

## 基軸通貨ドルとドル体制の行方 — 1つの「覚書」(2009年11月) —

奥 田 宏 司

はじめに

- I, 危機の局面におけるアメリカ国際収支構造
- II, 「ドル離れ」のいくつかの兆候
- III, ヨーロッパにおけるユーロの地位  
——ユーロとヨーロッパ諸通貨とのスワップ取引の増大——
- IV, 東アジアにおける通貨・為替制度

はじめに

2007年夏にサブプライム・ローン問題が顕在化し、それから1年を経て08年9月にリーマン・ショックが勃発し、ドル体制は大きく動揺した。ドル体制は確実にその基盤を弱めてきている。小論では、基軸通貨ドルとドル体制の後退のいくつかの事例、事態を提示して、そのことを確認したい。それぞれの事例、事態の詳細は次稿以下で明らかにされるであろう。ともかく、2009年11月の時点で基軸通貨ドルとドル体制の後退を大局的にとらえておきたい。

### I, 危機の局面におけるアメリカ国際収支構造

2008年9月のリーマン・ショックを受けてアメリカ国際収支構造は大きく変容した。本節では、08年と09年上期（執筆時の資料入手の限界により上期のみ）の米国際収支構造の変容を概観し、今後における経常赤字ファイナンスの持続性を検討したい。

#### 1) 08年の米国際収支の異常

第1表をみられたい。05年から09年上期までの国際収支が示されているが、07年には前年

第1表 アメリカの国際収支<sup>1)</sup>

(億ドル)

	SCBライン	2005	2006	2007	2008	2009 上期
経常収支	77	-7,487	-8,035	-7,266	-7,061	-2,032
貿易収支	72	-7,909	-8,473	-8,310	-8,403	-2,395
民間資本収支	50,63	4,218	2,838	1,988	5,815	-5,440
対外投資	50	-5,663	-12,934	-14,497	5,344	-2,968
対米投資	63	9,881	15,772	16,485	471	-2,472
在米外国公的資産	56	2,593	4,879	4,809	4,870	1,959
米政府の外貨保有	49	22	0	-239	-5,298	4,392
統計上の不一致	71	366	-17	649	2,001	1,110

注1) 09年上期は暫定値。

出所: *Survey of Current Business*, July 2009, Table1 (p.67), Oct 2009, Table1 (p.74) より。

の構造がほぼ維持されている。サブプライム・ローン問題が顕在化し国内の消費が減少し始めているが、経常赤字の減少はわずかである。その赤字を海外からの対米投資と「在米外国公的資産」(ドル準備)がファイナンスしている。海外からの対米投資は依然として巨額にのぼっている。前稿<sup>1)</sup>で論じたように、海外からの対米投資は一般的には4つの部分から構成されているが、06年以降には主に2つの部分から構成されている。1つは「債務決済」部分である。米の経常赤字は「非居住者ドル預金」として米の対外債務がいったん形成され、それが原資となって種々の対米投資に転態していく。これが米による「債務決済」と呼ばれるものである。

もう1つはアメリカ諸金融機関のドル建対外投資によって形成された「代わり金」が種々の対米投資となっていく部分である。*S.C.B.* (July 2009, Table10)によると、在米銀行のドル建・債権(フロー)が07年に自己勘定で5000億ドル弱、顧客勘定で約1200億ドル、あわせて6200億ドル近くにのぼっている。これがいったん「代わり金」となり、それからいろいろな対米投資に転化していくのである。以上の2つの部分は前稿でも強調したように、一部分「漏れ」となってドル以外の通貨に替えられ、対米投資の減少となっていく。しかし、07年にはその「漏れ」はそれほど大きくなっていない。

さらに注目しなければならないことに06年、07年にはドル準備(=「在米外国公的資産」)が民間資本収支黒字を上回り、経常赤字のファイナンスにおいてより大きな役割を果たしている。それは、中国のドル準備が増大しているためである。中国の貿易はほとんどすべてがドル建てで行われており、その黒字が増大していくのと、中国が厳しい対外投資規制を維持しており、増大していく黒字がそのままドル準備となっていくからである。したがって、中国等のドル準備は民間対米投資ではないが、「債務決済」と同等の部分と考えてよいだろう<sup>2)</sup>。

ところが、この国際収支構造は08年に大きく変容していく。08年の米国際収支構造は米国発の金融危機に規定された歴史的な構造となった。民間の対米投資はわずか471億ドルに減少

第2表 アメリカの地域別国際収支<sup>1)</sup> (億ドル)

	SCB ライン	イギリス		その他西半球		中国		日本	
		08	09上期	08	09上期	08	09上期	08	09上期
米の対外投資	50	5,207	-1,396	-758	739	122	107	472	-756
外国の対米資産	55	-3,145	-1,103	-21	-1,044	4,432	1,177	1,199	-41

注1) 09年上期は暫定値  
出所: *Ibid.*, Table12 より。

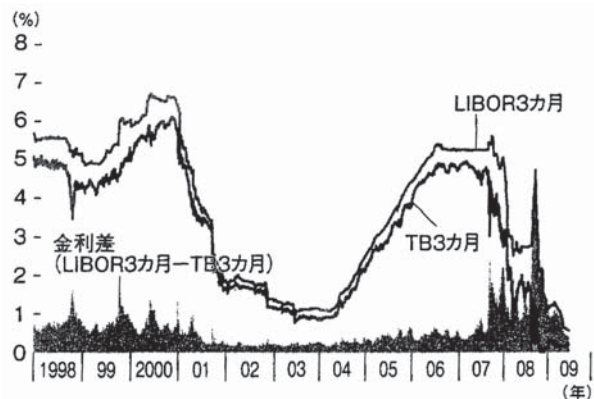
し、一方、アメリカの対外投資はプラス、つまり、対外投資の引き揚げとなっている。民間資本取支黒字の主たる部分はこの対外投資の引き揚げによって生み出され、この黒字が主となって経常赤字をファイナンスしている。08年にはもう1つ大きな特徴がある。それは、「米政府の外貨保有」(SCBライン49)が5300億ドルにのぼり、他方、ドル準備は07年とほぼ同じ額になりながら、前者がドル準備を相殺していることである。このような国際収支構造は何故生じたのだろうか。それは前稿<sup>3)</sup>で詳しく論じたように、以下の事情である。

アメリカ金融機関は金融危機の勃発によってかつてない規模で債権回収に迫られた。他方、海外の金融機関は短期のドル資金を米の諸金融機関から調達し、それでもってサブプライローンを含んだ種々の金融商品を購入していたところ、その諸金融商品が大幅な価格下落にあい、それらの金融商品を売却することでアメリカの諸金融機関への債務返済が出来なくなった。オイルマネーを受け入れているイギリス等の金融機関は受け入れたオイルマネーでアメリカの金融機関にドル資金の一部を返済している。第2表の米の地域別国際収支を見ると、米の英に対する債務がマイナス（英の対米投資の引き揚げ）となっているし、米の対英投資がプラス（米の対英投資の引き揚げ——英から

見れば対米債務の返済）になっている。しかも、後者が前者を上回っている。つまり、英の金融機関による返済が巨額になったために、英の金融機関はオイルマネーの一部分と米への投資の引き揚げによって米金融機関の債権回収（英金融機関から見れば返済）に対応しているのである。

通常の状態であれば金融機関どうしが資金を融通しあう短資市場から金融機関は資金調達を行なう

第1図 短期金融市場



出所: 『エコノミスト』2009年7月21日、27ページより。  
ただし、本図は Bloomberg より東海東京証券作成。

のであるが、07年のサブプライム・ローン問題の発生により短資市場の異常が現出していたが、08年9月のリーマン・ショックによってその異常は頂点に達した（第1図）。世界の諸金融機関は短資市場からドル建資金の調達が可能にならなかったのである。アメリカ発の金融危機が発生していながらドル相場が大きく下落しなかったのには以上のような事態が一因となっている。

このような状況のなかでドル資金の調達の困難に陥った諸金融機関、とりわけヨーロッパの金融機関にドル資金を供給する目的でアメリカの中央銀行（FRB）と海外の中央銀行との間でスワップ協定が結ばれた。海外の中央銀行はFRBからドル資金の受け取りの見返りに自国通貨を供与するのである。海外の中央銀行はそのドル資金を自国の金融機関に供給し、アメリカ以外の諸金融機関はそれをもってアメリカの金融機関へドル債務（米から見れば債権）を返済したのである。回りまわって、アメリカの金融機関の債権回収（＝ヨーロッパ等の金融機関のドル資金の返済）を、FRBがドル資金を供与して支援したことになる。08年の国際収支に見られる対米投資の急激な減少、米の対外投資の引き揚げ（＝債権回収）、米政府の外貨保有はこのような事情によるのである。

