

# 基軸通貨ドル体制における 地域通貨の国際化

一橋大学大学院商学研究科・教授 小川英治

基軸通貨ドル体制は、ドルを基軸通貨とするゲームのルールを基本としていたブレトンウッズ体制が1971年のニクソンショックによって崩壊し、その後は、民間経済主体が決済通貨や契約通貨を原則的には自由に選択できる「ルールなしの制度」に変質した。そのような中で、1999年にユーロが誕生してからは、ユーロ圏のみならず、欧州及びその周辺地域における地域の基軸通貨としてユーロが発展しつつある。しかしながら、財政規律に欠け、さらに、最後は救われるであろうというモラルハザードを起こしているギリシャをその通貨同盟に加盟させたことによって、ユーロ圏が揺れている。もしそのような混乱がなければ、ユーロは、地域の基軸通貨からドルと肩を並べる世界の基軸通貨に発展する可能性を含んでいたかもしれない。

世界の基軸通貨におけるユーロに対するドルの優位性は、ユーロ圏危機の直前に発生した世界金融危機によって明らかとなった。世界金融危機は米国のサブプライム・ローン問題によって発生したにもかかわらず、欧州の金融機関にも大きな影響を及ぼした。その影響は、サブプライム・ローンの証券化商品の不良債権化によって欧州の金融機関のバランスシートが毀損しただけではなく、そのことから欧州の金融機関がカウンターパーティリスクの高まりからドル流動性不足に直面し、ユーロや英ポンドがドルに対して大きく減価した。

その教訓がアジア諸国において議論され、ドル流動性不足に陥らないようにするためにドルへの過度の依存から脱却する動きが見られている。貿易決済通貨をドルに過度に依存している現在の状況から脱却するために、アジア諸国の現地通貨による貿易決済の可能性が模索されている。一方、中国の通貨当局においては、ドル

への過度の依存から脱却するために、人民元の国際化が、クロスボーダー貿易取引やオフショア人民元取引の展開さらには人民元建ての通貨スワップ協定の締結の形で進められている。

国際通貨には、国内通貨と同様に、交換手段としての機能、価値貯蔵手段としての機能及び価値尺度としての機能がある。実際に、長年にわたって通貨価値が減価してきたドル（1971年に360円/ドルから2015年に120円/ドルへドルが円に対して3分の1に減価）が世界の基軸通貨として利用されている事実を考慮に入れると、国際通貨として最も重要な機能は価値貯蔵手段ではなく交換手段としての機能とみなせる。

交換手段としての国際通貨の機能は一般受容性の程度に依存する。それは、他の経済主体がその通貨を交換手段として利用する意思があるかどうか、あるいは、何人の他の経済主体がその通貨を交換手段として利用する意思があるかに依存する。その通貨を利用する意図をもつ他の経済主体の人数が多ければ多いほど、その通貨の交換手段としての機能が高まる。このように、交換手段としての機能にはネットワーク外部性が作用する。

いったんある通貨の一般受容性が高まると、そのこと自体が一般受容性の高さを維持する。交換手段において規模の経済が作用することを意味する。規模の経済が作用するため、通貨間で支配的に大きなシェアを持つ基軸通貨を保有することの便益は、シェアの小さい他の通貨を保有することの便益よりも明らかに大きい。いったんある国の通貨が支配的に大きなシェアを持つ基軸通貨となると、その通貨は基軸通貨としての地位を維持するであろう。ある国の通貨が基軸通貨となったという歴史的事実によってその通貨は基軸通貨としての地位を維持すること

になる。こうして、基軸通貨には慣性が作用する。

ある通貨の国際通貨への可能性を考えるに際して、現在の複数の通貨を国際通貨とする体制における国際通貨間の競争状況を考慮に入れる必要がある。経済主体が自由に基軸通貨を選択できる状況は必ずしも複数国際通貨が相互に有効に競争していることを意味しない。ネットワーク外部性と規模の経済によって、国際通貨間の競争状態は自然独占状態となる。ある国際通貨による取引量が増加するにつれてその交換手段としての機能が高まる。交換手段としての機能の意味での国際通貨の質は、世界経済における国際通貨の相対的流通量、すなわちそのシェアに依存する。相対的に高いシェアを持つ国際通貨は交換手段としての機能においてその質が相対的に高い。このような基軸通貨は、他の通貨との間でその差別化の程度は大きい。ガリバー型寡占に倣って、このような国際通貨制度を「ガリバー型国際通貨制度」と呼べよう。

このように、世界経済においてはドルの基軸通貨としての慣性が存在する。世界の基軸通貨がドルから他の通貨へ移行することは容易ではなく、その移行は何らかの大きなショックと長い時間を要するであろう。一方、ユーロ圏及びEUにおけるユーロの基軸通貨化を考慮すると、ある限定された地域においてドル以外の通貨であっても地域の基軸通貨となることが可能である。ユーロは、欧州地域における地域の基軸通貨として流通している。世界金融危機における欧州の経験からの教訓を考慮に入れると、アジアにおいては域内の貿易決済通貨としてドルに過度に依存していることで、より深刻な流動性危機を引き起こす可能性がある。このことから、ドルへの過大な依存を改めて、アジア諸国の通貨を地域の基軸通貨とする必要がある。

アジア諸国通貨が貿易決済通貨として民間企業に選択されるかどうかは、貿易決済通貨としてのその使い勝手の良さに依存する。現状においては、貿易決済として使い勝手が良いアジア諸国通貨は数少ない。貿易決済通貨としての使い勝手の良さとは、当該通貨が外国為替取引において容易に入手でき、他通貨と容易に交換で

きることである。そのためには、当該通貨の外国為替取引高が十分に多く、その市場の厚みが必要である。それを阻害する要因としては通貨当局による外国為替取引に対する規制、すなわち外国為替管理がある。

さらに、輸出入企業にとって外国為替リスクへの対応が必要となる。そのためには、外貨建て資金調達や資金運用によるバランスシート調整を通じたナチュラルヘッジング及びナチュラルヘッジング後にも残る外国為替エクスポージャーに対する外国為替派生商品（先物、オプション、金利スワップなど）が用意されていることが必要である。これらの取引は、投機にも利用されるために、投機による為替相場のボラティリティや通貨当局に対する投機攻撃を嫌って、多くの発展途上国では通貨当局によって規制され、資本管理が課されていることが多い。これらが原因となって、このような外国為替管理や資本管理が課されている国の現地通貨は使い勝手が悪く、その外国為替市場の厚みは極めて薄くなっている。

アジア諸国通貨が貿易決済通貨として使用されるためには、外国為替管理と資本管理を緩和し、さらには撤廃することによって、その使い勝手を高めることが必要となる。このような措置は、現地通貨の国際化に関する制度上の課題、あるいは、通貨を供給する政府あるいは通貨当局にとっての課題、すなわち、供給サイドの課題である。同時に、実際に当該通貨が貿易決済通貨として使用されるためには、民間企業が使い勝手の良さを認識し、市場の厚みが増すことが必要となる。この点は、外国為替管理や資本管理の緩和・撤廃が供給サイドの課題であるのに対して、民間企業による当該通貨へのニーズを意味することから、需要サイドの課題となる。前述したように、ネットワーク外部性のために慣性の法則が作用することから、政府や通貨当局が外国為替管理や資本管理の規制緩和・撤廃を意思決定し、実行することが可能であるのに対して、この需要サイドの課題は政府や通貨当局にとって容易に制御可能ではないかもしれない。