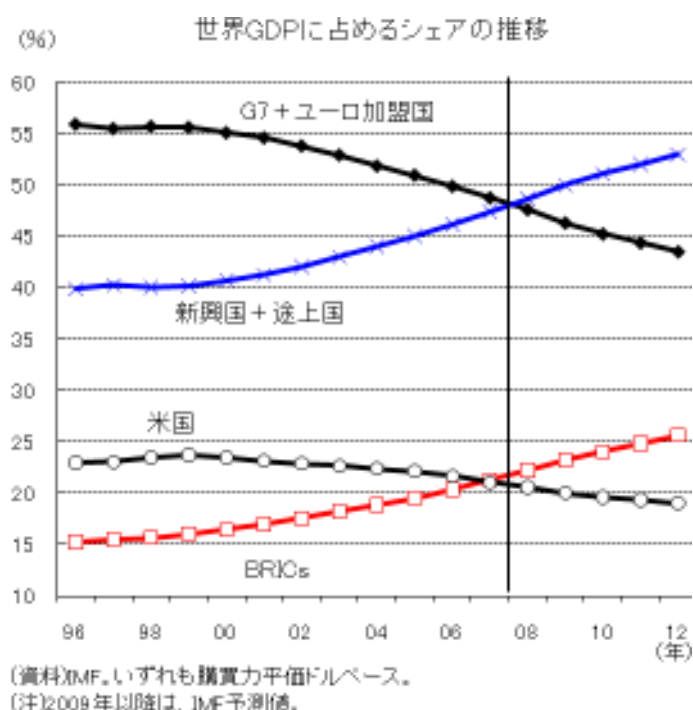


ドル基軸通貨体制の行方 —揺らぐドルにどう対応するか—

1. ドルに対する信認の低下

ドルに対する信認に揺らぎが指摘されて久しい。アメリカの貿易赤字は拡大し、財政赤字がかつてない規模に達するも、ドル金利はほとんどゼロにまで低下し、ドル資産を保有するインセンティブは失われている。アメリカ経済の先行きを展望しても、当面は自律的な景気回復の展望はいまだ開けず、家計部門の建て直しが必要なことから中期的にも成長力の低下が懸念される。この結果、世界経済におけるアメリカの相対的な地位は、ますます低下していくものと見込まれる。



ドル離れを示唆する動きも相次いでいる。外貨準備をドルで保有する多くの国にとって、ドル相場下落は大きな痛手であり、中東の産油国が原油価格をドル建てから他通貨建てに変えることを検討しているというニュースもしばしば報じられる。また昨年、周小川・中国人民銀行総裁は、ドルを準備通貨とする国際通貨体制を見直し、SDRに置き換えることを提言した。

さらに、UNCTAD(国連貿易開発会議)も「貿易開発レポート 2009」で、主要国間の変動相場制、ドル基軸通貨、資本移動の自由化といった現行の国際金融システムが、国際収支不均衡の是正に役立っていない、そればかりか現行システムが投機的資金の跋扈を許し、今回の国際的な金融危機発生の原因となっているとして、国際通貨体制の見直しを強く主張している。

このように、ドル相場が下落しドルに対する信認が低下しているだけでなく、ドルを基軸通貨とし

て構成されている現行の国際通貨・金融システムそのものを見直すべしとする議論が起きている。

ただし、こうしたドル基軸通貨体制の揺らぎにもかかわらず、近い将来においてドルの基軸通貨としての地位が他通貨や制度に取って代わられるとする見方はほとんどない。中国の人民銀行総裁の提言も、後になって政府の公式提言ではないとトーンダウンしている。また、現行の国際金融制度を大幅に手直しする作業が進んでいるわけでもない。

しかし、現行システムを放置すれば、国際収支の大幅な不均衡と、為替変動リスクの拡大が続き、世界は再び国際金融危機に見舞われかねない。これに対処する道はあるのだろうか。

2. アメリカの覇権の確立と揺らぎ

まず、現行の国際金融システムが形成された経緯を簡単に振り返ってみよう。ドルの基軸通貨としての地位を確立させたのは、いうまでもなくブレトンウッズ協定である。ただし、同協定はすでに実態的には基軸通貨の地位を築きつつあったドルの地位を追認したにすぎない。