## 2) 09年上期の国際収支とファイナンスの困難性

第1表には09年上期の国際収支が示されているが、09年には国際収支構造が再び変化している。海外からの対米投資がマイナスに、つまり、海外の投資家が対米投資を引き揚げ、他方、米の対外投資が3000億ドルにのぼり、また、「米政府の外貨保有」の減少が4400億ドルになっている。このような変化は前年のスワップ協定に基づくFRBから各国中央銀行へのドル資金供与を海外の中央銀行が返済していることによって生じている。09年にはアメリカ以外の金融機関が前年に自国の中央銀行から受けたドル資金を返済するために、対米債権を回収、さらにアメリカから資金調達し、自国の中央銀行に返済している。そのドル資金を海外の中央銀行はFRBに返済し、同時に米政府の外貨保有が減少しているのである。

以上のようなアメリカの諸金融機関による債権回収と中央銀行間のスワップ協定を主な要因とする08年、09年上期の国際収支構造が一段落したのち、アメリカ国際収支構造はどのようなものになっていくのであろうか。また、経常赤字ファイナンスはどうなっていくのであろうか。

09年上期にアメリカ経常赤字が前年の半分以下に減少しているが、今後もこの赤字が減少していく可能性はあるだろうか。米商務省によると09年7月から貿易赤字が増大しており<sup>4)</sup>、9月の貿易赤字は前月比18.2%の増加で365億ドルであった<sup>5)</sup>。これ以上の経常赤字の減少の可能性がないとすれば米経常赤字ファイナンス問題は依然として残るであろう。今後の米経常赤字のファイナンスはどのようになっていくのであろうか。確定的なことは言えないが、以下の諸点を考慮する必要があるであろう。

すでに、05～06年に米経常赤字ファイナンスの中心は産油国（産油国の場合は欧米の金融機関を通じて）と中国になっていたが<sup>6)</sup>、これら諸国とオイルマネーを受けている英やケイマン諸島の金融機関は引き続き対米投資を続けるだろうか。また、EU諸国、日本が対米投資を復活させるだろうか。原油価格の動向はどうであろうか。原油価格は08年に下落したのち、09年になって上昇してきている（オイルマネーが増加してきている）。そのオイルマネーは多くが対米投資になっていくであろうが、一部は後述のようにユーロ等に向かう可能性もある。中国は引き続き大きな経常黒字を記録しドル準備を増加させるだろうが、ドル準備をドル以外の通貨に換えることは出来ないだろう。さらに、金融危機、世界的な不況の中で各国政府による巨額の財政資金の投入と中央銀行の巨額の融資によって生まれた「過剰資金」は他に有利な投資場所を見出せないとすれば、その行き場として米国債、株式等に向かう局面はあるだろう。しかし、米国債も有利な投資対象であり続けるだろうか。09年度の米財政赤字は約1兆6000億ドルにのぼり、前年度よりも1兆ドルほど増加した<sup>7)</sup>。この結果、米国債の発行額が急増するが、大規模な米国債消化が順調に進むだろうか。米国債に不安要因が生まれれば、EU諸国、日本の対米投資の復活も困難になるし、過剰資金が原油や金、その他の一次産品市場に流れ、それらの価格の急上昇を招くことにもなる。

## II、「ドル離れ」のいくつかの兆候

他方、「ドル離れ」のいくつかの事態が起こってきている。ここでは3つの事例を簡単に指摘しよう。ところで、「ドル離れ」とは次のような事態である。「これまでドルを使用していた米国以外の国との取引を、ユーロ建てや現地通貨建てに変えたという事例があり、そうした動きが広がっていくならば、基軸通貨のドルから他通貨へのシフトが生じていると言える<sup>8)</sup>。ただし、この引用文で「米国以外の国との取引」とあるのは削除する必要がある。というのは、米国との取引であっても取引通貨がドルから他通貨へ転換されると、基軸通貨ドルの後退になっていくからである。米とであれ、他国とであれ、国際的な取引がドルから他通貨へ転換していくと、非居住者が米国内に保有しているドル預金流出していく。これは対米投資の減少であり、アメリカは前節で述べた「債務決済」ができなくなる。そうなれば、アメリカ経常赤字は米が保有している対外債権の引き揚げか、米による対外債務（非居住者による外貨のドルへの転換による対米投資、あるいは外貨による対米投資）の増加か、外貨準備でもってファイナンスされることになる。基軸通貨国以外の諸国による経常赤字ファイナンスと同様の事態である。

さて、この数年に生じている「ドル離れ」の事例であるが、第1は世界のドル建・国際取引の漸次的な低下である。その1例として中東欧においてユーロが「第三国間貿易」通貨に使用

第3表 中東欧諸国のユーロ建輸出比率と各国のユーロ地域への輸出比率 (%)

	ユーロ建輸出比率			ユーロ地域への輸出比率		
	2001	2004	2007	2001	2004	2007
非ユーロ・EU諸国						
ブルガリア	48	62	58 <sup>1)</sup>	48	46	48 <sup>1)</sup>
チェコ	69	73	72	63	62	57
ポーランド	57	69	70 <sup>1)</sup>	59	57	35 <sup>1)</sup>
ルーマニア	56	66	68	63	59	54
スロヴァキア	71	91	96	57	58	52
EU加盟候補国						
クロアチア	63	69	74	62	59	51
マケドニア	66 <sup>2)</sup>	75	71	50 <sup>2)</sup>	53	51

注1) 2006年 2) 2002年

出所: ECB, *The International Role of the Euro*, July 2009, Statistical Annex p.5 より。

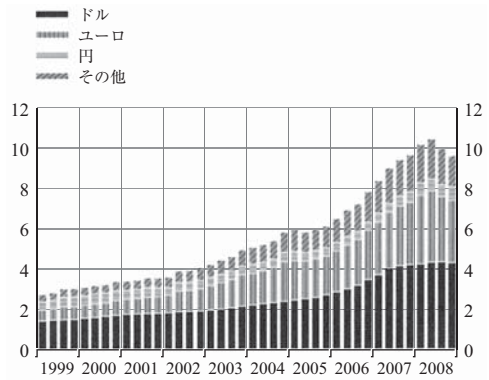
されてきていることを、以前の拙稿<sup>9)</sup>を踏まえて簡単に示しておこう。第3表を見よう。中東欧諸国の輸出におけるユーロの比率と各国の全輸出に占めるユーロ地域の比率を比較していただきたい。例えば、スロヴァキアの輸出のユーロ建比率は01年に71%、同国の全輸出に占めるユーロ地域に対する輸出は57%、07年にはそれらの比率が96%、54%になっている。それぞれの年における前者の比率が後者の比率よりも高いということは、ユーロ地域以外の諸国への輸出においてもユーロ建で行われているということの意味する。スロヴァキアだけではない。ほとんどの中東欧諸国で輸出のユーロ建比率がユーロ地域への輸出の比率を上回ってきている。すなわち中東欧地域においてユーロが「第三国間貿易」通貨として利用されているのである。中東欧諸国は自国通貨で貿易を行なうことはほとんどなく、「第三国間貿易」として以前にはドルが用いられたのであるが、それがユーロに転化してきているのである。

次に、通貨別の国際債務証券残高をみよう(第2図)。これによると、ドル建の残高は頭打ちで、ユーロ建の部分、その他通貨建の部分が傾向的に増加してきている。また、第4表に日本の通貨別対外証券投資残高が示されている。これによると、日本のドル建・証券投資の伸びが頭打ちになってきている。03年、05年にはドルの比率が43~47%であったのが、08年には39%となり投資対象通貨が多様化してきている。この傾向は続くものと思われる。このように、国際債におけるドル建部分が頭打ちとなり、日本等のドル建投資も頭打ち傾向にある。しかし、中国は「ドル離れ」が難しい。前述のように中国は貿易のほとんどをドル建で行ない、多額の黒字を生み出し、しかも対外投資規制を維持しているから貿易黒字はドル準備となっていく、それは種々のドル建資産に運用されよう。それゆえ、中国の米経常赤字ファイナンスにおける比重は高まらざるを得ない。アメリカが中国を重視するゆえんである。

