

理事長 中尾武彦の



ニクソン・ショック 50 周年

— 国際通貨体制の未来 — 後編

みずほリサーチ&テクノロジーズ 理事長 中尾武彦 2021年8月13日¹

ドル基軸体制はどこまで続くのか

ニクソン・ショックから50年を経ても、現在の国際通貨システムがドル基軸であることに疑問の余地はない。たとえば、世界の公的な外貨準備（金と通貨未判明部分を除く）²のうち、ドルのシェアは、1995年には58.9%であったが、ユーロ導入直後の1999年第1四半期には一旦71.1%まで上昇し、直近の2021年第1四半期の59.5%まで戻っている。1995年と直近を比較すると、円のシェアは6.8%から5.9%、ポンドは2.1%から4.7%に若干変化しているが大きくは変わらない。1995年にマルクは15.7%、フランは2.3%、のちにユーロに置き換わるバスケット通貨ECU（欧州通貨単位）は8.5%とこれだけで合計26.5%であり、1999年第1四半期のユーロのシェアは18.1%だったので、ユーロ導入の時点ではユーロ参加国の通貨のシェアは下がったことになる。直近のユーロのシェアは20.6%であり、導入時からあまり変わっていない。人民元のシェアは直近で2.4%と、日本円のシェアに及ばない。

つまり、ユーロの創設や中国経済の急拡大を受けてドル基軸にも変化があるのではないかという議論がなされることがあるが、外貨準備を見るかぎりそのような予兆は見られない。民間の取引における建値や支払い手段としてのドルの圧倒的な存在感にも変化はない。リーマン危機に際して、各国の金融市場でドルの流動性が一時的に不足した際の混乱は、国際通貨としてのドルの重要性を改めて示すことになった。企業の多国籍化、グローバル・バリュー・チェーンを通じた取引が拡大するなか、国際的な事業を行う主要企業は、日本企業も含めてむしろドル依存を高めてドルを基準に活動しており、その他の通貨の為替リスクをヘッジしている。

ニクソン・ショックはドルの信認に大きな影響を与えたはずであり、変動相場制への移行で金・ドル本位制も終わりを告げた。それなのに、ドルの国際通貨としての地位に大きな変化がないのはなぜなのか。よく言われるように、米国の経済的、政治的、軍事的、それに文化・教育などのソフトな力を背景とした信頼、金融資本市場の流動性や深み、米国当局によるドルの基軸通貨として地位を保つという意思が重要な役割を果たしている。金との関係を保つための規律が失われたとは言え、米国のマクロ経済政策も比較的健全に運営されていると言える。これらに加え、皆が一緒に使うことにより利便性が高まる「ネットワーク外部性」や慣性もあるだろう。

米国はドルという基軸通貨を持つことによって、大きな利益を受けている。ドル紙幣発行から来る

¹ 前編では後編は8月18日に刊行するとしていたが、予定を早めて刊行する。

² IMFのCOFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves) 統計による。

いわゆる「通貨発行益」があるし、連邦準備制度という最後の貸し手を擁している米国金融機関は、ドルに基づく金融取引から大きな利益を受けている。ドル建ての取引が中心であることにより、企業も為替リスクを回避しやすい。米国政府は、米国の金融システムを経由するドル取引に制限を加えることにより、他国の金融機関や企業、個人に極めて強力な金融制裁を一方的に加えることができる（ただし、これをあまり多用することは、ドルへの信頼を損なう可能性がある）。各国当局は、ドル建ての外貨準備を米国債への投資で運用するので、財政赤字を国債発行で埋めることが容易になる（もともと、これについても、米国が経常収支赤字を継続的に抱える国際収支不均衡の問題と裏腹だ）。

現状において、基軸通貨としてドルに代替しそうなものがない。ユーロは、資産運用のベンチマークとなるべき国債に関し、ユーロ加盟各国の国債市場が分立して深みと流動性に欠けるし、ユーロ危機が示すように、財政の統一がないなかで通貨や金融政策を統一したことから来る脆弱性を抱えている（国境を超えた財政による銀行支援が困難であり、欧州中央銀行による最後の貸し手機能も通常の国の中央銀行ほど明確ではない）。

円も国際通貨の一翼を担うことが期待された時期もあったが、バブル後の経済的な低迷からいままも国際的な使用は限定的だ。円もユーロも、自国の貿易、特に輸出の決済通貨としては一定の使用があるが、基軸通貨の一端を担っているとは言えない。

