

シリーズ 改めて国際通貨体制を考える②

ドルに代替する通貨はあるのか

中尾 武彦

みずほリサーチ&テクノロジーズ 理事長・元財務官

ユーロ、円、人民元、SDR

ロシアのウクライナ侵攻に伴う西側諸国による金融制裁、なかでもドルの使用の制限が、ドルの基軸通貨としての地位に影響するのではないかという議論を生んでいる。しかし、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く、この状況が短期、あるいは中期に変わることは見通しにくい。

まず、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。すなわち、国境を越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。今回のウクライナ危機でも、ユーロ圏、特にドイツなどのロシアへのエネルギー依存から、経済基盤の脆弱性も見えてきた。

円も自国の貿易、特に輸出の決済通貨としては相当程度使用されている。2021年上半期の財務省関税局発表のデータによれば、円建ての輸出は全体の39%（ドル建ては47%）、特にアジア向けでは48%を占める。これに対し、輸入ではドル建てが67%、円建てが27%であり、石油をはじめ国際的な資源価格がドル建てになっていることも反映している。後述のように、円が準備通貨や資金の運用、調達などを含めた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、1990年代以降の日本経済の低成長や円資産の低利回り等から、円の国際的使用は今も限定的である。

人民元については、ロシアのウクライナ侵攻により、ロシアおよび欧米の制裁に警戒的な他の諸国を巻き込んで、人民元の決済通貨、準備通貨としての利用がかなり拡大し、いずれドルの存在を脅かすようになるのではないかという議論がある。実際、中国と周辺国との間で人民元を活用しようという動きは見られるようだが、その程度は限られるだろう。これまでも、経済力の拡大や一帯一路構想などから人民元の国際化はよく話題に上ってきたし、中国政府自体にも、IMFのSDR（特別引き出し権）の構成通貨⁽¹⁾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。通貨の番人である人民銀行は国务院の一組織であり、独立性を欠いている。より基本的な問題として、通貨への信認の前提となる中国の政治のあり方や経済政策、外交姿勢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。

中国がロシアとの距離を縮めすぎること、ましてや人民元を駆使して西側とは別のブロックを作る方向に行くことは、ウクライナの問題以前から緊張が高まっている中国と西側の関係を著しく悪化させ、中国の経済発展を阻害する。中国のこれまでの経済発展は、米国、日本、欧州ほかとの貿易や投資関係、留学生や技術者の交流、技術やノウハウの吸収に支えられてきた。経済発展して大国となったことを最大の成果、正当性の根拠とする中国共産党として、西側との決定的なデカップリングはできるだけ避けたいと考えるのが普通だろう。

それでは、ときどき話題になる IMF が創出する合成通貨 SDR の可能性については、どう考えればよいのだろうか。金融危機などの際には、途上国を含む全加盟国に対して SDR を新規配分することが行われてきた。SDR の配分により、新興市場国や途上国が、急激な資本フローの逆転への備えとなる外貨準備のバッファーを、市中調達よりも低コストで設けることが可能となる。新型コロナウイルス感染がもたらした途上国の苦境を助けるために、2021 年にも 6500 億ドル相当の SDR の新規配分が決定されている。また、今回も含め、配分された SDR を先進国が抛出し、途上国を支援する仕組みも作られてきた。

しかし、SDR は、ドル、ユーロ、円、ポンド、人民元の合成通貨でしかなく、民間取引に使用できる SDR 紙幣や SDR 硬貨がある訳ではない。そもそも SDR は、使用する国にとっては「通貨貸出請求権」、通貨を提供する国にとっては「通貨貸出義務」であり、外貨準備を相互に融通する、コンディショナリティのないクレジット・ラインの性格にとどまっているということもできる。実際、仮に各国通貨当局が介入に SDR を用いる際は、SDR と引き換えに他国からドルや円などのハードカレンシーの提供を受けなければならない。

こうした SDR の機能や使用範囲の制限を考えれば、SDR がグローバルな通貨としての役割を担うことは考えられない。

米国の経済力は本当に衰えつつあるか

ドルが基軸通貨の地位を長い時間がかかったとしてもいずれ失っていくのではないかという議論の背景には、米国の経済力が世界のなかで相対的に低下しつつあり、逆に中国経済が次第に重要性を増しており、いずれ米国を抜くのではないかという考えがある。第 1 次世界大戦から第 2 次世界大戦を経て、ゆっくりと英国のポンドから米国のドルに基軸通貨が変わったことを思い起こしているのだ。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⁽²⁾、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% と世界でのシェアを高めたあと、バブル後の低成長（1 人当たりに加え人口の伸びのなさ）、デフレ、対ドルの円の弱さを反映して 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 年の時点と 2020 年を比較すると、米国のシェアは 25% で変わらず、中国のシェアは 15% 拡大したが、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。

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わけではない。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。その上に、今回のウクライナ危機では、米国がエネルギーや食糧を豊富に生産する資源国であることの強みが改めて認識された。

