

ドル基軸通貨体制の行方

- ドルの強さは覇権国の強さ。国内政策の失敗をつけ回し、国際公共財から撤退する米ドルの基軸性は今後弱体化。
- ・再分配政策の失敗の埋め合わせがランプ関税に
 - ・複数基軸通貨制による決済システムはうまくいか
 - ・ドルの慣性力はまだまだ強いが急激な変化の可能性も

米国は基軸通貨（覇権通貨）を持つことで、多大なメリットを享受してきた。まず、米国の企業や消費者は、相手国が海外の居住者でも、大半の取引を国内同様、米ドル建てで行うことができる。為替リスクは相手が負うのだ。

マクロ経済的なメリットも大きい。米国は多大な経常収支赤字が常態化しているが、それは所得を超える支出の継続を意味する。海外からの借入で消費や設備投資、政府支出を賄っているということだが、他国なら継続は難しい。米国にそれが許されるのは、米ドルが基軸通貨であり、各国がドル通貨や米国債を喜んで受け取るからだ。

このようにドル覇権は米国に多大な特権を与えてきた。

BNPパリバ証券

経済調査本部長チーフエコノミスト

河野龍太郎

こののりゅうたろう 1987年横浜国立大学経済学部卒業。住友銀行、大和投資顧問、第一生命経済研究所を経て、2000年より現職。25年より東京大学先端科学技術研究センター客員教授を兼務。著書に『日本経済の死色』『成長の臨界』、共著に『世界経済の死色』など。

ただ、米国が覇権国だからドルが覇権通貨なのであり、その逆ではない。米国が覇権を降りるのなら、タイムラグはあっても、いずれドルは覇権通貨ではなくなるだろう。米国が覇権から降りつつある中、国際金融体制はどこに向かうのか。それが本稿のテーマである。

キンドルバーガーの罍

第1期トランプ政権が発足した2017年、米中対立が激化する中で、政治学者のジョセフ・ナイは、真の危機は「トゥキディデイスの罍」ではなく「キンドルバーガーの罍」だと論じた。「トゥキディデイスの罍」とは政治学者の

グレアム・アリソンが唱え、覇権国（米国）とそれを追う台頭国（中国）が戦火を交えるリスクが高いというものだ。

それでは、「キンドルバーガーの罫」とは何か。1929年の米国の大恐慌が、なぜ10年に及ぶ世界大恐慌につながり、その後、第2次世界大戦に突入したのか、その問いに答えた国際金融史家チャールズ・キンドルバーガーの「覇権国不在論」に由来する。キンドルバーガーは、覇権国だった英国が第1次世界大戦で疲弊し、世界経済の安定を維持するための「グローバル公共財」を供給できなかったからだと分析した。ナイは、現在の世界が直面する問題は、米国がグローバル公共財の供給を停止することだと警鐘を鳴らし、その懸念が2025年の第2期トランプ政権の始動と共に、現実化し始めたのだ。

キンドルバーガーは、国際経済の安定のために覇権国が供給する「グローバル公共財」として、①国際的に開かれた財市場の維持、②長期資金の各国への供給、③安定的な為替相場システムの維持、④協動的なマクロ経済政策の運営、⑤国際金融危機時の「グローバルな最後の貸し手」の役割、の五つを掲げた。

一つ目に関し、25年4月にトランプ政権が後に違憲とされる相互関税を導入した際、世界的に株価が一時急落した。

1930年に各国へ高関税を課すスムート・ホーリー法が米国で導入され、その後、関税合戦となり、ブロック経済化が進んだが、その再現を市場は懸念したので。

決定的に重要なのは、五つ目の「グローバルな最後の貸し手」の役割だろう。国際金融危機の際、覇権国が国際流動性を供給し、危機の伝播を封じ込める。しかし、31年にオーストリア最大の銀行であったクレディアンシュタルトが危機に直面した際、英国は十分な資金力と指導力を持たず、危機はドイツ、そして欧州全域に波及した。

翻って現代。国際金融危機が起きると、世界で最も安全な資産であるドルの争奪戦が起こり、それが危機を増幅するが、ドル資金を供給できるのは米連邦準備制度（FRB）だけだ。そして2008年のリーマンショック時にFRBは主要5大中央銀行（ユーロ圏、日本、カナダ、英国、スイス）を経由して、ドル資金をグローバル金融市場に供給し、20年のコロナ危機では、5大中銀に加えて、主要新興国を含む9中銀にもドルを供給して、危機の波及を封じ込めた。