第二次大戦中から戦後秩序の構築が模索される中で、米英を中心に協議が行われ、国際通貨体制については「ブレトンウッズ機関」(IMF と世界銀行)を創設し、IMF を中心とする「ブレトンウッズ体制」が発足した。同体制の要は、アメリカは金1オンス=35 ドルでドルの金兌換を維持し、他国は金兌換のあるドルとの間に交換比率を設定するという固定相場制の取り決めである。これによって、アメリカは金兌換の義務を果たし、各国は為替市場に介入して為替レートを一定範囲内に収める義務を負うことになった。

そもそも、なぜドルがポンドにとって代わって基軸通貨となったのか。各国がドルを準備として保有することを義務付けられたわけではなく、また何らかの具体的な条件が満たされたことでドルの地位が確立したわけでもない。

19 世紀から 20 世紀初頭にかけて国際通貨として圧倒的な地位にあったのはポンドである。しかし、2 度の世界大戦によってイギリス経済は衰退し、1950 年代になってついに基軸通貨としての地位をドルに譲るに至った。一方のアメリカは、第一次大戦後には世界最大の経済大国となり、経済的覇権という点ではすでにイギリスを凌駕していた。それにもかかわらず 50 年代になってからドルが基軸通貨になったのは、第二次大戦後になってはじめてアメリカの覇権が確立したからに他ならない。

そこで改めて、一国が覇権を握る条件について整理すると、その条件も定義されているわけではないが、一般的に下記の点が挙げられる。

第1は、経済力である。圧倒的な経済規模を持つだけでなく、貯蓄超過であり、市場も開放されているなど貿易システム力に加え、他国への国際通貨の供給、為替レートの管理といった国際金融力が求められる。

第2は、政治・軍事力であり、国際安全保障におけるリーダーシップが求められる。

第3は、文化的影響力である。文化の普遍性や国際的規範、制度を確立する能力の総称で、自由主義、リベラリズムといった理念の対外的な影響力を指す。言い換えれば世界スタンダードを生み出すソフトパワーである。

このうちどの覇権要件が最も重要なのか、その決め手はないが、現在のアメリカをみると、経済の成熟とともに、重視される要素が経済力や軍事力から徐々に文化的影響力へとシフトしつつあるように見える。ただし、3つの要素は世界の状況に応じて相互補完的に覇権国を支えているのであり、ハードパワー、あるいはソフトパワーのどちらかだけでは、覇権国足りえない。

アメリカの覇権の推移について具体的にみると、実はその確立とともに揺らぎも始まっている。例えば経済規模でみると、第二次大戦後まもなく、ドイツや日本の復興とともにアメリカの世界経済に占めるシェアの低下が始まっている。最近では新興国の経済発展によってアメリカのシェア低下が加速している。

そしてドルの基軸通貨としての地位は、早くも60年代には揺らぎ始めている。戦後しばらくはドル不足の時代が続いた。しかし、日欧経済が復興し国際資本市場が復活する中で、アメリカは經常収支の黒字を維持し続けたが、その規模が徐々に縮小する一方で、アメリカ企業の海外投資や外国企業のアメリカでの資金調達が発達したため、長期資本の流出超過が続いた。これによって、時代はドル不足からドルの過剰に移っていく。アメリカの国際収支の赤字が続いてドルが過剰になれば、ドルの金兌換に疑いが持たれ、アメリカの金準備が減らなくてもドルに対する信認が低下していく。その結果、60年代には金投機が発生した。

71年、アメリカはついにドルの金兌換停止に追い込まれた。いわゆるニクソン・ショックである。主要国通貨がドルに対して切り上げられ、73年には固定相場制が崩壊し、主要通貨はフロートに移行した。その後、ドルは下落と上昇を繰り返したが、大幅な下落を経て今日に至っている。

