

米ドル一強は持続するのか*¹

櫻川 昌哉*²

要 約

本稿は大きく2つの構成からなる。前半では、米ドルが国際通貨として独占的な地位をいかにして獲得し、そして維持してきたのか、その歴史的経緯を述べる。後半では、その米国を脅かす挑戦者として登場した中国が米国の通貨覇権を脅かす可能性があるかどうかを考察し、国際通貨体制の今後の行方を探る。

キーワード：国際通貨，外貨準備，通貨覇権，中国の住宅バブル，ウクライナ危機
JEL Classification：F33, F45, F51

I. 国際通貨と強い米ドル

我々がある財を「貨幣」あるいは「通貨」と呼ぶとき、その財は次の3つの機能を兼ね備えている。まず、共通の単位として商品の価値を評価する「価値尺度」の機能である。次に、財の交換を円滑に処理する「交換手段」機能である。そして、安全かつ流動性の高い資産の価値を維持する「価値の貯蔵」機能が挙げられる。

そして、上記の議論とのアナロジーで、国際通貨が担うべき機能は、国際的な価値尺度としての機能、国際的な決済手段としての機能、国際的な貯蔵手段としての機能ということになる。日本から米国に輸出される小型車が、100万円と日本円単位で契約されれば（つまり円建てであれば）、日本円が国際的な価値尺度の機能を果たしていることになり、1万ドルと米ドル単位で契約されれば（つまり米ドル建てであ

れば）、米ドルが国際的な価値尺度の機能を果たしていることになる。さらに、ある通貨が、実際の貿易の決済や取引に利用されるとき、交換手段としての機能を果たしていることになる。日米間の貿易では、日本円あるいは米ドルが決済通貨として使われる。貿易で稼いだ資金をそのまま寝かしておくのは損である。次回の貿易の決済に使うまでの間、収益をもとめて金融資産で運用することになる。日本国債や日本株など円建て資産で運用すれば、日本円が価値貯蔵手段と利用されることを意味し、米国債など米ドル建て資産で運用すれば、米ドルが価値貯蔵手段と利用されることを意味する。

これら3つの機能のうち、どれか一つが欠けても通貨とは呼べない。さらに、各々の機能は相互に補完的であり、決済機能の高まりが貯蔵

* 1 本稿の作成にあたって、2022年8月2日に開催された論文検討会議では参加者から多くの貴重なコメントをいただいた。また松岡秀明氏にはデータ作成で貢献していただいた。ここに感謝する。

* 2 慶應義塾大学経済学部教授

手段としての価値を高め、貯蔵手段としての価値が決済機能の価値を高める。価値尺度としての機能と決済機能を備えていたとしても、貯蔵手段として魅力がなければ通貨とは呼べない。特にこの性質は、ここで述べる国際通貨について語る時、重要な意味を持つ。

表1の「国際決済」の行は、外国為替を使った金融機関取引に利用されている通貨別シェアを表している。これは、国際的な決済手段に着目した指標である。米ドルのシェアが高く、第2位はユーロで、日本円は第3位に位置している。参考までに、世界経済におけるGDPシェア（米ドル換算の数字）と比較してみると、先進4つの国と地域について、通貨シェアがGDPシェアを上回っており、その傾向が米国において顕著であることがわかる。サプライチェーンが複雑化する現代のグローバル経済において、企業には生産される最終財の決済通貨と中間投入財の決済通貨を同じにしたいという意思が働く。また、同業他社との価格競争から不利益を被りたくないという思惑から、企業はライバル企業と同じ通貨を選択する傾向をもつ。こうした条件の下で、決済通貨として選択されるのは、最終財と中間財において最大の市場を持つ米国の通貨である米ドルというのは自然の流れである。そして、多くの発展途上国や新興国が自国通貨を米ドルにベッグしている。過去からある通貨が決済通貨として使われているという事実が、「ネットワーク外部性」を通じて、その通貨が今後も決済通貨として使われる可能性を高くする。いくつかの要因が複雑に重なり合って、ドルが決済通貨として圧倒的な

地位を占めている。リーマン危機を境に欧米先進国の勢いに陰りが見られ、新興国の勢いが増しているような印象も見受けられるが、国際通貨の勢力図にはその影響はまだ表れていない。

「外貨準備」の行は、各国政府が保有する外貨準備の保有状況の通貨別シェアを表している。これは、国際的な貯蔵手段に着目した指標である。米国債が最も安全性の高い国際的な金融資産であるという信用を背景にして、米ドルの強さがさらに際立つ。米ドルの強さがさらに際立つ2015年末に「特別引き出し権」(SDR)の構成通貨となった人民元のシェアはごくわずかにすぎない。中国は貿易輸出額ではすでに米国を抜いて世界第一位であるにもかかわらず、人民元は準備通貨として世界ではいまだに認知されていない。