近年、FRBは世界中央銀行の役割を果たしてきたが、次にグローバル金融危機が訪れた際に、従来と同様の行動を取るのか、主要各国の中銀は疑心暗鬼になっている。

ここで本稿の結論を先に述べておきたい。少なくとも今後10年程度を見据えたと、ドル体制に代わるオルタナティブの出現は期待できそうにない。大きなショックが訪れた場合、1930年代のように覇権国が不在の下で、世界経済が混乱に陥るリスクが高まっているのではないか。欧州や日本、中国などの残る主要国が協調しても、グローバル公共財の十分な供給は容易ではない。世界は「キンドルバ―ガーの罠」に陥るリスクが高まっているということだ。

相互関税を「公共財の代金」として正当化

それにしても、米国はどのような論拠で、各国に相互関税を課したのか。早い段階で、それを対外的に説明したが、大統領経済諮問委員会・委員長のスティーブン・ミランの2025年4月講演だ。いわく、各国は米国主導の安全保障やドル国際金融システム、貿易システムにフリーライド（ただ乗り）しているから、米国はそれらの公共財供給の対価を徴収する必要がある。すなわち各国は米国の関税を受け入れ、米国製品を購入し、防衛支出を拡大して米国から防衛装備品を購入し、米国へ直接投資を増やし、米財務省に財政的拠出をしなければならぬ、と。

ちなみに、米財務省への財政的拠出に関し、第2期トラ

ンプ政権発足直前、ミランは論文で、各国が外貨準備で保有するドル国債を、新たに米財務省が発行する非市場性のゼロクーポンの100年債と交換すべきだという具体論を論じた。例えば、先ほど論じた国際金融危機時のドル資金供給の見返りとして、事実上の「借金の棒引き」を想定しているのだろう。

冒頭で見た通り、米国は通貨覇権から多大な利益を得る。問題は、それがITや金融のグローバルリストなどに集中し、疲弊する製造業労働者や地域社会に回っていないことだ。本来なら、前者に課税し、後者に再分配すべき話であり、ミランの主張に説得力はない。しかし、社会分断の深刻化によって再分配が困難となり、他国に負担を押し付けているのだ。米国の覇権や通貨覇権の維持が困難になっているのは、中国やグローバルサウスの台頭もあるが、それだけでなく、そもそも覇権や通貨覇権を支える国内制度の正統性や信認が低下していることがあるのだろう。

「ポスト・ドル」国際金融体制の行方

シナリオ1…覇権国不在の混乱が長期化

それでは国際金融体制はどこに向かうのか。以下、三つのシナリオを提示するが、今後10年程度を考えると、最も

可能性が高いと筆者が考えるのは、先に述べたように、世界が「キンドルバーガーの罠」に陥ることだ。想定外のショックが訪れた際、1930年代のような大混乱が長引くのではないか。覇権国不在のままなら、各国はドルを保有しつつも、それ以外の主要国通貨や金、ステーブルコインなどを準備通貨として並列的に保有するようになる。通貨選択は各国の地政学的志向や貿易ブロックに連動して分散され、制度としての整合性や安定性に程遠い状況となる。不況が起きるたびに、競争的通貨切り下げや決済制度の分裂が繰り返される。不安定な国際通貨体制が続き、他地域からの悪影響を遮断しようとして、経済の断片化、ブロック化が深刻化するという悪循環に陥る。

シナリオ2…複数基軸通貨制への移行

第2のシナリオは複数基軸通貨制である。国際金融史の泰斗バリー・アイケングリーンは、戦後の米ドル一極支配は歴史的例外であり、将来的に「複数基軸通貨制」への移行が望ましいと論じてきた。ドルの地位が低下し、例えばユーロや人民元の地位が徐々に向上して鼎立する複数基軸通貨制に向かえば、現状からの漸進的改革ともいえる。

アイケングリーンによれば、現在の米ドル一強体制は、

戦後の冷戦構造の特殊な産物であり、必然でもないし、永続するものでもないという。19世紀末から20世紀初頭は、金本位制の下、英ポンドと仏フラン、独マルクが鼎立し、1920年代は英ポンドと米ドルが並立した。われわれは複数基軸通貨体制の歴史的経験を持つのである。

