際特許 出願数が21.7%となっており、GDPと軍事費を中心に、それぞれ高いシェアを確保している(図表11)。

ただし、リーマンショックの影響が一巡した直後にあたる 2010 年時点と比べると、軍事費と特許出 願数のシェアはそれぞれ 10.0%ポイント、5.7%ポイント低下している(図表 12)。GDP と貿易額のシ ェアは微増となっているものの、この間にドルの為替レートが平均的に2割強上昇゚したことでかさ上 げされていることを考慮すると、実質的には明確に低下している。

軍事費を除けば、米国もそれぞれ増加しているのだが、この間の中国の増加が著しく、シェアが押 し下げられている。この結果、全体的に世界における米国の存在感は低下しており、特に中国に対す る優位性は大きく低下している。

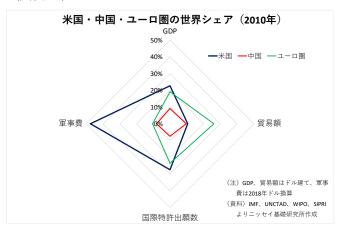
<sup>&</sup>lt;sup>6</sup> BIS 算出のドル実効為替レートベース。



(図表 11)

# 米国・中国・ユーロ圏の世界シェア (2019年) GDF 50% ──米国 ──中国 ──ユーロ圏 40% 30% 軍事費 貿易額 (注) GDP、貿易額はドル建て、軍事 費は2018年ドル換算 (資料) IMF、UNCTAD、WIPO、SIPRI よりニッセイ基礎研究所作成 国際特許出願数

(図表 12)



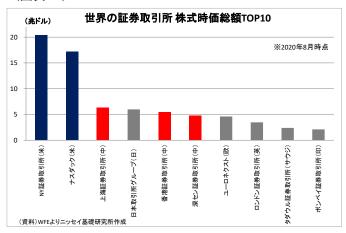
#### 2 金融市場・金融センターの観点

基軸通貨の要件として、発行国が発展した金融市場を有していることが求められる理由は、基軸通 貨の供給が主に自国の金融市場を通じて行われるためである。

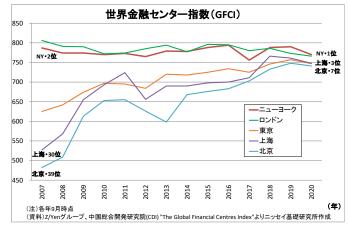
金融市場の規模の一例として、世界の証券取引所の株式時価総額を比較すると、米国の証券取引所 が首位と2位を占めており、3位以下を大きく引き離している(図表13)。また、米国は世界最大のデ リバティブ取引所である CME (Chicago Mercantile Exchange) を有しており、原油や金 (Gold) など の主力商品市況ではドル建て表記が世界標準となっている。

しかしながら、近年では中国金融市場の発展も著しい。主要都市の金融市場としての競争力を示す 「世界金融センター指数 (GFCI)」では、米国最大の金融センターであるニューヨークがロンドンと世 界のトップを争う状況が続いているものの、中国の上海や北京も急ピッチの追い上げを見せており、 ニューヨークとの差が大きく縮小している(図表14)。

(図表 13)



(図表 14)



#### 3—基軸通貨ドルの地位の行方

#### 1 | 米経済の優位性はますます低下へ

そして、ドルの基軸通貨としての地位の行方を 考えると、今後も低下に向かう可能性が高い。

まず、経済規模の面では、今後も米国経済の成 長率が発展段階にある新興国を下回り続けること で、米国経済の世界経済に占めるシェアは緩やか に低下していくと見込まれる。

特に中国は今後も相対的に高い成長率を維持するため、米国との差をつめることになる。弊社中期経済見通しでは、2030年頃には中国が経済規模の面で米国とほぼ肩を並べると予想している「(図

(図表 15)

