

ドルの基軸通貨性が 高まっているのはなぜか

～中国の挑戦とドルシステムの行方～

BNPパリバ証券 経済調査本部長・チーフエコノミスト **河野 龍太郎**



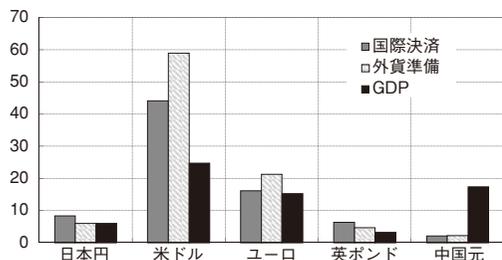
河野 龍太郎氏

今年8月15日、1971年のニクソンショックから50年目を迎えた。この日、ニクソン大統領は、外国政府に対するドルの金兌換停止を発表した。第二次世界大戦後のブレトンウッズ体制の下で維持されていた固定相場制（金ドル本位制）は、同年12月のスミソニアン合意で修復を図ろうとするが、結局、1973年に崩壊し、現在の変動相場制に移行する。

注目すべきは、オイルショック、中南米債務危機、プラザ合意、冷戦終結、アジア通貨危機、ユーロ発足、ドットコムバブル崩壊、グローバル金融危機、欧州債務危機、さらに中国経済の大躍進の後も、ドルが基軸通貨として生き延びていること、ではない。50年が経過した現在、むしろドルの基軸通貨性が増しているように見えることである。米国のGDPの世界シェアは低下が続いているが、グローバル経済はドル化が益々進み、文字通り、ドルは世界通貨に上り詰めた。

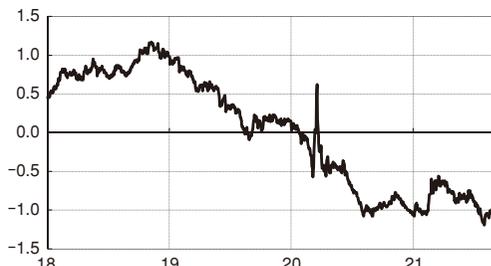
パンデミック危機対応でドル国債は大量に発行されたにもかかわらず、低い利回りでも、喜んで購入しようとする経済主体が新興国を中心に存在する。また、足元でドル金利が再び低下傾向にあるのは、変異種の広がり、新興国経済を中心にグローバル経済に不透明感が現れ、流動性選好がグローバルで強まっているからでもある。本稿では、より強固になったドル基軸通貨体制について考える。

(図1) GDPと通貨のシェア (%)



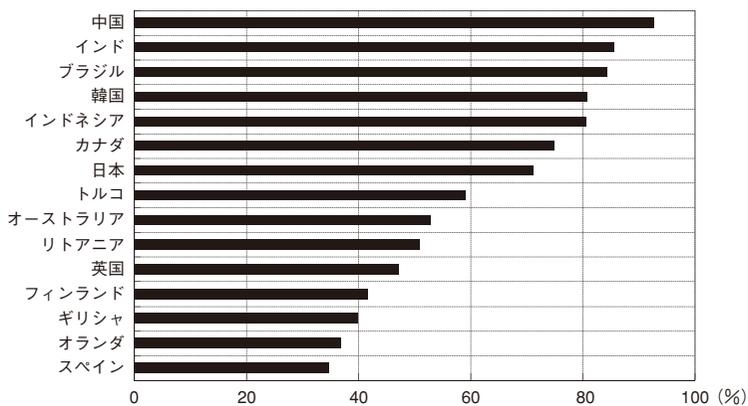
(出所) IMF、BIS資料より、BNPパリバ証券作成
 (注) 国際決済は2019年時点、外貨準備とGDPは2020年時点