振り返れば、リーマンショック後の世界経済危機は米ドルという単一の基軸通貨に依存したことが原因だ。複数の基軸通貨が存在していれば、米国の金融行政の失敗によって世界経済がそれほど翻弄されることもなかった。複数の基軸通貨が存在し、発行国が互いに競い合えば、財政膨張や金融膨張も避けられ、規律あるマクロ経済政策運営が期待できる。

ただ、今のところ、ユーロ圏は、基軸通貨に不可欠な単一の政治・財政制度まで統合は進んでいない。また、現段階で中国が使い勝手のよい人民元制度を作ると、キャピタルフライトに直面する。それゆえ、直ちには複数基軸通貨体制に移行できない。仮に複数基軸通貨体制に移行しても、通貨ブロック間での協調が不在なら、不況時に、流動性の地域的偏在や、通貨切り下げ合戦が生じる恐れもある。そうなれば、実態としては「キンドルバーガーの罠」がもたらす30年代型の混乱と変わらないだろう。

シナリオ3…バンコール導入と中国の野望

今述べたように現段階で、人民元を中心とする国際金融システムの構築は、中国が望んでも難しい。ただ、戦後の国際金融システムの枠組みを構築した1944年のブレトンウッズ会議で、英国代表だったジョン・メイナード・ケインズが提唱したバンコールのような国際通貨に頼らない国際決済システムの導入が、第3のシナリオとなる可能性がある。同時に、それは米国のライバルである中国に、戦略上の優位性をもたらす可能性がある。

まず、経済学的には、成熟した先進国から成長期待の高い新興国に資本が流れるのが理想の姿だ。しかし現実には、グローバル経済に参入するには、安全資産である覇権通貨を保有しなければならず、所得の低い新興国が所得の最も高い覇権国に資本を輸出していることになる。それが覇権国の経済的特権の源泉であり、特定通貨を基軸通貨とすることの弊害でもある。ブレトンウッズ会議でケインズは、ポンドの基軸性の維持は諦めていたが、特権が米国に集中するのは避けたいと考えていた。だから、民主的な国際金融体制として、一国通貨に頼らない仮想通貨（＝バンコール）による決済制度を提案したが、米国がこれを退けたの

である。

現段階で基軸通貨を供給する能力を持たない中国にとり、民主的なバンコール型の国際金融体制は有効な戦略になり得る。例えば、次なるグローバル金融危機が世界を襲った際、ドル体制に代わる民主的の制度として、グローバルサウスに提案するのである。仮想通貨の裏付けとして、人民元だけでなく、インド・ルピーやブラジル・レアルなど主要新興国にも参加を求めれば、民主的の制度としてアピールできる。これまでのようにグローバルサウスは米国に資本を輸出する必要もなくなる。

弱点は、新興国通貨を裏付けとしたバンコール体制では、自由な資本移動へのスムーズな対応が難しいことだ。ただ、この弱点もメリットに転化し得る。多くの新興国は、自由な国際資本移動を望んでいない。なぜなら、それは自らを苦しめる金融危機の元凶と見なしているからだ。自由な資本移動のメリットを享受しているのは、主に先進国のグローバル金融機関であり、バンコールが機能するための前提である資本規制に、グローバルサウスの国々は賛同するだろう。スタート段階では限られた利用に留まるため、直ちに代替案とはならないが、ドル体制を揺るがす要因になるだろう。

ドルに強く働く「慣性の法則」

これまでドル体制の代替体制を論じてきたが、覇権通貨には、皆が使うから自分も使うというネットワーク外部性が強く働き、送金制度など他のさまざまな制度との間で補完性も働いたため、通貨体制の移行には長い年月を要する。

歴史を振り返れば、スペイン帝国の銀貨は、新大陸で産出された銀を背景に16世紀に国際通貨化し、アジア・欧米を結ぶ決済手段となったが、スペイン帝国の衰退後も流通は維持された。続くオランダのギルダーは17世紀以降、基軸通貨として君臨したが、18世紀に英国が覇権国として台頭した後も慣性が働き、ギルダー建ての商業手形や為替手形の決済はナポレオンによるオランダ占領まで続いた。