人民元の役割拡大は、中国の経済力の拡大や一帯一路構想などからよく話題に上るし、中国政府自体にも、最近ではIMFのSDR（特別引き出し権）の構成通貨³に人民元を加えることを働きかけたように、人民元の国際化を図ろうとする意図が見える。しかし、中国では人民元が国際通貨となることに不可欠な資本取引はまだ制限されている。より基本的な問題として、通貨への信認の前提となる政治や経済、外交政策に関する国際的な信頼が積み上がっているとは言えない。

長期的には、米国の経済力が世界のなかで相対的に低下し、逆に中国経済が急速に拡大していることから、かつて英国のポンドから米国のドルに基軸通貨が変わったように、いずれドルも基軸通貨としての役割を人民元に譲る、あるいはそこまでは行かなくとも分け合うことになるのではないかというような議論がある。しかし、そもそも米国経済は凋落していると言えるだろうか。

世界のGDP（ドル換算）における米国のシェアを20年ごとにとってみると⁴、米国の黄金期とも言える1960年の39%から1980年の25%に下がったあと、ユーロが発足した2000年には30%に拡大し、そして2020年には25%に戻っている。日本は、この期間に、3.2%から10%、15%とシェアを高めたあと、バブル後の低成長、デフレ、対ドルの円の弱さ、人口の伸びのなさを反映して2020年には5.9%まで下がっている。ユーロ圏も、1980年に26%、2000年に19%、2020年に15%とシェアは下がり続けている。これに対し、中国は1960年の0.4%、1980年の1.7%、2000年の3.6%、2020年の17%と拡大し、特にWTO加盟（2001年）後の伸長が著しい。変動相場制に移ってしばらくした1980年と2020年を比較すると、米国のシェアは25%で変わらず、中国のシェアの拡大は15%であるが、これは日本とユーロ圏のシェアの低下でほぼ説明ができる。

³ 2016年10月からSDR構成通貨に人民元が加わり、IMFの発表によれば、各通貨のウェイトは米ドル41.73%、ユーロ30.93%、人民元10.92%、日本円8.33%、英ポンド8.09%となった。

⁴ 世界銀行による歴史的な世界各国のGDP統計から計算。ドル換算のGDPは、各国通貨とドルの間の為替レートの影響を受けて、振れがある。

全体としてみると、米国はまだ世界の4分の1の経済力を持っており、趨勢的にシェアを落としているばかりではない。一方で、中国経済は、キャッチアップ過程の高成長からの減速は不可避だし、人口減と高齢化で生産年齢人口の減少も響いてくるので、これまでと同様の成長を続けることができるとは思にくい。米国ほかとの貿易、投資、技術におけるディカプリングの影響もありうる。仮に全体のGDPで米国を抜くことがあったとしても、1人当たりの所得は遠く及ばないだろう。

米国経済は時代の要請に応じて、常にダイナミックに変貌していく柔軟性と多様性を有している。多くの国からやる気のある移民や高度な技術系の人材を受け入れており、人口も増え続けている。金融セクターや軍事技術ともかかわりのあるIT産業や航空宇宙産業では、圧倒的な競争力を持っている。米国の社会が今後も分断を深め、政治が決めるべきことを決められなくなったり、経済政策が極端なポピュリズムに陥るようなことがないかぎり、経済力でも米国の優位性はそう簡単には変わらないだろう⁵。

結論として、見通すことが可能な範囲の将来において、ドル基軸体制に大きな変化はないというのが、筆者の立場だ。

中央銀行デジタル通貨の登場で国際通貨体制に変化はあるのか

中央銀行デジタル通貨（CBDC）ができれば、国際通貨体制にも変化が生まれるという議論がある。これについても、筆者は懐疑的だ。

まず、中央銀行自体がデジタル通貨を発行することには、どの程度の意味があるだろう。今でもほとんどの重要な取引は銀行の預金通貨を電子的にやりとりすることによって決済されている。個人による小規模な取引が現金に依存し続けることには、紙幣の発行や流通（たとえばATMの維持管理）のコストが大きいという議論があるが、個人も現金の代わりにクレジット・カードやデビット・カード、事前支払い型のカードを使うことが増えている。最近では、インターネットを使ったオンライン・バンキングも一般的だ。