この表は、依然として米ドルが圧倒的な地位にあることを示唆している。グローバル・インバランスからグローバル金融危機へ至る経験は、米国一国が独占的に基軸通貨の供給を担うには難しい時代に差し掛かったことを示唆しているように見えたが、米ドルの国際的地位は盤石である。

本稿は大きく2つの構成からなる。前半では、米ドルが国際通貨として圧倒的な地位をいかにして獲得し、そして維持してきたのか、その歴史的経緯を述べる。後半では、その米国の通貨覇権を脅かす挑戦者として登場した中国について述べる。

表1 国際通貨の構成比¹⁾

	米ドル	ユーロ	日本円	英ポンド	中国元
国際決済	44.2	16.1	8.4	6.4	2.5
外貨準備	59.5	20.6	5.9	4.7	2.4
GDP	24.7	15.4	6.0	3.3	17.4

1) 出所：IMF, BIS。国際決済は2019年、外貨準備とGDPは2020年の数字を利用している。

Ⅱ. 国際通貨を巡る歴史

かつて、主要国にとって自国通貨を国際通貨に押し上げていくことは経済外交の重要な目標のひとつであった。イギリスが大英帝国の覇権維持の手段として英ポンド利用を域内で促進したように、また戦後世界秩序の要として米国は米ドルを基軸通貨とするブレトンウッズ体制を利用したように、覇権の興亡は通貨を巡る戦いでもあった。その効果は国内にとどまらず、他国との経済的・政治的相互依存関係や共通の経済的単位の確立に影響するものであり、軍事的関係とも無関係ではない。経済的覇権の興亡は通貨を巡る戦いでもあったともいえる。

しかし、経済的覇権を握れば自動的に通貨覇権を握れたわけではない。そこに至るには経済的理由のみならず、歴史のあるいは政治的な要因もまた大きく影響している。歴史を振り返りながら概観してみよう。

金本位制の崩壊

19世紀後半から第一次世界大戦開始まで、主要国の間で金本位制が採用されることによって国際的な資金移動は活発化し、大英帝国の覇権が英ポンドを国際的な通貨に押し上げた。イギリスが植民地経済を後背地として獲得した莫大な対外資産を背景に、ロンドンのシティーは国際金融市場の中心であり、「世界の貸し手」として大きな役割を果たした。

欧州経済は、第一次世界大戦の戦禍に巻き込まれて多大な経済的打撃を被り、イギリスの経済的地位にも陰りが見え始めた。戦争が終わった段階でGDPは米国に逆転され、国際金融市場の重心も次第にロンドンのシティーからニューヨークのウォール街へと移りつつあった。1925年、イギリスは1オンス＝5ポンドの旧平価で金本位制に復帰する。かのウィンストン・チャーチルが当時の大蔵大臣の地位に

あったのだが、経済に疎いこの大臣の判断は高くついた。この為替レートは当時のイギリス経済の実力からみて割高であり、経常収支赤字は慢性化してイギリスから金が出流していくこととなる。

経常収支が赤字化して金が出流すれば、金保有量に見合った貨幣量を維持する必要性からイングランド銀行は金融を引き締めざるをえない。金融引き締めで景気が悪化すると、物価が下落する。デフレが起きれば、輸出価格は割安、輸入価格は割高となって経常収支の赤字は縮小していく。これが金本位制を採用していれば機能するはずの国際収支の自動調節機能である。

しかしながら、社会主義運動の高まりから、労働者が団結して資本家に対抗するようになると、景気が悪化して失業が増えても貨幣賃金や物価が下落しないという事態が起きた。金本位制の自動調節機能がうまく働かないのである。これこそまさしく、ケインズが『雇用・利子および貨幣の一般理論』の中で描いた世界である。貨幣賃金が下方に硬直的となり、非自発的失業が発生し、物価が下落しないので経常収支赤字が持続して金が国外へと流出するという事態に陥り、イギリス経済は次第に蝕まれていく。

とどめを刺したのは、1929年に米国で起きた大恐慌である。米国の大恐慌のあおりを受けて、ヨーロッパもまた深刻な不況に陥った。第一次世界大戦の後遺症から金融と経済の両面において不安定な状態にあったドイツとオーストリアの銀行で相次いで取り付けが発生し、金融パニックは瞬く間に広がった。イギリスは基軸通貨国として金融支援を求められたが、役回りを全うできないばかりか、自国からの金の流出は止まらず、1931年に金本位制の離脱に追い込まれる。離脱前後のわずか1週間の間に英ポンドは米ドルに対して約25%も減価した。世