第2にはロシアの動きである。ロシアは天然ガスと原油の大資源国であるが、それが世界的にドル建てで取引されてきたために、ロシアの外為市場ではユーロよりもドルとルーブルとの取引が圧倒的(第5表)で、ロシアは他の中東欧諸国と異なりドル体制の中に包摂されている。しかし、最近では変化がみられる。ロシア外為市場では直物取引でルーブルとユーロの取引が07年には04年の4倍に増加し、04年にはルーブルとユーロとのスワップ取引はほとんど見られなかったのが、07年4月の1ヶ月で5302億ドルにのぼるようになった。また、ロシアは05年に通貨制度を改革しバスケット方式を導入したが、当初ユーロの比率は35%であったのが07年9月には45%に引き上げられた<sup>10)</sup>。外貨準備に占めるユーロの比率も現在では40%を超えているといわれている<sup>11)</sup>。さらに注目すべきことに、欧州委員会の資料によるとロシア最大の天然ガス会社であるGazpromはバルト海諸国へユーロ建てで輸出を行っているという<sup>12)</sup>。このように、ロシアはドル体制から完全に脱しえていないが、ドル一辺倒ではなくなりつつある。

「ドル離れ」の第3の事態として湾岸諸国の動きがある。湾岸諸国は2010年に通貨統合を実現させることで01年に合意し、統合通貨はドルにペッグするものと想定されている<sup>13)</sup>。この合意はサウジアラビアが主導したものであり、湾岸諸国をドル地域としてさらに強化させるも

第2図 国際債の通貨別残高 (兆ドル)



出所：ECB, *The International Role of the Euro*, July 2009, p.19

第4表 日本の通貨別・対外証券投資残高<sup>1)</sup>

(単位：10億円)

	2003年	2005年	2007年	2008年
ドル	80,055 (43.4)	115,970 (46.5)	119,391 (41.5)	84,658 (39.3)
カナダ・ドル	n.a.	3,931 (1.6)	4,886 (1.7)	3,008 (1.4)
オーストラリア・ドル	n.a.	8,404 (3.4)	10,870 (3.8)	8,080 (3.7)
ユーロ	37,250 (20.2)	46,450 (18.6)	56,301 (19.6)	38,263 (17.7)
ポンド	5,512 (3.0)	8,757 (3.5)	12,305 (4.3)	7,377 (3.4)
円	49,082 (26.6)	55,970 (22.4)	65,778 (22.9)	63,131 (29.3)
その他	12,454 (6.8)	10,012 (4.0)	18,157 (6.3)	11,166 (5.2)
計	184,353 (100.0)	249,494 (100.0)	287,687 (100.0)	215,682 (100.0)

注1) ( ) は%。

出所：日本銀行「証券投資(資産)残高通貨別統計」、財務省「通貨別・証券種類別残高(資産サイド)」より。

第5表 ロシア外国為替市場<sup>1)</sup> (ルーブルの取引) (億ドル)

	2004年		2007年	
	ドル	ユーロ	ドル	ユーロ
直物				
(A) インターバンク	144,547	1,351	267,869	2,510
(B) その他金融機関	70,421	1,375	104,731	7,060
(C) その他の顧客取引	52,421	1,501	105,144	8,677
先物				
(A) インターバンク	557	419	9,544	125
(B) その他金融機関	740	18	5,924	244
(C) その他の顧客取引	1,104	24	5,637	533
スワップ				
(A) インターバンク	35,494	0	121,197	343
(B) その他金融機関	14,279	102	36,788	2,986
(C) その他の顧客取引	415	1	4,106	1,973

注1) 各年4月の取引額。

出所: The Central Bank of the Russian Federation, *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity* より。

のである。ところが、07年5月にクウェートがドル・ペッグ制から通貨バスケットへ移行し、その他の湾岸諸国によるドル・ペッグ制の見直しも、公式には打消しがなされているがそのニュースは連続して報じられている<sup>14)</sup>。ドルにペッグしたままでドル金利が下がると湾岸諸国は、原油価格が上昇してインフレの危険があるにもかかわらず金利を引き上げられないからである。2010年の通貨統合は難しい情勢である。同じように、公式には否定されるが、通貨バスケット建・原油取引のニュースも頻繁に出てくる<sup>15)</sup>。ドル安はオイルマネーの損失をもたらし、反米諸国のみならず、一部の原油取引をユーロ等のドル以外の通貨で行った方が有利だという誘因が各国にあるのである。

ドル体制は一挙に後退の道をたどることはないであろうが、以上のように、米経常赤字のファイナンスが予断を許さないと「ドル離れ」の諸事例が出てきており、ドル体制は確実にその基盤を弱めてきている。

### Ⅲ、ヨーロッパにおけるユーロの地位

#### ——ユーロとヨーロッパ諸通貨とのスワップ取引の増大——

前節において中東欧諸国でユーロが「第三国間貿易通貨」として利用されていることをみた。さらに、筆者はロシアを除く中東欧を含むヨーロッパ全地域においてユーロが直物・外為市場



において為替媒介通貨として、また、基準通貨として機能していること、さらにユーロによる国際信用連鎖が形成され、「ユーロ体制」なるものが生まれてきていることを確認してきた<sup>16)</sup>。今回の世界的金融危機、大不況を経てユーロの地位はどうであろうか。中東欧の金融危機・経済危機からユーロの「不安定化」が言われることがあるが、ヨーロッパにおけるユーロの基軸通貨の地位は低下していない。欧州の外為市場においてもスワップ取引ではこれまでドルが圧倒的な比重を占め、ユーロの地位はドルに大きく離されてきたが、最近のスワップ市場においてはユーロの地位が高まってきている。

### 1) 07年4月の状況

第6表によって07年4月のロンドン外為市場の状況をまず確認しよう。07年の統計はBISの全世界的な調査に基づくものである。この第6表によると、銀行間・直物取引においてユーロ/ポンドの取引(⑨)はドル/ポンドの取引(②)に比べて約3分の1であるが、ユーロ/スイス・フランの取引(⑪)はドル/スイス・フランの取引(④)とほぼ同額であり、ユーロ/スウェーデン・クローナの取引(⑭)ではドル/スウェーデン・クローナの取引(⑦)を大

第6表 2007年4月のロンドン外国為替市場 (07年4月の1日平均取引額—100万ドル)

	直物取引			スワップ取引		
	報告銀行	その他の金融機関	非金融機関	報告銀行	その他の金融機関	非金融機関
①ドル/ユーロ	45,260	40,069	12,642	131,201	134,434	40,667
②ドル/ポンド	24,878	18,570	7,606	85,091	72,151	16,080
③ドル/円	20,208	16,835	4,773	53,674	39,975	7,037
④ドル/スイス・フラン	7,253	5,383	1,472	18,929	12,162	5,253
⑤ドル/カナダ・ドル	4,921	5,243	1,352	12,460	7,348	1,758
⑥ドル/オーストラリア・ドル	5,931	4,203	1,275	23,452	15,995	2,065
⑦ドル/スウェーデン・クローナ	626	2,933	250	12,164	8,270	5,347
⑧ドル/その他	11,264	10,839	4,285	67,442	58,797	15,393
⑨ユーロ/ポンド	8,533	5,761	1,788	4,358	7,949	4,934
⑩ユーロ/円	7,389	5,654	1,475	1,525	3,245	932
⑪ユーロ/スイス・フラン	6,401	6,766	1,895	857	5,546	927
⑫ユーロ/カナダ・ドル	227	368	85	446	1,124	299
⑬ユーロ/オーストラリア・ドル	226	291	125	377	410	237
⑭ユーロ/スウェーデン・クローナ	2,599	1,669	532	121	835	559
⑮ユーロ/その他	5,771	3,812	1,132	2,337	3,511	1,270
⑯ポンド/円	2,000	2,313	787	801	675	704
⑰その他	4,613	3,945	1,214	4,171	2,325	1,841

出所：Bank of England, *Quarterly Bulletin*, 2007, Q4, pp.558-559 より。

大きく上回っている。ロンドン市場において、ポンドからヨーロッパ諸通貨に交換する際にも媒介通貨としてユーロが用いられているであろうし、ポンド以外のヨーロッパ諸通貨どうしの交換では、もっぱらユーロが為替媒介に使われている。というのは、⑮欄の「その他」通貨が大半、ヨーロッパの諸通貨であるから。非金融機関・直物取引においても、ユーロとスイス・フラン、スウェーデン・クローナの取引がドルとそれら通貨の取引を上回り、ポンド、ルーブルを除くヨーロッパ諸通貨の直物取引に関する限り、ユーロがドルの地位を凌いでいることが確認できる。

