

# 準備（基軸）通貨の来し方・行く末

倉 都 康 行

## 1. イントロダクション

現在のドルを中心とする国際金融体制代替システムには様々な欠陥があるが、一方でこれを代替するシステムがない為に、当面は存続する可能性が高いと見られている。但し長期的には修正を求められる日が必ず来るだろう。その将来像は単なる想像力からは生まれない。国際的な金融システムがどう生まれてきたか、その歴史を深く探ることは、準備通貨がどう変化していくかを考える上で極めて重要だ。

「準備（基軸）通貨の来し方・行く末」というタイトルになぜ（基軸）というカッコ書きを付けたのか、簡単に補足しておきたい。20世紀前後の英ポンドやブレトン・ウッズ体制における米ドルは、確かに Anchor Currency つまり基軸通貨という捉え方で正しいが、今日のドルはやや様子が異なっている。海外メディアや論文などを見ても、ドルを説明する表現は殆ど Reserve Currency、つまり準備通貨である。Key Currency という言い方もあるがこれには基軸というニュアンスはない。この小論では、1971年までの主要通貨を基軸通貨と呼ぶ一方で、それ以降は準備通貨という言い方で表現することにする。

以下、現在の準備通貨体制を鳥瞰的に眺めた後、「来し方」として基軸通貨の概念が生まれる前の欧州やポンドの台頭と没落、そして後継者となったドルについて述べ、最後に「行く末」について簡単に私論を提示してみたい。

## 2. 現在の準備通貨体制概観

2011年6月末の世界の外貨準備の通貨別シェア（IMF統計）は、図-1の通

(図-1) 通貨別の外貨準備高

外貨準備高

	2011/Q2	2011/Q1	2010/Q4	2010/Q3	2010/Q2	2010/Q1
ドル	3,276	3,235	3,167	3,131	2,974	2,863
ユーロ	1,453	1,394	1,326	1,344	1,244	1,261
日本円	211	200	193	180	153	139
債券	227	218	203	206	199	199
合計	5,440	5,305	5,123	5,076	4,753	4,635

	2011/Q2	2011/Q1	2010/Q4	2010/Q3	2010/Q2	2010/Q1
ドル	60.2%	61.0%	61.8%	61.7%	62.6%	61.8%
ユーロ	26.7%	26.3%	25.9%	26.5%	26.2%	27.2%
日本円	3.9%	3.8%	3.8%	3.5%	3.2%	3.0%
債券	4.2%	4.1%	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%

	2011/Q2	2010	2005	2001
ドル	60.2%	61.5%	66.9%	71.1%
ユーロ	26.7%	26.2%	24.0%	21.0%
日本円	3.9%	3.8%	3.6%	6.1%
債券	4.2%	4.0%	3.6%	2.7%

(単位 10億ドル)  
(出所 IMF)

りドルが60.2%、ユーロが26.7%、債券が4.2%で日本円が3.9%となっている。これは通貨が判明している部分についての統計であり、必ずしも全貌を鳥瞰したものではないが、大凡の構造を知るには十分だと思われる。

このシェアを10年前と比べて見ると、ドルは71.1%から10%程度シェアが低下、ユーロは21.0%から増加傾向にあることがわかる。また債券のシェアは2.7%から上昇する一方で、日本円は6.1%から低下している。但し、世界の外貨準備がほぼこの4通貨で占められている構造は変わっていない。

現在の外貨準備体制のもとで明確なのは、米国がその特権を死守しようとしていることだ。米国財務省は常に「強いドルは米国の国益」というレトリックを使い続けてきたが、その「強いドル」とは為替レートというよりもインフラとしての強さを指しているように思われる。

一方、ドルのライバルとして目されていたユーロは、債務問題で通貨再編リスクを抱えることになってしまった。また経済力の台頭著しい中国の人民元もまだ交換性に自由度もなく、ヘッジ機能もないので、準備通貨としては役不足の状態である。ポンドや日本円も周辺通貨としての色彩が強く、当面はドル中心の体制が続くだろう。

但し、それは安定的な体制とは言い難く、常にドル不信が付き纏うドル依存という脆弱性を抱えており、かつ米国のモラル・ハザードを助長するリスクを胚胎している。ドル不安が市場の不安定を通じて各国の実体経済にも悪影響を与え続けるという不健全性も残る。