(図2) 米10年金利-BEI (日次、%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

(図3) 貿易決済通貨に占めるドルの割合

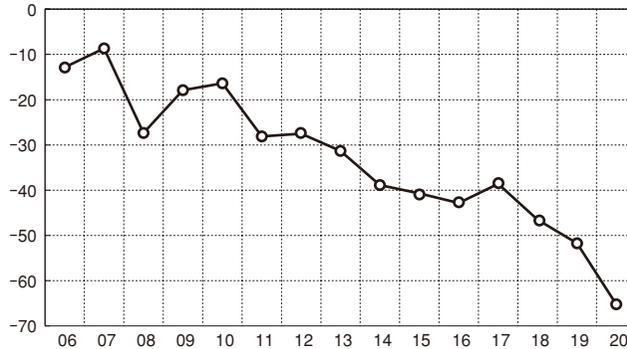


(出所) IMF、経済産業省資料より、BNPパリバ証券作成

ニクソンショックで外れた金の軌

ニクソンショックがエポック・メイキングだったのは、通貨と金の関係性を完全に断ち切ったことにある。既にブレトンウッズ体制下で、金との兌換が約束されていたのはドルだけだったが、それでも各国通貨は、ドルとの固定相場制を通じて、一定の金価格の裏付けを持っていた。ニクソンショックで、金の軌が完全に外れた結果、世界的な金融の自由化とも相まって、実体経済より速いスピードで、負債を拡大させることが可能になった。もちろん、人々が通貨だと受け入れるものが通貨であり、それが通貨の本質だとすれば、経済の発展と共に、物質的な裏付けが存在しなくなるのは、時間の問題だったとも言える。通貨とは共同幻想であり、定常的なバブルに外ならない。基軸通貨はその国際版である。

(図4) 米国の対外純債務 (GDP比、%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

ただ、金の軛が外れたからと言って、高い経済成長がもたらされたわけではない点にも注意が必要だろう。むしろ先進各国の成長ペースは、それ以前に比べると、大きく低下している。もちろん、70年代初頭までの20年間の高成長は、第二次世界大戦で破壊された資本の再蓄積が行われたことや、大戦で利用された様々な軍事技術が民生技術に転用されたこと、また戦後のベビーブーマーが人口ボーナスをもたらしたことなどが理由である。70年代に成長ペースが鈍化したのは、主にそれらの効果が一巡したためであって、ニクソンショックとは直接は関係がない。

とはいえ、1970年代以降、金融の膨張で、マクロ経済の振幅が大きくなったのもまた、事実である。まず1970年代はグレート・インフレーションが訪れた。80年代にインフレの時代が終わると、その後は、80年代末の日本を皮切りに、バブルの生成と崩壊が繰り返されるようになった。世界的なバブル・リレーは未だに続いている。マクロ経済の振幅が大きくなったことは、均してみれば平均成長率は変わっていない、ということでは済まされず、傷跡効果などヒステリシス（履歴効果）によって、潜在成長率にも悪影響を及ぼしている。

基軸通貨のもたらす多大なメリット

本題に入ろう。米国は基軸通貨を有することで、多大なメリットを享受してきた。世界中の人々が単なる「紙の約束」に過ぎないドルやドル国債を喜んで保有しようとするから、経常収支赤字が大幅に拡大し、対外純債務が膨らんでも、米国の政策当局は以前のように気にする必要がなくなった。むしろ、グローバル金融危機では、FEDはアグレッシブな金融緩和を行うことで、ドルの対外価値を大きく減価させることによって、企業部門の調

整圧力を和らげた。米国が持つ対外資産は65%程度が外貨建てであり、対外負債の95%程度がドル建てであるとされる。このため、ドルの減価は、輸出刺激だけでなく、主に対外資産の実質価値を膨らませることによって、株高等を通じて大きな景気刺激効果を米国経済にもたらす。