しかし、スワップ取引ではそうではない。銀行間取引で、ドル/スイス・フランの取引はユーロ/スイス・フランの取引の22倍、ドル/スウェーデン・クローナの取引はユーロ/スウェーデン・クローナの取引の100倍になっている。ユーロとこれら諸通貨との裁定取引はほとんど実施されていないと考えられる。しかし、ユーロ/ポンドの銀行を含む全取引はドル/ポンド取引の10分の1程度であり、さらに、銀行間取引でユーロ/ポンドのスワップ取引は直物取引の半分となっている。諸銀行はユーロとポンドの間で金利裁定取引を部分的に行っているものと思われる。また、「その他の金融機関」「非金融機関」もユーロ/ポンドのスワップ取引が一定程度あることから、ドルとポンドの間の裁定取引ほどではないが、一部、ユーロとポンドの間で金利裁定取引が行なわれ始めていると考えられる<sup>17)</sup>。

## 2) 08年4月の状況

07年4月と比べて08年4月にはロンドン外為市場におけるユーロの地位はさらに高まった(第7表)。銀行間(報告銀行とその他の銀行との計、以下でも同じ)・直物取引でユーロ/ポンド取引はドル/ポンド取引の3分の1を割り、後者の41%になっている。全機関取引でも40%である。ユーロ/スイス・フラン取引とドル/スイス・フラン取引の比較では07年とほぼ同じで状況である。しかし、スウェーデン・クローナ、ノルウェー・クローネ、それにポーランド・ズロティの取引では銀行間取引でも全機関取引でもユーロはドルを大きく上回っている。銀行間直物取引においてヨーロッパ諸通貨の交換ではドルよりもユーロが媒介通貨としてより多く使われている。

また、スワップ取引でもユーロの地位が高まった。銀行間でのユーロ/ポンド取引はドル/ポンド取引の18%にまで高まっている(07年は5%)。銀行を含む全機関取引ではユーロ/ポンド取引はドル/ポンド取引の24%となっている(07年は10%)。また、銀行間でのユーロ/ポンドのスワップ取引は銀行間での同・直物取引の81%であり、全機関のユーロ/ポンド取引ではスワップ取引が直物取引を上回っている。スワップ取引が318億ドルであるのに対して、直物取引は296億ドルである。ドルとポンドとの間の金利裁定取引が主流であるが、明らかに、ユーロとポンドの間での金利裁定取引が一定の規模で実施されている。

第7表 2008年4月のロンドン外国為替市場（08年4月の1日平均取引額—100万ドル）

	直物取引				スワップ取引			
	報告銀行	その他の銀行	その他の金融機関	非金融機関	報告銀行	その他の銀行	その他の金融機関	非金融機関
①ドル/ユーロ	73,416	79,471	35,861	11,173	91,274	142,585	59,209	27,581
②ドル/ポンド	28,896	26,205	14,374	3,893	49,079	54,287	22,946	7,241
③ドル/円	25,092	19,494	12,997	3,562	42,984	36,392	12,238	1,446
④ドル/スイス・フラン	11,351	8,676	5,027	1,053	17,802	20,145	6,304	2,657
⑤ドル/オーストラリア・ドル	9,185	7,635	4,641	742	20,245	18,272	5,729	622
⑥ドル/カナダ・ドル	4,765	4,587	3,619	681	8,659	11,546	7,021	859
⑦ドル/ノルウェー・クローネ	559	931	687	113	9,322	12,201	2,907	699
⑧ドル/スウェーデン・クローナ	572	1,463	667	127	7,453	9,679	3,834	1,364
⑨ドル/ポーランド・ズロティ	536	435	311	69	4,620	5,142	2,280	134
⑩ユーロ/ポンド	12,548	10,053	5,238	1,799	5,382	12,896	8,072	5,481
⑪ユーロ/円	9,689	8,898	4,928	1,685	1,894	5,838	2,907	1,026
⑫ユーロ/スイス・フラン	8,178	8,145	4,856	896	1,487	5,338	3,688	970
⑬ユーロ/スウェーデン・クローナ	1,251	1,736	628	208	144	912	1,317	546
⑭ユーロ/ノルウェー・クローネ	1,366	2,116	644	246	127	384	553	197
⑮ユーロ/ポーランド・ズロティ	993	1,148	554	125	228	190	591	176
⑯ユーロ/カナダ・ドル	278	294	569	62	197	475	913	258
⑰ユーロ/オーストラリア・ドル	342	387	441	54	252	403	712	399

出所：The Foreign Exchange Joint Standing Committee, *Semi-Annual Foreign Exchange Turnover Survey*, April 2008, Table 1a, 1d より。

ユーロ/スイス・フランのスワップ取引でも同様のことが言えるようになってきた。07年の銀行間取引ではユーロ/スイス・フラン取引はドル/スイス・フラン取引の5%に過ぎなかったのが、08年には18%にまで上昇した。全機関取引では24%である。ユーロとスイス・フランの間でも金利裁定取引が一定の規模で行なわれている。しかし、スウェーデン・クローナ、ノルウェー・クローネ、ポーランド・ズロティとユーロとのスワップ取引は、ドルとそれらの通貨との取引と比べてまだまだ低位であり、また、ユーロとこれら通貨の直物取引とスワップ取引を比べてもスワップ取引はかなり低位である。ユーロとこれら通貨の間での金利裁定取引はまだほとんど実施されていないと考えられよう。

### 3) 09年4月の状況

08年4月と比べて09年4月にはロンドン市場でのユーロの地位はどうであろうか(第8表)。08年秋のリーマン・ショックを受けてロンドン外為市場の取引規模がかなり落ち込んでいることが知れよう。ドル/ユーロの直物取引が前年の73%、スワップ取引で前年の71%になっている(全機関取引)。ドル/ポンドでは直物取引で75%、スワップ取引で77%(同)、ユーロ/

ポンドでは、それぞれ75%、66%（同）となっている<sup>18)</sup>。

ロンドン外為市場における取引規模が減少しているなかで、09年のロンドン外為市場におけるユーロの地位は前年と比べてほとんど上昇していない。銀行間・直物取引において、ユーロ/スイス・フラン取引のドル/スイス・フラン取引に対する比率は08年の81%から09年の87%に上昇しているが、ユーロ/ポンド取引のドル/ポンド取引に対する割合は08年の41%から09年の38%へ低下しているし、それよりも、スウェーデン・クローナの対ドル取引が09年には増大して、ドル/スウェーデン・クローナ取引額はユーロ/スウェーデン・クローナ取引額と同額になった。また、ノルウェー・クローネは対ユーロ取引が08年の35億ドルから09年には14億ドルへと大きく減少し、対ドル取引とほぼ同額になった。ポーランド・ズロティは、逆に対ドル取引がやや減少し、対ユーロ取引はやや増大している（以上はいずれも銀行間・直物取引）。

以上のように、銀行間でのユーロのヨーロッパ諸通貨との取引額はやや減少しているが、ユーロがそれら諸通貨との交換に際して為替媒介通貨として機能していることには変わりがない。銀行間取引を含む全機関の直物取引では、ユーロ/ポンド取引のドル/ポンド取引の割合は08

第8表 2009年4月のロンドン外国為替市場 (09年4月の1日平均取引額—100万ドル)