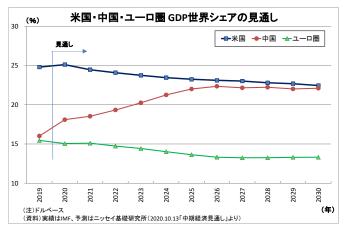


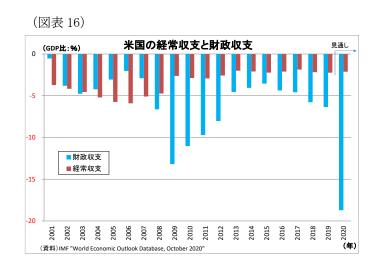
表 15)。また、2030 年代以降には、中国が米国を抜いて世界最大の経済大国に躍り出るとの見方も多い。少なくとも、米国が「世界で突出した経済大国」ではなくなることで、相対的な優位性は低下することになる。

そして、軍事力や貿易額、国内金融市場の規模なども経済規模と比例する面があることから、こう した領域においても基軸通貨を支える米国の優位性が低下する可能性が高い。

## 2 | 「双子の赤字」という潜在的なリスク

また、「ドルの信認」が揺らいで、ドル離れが 進むリスクもある。米国は長らく財政赤字かつ 経常赤字といういわゆる「双子の赤字」を抱え ているが、経常赤字(のGDP比)が拡大する局 面では、たびたび「ドルの信認」に対する懸念 が高まり、ドル安の原因となってきた。

例えば、1980年代には米国の経常赤字拡大が プラザ合意でのドル切り下げに繋がった。また、 2000年代前半から半ばにおいても米国の経常 赤字が拡大してドルの信認が揺らぎ、ドル安が 進んだ(図表 16)。



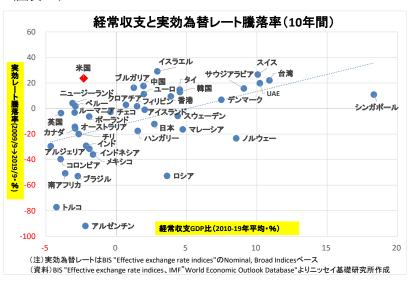
本来、経常赤字国の通貨は需給の面から下落しやすい傾向があるが、米国の場合は経常赤字ながら、 海外から十分なファイナンスを行うことで通貨価値を保ってきた(図表 17)。そして、そのファイナ ンスの裏付けとなっている一因が基軸通貨としての信認である。基軸通貨国として、経常赤字を通じ てドルを海外に供給しているという面もある。

8

<sup>7 「</sup>中期経済見通し (2020~2030 年度)」(Weekly エコノミスト・レター 2020-10-13)

しかしながら、経常赤字の拡大が続くと需給の面からドル安圧力が強まることに加えて、その持続 可能性への不安が高まることでドルの信認が揺らぎ、ドル安に繋がる可能性がある。ドルの価値への 不安が高まると、ドルの保有を避ける動きが広がり、結果的にドル離れが加速することで基軸通貨と してのドルの地位も低下しかねない。

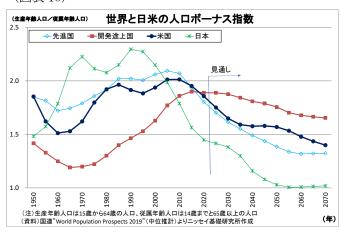




なお、一国の経常収支は国内の貯蓄・投資バラン スで決定されるため、高齢化の進行などによる人口 ボーナス指数(生産年齢人口/従属年齢人口)の低下 は家計の貯蓄率低下を通じて経常収支を押し下げる 効果を持つ。

米国でも他の先進国同様、既に高齢化が進行しつ つあり、今後も長期にわたって同指数が大きく低下 に向かう見通しになっている(図表 18)。この影響 で米国の経常赤字にさらなる拡大圧力がかかり、こ のことを通じて「基軸通貨ドルの信認」の揺らぎに 波及する懸念がある。

(図表 18)



また、今後2~3年は米国の財政赤字に伴うドル安も懸念される。コロナ禍で落ち込んだ経済を支え るために、米政府は今後も高水準の財政赤字を続ける可能性が高い。同時に、FRB は金利上昇を抑え るために大規模な国債買入れを継続するとみられ、ドルの大量供給によって市場でのドル余りが続く ことになりそうだ。