反対に日本や欧州では、不況期にドル安・自国通貨高に見舞われると、輸出部門は大きなダメージを被り、保有する対外資産の価値も損なわれるため、社会は蜂の巣を突いたような大騒ぎとなる。特に近年、利下げ余地がなくなった日銀やECBは、米国の利下げ局面において、いかにドル安・自国通貨高を回避するかが、「暗黙の責務」となってきた。もちろん金融緩和が行われる時には、物価安定の名のもとに行われる。このように、ドルを中心とする国際金融システムには大きな片務性が存在している。今後、米国もゼロ金利政策が常態化するのなら、グローバル不況が訪れた際、日銀やECBは以前のように、ドル安・自国通貨高を恐れなくて済むようになるのだろうか。

ドルシステムが特異なのは、それだけではない。成長率の高い新興国が、自分たちより成長率の低い米国に資本を輸出していることである。経済学の常識は、成熟した先進国が成長率の高い新興国のために資本輸出を行うというものであった。しかし、新興国がグローバル経済に参入するには、米国政府が発行する負債を、世界通貨として購入しなければならない。

現実には、米国が生産よりも多い消費を可能とすべく、経常赤字のファイナンスのために、新興国から借り入れを行うのである。ただ、新興国には、米国に輸出することで経済成長を追求するというメリットがある。コロナ禍で内需が冴えない新興国の経済成長が可能だったのは、巣籠り下で、米国が財消費を増やしていたからである。そして、現在、新興国経済の先行きが不透明になっている理由の一つは、米国で「サービスから財へのシフト」の巻き戻しが起こっていることである。

ドル経済化の実相

新興国の資本輸出のお陰で、米国は借り入れを増やし消費水準を維持できるとすると、その結末として、「アリとキリギリス」を思い浮かべる人もいるかもしれない。ただ、益々多くの新興国がグローバル経済に参入し、安全資産としてより多くのドルとドル国債を保有するのなら、キリギリスに冬は訪れない。ブレトンウッズシステムの構築を議論する際、ケインズが唱えたバンコールのような国際決済のための世界通貨が誕生しなければ、基軸通貨国は「とてつもない特権」をいつまでも振りかざすことができる。

アジア新興国がドル国債を大量に保有するようになったのは、経路依存性も大きく影響している。東アジア通貨危機以前は、資本輸入国だった国も多い。危機の際、資金繰りに窮したため、そのトラウマで企業は貯蓄するようになり、ドルやドル国債で保蔵するようになった。さらに、過去20年は、非金融業が借入れを行う際、ドル建てが増え、その結果、手元資金としてより多くのドルを保有するようになっている。かつて、開発経済学では、金融システムが発展しなければ、新興国のテイクオフは難しいと考えられていた。新興国は安全資産を供給できないままだが、自国通貨ベースの金融システムを育成するのではなく、ドル経済化を推し進め、グローバルなドル金融システムに直接アクセスすることで、経済発展を遂げたということである。

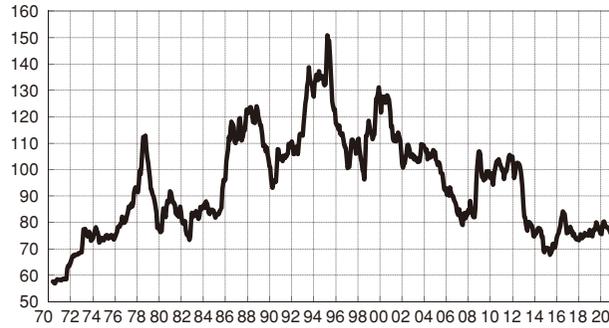
そして、新興国のドル依存は、危機の度に強まっていく。危機が起きると、ドルに対する流動性選好が極度に強まる。それに対し、今回のパンデミック危機では、FEDは世界の中央銀行として、先進国のみならず、新興国の中央銀行に対しても、大量のドル資金供給を行った。FEDが手厚く「最後の貸し手機能」を発揮するため、益々、グローバル経済のドル化が進む。制度補完性が強まり、ドルシステムは堅固さを増していく。これがドルの基軸通貨性の高まりに外ならない。