	直物取引				スワップ取引			
	報告銀行	その他の銀行	その他の金融機関	非金融機関	報告銀行	その他の銀行	その他の金融機関	非金融機関
①ドル/ユーロ	53,784	56,908	22,631	12,961	80,136	100,322	35,851	12,286
②ドル/ポンド	21,375	20,543	9,005	4,233	44,533	43,918	11,694	3,356
③ドル/円	18,802	13,902	11,195	5,175	29,567	29,986	9,175	1,108
④ドル/スイス・フラン	5,851	6,488	2,918	1,668	12,638	17,012	3,220	950
⑤ドル/オーストラリア・ドル	9,925	6,912	4,290	1,739	15,032	11,620	3,369	658
⑥ドル/カナダ・ドル	4,376	4,251	2,069	1,232	6,815	10,283	2,919	2,889
⑦ドル/ノルウェー・クローネ	416	891	165	58	3,184	7,552	1,633	283
⑧ドル/スウェーデン・クローナ	1,661	1,133	283	132	9,262	12,392	1,845	754
⑨ドル/ポーランド・ズロティ	416	248	127	54	3,486	1,904	545	132
⑩ユーロ/ポンド	8,977	6,890	3,648	2,859	3,851	8,578	4,882	3,772
⑪ユーロ/円	8,020	9,236	4,804	6,273	1,168	2,647	1,470	632
⑫ユーロ/スイス・フラン	5,557	5,222	3,054	1,243	3,975	5,367	2,221	581
⑬ユーロ/スウェーデン・クローナ	1,015	1,710	551	157	477	659	545	346
⑭ユーロ/ノルウェー・クローネ	469	907	277	63	115	301	357	152
⑮ユーロ/ポーランド・ズロティ	1,398	999	361	94	391	470	225	256
⑯ユーロ/カナダ・ドル	424	462	221	111	1,124	699	296	167
⑰ユーロ/オーストラリア・ドル	423	355	373	50	218	762	244	334

出所：The Foreign Exchange Joint Standing Committee, *Semi-Annual Foreign Exchange Turnover Survey*, April 2009, Table 1a, 1d より。

年の40%から09年の41%とほとんど変わらないが、スイス・フランのその比率は85%から89%へやや上昇し、ポーランド・ズロティの比率は209%から338%とかなりの上昇となっている。しかし、スウェーデン・クローナのその比率は135%から107%へ、ノルウェー・クローネの比率は191%から112%へと両通貨はかなり落ち込んでいる。これは世界的な金融危機のもとで、前述のようにドル資金の調達が必要になったからであろう。

スワップ取引ではユーロの地位はどうであろうか。08年に銀行間でのユーロ/ポンド取引はドル/ポンド取引の18%にまで高まっていたが、09年には14%に落ちている。また、08年には銀行間でのユーロ/ポンドのスワップ取引は銀行間での同・直物取引の81%であったが、09年には78%になっている。銀行を含む全機関取引では08年にはユーロ/ポンド取引はドル/ポンド取引の24%であったが、09年には20%になっている。全機関のユーロ/ポンド取引では08年にはスワップ取引が直物取引を上回っていたが、09年には後者が前者をわずかであるが上回るようになった。スワップ取引額が211億ドル、直物取引額が224億ドルである。以上のように、ユーロ/ポンドのスワップ取引は09年には前年の水準をやや下回っている。しかし、ユーロとポンドの金利裁定取引がなくなるほどまでにはユーロ/ポンドのスワップ取引は減少しておらず、2つの通貨の金利裁定取引は09年にも実施されていたよう。

ユーロ/スイス・フランのスワップ取引は、08年に銀行間ではドル/スイス・フラン取引の18%であったが、09年には32%にまで上昇した。全機関取引でも08年は24%であったが、09年には40%にまで上昇している。ユーロとスイス・フランの間でも金利裁定取引が常態化してきているといえよう。しかし、スウェーデン・クローナ、ノルウェー・クローネ、ポーランド・ズロティとユーロとのスワップ取引はドルとそれら通貨の取引と比べてまだまだ低位であり、また、ユーロとこれら通貨の直物取引とスワップ取引を比べてもスワップ取引はかなり低位である。ユーロとこれらの通貨の間での金利裁定取引は、将来はともかく、09年にはまだほとんど実施されていないと考えられよう。

以上のように、ユーロの導入後もしばらくは、外為市場のスワップ取引ではドルが圧倒的であったが、明確にユーロ/ポンド、ユーロ/スイス・フランのスワップ取引が伸びてきており、ユーロとそれらの通貨の金利裁定取引が常態化するほどまでになってきていると言えよう。

ちなみに、ユーロ/円の銀行間・スワップ取引はドル/円取引に対する比率は08年には10%、09年には6%であり、全機関の同取引のこれらの比率も08年で13%、09年では8%に落ち込んでおり、現時点では、ユーロと円の金利裁定取引が常態化しているとは言えないであろう。しかし、現在の金融危機が沈静化していくと、ユーロと円の金利裁定取引が高まり、ユーロ/円のスワップ取引も増加する可能性はある。

## IV, 東アジアにおける通貨・為替制度

## 1) シンガポール・ドルを仲介とし、人民元を中軸とする「為替相場圏」の形成

それでは東アジアにおけるドル体制はどうであろうか。東アジアを含む環太平洋地域の外為市場ではドルを一方とする取引がほとんどである。第9表にシンガポール外為市場の通貨別取引が示されているが、顧客取引を含む取引総計額のうち、ドルを一方とする取引は、直物で76%、スワップでは96%、アウトライト先物でも96%となっている。ユーロ/円の取引、ユーロ/ポンドの取引は直物ではドルとそれら通貨取引の3分の1程度になっているが、スワップ取引ではユーロ/円の取引、ユーロ/ポンドの取引はドルとそれらの通貨との取引の27から30分の1程度にとどまっている。直物ではユーロと円、ポンドは直接に取引がなされているが、それ以外の通貨どうしの交換では、ドルが唯一の為替媒介通貨として使われていることが知れよう。

ところが、今世紀に入って人民元が東アジアにおいて比重を高めてきていると言われる。それはどのような意味であろうか。第9表に人民元は出てこない。つまり、外為市場において人民元はマイナーな通貨なのである<sup>19)</sup>。それでは、人民元が注目されるのはどのようなことによるのであろうか。結論を先取りして言えば、それは、人民元のASEAN諸国の通貨に対する「基準通貨」化の事態が進んでいるからである。しかし、それは「迂回的」である。その事情を以下に簡単に論じよう<sup>20)</sup>。

ASEANなどの東アジア諸国は自国通貨の相場基準をドルに対して測り、対ドル相場を適当

第9表 シンガポール外国為替市場<sup>1)</sup>

(2009年4月の取引額—100万ドル)

	直物	スワップ	アウトライト先物
ドル/シンガポール・ドル	114,109	265,338	17,919
ドル/ユーロ	468,249	355,990	32,356
ドル/円	213,588	291,799	29,325
ドル/ポンド	156,367	163,759	10,785
ドル/オーストラリア・ドル	107,424	215,270	31,309
ドル/その他	341,621	397,160	535,338
ユーロ/円	75,546	10,648	5,002
ユーロ/ポンド	49,810	5,517	1,354
円/ポンド	28,038	9,611	815
総計	1,851,690	1,766,587	684,898

注1) 銀行間取引と顧客取引の合計。

出所: The Singapore Foreign Exchange Market Committee, *Survey of Singapore Foreign Exchange Volume in April 2009*, 27 July 2009, Table 2~4より。

な水準で維持すべく為替政策を実施してきた (ドルが「基準通貨」)。また、それら諸国は相互の競争上、有利な為替相場の維持と為替政策を実施するために、とりわけアジア通貨危機後、中国・人民元の動向に注視せざるを得ない状況になってきた。すなわち、東アジア諸国は、アジア通貨危機によって旧来のような「ドル・ペッグ制」を採用できなくなり、他方で、中国との競争、また、相互の経済関係上、自国通貨の対ドル相場と人民元の対ドル相場のあいだに何らかの「連動性」をもたせることを余儀なくされてきている。

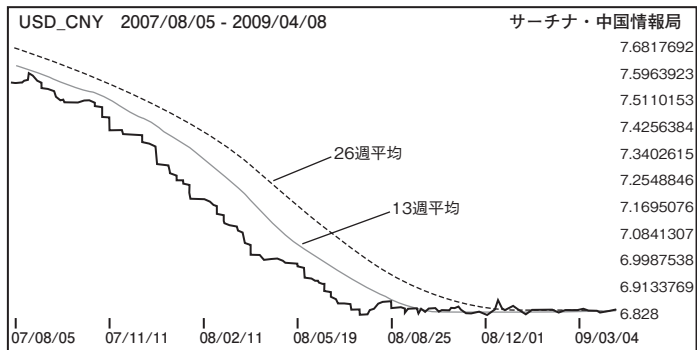
そのことに関して、ここで2つのことをここで再確認しておこう。1つは東アジアにおいてはドルが唯一の為替媒介通貨であり、直接交換されているのはドルと東アジア諸通貨 (円も含め) であるということである。したがって、東アジア諸通貨 (円も含め) の間の為替相場は「裁定相場」であり、それ故、東アジア各国当局が自国通貨の東アジア諸通貨との相場維持を図るとき、介入通貨として利用されるのはドルであり、東アジア諸通貨が利用されることはほとんどないということである。もう1つは、人民元取引 (とりわけ直物取引) の大部分が諸規制の強い中国市場で行なわれており、また、同市場においては中国の経常黒字が継続していることから人民元の対ドル相場維持のために大規模な人民元売・ドル買の為替市場介入が行なわれている (ドル準備の増大)。そのような中国市場で成立したドルと人民元の相場を前提に、各国通貨当局はドルを使ってドルと自国通貨の相場を左右させ、自国通貨と人民元の相場を操作していこうとしているのである。