界中の金はヨーロッパからアメリカ大陸へ移動して、世界の金の70%は米国に集中することになる。ところが、基軸通貨は英ポンドから米ドルへ順調に移行したかというところではなかった。世界中の金をかき集めた米国は、そのまま金本位制から離脱してしまった。

国際金融体制は完全に崩壊した。その後、国際金融市場を安定させる仕組みは消滅して、為替レート切り下げ競争、関税率引き上げ競争、経済のブロック化が起きた。世界貿易が縮小して世界経済は行き詰まり、第二次世界大戦の悲劇へと歴史は突き進んでいく。

基軸通貨国とは？

キンドルバーガー（2009）は、世界恐慌をもたらした戦間期の経済的混乱の原因を、世界的な指導国の欠如にもとめた。絶大な富を保有している基軸通貨国が、金融危機に際して国際的な「最後の貸し手」として資金を供給して救済できる時、はじめて国際金融体制は安定すると彼は考えていた。

「1929年不況が非常に広範な地域に及び、著しく深刻なものとなり、そして甚だ長い期間に及んだのは、イギリスが下記の5つの機能を果たすことによって国際経済システムを安定させるための責任を果たすことができなくなり、米国はそうする意思がなかったために、国際経済システムが安定性を失うにいたったからである。その5つの機能とは次のことである。

- (1) 投げ売りされる商品のために比較的にかかれた市場を維持すること。
- (2) 景気対策的な、あるいは少なくとも安定的な長期融資を提供すること。
- (3) 比較的安定した為替相場システムを維持するように規制すること。
- (4) マクロ経済政策の協調を確保すること。
- (5) 金融危機の際には中央銀行が割引し、あるいは流動性を供給することによって最

後の貸し手として行動すること。

これらの機能は国際経済システムに責任をもつ1つの国によって組織され実行されなければならない、と私は考える。」²⁾

キンドルバーガーは覇権不在の混乱を、彼独特の言い回しで「イギリスは最後の貸し手の能力を欠いていた。米国は最後の貸し手の意思を欠いていた」と表現する。ひとつの国民国家が支配的な覇権国であるとき、国際システムが安定するという考え方は、国際関係論や国際政治の分野で「覇権安定論」として定着する。

Nurkse（1944）は、複数の通貨が外貨準備通貨として競争する状況は、国際通貨体制の安定性にとって望ましくないとして主張している。この主張に従えば、1920年代の米ドルと英ポンドのように、2つの通貨が拮抗する状況は、第3国の中央銀行の立場からは、容易に代替しうる通貨が存在することを意味しており、外的なショックに対して基軸通貨の価値が大きく変動して、国際通貨体制の崩壊の引き金となりやすい環境を提供していたこととなる。

歴史的事実によれば、複数通貨体制が不安定であると断定するのは早計である。1989年から1913年における欧州の主要国の外貨準備の通貨構成比率をみると、英ポンドが48%、仏フランが31%、独マルクが15%（その他が6%）である。この時期、複数の通貨が安定して国際通貨の機能を果たしていた。

ブレトンウッズ体制と金ドル本位制

1944年、ワシントン近郊のリゾート地であるブレトンウッズに、連合国の首脳が集まり、国際金融体制の再構築に向けての論議がなされた。第二次世界大戦を経て、さすがの米国も孤立主義を捨て、ようやく国際公共財を積極的に提供するよう覚悟を決める。

結論からいえば、2度の世界大戦を経て凋落したイギリスに代わって経済的覇権をにぎった

2) キンドルバーガー（2009），p 314。

のは米国であり、世界の70%以上の金を保有するという圧倒的な経済力を背景に、米ドルを事実上の基軸通貨とするブレトンウッズ体制が構築された。

しかし新たな枠組みはすんなり決まったわけではない。米ドルのような一国の通貨を事実上の国際通貨としてよいのかという批判があり、その急先鋒はケインズであった。世界中の金の70%以上は米国に集中しており、終戦直後の段階で米ドルは国際通貨として「適格な担保」を十分に保有していたが、将来にわたってこの状態が持続する保証はないと強く懸念を示した。ケインズは、一国の通貨を国際通貨とすることの弊害を述べ、すべての主要国が出資をして、それを担保として新しい国際通貨を造るべきであるとする「バンコル案」を提唱した。しかしながら、当時の米国とイギリスの力関係からケインズ案は採択されることはなく、米ドルを事実上の基軸通貨とする案が採択された。