逆に、現金は、匿名性があること、それに関連して国家に金融取引の情報を収集・利用されてしまうリスクがないこと、サイバー攻撃や災害などによるシステム障害の心配がないことなど、抗いがたいメリットを持っている。それに、中央銀行デジタル通貨の仕組みにもよるが、民間銀行の貸付に伴う信用創造（銀行のバランスシートでは資産サイドの貸付と同時に負債サイドの預金通貨の増加が起きる）の機能が弱まることは、銀行経営に決定的な影響を及ぼすだけではなく、民間主導の市場経済システムの根幹を揺るがすことになる。

CBDCができれば、これまでよりはるかに低コストで海外送金などが行えるとの議論もある。銀行などが送金のコストを下げる努力はもちろん強化する必要があるが、現在の銀行を通じた送金が高コストなのは、取引の確認、安全性の確保に加えて、マネーロンダリングやテロ資金の移転などを防止する手間がかかっていることにもよっている。CBDCが何の規制もなく国境をまたぐ取引に使用されることが認められることになるとは思えない。ましてや、人民銀行デジタル通貨がドル基軸体制に影響を与えることは、前述した人民元自体の制約から考えにくい。

⁵ 米国の覇権の見方については、このコラムの「アメリカという国を再び考える」（2020年11月24日）でも考察している。

各国の中央銀行も、技術的な研究を行い、いろいろな選択肢を検討をしておくという姿勢を示しつつ、CBDCには慎重な姿勢をとっているというのが現状だろう⁶。

円とドルの関係を考える

為替レートに対する関心は、特に日本では高いように思う。それでは、為替レートは一体どのように決まっているのだろうか。

為替レートを説明する理論には、購買力平価説（各国の物価が同じようになるように為替レートが決まる）、フロー・アプローチ（経常収支と資本収支、なかでも経常収支と長期資本収支の合計である「基礎収支」が為替に影響を与える）、アセット・アプローチ（各通貨建ての金融資産のリターンを調整するように為替が決まる）などがある。いずれも一定の説明力は持っているが、実際の為替レートの動きは理論どおりにはならない。たとえば、購買力平価説によれば、物価上昇率が低い国の通貨は高い国の通貨に対して切り上がっていくはずであるが、円の場合には物価上昇率が米国に対して低いのに、2012年秋以降は為替レートもむしろ切り下がっていった。

為替レートの動きは、事実として、各国の金融政策、成長予想、雇用の状況などを材料とした資本の流出入にますます大きな影響を受けるようになってきている。各国の金融政策は、物価の安定、金融システムの安定とともに、為替への影響も考慮しなければならない。東日本大震災のような大災害などに際し、為替レートが思わぬ形で大きく変動することもある。かつての経常収支が支配した為替市場の状況とは異なり、資本の動きがその圧倒的な大ききで為替レートを動かす。短期の為替の変動から利益を得ようとする投機的な活動が、変動をさらに大きくしている。

それでは、日本のような先進国にとって、為替介入は政策のオプションになるのか。筆者は財務官時代の2011年の夏と秋に1ドル75円強まで円高が進行するなか、2回の大規模な円売りドル買い介入（単独介入）に関与しており⁷、為替介入を政策手段から排除するべきではないという立場だ。投機的な動きで為替が過度に変動し、それが経済活動に大きな害を与えていることが明白なときに、協調介入をすることができればそれに越したことはない。G7の声明でも、「為替レートの過度の変動や無秩序な動きは、経済や金融の安定に悪影響を与える。引き続き為替市場に関して緊密に協議し、適切に協力

⁶ 日本銀行は2020年10月9日にCBDCへの取り組みについて方針を発表した。そのなかで、内外のさまざまな領域で急速にデジタル化が進んでいるなか、今後、CBDCに対する社会のニーズが急激に高まる可能性もあるとしたうえで、現時点で発行する計画はないが、決済システム全体の安定性と効率性を確保する観点から、今後の様々な環境変化に的確に対応できるようしっかり準備しておくことが重要であり、そのために、実証実験、制度設計面の検討、内外関係者との連携を進めるとの方針を示している。