以上のことを確認した上で、人民元の直物相場変動を見ていこう。まず、対ドル相場である。第3図を見られたい。この図には週の相場と13週平均相場、26週平均相場が示されている。07年8月に13週平均相場が1ドル = 7.60人民元ほどであったのが、その後、人民元が強くなっていき08年5月には7ドルをわるぐらいになった。05年7月の人民元改革時に1ドル = 8.28人民元から8.11人民元に切り上げられたが、それ以後、08年5月までに15%近く上昇してきている。しかし、08

年9月のリーマン・ショックを受けて、08年10月以後、相場は6.823人民元でほとんど貼り付けられるように管理されている。

それでは、人民元は東アジア諸通貨に対してはどのような相場変動を示しているであろう

第3図 人民元の対ドル相場

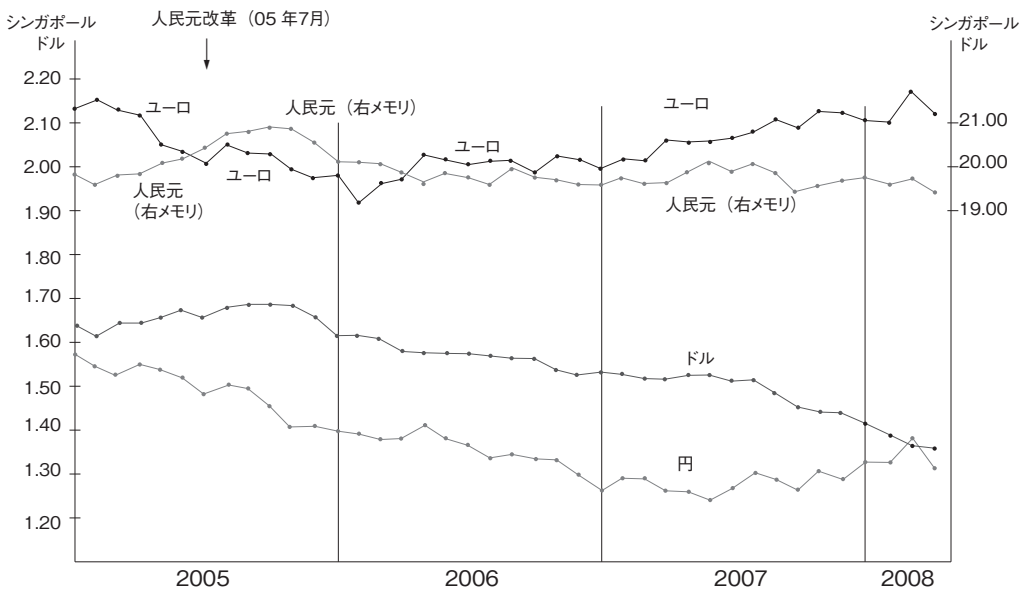


出所：<http://searchina.ne.jp/exchange/?type=USD&mode=chart&dwm=weekly> (09年4月14日)

うか。まず、シンガポール・ドルの対人民元相場はどうであろうか。シンガポール当局は通貨バスケット制を採用し、主要諸通貨に対して自国通貨の変動幅を一定の幅に維持している。2005年から08年のはじめまでのシンガポール・ドルのドル、ユーロ、円に対する変動は第4図のようである。シンガポール・ドルはドルに対しては05年にやや下落してのち、05年秋以来上昇している。ユーロに対しては05年に上昇したのち、06年のはじめから下落している。円に対しては07年の中期まで上昇傾向を示し、それ以後円に対してやや下落している。しかし、主要3通貨に対して、シンガポール・ドルは総じて安定的に推移している。通貨バスケット制がおおよそ成功裏に運用されていると考えられる。

同時に第4図から興味を引くのは、シンガポール・ドルはこれら主要通貨よりも人民元に対してより強く連動しているということである。06年のはじめ以来、100人民元は20シンガポール・ドル弱で推移しており、主要3通貨の変動よりも小さい変動となっている。05年の初めに100人民元=約20シンガポールであったのが、05年7月の人民元改革時から秋にかけて100人民元=21シンガポール・ドル近くまでシンガポール・ドルの対人民元相場は下落したが、その後、05年末にかけてやや上昇し、06年の初めから07年末にかけて100人民元=20シン

第4図 シンガポール・ドルのドル、ユーロ、円、人民元に対する相場<sup>1) 2)</sup> (1)



注1) ドル、ユーロ、円に対する相場は左メモリ。円については100円に対して(100円=〇〇シンガポール・ドル)。

2) 人民元に対する相場は右メモリ。100人民元に対して(100人民元=××シンガポール・ドル)。

出所：シンガポール通貨庁 (MAS: Financial Database -Exchange Rates) より作成。

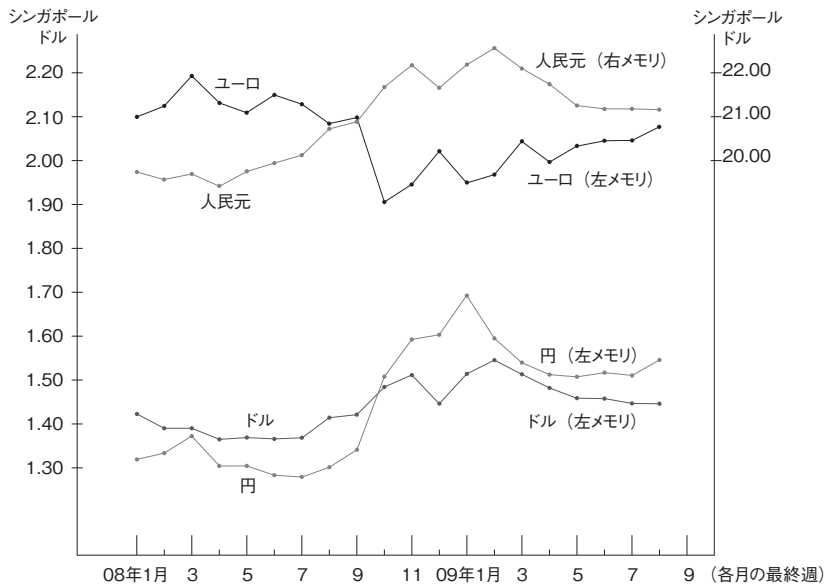


ガポール・ドルをやや下回る水準で推移し、シンガポール・ドルと人民元が強く連動している。シンガポール当局は通貨バスケット制を採用して、主要通貨に対して自国通貨を安定させているとともに、人民元に対してきわめて強い連動性をもたせているのである。

シンガポール当局は高度なテクニックを有し、主要通貨からなる通貨バスケット制を実施しながら人民元に対しても強い連動性を維持するという為替相場政策を実施しているのである。シンガポール当局がそのような為替操作が出来るのはテクニックのみならず、シンガポール外為市場においては、前述のようにドルと世界および東アジアの諸通貨との多様な取引がなされており、その点では東京外為市場を上回るほどのハブ市場としての性格を有しており、シンガポール外為市場において為替操作のテクニックが発揮しやすい状況にあるものと思われる。

ところが、08年9月のリーマン・ショックを受けてシンガポール・ドルの主要通貨、人民元に対する変動は大きくなった（第5図）。ショック前には1ドル＝1.4シンガポールであったのが、09年1月には1.7シンガポール・ドルとシンガポール・ドルが下落し、円に対しては100円＝1.3シンガポール・ドルを下回るほどであったのが、09年1月には1.7シンガポール・ドルと大きく下落した。人民元に対してもショック以前には100人民元＝20シンガポール・ドル以下であったのが、09年3月には22シンガポール・ドルになっている。しかし、09年3