こうした経緯にもかかわらず、ドルが基軸通貨としての地位を維持し続けているのは、いまだにアメリカの覇権が失われていないためとみることができる。ただし、覇権の中身は大きく変わっている。冷戦終結以降、アメリカは一時、唯一の政治・軍事大国として世界に君臨したが、テロとの戦い、ロシアの復興、中国の台頭の下で、その指導力は低下していった。したがって、アメリカの力を経済力、政治・軍事面でみる限り、ピークを過ぎ、衰退期に入って久しい感がある。

しかし、この30年余りを振り返ると、アメリカの文化的影響力はむしろ強まったといえよう。グローバル化が進展するもて、英語の国際語としての地位はさらに高まり、また、90年代半ば頃からは、アメリカ経済はITや金融革新などを武器に復興し、アメリカの資本主義こそがベストであるといった論調が確立した。アメリカン・スタンダードこそがグローバル・スタンダードであるといった風潮が強まったのは、ついこの前のことである。

しかし、今回の国際金融危機の発生とそれに続く世界同時不況は、アメリカの文化的影響力に

も疑問を投げかけることになった。ドル基軸通貨を中心とする現行システムこそが国際金融危機の真因であり、基軸通貨を持つことがアメリカの経済運営の規律を低下させ、世界経済にさまざまな弊害をもたらしている、という批判である。そして、アメリカは基軸通貨国としてのメリットを一方的に享受しており、そこで生まれるスタンダードはアメリカにとって都合のいいスタンダードであり、世界はそのスタンダードを押し付けられている、という見方も広まった。

3. ドル本位制の弊害

ブレトンウッズ体制の要は、金とドルの2つの準備通貨が固定相場で交換されることである。これがアメリカの経済政策の自由度を制約し、規律を維持させる「たが」の役目を果たしていた。しかし、ニクソン・ショックによってドルが金兌換の桎梏から開放されたことで、アメリカは経済運営の制約から逃れるばかりでなく、ドルが唯一の国際通貨であるという地位をフルに活用して、国益を追求するようになった。まさにドル本位制のメリットを最大限に享受できる立場に立ったといえる。そしてそのことがさまざまな形で世界経済に影響を及ぼすことになった。

まず、アメリカ自身についてみれば、ニクソン・ショック以降、しばしば表面的には強いドルが標榜されてきたが、実際には野放図ともいえるドル安が続いてきた。アメリカにしてみれば、国際収支の赤字が拡大する中で、自国の国際競争力の強化につながるドル安の誘惑にかられやすい。アメリカ以外の国であれば、国際収支の赤字は海外からの借入で埋めなければならず、野放図な自国通貨安は対外債務負担の増大を招く。これが経済運営の規律を迫る圧力となる。しかし、基軸通貨国であるアメリカにこれは当てはまらず、外国人がドル建ての資産を喜んで購入してくれる限り国際収支の赤字は問題にならない。

基軸通貨国であることで、アメリカは巨額の通貨発行益を手に入れ、ほとんどただで財貨・サービスを手に入れることができる。アメリカの金融機関もドルベースの取引で巨大な利益を上げることができる。ドルがアメリカの最大の輸出品といわれる所以である。野放図な経済運営を押し止めるのは、ドル安が国内にインフレをもたらす危険があるような時だけである。

一方で、異常なドル高に転じたような場合には、輸出競争力の低下に耐えられなくなる国内から猛烈な保護主義圧力が噴き出し、相手国に譲歩を迫ることになる。

これに対して、基軸通貨を持たないアメリカ以外の国は、アメリカの経済運営の規律低下のコストを一方的に負担させられることになりかねない。アメリカのドル安が放置されると、自国の対米競争力は低下し、保有するドル建て資産の価値が目減りする。これを防ごうとすれば、為替介入でドルを買い支えなければならなくなる。また、対米貿易不均衡が拡大し対米黒字が累積した場合に、アメリカ国内で批判が高まり、不均衡是正のためのマクロ経済政策の調整を迫られるのは、アメリカではなく主に相手国である。