基軸通貨の本質

これまで見たように、米国経済にとり、基軸通貨を保有するメリットは相当に大きい。ただ、重要な点は、基軸通貨を持つから米国経済が強いのではないということである。米国が経済的にも、地政学的にも最も強かったから、ドルが基軸通貨になった。それゆえ、将来、中国が米国の経済規模を凌駕し、地政学的にも優位性を高めて行けば、人民元が基軸通貨となる可能性はある。とは言え、制度補完性が強く働くだけでなく、慣性（イナーシャ）も働くため、ドルに取って代わることは容易ではない。

それでは近い将来、人民元が国際通貨の一角を占めることは可能だろうか。まず、円の国際化に失敗した日本の経験を振り返る。かつては世界第二の経済大国であり、世界最大の外貨準備残高を保有していた日本は、円の国際化に踏み出すと期待されていた。日本は、外貨建て輸出比率が高く、自国通貨高に長く苦しめられてきた。もし、円の国際化を進め、円決済比率を高めることができれば、そうした苦しみを和らげることができたはずである。そうなれば、家計の実質購買力を高めるという円高のメリットも広く認識されたはずである。さらに、あまり気が付かれていないが、海外の経済主体が日本国債を大量に保有すれば、国内の実質金利を引き下げることが可能となるため、景気刺激にも寄与したはずであ

(図5) 実質実効円レート (2010年=100)



(出所) Macrobond、日本銀行資料より、BNPパリバ証券作成

る。

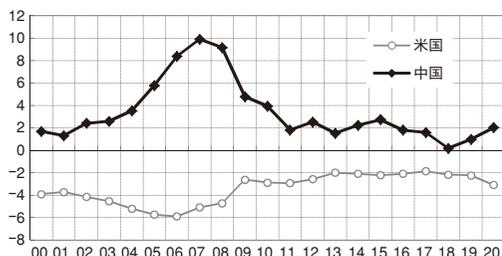
ニクソンショック後、日本は幾度か円の国際化を進めようとしたが、それは常に表面的であり、実際には消極的だった。円の国際化を進めると、円金利や為替レートを自らが制御できなくなると恐れたのだろう。また、円の国際化が進み、円が増価すれば、短期的に輸出セクターにダメージが及ぶことを心配したのかもしれない。通貨高が進めば、大量に保有する外貨準備で損失が発生することを恐れた可能性もある。目先の損失を恐れ、長期を見据えた政策を採用しなかったのである。今では、国債を大量に発行し、利払い費を抑えるべく、低金利を維持せざるを得ないため、海外投資家が満足するような高い利回りは提供できず、円の国際化はもはや手遅れと考える人が少なくない。

人民元の国際化戦略

一方、中国が人民元の国際化を進めようとしているのは明白である。金融市場の自由化を進め、2016年9月には、人民元をIMFのSDRの構成通貨の一つとした。SDR入りが決まる前には、欧州やアフリカと陸路、海路を結ぶシルクロード構想（一帯一路）を打ち上げ、2014年にはそのインフラ整備資金を賄うAIIB（アジア・インフラ投資銀行）を設立した。ただ、SDR入り直前の2015年夏と2016年年初に、チャイナ・ショックが襲い、中国からの資本逃避が懸念されるようになると、人民元の対外開放はペースダウンした。

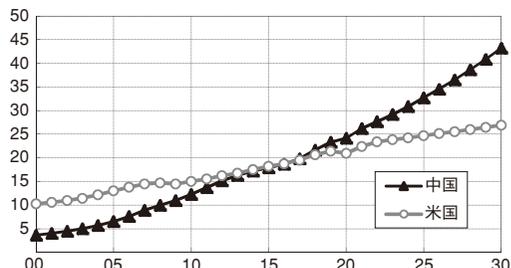
中国経済にとり、最大の課題は、潜在成長率の低下を極力和らげることである。権威主義体制の下、自由の抑制を代償に高い成長を人民に約束しているため、高成長を維持できなくなれば、体制は不安定化する。今後、労働力の減少が続く以上、TFP上昇率を高めなければならない。それには、成長分野を見出し、リスクマネーの供給を含め、成長分野