因みに新興国では、ロシアや韓国、メキシコ、サウジアラビア、インド、中国などのように外貨準備を積極的に米国債から金（ゴールド）へ切り替える動きも見え始めている。それは現状のドル中心の準備通貨システムの持続性に強い疑問を持っていることの証左であろう。

### 3. 国際金融の「前史」

基軸通貨制度はポンドから話を始めるのが一般的だが、ここではなぜそうしたシステムが生まれたのかを考える為に、その「前史」にも注目しておきたい。

通貨は一般的に言って交易に付随するものであり、商業がどのように発生・拡大していったのかを知ることが通貨の発展を知る為に必要になる。中世では欧州よりアジアの方が経済規模は大きく、商業も欧州・中央アジア・東アジアを通じて行われていたので、商業の歴史を見るにはユーラシアを同時代的に観察する必要がある。

但し通貨体制が資本主義とともに育成されていったことを考えると、起点は初期資本主義が生まれた中世欧州に置くことが望ましいと思われる。

領土拡大による収奪というローマ帝国の経済モデルが崩壊した後、西側では帝国消滅後にフランク王国が封建制度を打ち建てるので貨幣経済は生まれなかったように思えるが、封建制の中でも、領主が貨幣での貢納を求めるようになって農民社会が貨幣経済に組み込まれていくプロセスは無視できない。

一方の東側、つまりビザンチンではアジア方面との交易や地中海での西方との貿易による商業経済が拡大していった。中心地は地の利あるコンスタンチ

ノーブルで、通貨はソリドゥス金貨やデナリウス銀貨が有名であるが、これがその後の通貨制度の基礎になったとは言い難い。ビザンチンもイスラム帝国に脅かされて商業経路が分断されるなど、徐々に経済力が衰退していくからである。

中世欧州で商業が復活するのは、イスラム勢力が衰退する10世紀以降となる。特に12-15世紀の商業は、ヴェネチアなどの地中海貿易と北ドイツのハンザ同盟という二極でそれぞれ拡大した。特に地中海での商業は活発で、ヴェネチアが参加した第4回十字軍など商業資本による軍事参入もあった。マルコポーロがアジアへ向かったのも同じ13世紀である。

『資本主義の萌芽』という意味ではこのヴェネチアやフィレンツェなどの都市国家やリュベックやハンブルグなどのハンザ同盟などに焦点を当てるべきかと思われるが、『通貨システム』という意味では、金・銀などの貨幣決済を代替する為替手形の発生がより重要な意味を持つので、12世紀にこの二つの経済圏の中間地点で生まれたシャンパーニュ地方の大規模な定期市が重要になる。これが原始的な銀行モデルや合理的な為替決済を生み出す契機になった、とも言われている。

為替手形が主流になるのは商業・金融の中心がヴェネチアからジェノヴァに移った後のことである。この金融センター・シフトのトリガーとなったのは大航海時代である。オスマン帝国が東地中海を制し、キリスト教社会は西への展開を余儀なくされたからだ。結果的にこれが中世欧州とアメリカやアジアなどの交易を拡大させることになり、非欧州世界と欧州とを結ぶ結節点としてジェノヴァが台頭していく背景になる。

但しジェノヴァはスペイン・ポルトガルに密着して栄えた町であり、制海権や経済力がオランダへ移ると、商業や金融の中心地もアントウェルペンやアムステルダムなどオランダへと移る。本格的な銀行業や為替業が起きるのはこの17世紀のオランダである。特にアムステルダムには振替銀行や証券取引所、商品取引所などが設立されて、近代的な金融センターとなった。これがその後の基軸通貨体制を生み出す土壌になったように思われる。

そこでの疑問は、そのオランダ時代になぜ「国際通貨体制」が出来なかったかという点であろう。資本の蓄積も豊富であり、銀行業も発展し、東インド会社に代表されるように貿易シェアも圧倒的であったオランダの通貨が、なぜ国