第1次世界大戦終了後、英国は覇権を失ったが、第2次大戦後も英連邦諸国の対外資産を一元管理し、域内でのドル転換規制とポンド決済は1971年のニクソンショックまで維持された。それゆえ、60年代まで英ポンドが基軸通貨と考える人も少なくなかった。英国が覇権通貨を喪失したのは、2度の大战で経済、財政が大きく疲弊したためだ。相互確証破壊の時代となり大国間の熱戦の可能性が高くないとすれば、米国が覇権から降りた後も、ドルの基軸通貨

性の希薄化には相当の時間を要すると思われることもできる。

ドルの武器化がドル離れをもたらす

とはいえ、近年、米国が経済制裁において頻繁にドルを武器化することで、静かなドル離れが始まっている。代替的の制度がなければ、コストが増えても各国はドルシステムに留まるしかない。

しかし、大きな転機は既に第2期トランプ政権の始動前に訪れている。2022年のロシアのウクライナ侵攻後、米財務省外国資産管理局（OFAC）規制として、米国はロシアを国際銀行間通信協会（SWIFT）から追放した。これに対しロシアは、中国やグローバル・サウスの国々と非ドル決済で貿易を行い、軍事 Keynesian 体制の下、比較的安定的なマクロ経済運営に成功している。中国はドルシステムから放逐されることに備え、人民元決済制度（CIPS）の強化など、万が一の準備を開始している。少なからぬグローバル・サウスの国々も、ロシアや中国との取引などで、非ドル決済の実績を積み上げつつある。

シェールオイル革命を経て、10年代末から米国が再び原油輸出に転じたことで、ペトロダラー体制にも陰りがみられる。ペトロダラー体制が確立したのは1970年代だ

が、当時米国は、サウジアラビアに対し原油取引をドル建てとし、輸出代金をドル国債の運用に振り向けるよう要請し、その見返りとして中東の安全保障への関与を約束した。

エネルギー、国際金融、安全保障の三位一体のコミットメントだったが、2010年代以降、米国が再び原油輸出国となったことで、その頑健性は失われ、安全保障にも大きな変化が現れている。一方、中東から大量の原油購入を継続する中国にとり、「ペトロ人民元体制」を確立する妙味は大きく、それに備え、人民元建ての原油先物取引を18年から上海で開始している。

市場の巻き戻しのリスクも

このようにネットワーク外部性が働くといっても、ドル一強体制の持続性はさほど長くないのではないか。筆者が気にしているのは、1971年のニクソンショックで金の軌を断ち切った後のドル体制の強靱さが、制度や法制に支えられたものというより、主に市場における自生的な増殖力を通じたものであるという点だ。基軸通貨は、永続し得ない一種の不安定な均衡（サンスポット均衡）である。理論的には、大きなショックが訪れ、それが閾値を超えると、非連続的転移（レジームシフト）が生じ、急激な巻き戻し

によって基軸通貨から転げ落ちる可能性も無視できない。

理論経済学者のマーカス・ブルネルマイヤーらは、ネットワーク外部性や制度的補完性によってドル覇権という短期の均衡の安定が担保されていても、累積的な公的債務問題や対外借入の膨張、あるいは内政混乱や地政学的衝突などが臨界点を越えた場合、短期的な均衡を一気に飛び越え、既存のレジームが瓦解し得ることを理論的に説明している。

実際、市場では既に変化が見られる。第2期トランプ政権がスタートした昨年来、ドルは主要通貨に対して大きく下落した。円安傾向が続くため、日本人があまり気づいていないだけで、ドル離れは進行している。また、2024年9月からFRBが利下げを続けていたにもかかわらず、米国の長期金利はむしろ上昇した。通貨覇権の持続性に疑念が生じ、従来よりも大きなリスクプレミアムが提供されなければ、心配で米国の長期国債を購入できないと考えるグローバル投資家が増えているのだ。グリーンランドや安全保障を巡る米欧の軋轢もドル離れを助長するだろう。

日米同盟が比較的うまく機能しているためか、日本の国際金融当局や機関投資家は、米国一極集中投資を続けている。「キンドルバーガーの罫」のリスクが高まっているのから、安全保障と同様、分散投資の発想が不可欠だろう。