#### 4-基軸通貨交代 (ドル基軸通貨体制終焉) の可能性

#### 1 | 過去の事例・・・ポンドからドルへ

次に基軸通貨ドルの持続可能性を考えるうえで、過去における基軸通貨の交代事例を振り返っておきたい。

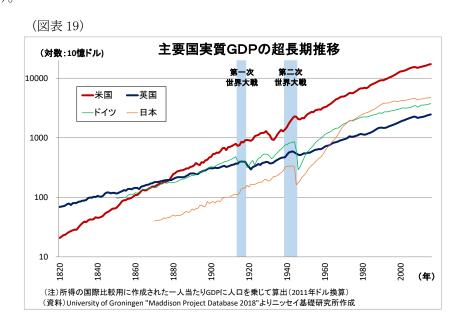
唯一かつ直近の交代事例としては、第二次世界大戦後に基軸通貨がポンドからドルへと交代した例が挙げられる。時代背景こそ現在とは大きく異なるものの、交代に至った要因について検証する。

#### 1) 基軸通貨ポンド ~ポンドは第一次大戦後もしばらく力を維持、実質複本位制の時代が存在

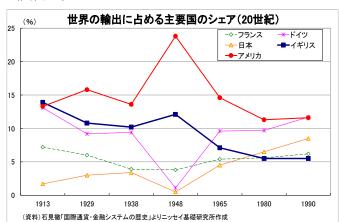
歴史的には金や銀など貴金属が国際通貨としてみなされた時代もあったが、ドルが基軸通貨となる前、少なくとも19世紀から第二次世界大戦後までは英国のポンドが世界の基軸通貨に位置付けられていた。当時の英国は経済規模の面で大国ではあったが、現在の米国(世界のGDPの約25%)ほど突出した存在ではなかったようだ。ただし、①世界の貿易・海運の中心地であったこと、②それに伴って世界の金融取引の中心地であったこと、③いち早く産業革命を経験した「世界の工場」であり、高い貿易シェアを有していたこと、④他国に先駆けて金本位制を確立し、金との兌換性が保証されていたこと、などが基軸通貨ポンドを誕生させた要因と考えられる。

一般にポンドは第二次世界大戦を境に基軸通貨の地位をドルに明け渡したと言われるが、ある日突 然基軸通貨が変更になった訳ではなく、第一次世界大戦後のいわゆる「戦間期」にはポンドとドルが 基軸通貨として並び立つ「複本位制」のような時代があったことが知られている。

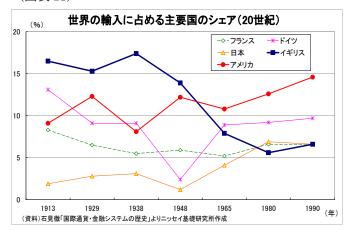
経済規模の点で見ると、第一次世界大戦前の段階で、英国の GDP は既に米国に大きく引き離されていた(図表 19)。



それにもかかわらず、ポンドが基軸通貨としての地位を維持していた理由としては、①依然として 貿易シェアが高く、世界最大の買い手であったことや(特に輸入のシェア・図表 20・21)、②広大な 植民地(英連邦)が決済・準備通貨としてポンドを使用していたこと、③発展した金融センターであ るロンドンを有していたこと、④基軸通貨の慣性(皆が使うから使い続けるという性質)が働いてい (図表 20)



(図表 21)



# 2) 第二次世界大戦後、ドルが唯一の基軸通貨へ

その後、第二次世界大戦後、特に1950年代にポンドの衰退が顕著となり、ドルが唯一の基軸通貨と なった背景には、英米の経済的地位の格差拡大がある。戦争で大きな被害を被った英国や欧州諸国に 対し、被害の無かった米国は「世界の工場」としての地位を確立できたうえ、世界の金の 2/3 を保有 し、経済援助としてドルを世界に供給した。また1950年代には輸入のシェアでも英国を抜いて世界最 大の買い手となり、短期金融の規模においてもニューヨークがロンドンを超えたと推測される。

これに対して英国は大戦中の戦費支出から、戦後は金・ドル準備を大幅に超える巨額の対外債務を 抱え、基軸通貨の重要な要素である他通貨との交換性をも停止するなど、苦境に陥っていた。

こうした関係変化の中で、多くの人々にとってドルを使用することの利便性が高まり、最終的には 英連邦諸国もポンドから離れることによって、ドルが世界唯一の基軸通貨となった。