際通貨になれなかったか。それは次章で説明する。

因みに、その後オランダから英国へと商業・金融の中心が移り、19世紀にはロンドンの時代となるが、そこでもすぐにポンドの時代が生まれた訳ではない。

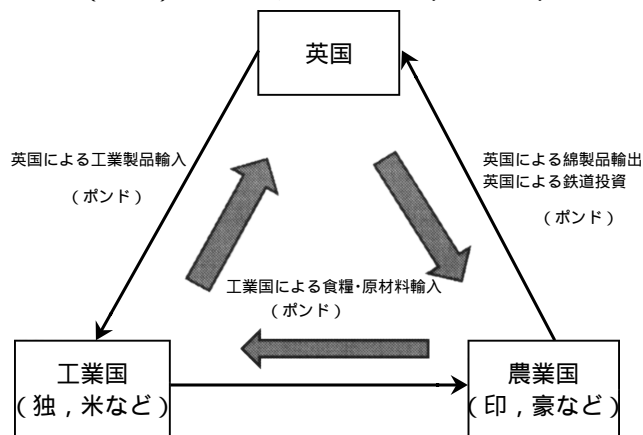
#### 4. ポンドの覇権確立と衰退

まずポンドが基軸通貨になった背景であるが、それは多角的な国際貿易体制が生まれたことに帰着する。英国覇権を生んだ要因として、17世紀以降の財政革命や植民地政策、農業革命、制海権、そして産業革命など、経済隆盛の要因を無視することは出来ないが、ポンドの国際的流通という意味では、世界的な貿易ネットワークが出来あがったことが最大の理由であったと思われる。

20世紀前後の世界経済システムを鳥瞰したものが(図-2)である。英国は工業国として隆盛してきた独米などから工業品を輸入し、ポンドを支払う。独米はそのポンドでインドなど農業国から原材料や食料を買い入れる。そしてインドなどはそのポンドで英国から綿製品を輸入し、鉄道建設の為の資本投資に対する配当や本国費を支払う。

つまり英国から流れ出たポンドが世界を一回りする形で英国に還流していくという、多角的ネットワークの完成である。ポンドが基軸通貨としての性格を強めるポイントは、英国が直接の当事者にならない工業国と農業国との間でポ

(図-2) 多角的貿易ネットワーク(20世紀前後)



ンド決済が行われることである。

ここで注目されるのが金融機関の役割だ。英国の金融と言えばマーチャントバンクである。今ではすっかり存在感が薄れてしまったが、ロスチャイルドはまだ健在である。インベストメントバンク(投資銀行)と混同されることも多いが、マーチャントバンクはその名前の通り、貴金属や商品など商業取引も幅広く扱う「金融+商社」とも言える存在であった。このマーチャントバンクがポンド建て手形を引き受け、それがシティと呼ばれるロンドンの市場で流通し、前述した貿易ネットワークを金融面で支えたのである。

さらにマーチャントバンクは英国内に貯蓄された資本を海外市場で運用したり、海外の資本を英国内での投資に誘引したりして、英国と海外のマネーの結節点としての役割も果たしていた。

そのマーチャントバンクが活躍する前提として、国内金融システムが整備されていたことも忘れてはならない。財政革命に中心的機能を発揮したのが1694年に設立された英中銀である。そもそもは英国の戦費調達のために設立された機関だが、結果的には銀行券の独占的発券や割引金利の適確な操作などを通じて近代的な金融市場のモデルを作り上げたのである。英国が1816年に他国に先駆けて金本位制を導入したことも重要だろう。

また英国が銀行救済の必要性について既に体制を固めていたことも、金融システムの安全性維持の観点で大きな意味があった。それは当時エコノミスト誌の編集長でもあったウォルター・バジョットの書いた「ロンバード街」に示されている。優良な銀行が何らかの原因で流動性不足に陥った場合、中銀はその銀行の持つ優良資産を担保として高金利で流動性を供与すべき、という所謂「バジョット・ルール」は、現代にもまだ影響を与え続けている。

だがポンドを基軸通貨に押し上げたのはこうした貿易や金融だけでは説明できない。政治という面を無視したままで国際通貨制度は語れないからである。

英国を経済大国に押し上げ貿易ネットワークの中心に据えた構造として、悪名高い二つの三角貿易を挙げることが出来る。一つはインドと中国との関係、もう一つは西アフリカと西インド諸島との関係である。前者はアヘン貿易、後者は奴隷貿易という暗い要素が絡みついている。

また多角的貿易ネットワークを支える重要な役割をインドが果たしていたことも重要な点だ。輸出品決済や資本投資収益などによるマネーの吸い上げに加

えて、英国は本国費という特別なコストも要求している。またインドの貿易黒字で英国からインドへ金が流出しないような通貨制度を導入している。世界の輦蹙を買ったポーア戦争も、金本位制を維持するための金確保という色彩の強い戦争である。こうした帝国主義的な抑圧戦略も、基軸通貨制度と無縁ではない。