ブレトンウッズ会議で米ドルを事実上の基軸通貨とする金ドル本位制の枠組みは決まったものの、すぐに機能したわけではない。欧州経済は戦争で疲弊しており、米ドルと金は米国に集中していたために、米ドルは国際間で流通しようがなかった。ある国の通貨が流動性として世界に供給されるためには、基軸通貨国が貿易赤字国になるか、あるいは黒字国であるならば資本を対外貸付で供給しなければならない。世界に先んじて産業革命を成功させたイギリスは、比較優位のある製造業に特化して貿易を拡大した。一貫して経常黒字国であり、貿易で稼いだ資金を英連邦諸国へ直接投資をして、英ポンドを国際的に流通させた。

米国はこの方式を使えなかった。ブレトンウッズ体制では固定為替レートが採用され、その維持のために資本取引は国際的に規制されていた。経常黒字国の米国から輸入をしようにも戦争の打撃を受けて瀕死の状態にあった当時の日本と欧州は米ドルを保有していなかった。転機となったのは、トルーマンが、1947年2月、議会の一般教書演説で台頭しつつある共産主義への対決

の姿勢を明確にしたことである。「トルーマン・ドクトリン」として有名なこの宣言は、ソヴィエト連邦を中心とする共産主義陣営との冷戦構造を明確に定義づけることとなり、米国がモンロー宣言以来の孤立主義を捨てて、伝統的に距離を置いていた欧州の政治や経済に積極的に関与する契機となった。そこで実施されたのがマーシャルプランとドッジプランであった。米ドルで貸付を行い、その米ドル資金で日本や欧州は米国から輸入品を調達できるようになった。経済復興はそこから始まり、やがて日本や欧州諸国と米国との間で貿易は拡大して、米ドルが国際通貨として流通するようになった。

II-1. ニクソンショック

戦後の国際金融市場の構築を目指したブレトンウッズ体制は、「金ドル本位制」と呼ばれる。米ドルのみに対し一定の交換比率（金1オンス＝35ドル）で金との兌換を認めることで、一国の通貨である米ドルを基軸通貨と位置付けた仕組みである。

しかしながら、Triffin（1961）は、一国の通貨である米ドルを基軸通貨と位置付ける仕組みは長期的に維持可能ではないという立場から、ブレトンウッズ体制を批判した。有名な「トリフィンのジレンマ」によれば、もし米国が自国通貨の信認を気にして米ドルの他国への供給を拒めば、決済通貨の流動性は不足して貿易は停滞してしまう。逆に、貿易を円滑化するために米ドルを無制限に供給しようとするれば、経常収支は赤字となり、ドルへの信認を低下させてしまうというジレンマを抱えていることになる。

この懸念は、1960年代後半にかけて、米国の経常収支黒字が縮小し、対外粗債務（純債務ではない）が金準備を上回った段階で表面化する。終戦直後には、米国は世界の金の3分の2以上を保有していたが、1960年代に至ると、35ドル／オンスの交換レートに割安感を抱いた欧州諸国は米ドルから金への交換を要求するようになる。特に、金への交換を強く求めたのがフランスである。ドゴール大統領は、当時米国の覇権を快

く思っていなかった。その後、米国からの金流出に歯止めがかからなくなると、1971年の8月、当時のニクソン大統領が金と米ドルの交換を一方的に停止した。いわゆる「ニクソンショック」である。そして突然、ブレトンウッズ体制は終わりを告げる。ニクソンショックは、貨幣の歴史上はじめて、貨幣と金とのつながりが切れたという点において歴史的な転換点であった。

基軸通貨が金につながりを持っていたかつての金本位制の時代やブレトンウッズ体制の時代であったならば、対外純資産を大量に保有する国がそのまま大量の金を保有することとなり、そしてその金が自国通貨の価値を支える国際的担保として機能した。つまり、対外純資産が世界第一位の国の通貨がなかば自動的に国際的な基軸通貨として利用された。

しかし、ニクソンショックを契機に、いかなる通貨も金とのつながりを欠くようになると事態は大きく変わる。金とのつながりが切れた米ドルは、複数通貨共存の時代のなかで埋もれていくかにみえた。

II-2. プラザ合意

歴史を先取りすれば、金の裏付けを欠いた米ドルは、厚みがありかつ流動性の高い金融市場を背景に事実上の基軸通貨の地位を維持することになる。とはいえ、事態は米国の都合よく一本調子に進んだわけではない。1980年代になると、米国の対外バランスはさらに悪化する。経常収支の赤字は続き、1985年には対外負債が対外資産を上回る純債務国へと転落した。