かつての日本がその典型であった。アメリカが国際収支の赤字削減のための努力をほとんど行

わなかったのに対し、日本はアメリカから黒字縮小のための内需拡大と強烈的な市場開放ばかりか、アメリカ型システムへのさや寄せを迫られた。この間、アメリカ国内では対日保護貿易措置が相次いだ。現在これと似た状況に置かれているのが中国である。米中貿易不均衡の原因とそれを是正する責任が、一方的に中国側に押し付けられる懸念がある。

ドル基軸通貨システムのコストを負わされているのはアメリカを除く主要国ばかりではない。途上国や新興国もそのコストを負わされている。アメリカから垂れ流しで国際的に積み上がった過剰なドルや、アメリカの適切な管理を受けない母国資金が、投機マネーとなって途上国や新興国に流入し、行き過ぎたリスクテークを行うことで、彼らの経済運営に大きな影響を与えている。国際的な投機マネーが実体経済とかけ離れたところで動くことによって、途上国の国際収支改善努力が妨げられ、不安定な状況がさらに悪化している。

外貨準備をドルで保有することのコストについても考える必要がある。90年代に金融危機に直面した多くの途上国は、必要な時に十分な資金を国際機関から調達できなかった。現行の国際金融システムでは、必要な時に必要な資金を十分に調達することが難しい。

こうした過去の経験に鑑み、多くの途上国や新興国は、国際収支を赤字にすることを避けようとすると同時に、多額の外貨準備を積み上げるようになっていく。世界各国が現在保有する外貨準備の3/4は、この10年間に積み上げられたものである。中国のような黒字国が外貨準備を積み上げ、それを金利の低いアメリカのTBなどで運用することは、中国がアメリカの納税者に補助金を出していることに他ならない。また、途上国の外貨準備の約半分は借入で調達されたものであり、多額のドル準備を持つことによる機会費用が発生している。

さらに、各国が自己防衛的にドルの外貨準備を積み上げるコストとは別に、長期的にみると、ドル価値が下がることで積み上げた資産の価値が目減りするという新たなリスクを抱えることになる。それを回避しようとするれば、中国のような大国の場合には限りなくドルを支え続けることになるが、これは国内の金融安定を脅かすことになりかねない。ドルを支える責任を負うのは一義的にはアメリカのはずである。

ドル基軸通貨体制のもとでは、アメリカ以外の国が片務的な負担を強いられるという制度的な問題に加え、同制度の下でドル不足からドル余剰へ、ドル安の容認、そしてアメリカの経済運営の規律の低下が進み、世界的に資本取引の自由化、規制緩和が進行したことが、国際金融市場に過剰なドルを蓄積させ、投機資金の徘徊を許すことになった。

そして、いまやこの過剰なドルと投機資金の徘徊が国際金融市場全体を不安定化させる要因になっている。今回の国際金融危機でも、国際資本の流入がアメリカに金融バブルとその崩壊に伴う金融危機を引き起こしたが、巨額の投機資金が経常赤字の多くの国にも流入し、国内金融や不動

産市場でバブルを引き起こし、それがますますその国の経常赤字を拡大させた。こうした国々では資金流入が続くため、国際収支を改善しようとするインセンティブが働かない。黒字国においても、積み上がった対外資産が、アメリカなど赤字国のハイリスクな金融市場に投資資金として流れ込んだ。かくして、世界的な不均衡がますます拡大していったのである。

しかし、そしてひとたび危機が発生すると、すさまじい資本の逆流が発生し、多くの国で債務危機を引き起こし、為替相場の安定を脅かす結果となった。これは、かつてのアジア危機などと極めて似た構図である。

まさに国際資金取引が、貿易取引や各国の実体経済を振り回しているのである。本来は、国際金融市場でも投資家が市場原理に則って合理的に行動すれば、国際収支不均衡や為替相場の過大・過小評価は、市場の力で調整されるはずである。しかし現実には、投機資金が各国のファンダメンタルズの動きを無視し、むしろその歪みを拡大させる方向で動いてきた。もはや市場に不均衡是正を期待することはできなくなっている。