英国のポンド覇権は、1910 - 20 年代になってインドの貿易黒字体制が維持できなくなり、本国費も払えなくなった頃から陰りを見せ始める。また相対的に経済力が低下したことで、第 1 次世界大戦や大恐慌などで英国経済は更に疲弊し、遂に 1931 年には金本位制を離脱するという致命的なポンド危機を迎えることになる。

この英国に代わって登場するのが米国であるが、ポンドはすぐにドルに代替された訳ではない。これもまた基軸通貨制度を見る上で重要な点になってくる。

## 5. ドル覇権を維持するもの

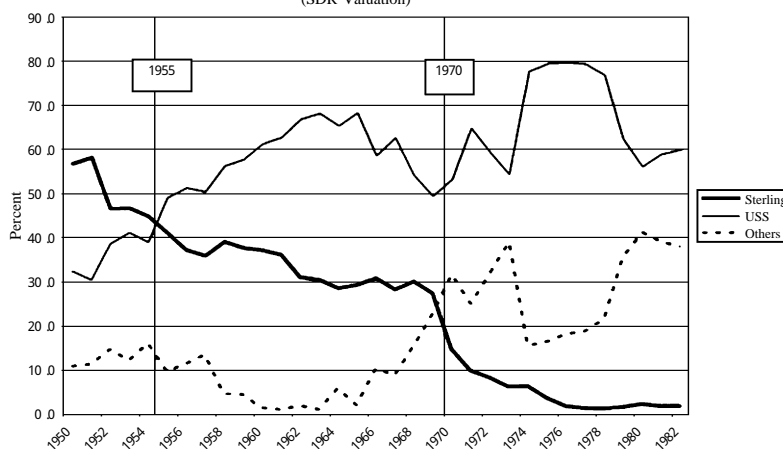
米国が経済力で英国を凌駕したのは 19 世紀末のことであり、それまでは「新興国」であった米国に「金ぴか時代」と呼ばれる拝金主義的な時代が訪れる。但し通貨制度の観点からすれば、金本位制導入は 1900 年で、中銀に相当する FRB の設立は 1913 年と、欧州諸国や日本よりも遅い。そして 1929 年は暗黒の木曜日で知られる大恐慌の始まりとなる。米国も決して順風満帆の国であった訳ではない。

但し、欧州が戦地として二度にわたる世界大戦で疲弊したのに対し、米国はその再建の役割を果たしつつ経済力を高めていく。通貨覇権でいえば、1944 年のブレトンウッズ会議での有名な「ケインズ・ホワイト論争」が大きな変曲点となった。

戦後の安定した通貨体制を築くための IMF 体制は、米国のホワイト案をベースにドルを基軸通貨として位置付ける方向性が採用された。金と兌換可能な通貨はドルだけであり、他の通貨はドルを経由して初めて金と交換できる通貨体制となったので、ドルはまさに「Anchor Currency」という基軸通貨の座に就いたと言える。

但し、1944 年時点でドルの準備通貨としてのシェアがすぐにポンドを上回

(図 - 3) ドルとポンドの準備通貨シェア  
 Currency Distribution of Foreign Exchange Reserves 1950-1982  
 (SDR Valuation)



出所 The Retirement of Sterling as Reserve Currency After 1945  
 Catherine R. Schenk (University of Glasgow)

った訳ではない(図-3を参照)。当時はまだポンドが60%程度でドルは30%程度であり、それが逆転するのは1955年である。つまり通貨の主役交代はブレトンウッズ会議から10年以上経過した後のことになる。これは準備通貨の「行く末」を考える際にも重要な材料となろう。

「ドル主役の時代」は今日まで連綿と続いているようにも思えるが、このブレトンウッズ体制は、ニクソン大統領がドルの金兌換を停止した1971年に終了している。基軸通貨制が胚胎する問題は有名な「トリフィンのジレンマ」で指摘された通りであり、その具体的なドル危機はベトナム戦争の戦費拡大などで徐々に顕在化した。

主要国が1973年に変動相場制へ移行した後もドルを中心とする国際金融システムは変わっていない。米国は1980年代以降から現在に至るまで財政赤字と経常赤字という双子の赤字問題を引き摺っているものの、引き続き通貨体制の中心にある。

その準備通貨としてのドルの「しぶとさ」は注目に値する。世界は1980年代に第二次グローバリゼーションを迎えたが、ここでドルは決済取引や準備通貨そして資本取引としての強みを発揮するのである。