以上の通り、ポンドからドルへ基軸通貨が移行した際には、米国が世界最大の経済大国となってか ら数十年単位の時間を要し、また、その間には新旧の基軸通貨が並び立つ実質的な「複本位制」のよ うな時間帯が存在した。従って、現在の基軸通貨ドルが交代に向かうとしても、基軸通貨の慣性が働 くことで、かなりの時間をかけて、複本位制のような段階を踏みながら徐々に進んでいく可能性が高 いと考えられる。

# 2 | 代替候補として想定される通貨

今後、ドルが基軸通貨の座を失うには、代替となる別の通貨が必要になる。既存の通貨では、国力 からみて、ユーロと中国の人民元が代替候補として挙げられるだろう。また、一国の通貨ではない新 たな基軸通貨を創設するという道もある。

#### 1) 新たに国際通貨を創設

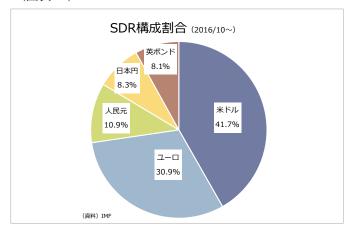
本来、一国の通貨に世界経済が依存する構造は不安定だ。そして、この不安定な状況を解決するた めには、一国の通貨ではない新たな基軸通貨を創設すればよい。

実際、2009年3月には、当時、中国人民銀行総裁であった周氏が論文の中でドル基軸通貨体制を批 判し、主権国家と繋がらない国際通貨の創生を提唱した。さらにこの直後にロシアも国際的な金融機 関が発行する新たな通貨の創設を提案している。そして、周総裁が論文の中でドルに変わって国際通 貨となる可能性を有するものとして名指ししたのが、「SDR」(Special Drawing Rights・特別引出権) である。

SDR は加盟国の準備資産を補完するために 1969 年に IMF が創設した国際準備資産であり、IMF への 出資額に基づいて各国に配分されている。これまでの配分額は 2042 億 SDR(約 2900 億ドル相当) と なっており、配分を受けた国はこれをドルやユーロ等に交換してもらうことで外貨不足に対応できる。 SDR の価値については、創設当初は金を基準としていたが、1971 年の金とドルの兌換停止以降はそ の計算方法がたびたび変遷してきた。現在は世界の主要5通貨(ドル、ユーロ、人民元、円、ポンド) によるバスケット方式(図表 22)で日々価値が算出・公表されており、今年 11 月末時点では1 SDR= 1.430090 ドルとなっているが(図表23)、通貨として流通しているわけではない。

そもそも SDR はブレトンウッズ体制下で国際準備資産である金とドルの供給が世界の貿易・金融資 産の増大に追いつかず、その補完のために創設されたが、直後にブレトンウッズ体制が崩壊し変動為 替相場体制に移行したため必要性が低下し、以降は IMF や一部の国際機関の単なる計算単位としての 側面が強い。

(図表 22)



(図表 23)



周氏の提言から既に 10 年以上が経過するが、この間に「SDR を新たな基軸通貨にする」という機運 が国際的に高まることはなく、中国・ロシアを含めて、その実現に向けた具体的な動きも出てきてい ない。基軸通貨は国益が衝突する大きな問題であるだけに、SDR に限らず、国際的な話し合いによっ て新たな基軸通貨を創設することは極めて困難であり、実現可能性は乏しいだろう。

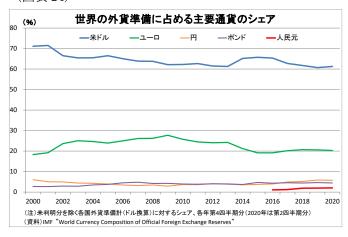
#### 2) ユーロ

ユーロは欧州 19 カ国の共通通貨であり、ユーロ導入国 (ユーロ圏) の域内人口は 3.4 億人と米国の 3.3 億人を上回る。また、ユーロ圏の名目 GDP は米国の 6 割強(2019 年)に及ぶなど経済規模も大き い。外貨準備や為替取引高、国際決済高におけるユーロのシェアは、ドルにこそ及ばないものの、

ドルに次ぐ存在感を維持しているほか、取引 の自由度や流動性も高い。さらにEU(欧州 連合) 27 カ国のうち、ユーロを導入していな い国が未だ8カ国存在するなど、通貨圏に今 後の拡大余地がある点も国際通貨として強み となる。