結局、現行のドル基軸通貨、自由な国際資本移動、変動相場制という組み合わせの国際金融市場のもとでは、国際収支の不均衡是正を期待することは難しいという結論に至ることになる。今回の国際金融危機と世界同時不況を受けて、G20 など国際的な枠組みでの改革議論は、危機を克服するための処方箋と、再発防止に向けた国内金融機関に対する規制・監督のあり方に集中している。しかし、上記のようなドル基軸通貨体制が引き起こしている問題点の是正に取り組みなければ、危機の真因を取り除くことはできず、危機は繰り返されることになりかねない。

4. それでもドルの基軸通貨体制は続く

以上のように、ドル基軸体制とその下での国際金融システムの欠陥が認識されるようになったこと、そしてドルの下落が続きドル基軸通貨体制そのものが揺らいでいることから、ドル基軸体制の見直し議論が活発化している。

前述の UNCTAD のレポートでは、世界経済の安定化と通貨体制について、いくつか具体的な処方箋が提示されている。

第1は、ドルをSDRに代えることである。ただし、SDRも主要国通貨の合成通貨であるので、保有国がSDRの構成国に補助金を与えることに変わりはない。また、SDRに代わっても、途上国や新興国は急激な資本の流出に備えて巨額の外貨準備を積み上げなければならないことに変わりはない。前者の問題については、先進国以外の国もSDRの構成国とすることが考えられるが、人民元のように交換性が制限されている通貨の場合には、急激な資本流出の危険に対処しなければならない。後者については各国へのSDRの配分を大幅に増やすことが考えられるが、それにはIMFなどが中央銀行的役割を果たし、SDRを支える必要がある。また、現行制度ではSDRの追加分はIMFへの出資比率に応じて配分を必要としない国に配分され、逆に必要としている

途上国にはあまり回らないことになる。

第2は、固定相場制への復帰と、対等な為替介入の義務化である。現在の変動相場制が、高インフレ国に投機資金を呼び込み、あるいは日本のような低金利国から高金利国に資金が流出し、円安になるといった、ファンダメンタルズからみて本来起きるべきことと逆のことが起きている。これを是正するためには、多国間協議のフレームワークのもとで、各国の為替相場をまず安定的なレベルで固定し、購買力平価の考え方で実質相場を安定化させていく必要があるという考え方である。

これによって、①金利差を狙った投機的取引を抑制できる、②為替相場は実態から大幅に乖離することはないため、為替危機を回避できる、③構造的かつ長期にわたる国際収支不均衡の発生を回避できる、④対等な為替介入義務のもとで、為替介入のための外貨準備の必要額を減らすことができる、などのメリットが考えられる。

こうした過激ともいえる通貨制度改革の提案に対し、現状では、国家主権のかかなりの部分を放棄しなければならない主要国から賛同の声は上がっていない。アメリカ自身も、ドルが下落し、世界でのドルの役割がどうなるかにはあまり関心を持たないが、ドルを中心とする現行システムを変えらなければならないならば話は別である。現行システムで最も恩恵を受けてきたのはアメリカであり、アメリカが制度改革には強く抵抗するのは必定である。

国際通貨体制の見直しに時間がかかるとすれば、近い未来に他通貨がドルの真のライバルになる、あるいは基軸通貨の地位を奪うということは考えられるだろうか。その最短距離にいるのはユーロであろう。ユーロは確かに準備通貨としての地位を高めているが、ドルにははるかに及ばない状況である。その背景には、ユーロの為替変動メカニズムに参加する条件が厳しく、新規参加国が少ないことに加え、今回の国際金融危機に伴う中東欧危機への対処や、ギリシアなど財政状況が悪化した国に対する支援振りなどをみると、ユーロ圏内で十分なリーダーシップを発揮できていないなど、国際問題に対するユーロ地域の取り組みの消極性が指摘できる。

人民元はどうか。10年、20年先まで展望すれば、中国が経済的覇権を握ることは十分考えられる。しかし、政治的、文化的覇権はどうであろうか。この間に政治システムを共産党一党独裁から民主的なシステムに軟着陸させ、世界に通用するスタンダードを生み出す力をつけることはそう簡単ではないとみられる。