⁷ 1回目は円が1ドル77円台前半の高値を付けたあとの2011年8月4日の介入（4兆5129億円を投じて568億ドルを購入）、2回目は2011年10月31日朝に円がそれまでの最高値の75.32円を付けた直後から11月4日にかけて継続的に行った介入（5日間で9兆916億円を投じて1154億ドルを購入）であった。この秋の介入のあと、2011年末までは1ドル78円前後で安定した動きとなった。2012年は2月に一時1ドル76円強の円高に戻ったが、その後、2012年秋までは概ね1ドル78円から83円のレンジを行き来し、2012年秋以降の円安局面につながっていった。財務官として担当した2011年の2回の介入は、行き過ぎた円高への牽制の役割を果たしたと思う。なお、2回の介入の合計で13兆6045億円を投入して1722億ドルを購入したので、平均して1ドル79円ちょうどでの取引ということになる。このときに購入したドルは、最近の1ドル110円で換算すると18兆9420億円に評価が上がっており、5兆3375億円の為替差益（未実現）を生んでいる。ドルの運用金利のほうが円の短期の調達金利より高いことから来る利益を加えると、外国為替資金特別会計の利益はもっと大きくなる。一般に、投機が儲かるときには、安値で買って高値で売っていることにより価格安定化の役割を果たすと言われる。その意味でも、2011年の介入は、もちろん投機が目的ではないが、大きな利益を上げて価格安定化にも役立ったということが言えるだろう。

する。」といった文言は定番になっている。実際、2011年3月の東日本大震災のあとに投機的な円高が進んだときは、米国の呼びかけでG7による協調介入が行われた。しかし、協調介入について各国と意見が一致しない場合でも、米国やユーロの当局に十分に事情を説明し、連絡をしたうえで、投機的な動きへの牽制として単独介入を行うことは、市場のセンチメントを変えるうえで有効であり、必要な場合があると考えられる。

最近の国際金融の世界での支配的な考え方は、各国の金融政策については、物価の安定、雇用、危機対応などのために自由に用いてよいが、為替レートについては、少なくとも先進国は基本的には市場の動きをそのまま受け入れるべきだという、二元論に立っている⁸。

変動相場制への移行後も、為替市場への介入はしばらくの間、今よりもっと一般的であった。1980年代には、いわゆる「政策協調」に基づき、各国がマクロ経済政策のあり方を調整するとともに（日本やドイツが財政や金融を緩和して内需拡大を図るとともに、米国が財政赤字を縮小させる）、為替市場にも協調介入することによって、国際収支の不均衡を是正し、為替レートの安定を図るといった政策がとられた。そのような政策協調と為替介入の最も端的な例が、1985年9月22日のG5財務大臣・中央銀行総裁会合によるプラザ合意（「非ドル通貨の秩序ある上昇」を目指す）であった⁹。

しかし、その後は次第に、各国の国内政策を対外的な配慮に重きを置いて運営することは、政治的に困難であり、経済的にも必ずしも望ましくないという考え方が強くなった。現在では、各国はそれぞれ適切な国内政策を追求するべきであり、そのことが国際経済の安定にもつながるといった考え方が主流になっている。

日本による為替介入は、2004年までは頻繁に行われていたが、そのあとは、2010年の9月、2011年の3月、8月、10月から11月にかけての4回にとどまっている。

為替介入、特に金融政策とより協調した形での介入を1つの政策オプションとしてもっと前向きにとらえる考え方が、将来的に再び強くなることはあるだろうか¹⁰。戦後の財政政策と金融政策の変遷を見ても、次第に考え方は変わってきている。財政政策を景気変動の調整に活用する考え方が主流だった時代から、その有効性（景気刺激効果）や効率性（無駄な投資の可能性）に疑問が唱えられるように

⁸ 新興国や途上国においては、自国為替レートが先進国の金融政策の変更などの影響によって動きすぎることは自国の経済や金融の状況を不安定にすることから、一定の介入を行い、為替の動きをスムーズにしようと努めることが一般的だ。そのためにも、また、危機時に自国通貨を買い支えるためにも、外貨準備を積み上げておこうとする国が多く、それが世界金融危機の際にはアジア新興国の抵抗力を高めた（米国の経常収支赤字につながったとの議論もある）。もっとも、為替レートをあまり固定しようとする、アジア通貨危機の前のように、為替リスクを覆い隠してしまうし、競争条件もゆがめてしまう。また、自国通貨の下落を外貨準備の放出で止めようとして外貨準備を急速に減らしてしまうと、リスクが高まると市場から見られさらなる自国通貨売りを招くことになる。筆者がアジア開発銀行総裁を務めていた2013年から2020年は、米国の世界金融危機後の量的緩和に伴うアジアの新興国への資金の流入（自国通貨の上昇）と緩和縮小に伴う流出（自国通貨の下落）が話題になった時期であり、そのような海外からの影響を受ける新興国の経済運営の難しさを各国の財務大臣や中央銀行総裁からよく聞かされた。