一方で、今後の中国経済は、キャッチアップ過程の高成長からの減速（いわゆる「収斂」）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出てくるだろう。自力更生で経済を発展されることには限界がある。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。

結局、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り、経済政策が極端なポピュリズムに陥って大規模な金融危機、米国経済への信認崩壊が生じるようなことがないかぎり、経済力においても米国の優位性は維持されるだろうし、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考えられない。もっとも、そうであったとしても、ドルの使用を大きく制限するような金融制裁については、ドルが事実上の国際公共財であることにかんがみて、一定の自制が求められる。

中央銀行デジタル通貨のポテンシャル

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。特に、デジタル人民元を警戒する声も聞かれる。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、サイバーアタック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。銀行が海外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ような事態は、前述した人民元自体の制約から考えにくい。

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しておくという姿勢にとどまっているように見える。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、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。しかし、同時に、現時点で発行する計画はないとの立場を明確にしている。

円の国際化について

この機会に、国際通貨システムにおける円の位置付けをどう考えるべきか、歴史も振り返って整理しておきたい。1984年の日米円ドル委員会報告書の頃から日本政府は「円の国際化」を政策目標に掲げてきた⁽³⁾。これまで「円の国際化」という言葉が使われる際には、以下のような異なるレ

ベルの目的が含意されていたと考えられる。

- ① IMF加盟国の義務となっている財・サービスの貿易などの経常取引だけでなく、資本取引も含めて円の交換性を確保し、高めていくこと
- ② 取引当事者のニーズに応じた形で円が自由に選択されるように、障害の除去、環境の整備を図り、特にアジア地域での円の利用を促進すること
- ③ 最終的には「3極通貨体制」という国際通貨システムの変革も視野に入れつつ、円がドルを補完するようなグローバルな通貨となること

一般的に言えば、自国通貨の国際的利用が高まることで、通貨発行益（紙幣やコインを発行して財政収支や国際収支を補う利益）が増加し、経済主体が為替変動の影響を受けにくくなるといったメリットがもたらされる。また、自国通貨を基盤とする金融サービス業のビジネス・チャンスを増やし、自国の金融・資本市場の活性化、それによる所得の増加につながる。金融活動を自国通貨で行うことができれば、外貨調達のコストやリスクを下げることもできる。

第1の点に関してこれまでの取組みを振り返ると、1960年に円を貿易取引に使うことを可能にする自由円勘定を導入したことを端緒に、経常取引の自由化（1964年IMF8条国に移行）、資本取引の原則自由化（1980年外為管理法改正）という過程を経て、1998年の資本取引の完全自由化実施をもって、円の交換性に関する制度的な手当ては完結していると言える。

第2の点に関しては、円の国際的使用の拡大の前提として、非居住者の円資産への運用、非居住者による円資金の調達への障害を取り払う努力を行ってきた。具体的には、運用サイドで日本の国債、地方債、社債の非居住者への利子源泉徴収課税の免除を順次実施し、また、調達サイドではサムライ債発行に関する規制緩和をはじめとする様々な取組みを実施してきた。しかし、このような努力も、所期の成果を上げているとは言えない。

第3の円を補完するグローバルな通貨を目指すという点については、1980年代から1990年代にかけて、ドル、円、マルクによる3極通貨体制が喧伝された文脈で盛んに議論が行われた。当時は、ドルを中心としたシステムは、米国の経済状況、国際収支の状況に依存する本質的な不安定性を内包しており、複数基軸通貨体制への移行が望ましいとの議論があった。この立場からは、複数の通貨が準備通貨として競合することで、準備通貨発行国のマクロ経済政策を規律付けるメカニズムが組み込まれ、従来のドルのみを基軸とする通貨体制と比較してより安定的な国際通貨システムが実現することが期待されるとされた。

一方で、当時も、複数基軸通貨体制の問題点を指摘する立場からは、複数の基軸通貨発行国間の経済パフォーマンスや金利の相違等により、資金フローと為替レートのボラティリティの程度と影響が拡大し、システム全体がむしろ不安定になるおそれがあるとの議論があった。複数基軸通貨体制の実例として、1920年代にはポンドやドル、フランが並存する、安定的な複数基軸通貨体制が存在していたとの指摘もあった。しかし、金本位制を前提とした当時のシステムは、計算単位や支払い手段として複数通貨が使われていたとしても、各通貨の価値は最終的には金の価値に依拠しており、真の意味での複数基軸通貨と言えるのかどうかは疑問だ。現在では、複数基軸体制についての議論は退潮している。

《注》

- (1) 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。
- (2) 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。
- (3) 1984年5月「日米円ドル委員会報告書」、「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」、1985年3月外国為替等審議会答申「円の国際化について」、1999年4月外国為替等審議会答申「21世紀に向けた円の国際化」、2003年1月「円の国際化推進研究会座長取りまとめ」など