実際、2008年のリーマンショック前までは、 ユーロが「第2の基軸通貨」としてもてはや され、世界の外貨準備におけるシェアも上昇 基調を辿っていた(図表24)。

#### (図表 24)



しかし、その後、欧州債務危機の発生によってそうした期待は損なわれ、ユーロの信認は低下、ユ 一口の通貨価値は急落することになった。域内経済の不均衡が存在する中、金融政策を統合する一方 で財政統合が進まなかったことが危機の背景にあり、共通通貨としての構造的欠陥が露呈した。さら に債務危機への対応では域内における国益の衝突も目立ち、一時はギリシャによるユーロ圏離脱とい った枠組みの瓦解まで懸念される事態となった。

ユーロがかかえる共通通貨としての構造的欠陥は未だ解消されていないものの、今年になって EU では共同債発行による欧州復興基金設立が合意され、財政統合に向けた動きも一歩前進している。「ユ 一口が基軸通貨になり得るか否か」に関しては、「今後も統合の深化を進め、危機発生のリスクを排除 できるか否か」がカギになると考えられる。

# 3) 人民元

中国は既述の通り、既に経済・貿易の規模や軍事力で米国に次ぐ高い位置付けにある。そして、今 後とも相対的に高い経済成長が見込まれるため、経済規模や軍事力など国力を構成する様々な領域で 米国にキャッチアップしていく可能性が高い。従って、基軸通貨が交代するのであれば、人民元がそ の筆頭候補になるだろう。

中国は基軸通貨のポジション奪取を公言している わけではないものの、リーマンショック後に人民元 の国際化と、それと対をなす自国経済圏の拡大に向 けた動きを着実に進めてきた。具体的には「一帯一 路の推進」、「AIIB(アジアインフラ投資銀行)の発 足」、「SDR への人民元組み入れ」、「RCEP(東アジア 地域包括的経済連携)の合意」などだ(図表 25)。 また、同時に貿易での人民元決済の拡大、資本取引 の緩和、通貨スワップ協定の拡大も進めてきた。

人民元国際化の目的としては、貿易取引等におけ

(図表 25)

中国の人民元国際化・経済圏拡大にまつわる動き

時期	動き
2013年	「一帯一路」構想を提唱
2015年	AIIB(アジアインフラ投資銀行)発足
2016年	SDRへの人民元組み入れ
2020年	RCEP(東アジア地域包括的経済連携)合意

る為替リスクの低減や通貨発行益の獲得などのほか、何よりも近年対立を深める米国から金融制裁を

受けた際の影響を緩和する狙いがあると推察される。

ただし、中国では国際金融取引に関する資本規制が未だ多く残っており、取引の自由度が低い。ま た、人民元についても、ドルや円、ユーロなどが採用する完全な変動相場制ではなく、政府・中央銀 行が介入して為替レートを管理する「管理変動相場制」を維持している8。

中国が国際金融取引の規制を残し、管理変動相場制を維持しているのは、資本移動や為替レートが 不安定化し、国内経済に悪影響を与えるリスクへの警戒が根強いためと考えられる。中国は未だ金融 市場の厚みが乏しいだけに、当局は長らくホットマネー等の流入による元高圧力や資金流出懸念に伴 う元安圧力に悩まされてきた。

しかし、こうした規制は通貨としての利便性や透明性、信認を損ねているため、国際通貨化やその 先の基軸通貨化を妨げる要因になる。

また、中国は実質的な一党独裁体制を維持しており、日米欧をはじめとする自由民主主義国家とは 異なる価値観を持つ。従って、人民元がさらに台頭して中国が通貨の覇権を握ることに対して、日米 欧などの主要先進国で警戒や反発が高まると予想されることも基軸通貨化のハードルになる。

#### 3 中央銀行デジタル通貨 (CBDC) が新たな変数に浮上

このように、基軸通貨ドル、代替候補となり得るユーロや人民元がそれぞれ課題を抱える中で、基 軸通貨の将来に大きな影響を与える変数として「中央銀行デジタル通貨」(以下、「CBDC」)の存在 が新たにクローズアップされている。