基軸通貨をドル単独でなく、通貨バスケットにするという考え方もある。考え方としてはSDRに近いが、アメリカが反対することは確実である。

以上のように、現行システムを変えることには、最大の受益者であるアメリカばかりか、主要国の抵抗が予想される。しかし、アメリカに対してこれまで以上に経済運営の規律を求めることも容易で

はない。また近い将来にはドルのライバルは出現せず、結果として、ドル基軸通貨体制は揺らぎつつも崩れることはない。

ドル基軸通貨体制の揺らぎや国際通貨体制の欠陥が指摘されて久しいが、曲がりなりにも世界経済がこれまで比較的順調な拡大を遂げてきたのは、ドル基軸通貨体制が維持されてきたからでもある。体制が揺らぐからこそ、その都度、体制の欠陥が修正され、改良されてきたと考えることもできる。

5. 地域経済圏形成の意味

ドル基軸通貨体制が揺らぎつつも続くことになれば、現行体制の様々な問題点も容易には克服されず、また国際金融市場と世界経済が不安定な状況を脱却することも難しく、金融危機の再来の可能性も否定できないことを意味している。

では、各国は現行体制の欠陥にどう対処し、危機の再来に対してどのように防御を固めればいいのか。その答えの一つが地域協力の推進であろう。地域レベルで金融・財政上の協調体制を加速させ、外貨準備のプールを作り、ドルを使わない為替・決済システムを作ることで、各国は経済運営の自由度を確保し、危機の際の対外借入、とりわけドル調達への依存度を引き下げることができるようになる。

すでにこうした動きが ASEAN+3で進んでいる。また中南米でも、数カ国が決済に互いの通貨を使うことに合意している。異なる地域に属する新興国の中央銀行が通貨スワップ協定を結ぶ例もみられる。

ただし、こうした取り決めも主要国間でみられるような大きな不均衡を是正する力はない。また、今回の危機に対処するために多くの国が自国通貨安を誘導し、少しでも大きな国際収支の黒字を生み出し、外貨を積み上げる一方で、アメリカが赤字を垂れ流し、ドルを世界に供給し続ける限り、世界経済はますます脆弱になる恐れがある。国際金融システムの改革が進まない現状では、多くの国がもっと内需志向の、あるいは地域内の内需拡大を志向するバランスのとれた政策を志向することが必要になる。

こうした観点に立つと、民主党政権が、東アジア共同体だけでなく、共通通貨の創設についても提言していることは大変意義深い。同構想は日本側からは、東アジア地域の需要を取り込むためのツールとしてみられがちであるが、域内協調体制を構築することで、東アジア全体の経済が安定化し、国際金融市場の投機的な動きから地域を守ることが期待できるなど、東アジア全体にとって意義のある取り組みである。共同体創設の目的が、経済面ではあくまでも民間経済の域内交流を活発化させるためのインフラ整備に主眼を置かれるなら、今後、それなりの成果が期待できる。

そして、東アジアの域内協力をアメリカやロシアなども巻き込む開放的な仕組みとしていくことが、地域の影響力を広げ、結果として域内経済の安定にもつながることになる。

ただし、共通通貨については、ユーロ形成の歴史をみても、長い時間のかかる取り組みである。共通通貨を持つことは自国の主権の一部を放棄することであるから、当事国政府に強い意志があったとしても、互いの信頼なしにはプロセスは進展しない。共通通貨を持つためには、いくつかのステップを踏む必要がある。国際通貨面での地域協力などはその一歩である。それを金融市場や債券市場、労働市場の統合などにつなげていく必要がある。同時に、マクロ経済状況の収斂とマクロ経済政策の協調を推進していく必要がある。

こうした観点に立つと、アジアにおいて共通通貨を持つ機が熟すまでにはまだかなりの時間を要すると考えられる。現行の中国の政治・経済システムのもとでは、日本が通貨主権の一部でも相手に対して放棄することは考えられない。一方でわが身を振り返れば、先進国中最悪の財政状況であり、これでは日本に共通通貨体制に参加する資格がないことは明らかである。

もちろん、将来の共通通貨体制を展望して、安全保障面で東アジア各国間の信頼醸成を促進していくことは望ましいことである。

(2010.2.12)