(図6) 米中の経常収支 (GDP比、%)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

(図7) 米国と中国の購買力平価ベースの名目GDP (兆ドル)



(出所) IMF資料より、BNPパリバ証券作成

に経済資源を投入しなければならない。その過程で政府は優位性を持たないため、資本市場の力を借りる必要がある。

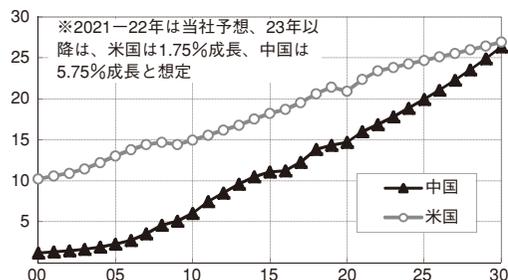
最近の巨大テック企業への相次ぐ介入や教育分野への介入は、反成長政策が取られたというより、むしろ独占などの市場集中や経済格差が長期の成長を損なうと考えるからだろう。長期的な視点から見ると、必ずしも誤った政策ではないと思われる。また、欧米の「サービスから財への需要シフト」もあって、一時的に経常黒字は膨らんだが、トレンドとしては徐々に縮小しているため、海外から資本流入を促す必要もある。資本逃避リスクを抱えるため、グラデュアルに進めるしかないが、金融の自由化、対外開放は進めざるを得ないのが実情だろう。実際、2017年以降、資本逃避リスクが低下すると、金融開放を再加速させている。

さらに米中の政治対立が今後も続くことを考えると、最終的にドルから独立した国際金融システムを構築することの必要性も痛切に感じているだろう。現実にはどれほどのメリットがあるのかは疑問だが、主要国の中で、いち早くCBDCの実験を始めたのもその現れだろう。米国の経済制裁が強い実効性を持つのは、ドル決済システムを握っているからである。トランプ前大統領のイラン制裁でも改めて明らかになった通り、米国外であっても、ドルで取引する限り、金融取引は米国の強い管理下に置かれるため、先進国であっても米国の外交政策に追随せざるを得ない。

ドルシステムの行方

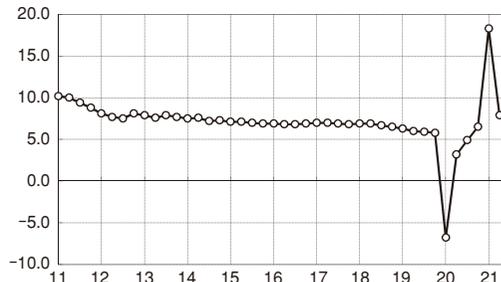
それでは、人民元はドルにとって代わるのか。国際金融史の泰斗であるアイケングリーン教授によると、歴史的には、戦後のドル一極集中体制が特殊なのであって、それ以前は、複数の基軸通貨が並列していた。戦間期はドルだけでなく、ポンド、フランスフラン、ド

(図8) 米国と中国のドルベースの名目GDP (兆ドル)



(出所) IMF資料より、BNPパリバ証券作成

(図9) 中国の実質GDP (前年比、%、四半期)



