

Menzie David Chinn
61年生まれ。カリフォルニア大バークレー校博士。専門は国際金融、マクロ経済学



メンジー・チン ウィスコンシン大学教授

「強いドル」いつまで ④

優位性、当面は揺るがず

ポイント

- 対ロ制裁でドルの特権的地位浮き彫りに
- 外貨準備のドル依存下げは現実的に困難
- 人民元は将来もグローバル通貨になれず

世界の主要通貨としてのドルの役割を巡っては、他の通貨が台頭してドル覇権を揺るがすのではないかと議論がおよそ10年ごとに蒸し返される。

1970年代以降にその可能性があったのは日本円とドイツマルクだった。やがて欧州経済通貨同盟（EMU）が発足しユーロが名乗りを上げる。そして、ここ10年ほどは人民元が挑戦してきた。現在の状況はどうなっているのだろうか。

この問いに答える前に確認しておきたいのは図が示すように、過去40年以上にわたりドル優位は揺るがなかったという事実だ。世界金融危機もコロナ危機もドルは乗り越えた。ドルは今もなお世界の中央銀行の外貨準備で主要通貨として君臨している。2020年代前半の時点でドルは中銀の準備総額の約60%を占め、2位のユーロを大きく上回る。人民元の台頭が盛んに指摘されるが、21年末時点で2%余りにとどまる。

通貨の3つの役割である価値の尺度、交換（決済）手段、価値の貯蔵に注目し

ても、ドルの優位が脅かされていくとまではいえない。世界の貿易の多くはドル建てで行われている。外国為替市場取引ではドル換算取引額の88%（2000年中）をドルが占め、圧倒的な存在感を示す。また国際銀行間通信協会（SWIFT）の決済システムでもドルの比率は約40%に達する。この状況で何が問題なのだろうか。

すると、ドルの圧倒的優位への懸念が生じた。これほどの対ドルの脆弱性を目的の当たりにして、ドル依存の解消に走る国が出てくるとの見方が一部にある。

ロシア経済が大打撃を受けた一因は、ロシア中銀が制裁の対象になったことにある。従来は金融当局の機能は守るべきだと考えられてきたが、米国とその同盟国は今回、中銀を含むロシアの銀行と取引する金融機関に制裁を科すとした。ロシアの外貨準備の大半は欧米の中銀に預け入れられているため、ロシア中銀は金融

ウクライナ攻撃を抑止あるいは制限するほどの効果が果たして経済制裁にあるのかについては、なお懐疑的な見方が根強かった。

だがロシア経済が被った大規模なダメージが明らかになり、制裁の実効性が改めて注目されている。ロシア経済は3割程度縮小する可能性すらある。より深刻なのは、欧米の技術や輸入から遮断されることの長期的な影響だ。ロシア経済は何十年もの後退を余儀なくされるだろう。通貨ルーブルは侵襲前の水準を回復したものの、厳格な資本規制、外貨購入制限などの措置により見かけの復元力が演出されたにすぎない。

ロシア当局は14年のクリミア併合以来ずっと自国経済を外国による経済制裁から遮断し、外貨を積み上げてきた。この経緯を考えると、今回の制裁の大きな効果にはなおのこと驚かされる。この状況は、米国が軸通貨としてのドルの特権的地位に裏付けられた絶大な力を持つことを明確に示しているようにみえる。

では、これを契機に脱ドル依存の動きが過去に例のないペースで加速していくのだろうか。筆者の答えは「ノー」だ。

筆者がそう考える理由の第1は、多くの点でドルを替わりに済ますことは非常に困難だからだ。外貨準備を考えてみよう。

中銀は、輸出あるいは対内投資で獲得した外貨をそのまま積み立てることが多い。世界貿易に占めるドル

建ての比率、国外で発行されるドル建て債券の比率は高水準だ。外貨準備の通貨別構成比率を大幅に変更しようとする、中銀は大量のドルを売り他の通貨（ユーロ、ポンド、円など）を買わねばならない。ドル以外の通貨建ての資産は流動性が低く、買うのも売らぬのもドルほど容易ではないため、高つくことになる。万一に備えてドル依存を減らすためには、ドルより安全度の低い資産を長期保有するコストを引き受けねばならないのだ。