第5図 シンガポール・ドルのドル，ユーロ，円，人民元に対する相場<sup>1) 2)</sup> (2)



注1) 2) 前図と同じ。

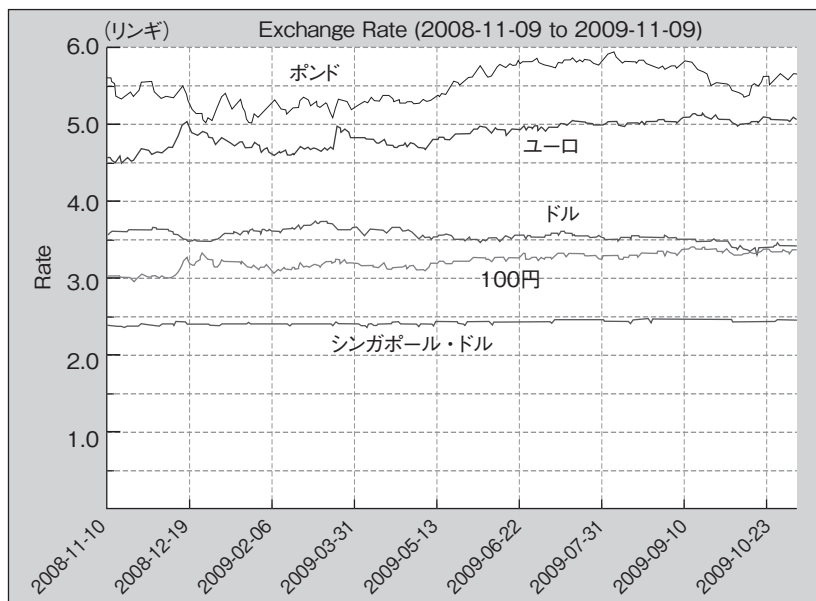
出所：前図と同じ。

月以後徐々にシンガポール・ドルは安定を取り戻し始めている。リーマン・ショックによってシンガポールから資金の引き揚げが進行し、シンガポール・ドルが下落したが、09年春以降、以前のような主要諸通貨に対して安定を取り戻したと言えよう。

他の東アジア諸通貨の状況はどうであろうか。注目すべきことにマレーシア・リングがシンガポール・ドルに「ベッグ」しているかのように両者はきわめて強い連動性を維持している。マレーシアは中国が通貨改革を行なった05年7月21日にドル・ベッグ制から離脱した。それまでマレーシアは中国との競争を意識して中国と同じようにドル・ベッグ制をとってきたのである。マレーシア・リングの主要先進国通貨およびシンガポール・ドルに対する変動を示している第6図を見ると、リングはシンガポール・ドルに「事実上ベッグ」している。また、主要先進国通貨に対しても安定していることが見て取れる。リングが先進国諸通貨に対して安定しているというのは、リングがシンガポール・ドルに「ベッグ」し、シンガポール当局が通貨バスケット制を安定的に運用しているからであると考えられる。リングはこのようにして、シンガポール・ドルを介してリングと人民元の「安定」を維持している。

次にタイ・バーツのシンガポール・ドル、人民元に対する変動率を見よう。第10表である。これはバーツのシンガポール・ドルと人民元に対する変動率を示しているが、前者の方がおおむね小さい状態にある。つまり、バーツは人民元よりもシンガポール・ドルとの「連動性」が

第6図 マレーシア・リングの主要通貨に対する相場変動



出所：http://www.bnm.gov.my/templates/bnm\_statistic\_chart.php?ch=12&12pg=629&style=...  
(2009年11月9日)

やや強いということである。もちろん、パーツの人民元との「連動性」も存在している。

以上のように、マレーシア・リングはシンガポール・ドルにペッグしており、タイ・パーツもシンガポール・ドルとの連動性を強めている。したがって、通貨バスケット制のもとにあり、主要諸通貨に対して一定の変動幅内で管理されているシンガポール・ドルを介して東アジアの諸通貨は人民元との連動性も保たれていると考えられる。

## 2) 東アジアにおける「通貨協力」の可能性

この数年、東アジアにおける「通貨協力」、人民元の国際通貨化の議論が盛んである。そこで、これまでの論述を振り返りながら、それらの問題に言及していこう。まず後者から。

前述のように東アジアではアジア通貨危機後、シンガポール・ドルを介して諸通貨の「連動

第10表 タイ・パーツの2つの通貨に対する変動率<sup>1)</sup> (%)

		シンガポール・ドル	人民元
08.	1	0.0024	-0.0018
	2	0.0035	0.0071
	3	0.0175	0.0226
	4	-0.0202	0.0149
	5	-0.0147	-0.0206
	6	-0.0328	-0.0445
	7	-0.0155	-0.0186
	8	0.0206	-0.0083
	9	0.0058	-0.0152
	10	0.0273	-0.0041
	11	0.0025	-0.0204
	12	-0.0189	0.0052
09.	1	0.0131	0.0010
	2	0.0069	-0.0119
	3	-0.0055	-0.0130
	4	-0.0075	0.0083
	5	-0.0053	0.0238
	6	0.0074	0.0141
	7	0.0009	0.0017
	8	0.0047	0.0080

注1) (前月相場 - 当月相場) ÷ 前月相場

出所: Bank of Thailand (<http://www2.bot.or.th/statistics/RePortPage.aspx?reportID=123&language=evg>) (09年9月13日)

性」が維持されてきている。その連動性において人民元が重要な位置を占めている。シンガポール当局が通貨バスケット制を採用し、主要通貨に対して自国通貨を安定させながら、同時に人民元に対しても安定した状態を作り出してきた。そのことによって、マレーシアやタイも自国通貨をシンガポール・ドルに対してペッグしたり、連動性を維持してきたのである。シンガポール・ドルが人民元に対して不安定であれば、東アジアの通貨当局は自国通貨をシンガポール・ドルに対して連動性を保つことはなかったであろう。

東アジア諸通貨当局は自国通貨をドルで測っているが、以上のことから前に記したように人民元は「基準通貨」の機能を一部もってきていると言える。しかし、貿易や投資に人民元が広範に利用されることはまだほとんどない。中国政府が「越境貿易人民元決済試行管理方法」を交付したことなどを受けて、新聞等で貿易における「人民元建決済」が報道されている<sup>21)</sup>が、これは国境付近で行なわれる「人民元紙幣」を使った決済や「双務的な清算」のような制度を導入するということであり、人民元建の荷為替手形を利用し、各国の銀行が中国の銀行に人民元の決済用の預金を設定して決済する制度が作られているのではない。投資通貨としても、中国政府が資本取引の諸規制をまだまだ強く維持しており、中国の投資収支の額も限定されていることからわかるように、人民元が投資通貨として利用されるのは国際開発諸機関の人民元債（パンダ債といわれる）が一部発行されるぐらいで、現在は民間部門ではごく限られた範囲である。投資通貨として人民元が利用されるためには資本取引の自由化が不可欠であるが、アジア通貨危機の経験からして中国における資本取引の自由化については機が熟しているとは言えないだろう。

貿易決済が可能となり資本取引規制の撤廃の上で、さらに、為替取引規制、変動相場制への移行によって国際通貨化が実現するのであるが、それに至るには長時間かかるし、それまでに金融センターなどの金融制度全般に関わる自由化、整備が必要であろう。中国の経済全般にわたる諸規制が撤廃されなければならない。国際通貨は政府の強い意向によって作り出せるものではないのである。

円の国際通貨化の展望をはっきりと描くことは難しいし<sup>22)</sup>、人民元の国際通貨化も長期間かかるとなれば、東アジアにおける「通貨協力」が考えなければならない。ところが、東アジアにおいて通貨バスケット制を採用しているシンガポール・ドルを介して諸通貨の一定の「連動性」ができてきているということは、東アジアにおいて「共通バスケット制」に近い状態が作られているということであり、実際に共通の制度を作るとなると各国の何らかの主権を制限することになるだろうが、現時点では改めて「共通通貨バスケット」のための論議は必要としないのではないだろうか。

また、シンガポール・ドルを介した人民元を含めた諸通貨の「連動性」は日本を含まない東アジア地域の通貨圏のような様相を呈しているが、東アジア諸通貨が安定し、それらの通貨に