⁹ プラザ合意では、声明の発表と各国による強力な為替介入によって、1985年半ばの1ドル244円から86年8月の153円まで急速にドル安、円高が進んだ。ドル安が急速に進んだことから、1987年2月に、今度は「為替レートのこれ以上の大きな変動」を警戒するルーブル合意がG7の枠組みで発表され、日本による内需振興策も引き続き盛り込まれたが（イタリアは欠席）、その後もドル安は続いた。

¹⁰ 日本のドル買い円売り介入の例で言えば、財務省と日本銀行が協調してできるだけ「不胎化」しない形、すなわち、財務省が短期証券（FB）で日銀から調達した円を使って介入をしたあとに、日銀が円の通貨供給量を増やしたままにする方針をとれば、もっと効果は上がるだろう。もっとも、単独の為替介入は、各国ごとの金融政策とは違い相手国通貨があるわけだから、相手国の非難を招かないように行うことが必要という難しい問題が残る。

なり、金融政策が従の立場から主の立場に置き換わったかと思うと、最近では金融政策の有効性にも疑問が投げかけられ、改めて財政政策の重要性を強調する流れとなっている。

このようにつらつら書いてきたうえで、日本では為替レートに注目が集まりすぎではないか、円高の急速な進行、過度の円高が明らかに望ましくないのは確かだが、円安がよいことのように受け取られすぎではないかと思うことがある。米国は、自動車業界が円が安すぎると非難することがあるが、全体としてはドル高のほうがドルの信認を高め、世界から資金を集めやすいと考えている面がある。当局者と議論をしていますが、通貨の価値は市場で決定されるべきだという原理がまずあり、また、急激な円安には苦言を呈するが、ドル安のほうがよいと思っているふしはない。ユーロ圏も域内市場が大きいこともあってか、為替レートに対してそれほど神経質ではない。

確かに、円安になれば、輸出品のドル建ての価格を下げて売り上げの数量を伸ばすことができるし、輸入品が国内生産に代替される効果もあるので、そのかぎりでは生産や雇用にプラスになる。数量が同じでも輸出の円建ての収入は増えるし、円建ての投資収益や円建ての海外資産の評価も上がる。日本の会社の有価証券報告書では企業収益を円で見ているので、円安になれば東京証券取引所の株価もそれに反応して上がる傾向がある。株価指数には、輸出を行う大企業が多く含まれていることも、株価の上昇には影響している。

しかし、輸出数量の為替に対する感応度は、日本企業の海外生産が増えていることもあり、昔ほどではなくなっている。円安になっても国内生産や雇用への影響は限られる。円が安くなるということは、企業の価格戦略にもよるが、日本の製品が安値で買われてしまうということでもある。さらに、円が安くなれば、輸入品の価格や外国での観光のコストは上がって、消費者にとっては不利益だ。円が安くなるということは、日本人の購買力、ドル建てで各国と比較する所得が下がるということにはほかならない。実際、企業でも大学でも、日本の給与では外国人の優秀な人材をとることは難しくなっている。円の購買力が下がれば、海外の優良企業を買収するコストも高くなるし、逆に外国企業が日本の戦略的な企業までも安値で買収する可能性が高まる。

各国にとって本当に困ることは、自国通貨や国債が売られて、自国通貨安と国債価格下落が進行し、外国通貨で借りた資金の返済が困難になってそれがさらに自国通貨の減価を呼ぶとともに、国債の発行金利が上がって財政赤字のファイナンスや国債の借り換えが難しくなるような事態だ。このようなことになると、企業や金融機関のバランスシートが傷み、金融危機も起きる。輸入物価の上昇に加え、人々が自国通貨をモノに換えておこうとするので、激しいインフレも起こりうる。

世界的に、企業も人材も、国際的な舞台で活動することが求められる時代だ。特に日本は、人口減少と高齢化のなかで、日本のなかだけでものを考えては成長に限界がある。実際、国際的に活動する日本企業も、円建ての決算報告への影響を別にすれば、為替のことは世界的な視野で考えている。日本の社会一般でも、為替についての見方が変わっていった、単純に円安を歓迎し円高を怖がる姿勢は修正されてよいと思う。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料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。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。