20世紀前後の英国が貿易赤字の拡大を通じて「世界の銀行」となったように、米国も貿易赤字の定着を通じてドルを世界に供給することになった。その



システムは、日本などが稼いだ外貨を米国に投資することによって維持されていたと言える。

それに加えて、スワップやオプションなどの金融商品、いわゆるデリバティブズの発展がドルの資本市場や貿易取引を支えた面も無視できない。金利スワップや通貨スワップの開発でドル建て有価証券取引が急増したのは間違いない。また為替オプションの普及でドル建て貿易のリスクヘッジは大きな進展を見たのである。

そして英中銀同様に、FRB への信認という面もドルを支えた要因であった。1979 年に FRB 議長に就任して徹底的なインフレ退治を行ったボルカー氏や、魔術師、マエストロとまで言われて 17 年間も議長を務めたグリーンSPAN 氏は、金融市場にとってまさにドルの守護神のような存在であった。

更に実務的な意味での大手米銀の存在感も大きかったと思われる。シティやモルガン、チェースといった米銀は国際金融の要であった。その合理的経営やリスクテイクの積極経営そしてリスク管理経営など、常に主導的な立場にあったことが「世界通貨 = ドル」という印象を与え続けていた、ということも出来よう。

さらにドル建てインフラの強さという面もある。原油や貴金属、穀物などはすべてドル建てで売買されており、ドルを持っていなければ原材料・食料が買えない。ドル依存からの脱皮を目指そうとイランやロシアが原油取引をユーロ建てに変更しようと画策したこともあったが、現時点でその目論見は成功していない。

またアジアや中南米などの途上国・新興国に世銀や IMF が融資する際には、ドル建てとなるのが普通であり、結局彼等はドルで財やサービスを購入することになる。こうしたシステムもドル体制の存続を担保することになる。ドル不信が更に増大する可能性は高いが、ドル中心の制度はまだ当面続く、というのが市場のコンセンサスである。

## 6. ポンドとドルの共通点

ポンド覇権・ドル覇権の共通点は、以下の四つの点に集約できるだろう。

まず資金循環を支えた特定国があったことだ。ポンド体制の場合、インドが

(図-4) 各国別米国債保有高

国別米国債保有高	Sep-11	Aug-11	Jul-11	Jun-11	May-11	Apr-11	Mar-11	Feb-11	Jan-11	Sep-10	前年比
中国	11,483	11,370	11,735	11,655	11,598	11,525	11,449	11,541	11,547	11,519	-0.3%
日本	9,568	9,366	9,148	9,110	9,124	9,069	9,079	8,903	8,859	8,608	11.2%
英国	4,216	3,972	3,525	3,478	3,451	3,325	3,246	2,357	2,781	1,905	121.3%
産油国	2,299	2,363	2,343	2,296	2,299	2,215	2,223	2,188	2,155	2,154	6.7%
ブラジル	2,062	2,100	2,100	2,071	2,114	2,069	1,935	1,943	1,976	1,810	13.9%
台湾	1,493	1,503	1,543	1,534	1,534	1,545	1,561	1,559	1,572	1,533	-2.6%
カリブ諸国	1,730	1,612	1,245	1,417	1,497	1,384	1,552	1,698	1,669	1,578	9.6%
香港	1,090	1,079	1,119	1,184	1,219	1,224	1,221	1,246	1,281	1,319	-17.4%
スイス	1,461	1,475	1,084	1,080	1,080	1,061	1,097	1,096	1,074	1,100	32.8%
ロシア	946	971	1,002	1,098	1,152	1,254	1,278	1,305	1,396	1,733	-45.4%
カナダ	848	826	834	814	878	850	904	900	843	565	50.1%
ルクセンブルグ	737	620	614	690	681	784	811	810	830	861	-14.4%
合計	46,603	45,725	44,780	44,956	45,115	44,863	44,762	44,721	44,514	43,242	7.8%

(単位：億ドル)  
(出所：米財務省)

英国赤字の40%をファイナンスしていたと言われるが、ドル体制においては、日本が米国債入札の30%以上を落札していた。現在では中国と日本が米国債を買い支えるという重要な役割を担っている（図-4）。

二点目は、決済取引や資本取引を支えた強靱な金融機関の存在である。英国のマーチャントバンク、そして米国の商業・投資銀行だ。そして金融機関が政治と結びつき、国家プロジェクトとして国際金融をリードしていた事実も見逃してはならない。