理由の第2は、脱ドル依存は今回の出来事からある意味で間違った教訓を引き出すものだと考えるからだ。経済制裁がこれほどの効果を上げたのは、ドルに依存していたからではない。多く、多国間の協同行動があったからだ。

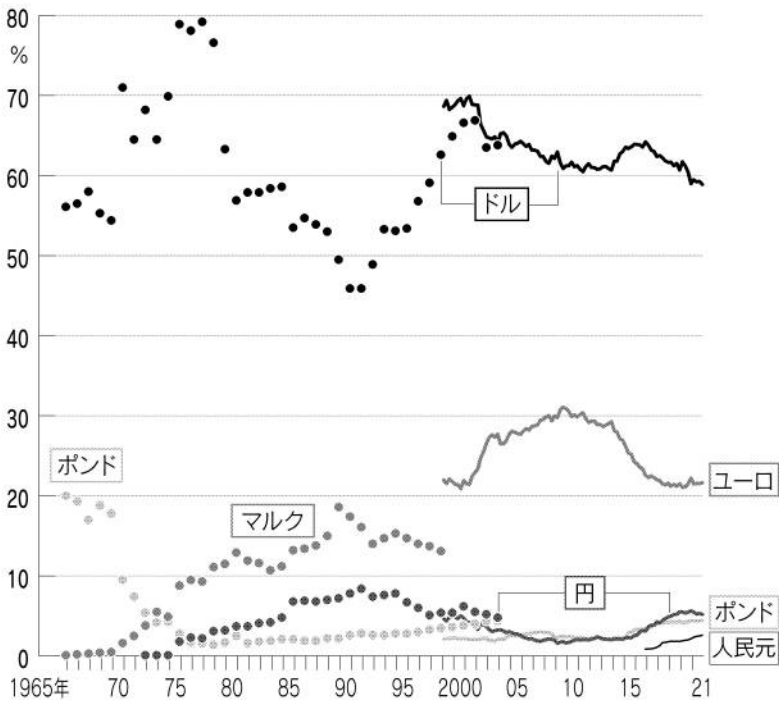
中国にしてみれば他人事ではない。中国当局は、対ロ制裁のような制裁を全面的に遮断することは、少なくとも当面は不可能だと結論づけたとみられる。最近実施された金融当局と銀行幹部の会議でも、貿易・金融における欧米との密接な関係を勘案すれば、この種の制裁を科されたら中国経済は破綻しかねないとの結論に達したようだ。現在でも中国企業は自身が制裁対象にならないよう、ロシアの銀行との取引を注意深く避けている。とはいえ中国に自制を促した要因は、ドルの優位ではなく欧米の金融優位である。

中国の経済規模は急成長し、10年代を通じて中国の台頭ははつきり印象付けられた。人民元が国際的な主要通貨となるのは単に時間の問題だとも考えられた。国際通貨基金（IMF）の特別引き出し権（SDR）の構成通貨に人民元が加えられたことも、いよいよ人民元時代の到来だと感じさせた。人民元が外貨準備総額に占める比率も外為市場取引総額に占める比率も、かつてに比べれば上昇しているのは確かだ。

だがクロスボーダー（国境を越えた）取引を厳格に規制する国の通貨は主要通貨にはなり得ない。中国が開かれた国際金融体制をめざすようにみえた時期もあったが、習近平（シー・ジンピン）政権の発足以降、金融市場開放と相互依存経済の推進はもはや優先課題ではなくなったようだ。となれば、人民元が主要通貨として台頭する道は閉ざされたことになる。人民元は既に重要な地域通貨ではあるし、今後その地位は強化されるだろう。だがグローバル通貨になる可能性はなくなった。

基礎通貨の持つネットワーク外部性（利用者が多いほど利便性が高まる）は強力であり、引き続きドルが優位を保つだろう。現在の揺るぎない地位からして、急速にそれが脅かされる事態は考えにくい。他の通貨（例えば豪ドル、カナダドル）が重要性を増す可能性がないとか、現行のSWIFTに代わる決済システムが登場する可能性がないとまではいえない。それでも10年後の国際通貨システムは現在とほぼ同じ姿をしているだろう。

中央銀行の外貨準備総額の通貨別構成比率



(出所)点はChinn and Frankel (2008)、線はIMF COFER