(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

(図10) 中国人民元の対ドルレート



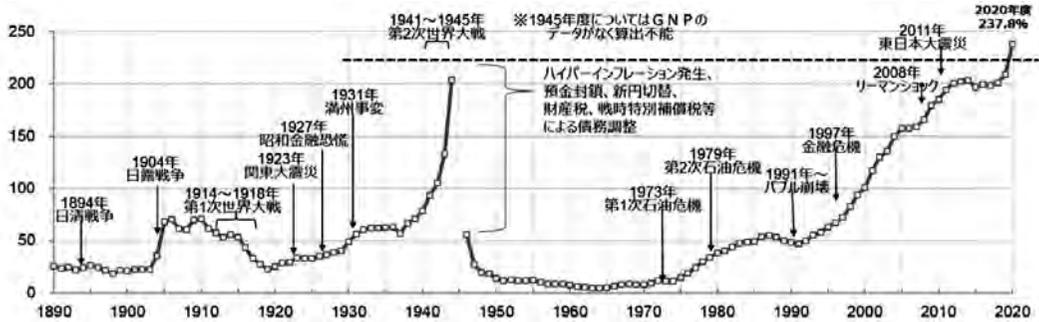
(出所) Macrobondより、BNPパリバ証券作成

イツマルクなども利用されていた。同じように、いずれドル一強体制が崩れ、ドルや人民元を含む複数の基軸通貨体制になると長年、主張している。

米中の政治対立が始まらなければ、中国は当面、ドルシステムの中で、優位性を高めていくという選択をしたかもしれない。しかし、米中対立が恒常化することで、中国は益々、ドルから独立した国際金融システムを欲するようになり、複数基軸通貨体制となる可能性が高まっているように思われる。欧州債務危機でユーロは崩壊の危機に直面したが、今回のパンデミック危機をきっかけに域内の求心力をむしろ強め、グリーンリカバリーに活路を見出している。ドルと人民元、ユーロの三極基軸通貨体制となる可能性もある。その中で、日本円は埋没するのだろうか。

慶應義塾大学の櫻川昌哉教授によると、円の国際化はまだ手遅れではなさそうである。例えば、日本と中国の両政府が互いの国債を外貨準備として持ち合えばどうなるか。日中が互いに50兆円の国債を持ち合うと、世界全体の外貨準備の約1,000兆円の内、日本円が

(図11) 公的債務の対GDP比(％、年度)



(出所) 財務省資料より、BNPパリバ証券作成

占める通貨シェアは4%強から9%強に上昇する。同時に日本政府と中国政府から合計で100兆円相当の米国債が売り出され、ドルの外貨準備におけるシェアは10%程度低下する。両政府は追加的な資金を一切要せず、米国債に偏ったポートフォリオを是正できる。

そうした動きは、ドルの実質金利の上昇につながる。一方で、日本と中国はグローバル経済に対し、安全資産の新たな選択肢を提供すると共に、自国の実質金利を引き下げることできる。自国通貨建ての輸出比率を増やすことができれば、自国通貨高のデメリットを小さくできる一方で、家計部門の実質購買力の向上など、自国通貨高のメリットを広く享受できる。長い間、重商主義的な政策を続けてきた日中には、画期的な方針転換となり得るだろう。

そのようなことをすれば、ドルを中心とする国際金融市場を大混乱させ、同時に権威主義体制を利するだけとして、日本政府がそのような選択を行う可能性は高くはない。だとすると、これまで通り、日本はドルシステムに囚われたままの状況が続くのだろうか。これほど大量の国債を発行する日本が海外投資家の保有を促すのはリスクと反対する人も少なくないと思われる。ただ、そうすることで、多少なりとも財政ディシプリンを効かせることができるという点も忘れてはならないだろう。

[参考文献]

- ・バリー・アイケングリーン著、小浜裕久監訳『とてつもない特権—君臨する基軸通貨ドルの不安』勁草書房 2012年
- ・櫻川昌哉著『バブルの経済理論 低金利、長期停滞、金融劣化』日本経済新聞出版 2021年
- ・Bernanke, Ben S. 2005. "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit." Lecture presented

at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, March 10.

- Caballero, Richardo J. 2006. "On the Macroeconomics of Asset Shortages." In *The Role of Money—Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century*, edited by Andreas Bayer and Lucrezia Reichlin, 272-83. Frankfurt : European Central Bank.