三点目は、英国・米国ともにクレジットに関するプライシング機能が発達したことを挙げておきたい。英国では様々なソブリンがポンド建てで資金調達を行った。日本が日露戦争を遂行する為の軍事費を調達したのもこの市場である。そこでは国の信用力に応じた金利設定がなされていた。また米国では企業による社債発行が格付けを伴って発展した。このクレジット・プライシング機能こそ、資本取引を円滑にさせる重要なインフラであったと思われる。

そして四点目が「強者の論理」によるグローバリゼーションである。英国は、大英帝国の名前通りの帝国主義・植民地主義を背景にしてポンド建ての自由貿易体制に君臨し、米国は自由主義の旗を掲げながらも自国の不利益になることは認めないといった剛腕を見せつけながらドル体制を守っている。ドル増刷などの金融緩和を強行して準備通貨の価値を落としながらも、ドル体制の中でまさに「法外な特権」を享受しているように見える。こうした不公平な制度は、真の意味での「インターナショナルな機関」が不在であることを印象付けている。

## 7. 準備通貨の行く末

今日の「世界通貨＝ドル」体制の弊害は明らかである。2010年のFRBによる国債大量購入という量的緩和政策は、国内経済対策であるとはいうものの、それが国際経済に大きな悪影響を与えるという意味で、ドル中心の体制が如何に不安定なものかをあらためて世界に示すこととなった。

また経済の発展によって外貨準備を貯める新興国にとって、その投資機会がドルに限定される、つまり米国債を中心とする米国内投資に限定されてしまう、という不具合も顕著になっている。投資機会が柔軟に拡大しないことは、世界

の成長のバランスが上手く取れないということでもある。

更に、世界の市場でドル建てのファイナンスが中心になる為、米銀以外の銀行が経営危機に陥ると、それをカバーする銀行が不足するという面も浮上する。1990年代のアジアでは邦銀が撤退してドル建てファイナンスに依存するアジアに厳しい信用収縮が起こった。今日では欧州銀行の撤退で同じようにドル建て融資が縮小しかねない状況だ。

日本や欧州の銀行は基本的にドルを持っていない。何らかの事情でドルの市場調達が出来なくなれば、ドル建て融資が出来なくなる。これもドル中心体制の欠点である。

但しユーロもいまや崩壊の危機に直面している。今後のシナリオとしては、(1)現状維持シナリオ、(2)ギリシアなどの脱落シナリオ、(3)ドイツの脱却シナリオが挙げられるが、一部には(4)17か国が元の通貨に戻るシナリオ、を想定する人もいる。このシナリオにはそれぞれ難しい課題が付随する。容易な選択肢はない。

独仏などは懸命に(1)のシナリオを死守しようとしているが、筆者はいずれ(2)のシナリオを選択せざるを得ないのではないかと考える。

こうした中ではドルに代わる通貨への依存も考えにくいだが、通貨バスケット制度の可能性は小さくない。これは日本が円を捨てたり、米国がドルを諦めたり、ということではなく、交易決済通貨としてのバスケット通貨を世界的に利用するという方法だ。因みに1930年代に既にケインズが「バンコール」という名前でこのシステムを提唱している。

現在では、計算単位としてのSDRをバスケット通貨として育成する、という案も浮上している。米国主導の世界経済システムが揺らぐにつれ、バスケット通貨に対する議論は徐々に勢力を持ち始めることが予想される。

一つの参考事項として、1990年代に欧州が手掛けた「ECU市場作り」を挙げておきたい。筆者は丁度その頃ロンドンでECUのスワップとECUの私募債作りに従事していた。計算単位に過ぎないECUが資本通貨として急速に拡大し普及するのを見て、大変驚いた覚えがある。これは準備通貨の「行く末」として大きなヒントになるものと思われる。

通貨体制はそれほど簡単に変化するものではないが、現行の体制は長期的に維持不能である。金融危機の敗戦処理に苦しむ米国や欧州の銀行に比べ、邦銀

には 1990 年代の欧州が手掛けたようなプロジェクトに着手する余裕があるように思われるが、彼等が新たな挑戦にチャレンジする意欲を失いつつあるように見えるのが、筆者の最大の懸念事項である。

（くらつ・やすゆき リサーチアンドブライシングテクノロジー（株） 代表取締役）