対して円が急激に上昇しない限り、日本にとってもそれほど不都合ではないだろう。しかも、東アジアの諸通貨の「連動性」は中国によるドル買いの為替介入によって維持されている。中国が大きな経常黒字を抱え、しかも、対外投資規制によって資本収支が黒字であるから、放置すれば人民元が上昇していくはずである。しかし、05年7月以来08年5月までの人民元の上昇が約15%にとどまり、08年夏以来は6.828元にほとんどベッグされているということは、中国当局による大規模な為替介入が行なわれ、ドル準備が増加しているということの意味する。日本の当局のドル買介入の負担はそれだけ軽くなってきた<sup>23)</sup>。そのコストが中国にとって大きな負担となれば、それを緩和するような日本も含めた東アジア全体での「通貨協力」の機運が高まってこよう。したがって、「通貨協力」の機運の高まりは中国のドル準備運用についての今後の方向如何ということもあるだろう。

以上のように、東アジアにおいてはドルが唯一の為替媒介通貨であることはこれからも変わらないだろうが、東アジアにおいてもドル体制は、90年代後半のアジア通貨危機までの日本を除く各国がドルにベッグしていた状況とは異なる様相を示していると言えるであろう。各国が個別にドル体制に包含されていっているのと異なり、日本を除く東アジアに、ドルだけでなくユーロ、円等を構成する通貨バスケット制によって運営されたシンガポール・ドルを仲介とするある程度安定した「為替相場圏」が形成され、それをもとに東アジア諸国の主導による「通貨協力」の進展の可能性が厳然と見えてきたという事態である。円は現在、この「為替相場圏」から離れており、円と人民元の「角逐」的要素は残るが、前に述べたように、もしドル安が進めば日本を含めた「通貨協力」の機運は高まらざるを得ない。「アジア通貨基金構想」は挫折したが、東アジアにおける実質的な「通貨協力」は進展せざるを得ないだろう。

(2009年11月15日, 11月30日一部加筆)

## 注

- 1) 拙稿「米経常赤字のファイナンスと対外債務・債権の概念上の区分——アメリカ国際収支表の見方の再検討——」『立命館国際研究』22巻2号(2009年10月)。なお、この拙稿の11ページの④の「式③」から導き出される事項」の前に次の文章を挿入する必要があるだろう。以下である。

ところで、このAについて注釈を加えておく必要がある。Aは次のようにA'から $\alpha$ を差し引いた額である。この論文の第1図、第4表によると、EU、日本のドル建貿易赤字は0.2兆ドルである。その分は「その他」地域のドル建貿易黒字の追加分となり、「その他」地域のドル建黒字は米のドル建貿易赤字(1兆ドル)を0.2兆ドルだけ上回り、1.2兆ドルになる。そこで、「その他」地域のドル建貿易黒字をA'とし、EU、日本のドル建貿易赤字を $\alpha$ 、米のドル建貿易赤字をAとすると、 $A' = A + \alpha$ となる。「その他」地域は、 $\alpha$ に相当するドル建黒字分をユーロ、円などの「その他通貨」での貿易赤字の決済のためにドルから「その他通貨」に転換するであろう。その結果、 $A' - \alpha = A$ (米のドル建

- 赤字) が米の銀行に「ドル預金」として残り, この「ドル預金」からドル建の種々の対米投資に転化していく。つまり, この A が米の「その他」地域に対する「債務決済」額となる。もちろん, 「その他」地域の「その他通貨」での貿易赤字は  $\alpha$  を上回る額であるから, A のうちから「その他通貨」へ転換される部分が生じる。「債務決済」額からの「漏れ」(m1) が不可避なのである。
- 2) 日本のドル準備は, 日本がドル建貿易黒字をもたないことから, 円をドルに換えての対米債権となる(このことについては注 1) に記載の拙稿を参照されたい)。
  - 3) 拙稿「米資本収支の概念上の区分と 2006 年, 08 年の米経常赤字ファイナンスの困難性」『立命館経済学』第 58 巻第 6 号 (2010 年 3 月)。
  - 4) <http://www.jiji.com/jc/zc?k=200909/2009091001005&rel=y&g=int> (09 年 11 月 14 日)
  - 5) [http://headlines.yahoo.co.jp/hl?a=20091114-00000661-reu-bus\\_all](http://headlines.yahoo.co.jp/hl?a=20091114-00000661-reu-bus_all) (09 年 11 月 14 日)
  - 6) 拙稿「ドル体制の変容と現代国際金融」『経済』2008 年 8 月号, 161 ~ 164 ページ。
  - 7) 『エコノミスト』09 年 10 月 13 日, 20 ページなど。
  - 8) 『エコノミスト』09 年 8 月 10 日, 26 ページ。
  - 9) 詳しくは以下の拙稿を見られたい。「ユーロ建貿易の広がりについて——「ユーロ体制」論構築にむけての一階梯——」『立命館国際研究』20 巻 1 号, 2007 年 6 月。
  - 10) ECB, *Monthly Bulletin*, Nov. 2005, p.96.
  - 11) [http://www.excite.co.jp/News/china/20091013/Recordchina\\_20091023005.html](http://www.excite.co.jp/News/china/20091013/Recordchina_20091023005.html) (09 年 10 月 28 日)
  - 12) European Commission, *EMU@10, Success and challenge after ten years of Economic and Monetary Union*, 2008, p.127.
  - 13) 国際金融情報センター「湾岸急協力会議 (GCC) 諸国の通貨統合に向けた取り組み状況」2008 年 2 月, 85 ~ 88 ページ参照。
  - 14) <http://www.asahi.com/international/reuters/RTR200807070015.html> (08 年 8 月 10 日)
  - 15) 英紙インディペンデントが 09 年 10 月 6 日に「アラブ湾岸諸国が石油取引での米ドル利用を中止し, 通貨バスケット建て取引に向け, フランス・ロシア・中国・日本などと極秘に協議している」と報じたが, フランス財務相は憶測だと否定している (<http://news.goo.ne.jp/article/reuters/world/JAPAN-118275.html?C=S>——09 年 10 月 27 日)。
  - 16) 拙稿「欧州におけるユーロの地位とドル, ユーロによる重層的信用連鎖」『立命館国際研究』18 巻 1 号 (2005 年 6 月) 参照。
  - 17) このことを最初の実証したものに次の論文がある。井上真維「EU 短期市場とユーロ・ユーロ取引」『立命館国際研究 修士論文集 創刊号』2006 年 3 月, 69 - 70 ページ。
  - 18) 08 年秋の米国発の金融危機がロンドン外為市場にどのように影響したかの詳しい分析については, 後日, 果たしたい。
  - 19) 詳しくは以下を参照されたい。拙書『円とドルの国際金融』ミネルヴァ書房, 2007 年, 第 10 章「環太平洋地域の外国為替市場」, 拙稿「東アジアの通貨・為替制度と人民元」『立命館国際研究』21 巻 2 号, 2008 年 10 月。
  - 20) 詳しくは, 同上拙稿を参照されたい。
  - 21) 日本経済新聞, 2009 年 1 月 9 日, など。
  - 22) 前掲拙書『円とドルの国際金融』第 11 章「ドル体制下の円と東アジアの通貨・為替制度」参照。
  - 23) 09 年 11 月末になって円高が急激に進行し, 日本当局による 04 年 3 月以来の為替市場介入が取りざた

基軸通貨ドルとドル体制の行方（奥田）

されている。ドルの不安定を基礎にドバイのバブル破綻が円高をもたらしているのである。この円高が「独歩高」であれば日本への影響は深刻となろうが、ドバイの円への影響が一時的で、ドル安が主流になれば中国の介入負担も大きくなろう。今後の進展が注目される。

（奥田 宏司，立命館大学国際関係学部教授）

## The Future of the Dollar as a Key Currency

The purpose of this paper is to consider the future of the dollar as a key currency and the dollar regime. In 2008, the U.S. financial account surplus continued financing the current deficit, but most of the surplus came from the withdrawal of her foreign investments. Foreign investments to the U.S. in 2007 was 1,648 billion, but those in 2008 decreased to about 47 billion, making the financing of the U.S. current deficit unlikely.

In addition to that, recently there are some signs of flight from the dollar. Global investment in the dollar, for example, is not increasing and investments in other currencies are on the rise. And the euro has partly replaced the dollar as invoice currency of Russian natural gas export to European countries. Moreover, some Gulf nations might change her currency system to the basket system from the dollar peg system.

(OKUDA, Hiroshi, Professor, College of International Relations, Ritsumeikan University)