CBDCは中央銀行が発行する電子的な法定通貨であり、その期待される効果としては、「決済効率 の向上」や「取引の透明性向上」、「金融政策の柔軟性向上」、「金融包摂(誰もが金融サービスへアク セスできるようになること)」などが挙げられる。つまり、СВ D C は、その運用方法次第では、既存 の通貨に対する優位性を有していると言える。

現在、СВ D С の実用化に向けて、世界の主要国で最も先行しているのは中国だ。今年10月には既 に「デジタル人民元」の実証実験を数万人規模で実施しており、北京冬季五輪が開幕する 2022 年 2 月を実用化の目途として開発を進めている。一方、基軸通貨国である米国の FRB は現在、CBDCの 発行計画はない旨を明らかにしている。

デジタル人民元の国外での利用に関して、いまのところ、中国政府は明確な方針を示していない。 実用化後もあくまで中国国内での利用に留まるのであれば、基軸通貨を巡る力学には大した影響を及 ぼさないだろう。しかしながら、決済効率の向上や取引の透明性向上、金融包摂などの利点を武器に、 一帯一路などで関係を強めた諸外国にデジタル人民元の普及を進めるのであれば、ドル基軸通貨体制 に風穴を空ける可能性が出てくる。中国政府にとっても、米国による金融制裁の威力を軽減できると いうメリットが生まれる。

<sup>8</sup> 中国人民銀行(中央銀行)が毎営業日の 10 時 15 分に当日の基準レートを公表する。そして、その日の人民元取引は基 準レートを中心に上下2%の範囲内の変動のみに制限される。基準値は、大手行に相場実勢の提出を求めたうえで加重平 均して算出しているというのが公式見解だが、当局の意向が反映されているとの見方が一般的。

#### 5-まとめ

以上の話をまとめると、次のとおりとなる。

- ・今のところ、ドルの基軸通貨としての高い地位は維持されており、米国は基軸通貨国としてのメリットを引き続き享受しているものの、水面下では一部でドル離れの動きが生じており、今後は地位が低下に向かう可能性が高い。
- ・一方、かつてポンドからドルへの基軸通貨交代は、基軸通貨の慣性が働いたことなどから、複本位制のような段階を踏みつつ数十年の時間を要した。
- ・基軸通貨ドルの代替候補となる通貨の筆頭としては中国の人民元が挙げられ、中国政府もその国際 化に努めてきたが、未だに残る金融規制が通貨の利便性や透明性、信認を損ねている。また、中国 が通貨の覇権を握ることに対して主要先進国で警戒や反発が高まると予想されることも基軸通貨化 のハードルになる。
- ・一方、中国はCBDC実用化の先頭を走っており、決済効率の向上や取引の透明性向上、金融包摂などの利点を武器に、一帯一路などで関係を強めた諸外国にデジタル人民元の普及を進めるのであれば、ドル基軸通貨体制に風穴を空ける可能性が出てくる。

つまり、基本シナリオとしては、基軸通貨には慣性が働くため、今後ドルの地位が低下しても、短期間のうちに基軸通貨の座を他の通貨に明け渡す可能性は低い。

また、特に日米欧などの先進国には中国による通貨覇権奪取への警戒があり、基軸通貨としての人民元受け入れを望まないと考えられることから、仮に今後人民元が基軸通貨化していくとしても、ドルとそのまま入れ替わるのではなく、中国の経済圏では人民元が、それ以外ではドルが基軸通貨となる複本位制のような構図になっていく可能性が高い。

そして、上記の「ドルと人民元の複本位制」の実現可能性は主に米中両国を巡る複数の変数によって左右されるだろう。

米国・ドル側の要因としては、米国経済が予想外に早く凋落したり、双子の赤字のリスクが表面化したりすれば複本位制時代の到来を後押しすることになる。米国が金融制裁を連発して、対立する国々などのドル離れが加速する場合も同様だ。

一方、中国・人民元側の要因としては、金融規制の緩和による人民元の利便性向上、通貨政策や取引等における透明性の向上、利便性の高いデジタル人民元の実用化と海外への普及が進めば、複本位制時代の実現可能性が高まることになるだろう。

#### 【参考資料】

- ・石見徹、「国際通貨・金融システムの歴史」1995年
- ・黒田東彦、「通貨の興亡 円、ドル、ユーロ、人民元の行方」2005年