1980年代の前半は、日本や西ドイツの貿易黒字が拡大し、米国の貿易赤字が拡大し、貿易不均衡が政治問題化した時期であった。米国の経常収支不均衡が拡大すると世界経済の成長は減速するという理由で、国際的な不均衡を是正するために積極的にマクロ経済政策を運用すべきであるとする「経済政策の国際協調」という考え方が浮上してきた。米国にとって都合の良い考え方であったが、一方では小宮隆太郎氏のように、経常収支不均衡は結果であって政策の

目標にすべきではないと反対する意見もあった。

1985年9月、プラザ合意が成立する。日本と西ドイツの為替レートを増価させる方向で為替介入を実施し、かつ財政金融政策を運用することが各国間で合意された。対ドル円レートは実際にわずか1年で1ドル250円から150円に増価した。通貨覇権国が、他国に通貨価値の増価の協力をもとめ、自国通貨の減価を目指したのである。米国は米ドルの地位を維持するために、なりふり構わぬ態度をとった。

急激な円高それ自体が深刻な不況を引き起こすことはなかったが、国内では別の問題が起きた。米国からの内需拡大要求が政策運営上の制約となり、金融緩和が行き過ぎたことである。1986年あたりから資産バブルが発生しており、本来はどこかで金融を引き締めるべきであったが、1987年2月にルーブル合意でより強力な内需拡大策が求められ、タイミングを逸した。日本は国内の資産バブル沈静化よりも国際協調路線を優先して、バブルが本格化しつつあったにもかかわらず公定歩合の引き下げを実施した。その後本格化した資産バブルはやがて崩壊して、長い停滞の始まりとなった。

ヨーロッパの国際政治にとって戦後の制度設計における最大の課題は、いかにしてドイツを封じ込めるかであった。また、ヨーロッパは日本と異なり、米ドルが基軸通貨であることを快く思っていなかったし、信用もしていなかった。1960年代の後半にかけて米国の経常収支黒字が縮小して、対外粗債務が金準備を上回るようになると、フランスが主導で米ドルを売って金を引き出すという行為でドル体制を揺さぶった。

米ドルへの不信が高まる中、通貨統合への動きが初めて具体的な形をとったのは1970年に立ち上げられたウェルナー委員会である。当時ルクセンブルグ首相であったウェルナーが中心となって、10年後を目処にヨーロッパ域内で為替レートを固定化し、更に統一した中央銀行制度を創設すると報告書を公表した。1979年に欧州通貨制度が成立し、各国が介入して為替レートのある一定の範囲内で安定させようとする

る試みがなされたが、ドイツは幾度か独マルクの切り上げを余儀なくされ、フランスは仏フランの切り下げを繰り返す、失敗に帰した。

80年代を通じて欧州の単一市場・単一通貨への試みは、欧州委員会委員長のジャック・ドロールの主導権のもとで辛抱強く進められた。フランスは米ドルへ対抗できる通貨を欧州に創るという野望を持ち続けたのである。ドイツは、単一市場はともかく、単一通貨に対しては消極的であった。ドイツはNATOによって軍事面で米国に保護される立場から、米国と敵対することには消極的であった。さらに中央銀行の独立性への考え方に両国で温度差があった。フランスは中央銀行の独立性について柔軟な立場をもっていたが、ドイツは独立性の維持を譲らなかった。1920年代のハイパーインフレーションの経験からドイツはインフレに対して過敏であり、中央銀行の独立性にこだわっていた。

ドイツの態度に変化が見られたのは、ループル合意以降である。ドイツは金融スタンスを引き締め、転じて米国との政策協調に袂を分かつことになる。今から振り返ると、両国の政策対応の違いが、その後の国際通貨の歴史へ大きな影響を与える分岐点となった。日本は、円高を許容しながらも米ドルを事実上の基軸通貨とするポスト・ブレットンウッズ体制を支え続けることになる。一方、ドイツとはいえば、直後に起きたベルリンの壁崩壊をきっかけに設立された欧州連合（EU）のコアメンバーとして、その後米ドルに対峙することになる共通通貨ユーロを創設する。

膠着状態が続いた中で問題を解決させたのはベルリンの壁の崩壊であった。ドイツ（当時は西ドイツ）は東ドイツとの政治的統一を周辺国に認めてもらう必要があり、欧州連合の成立と共通通貨の導入を受け入れた。共通通貨ユーロはこうして誕生した。

II-3. グローバル・インバランスからリーマン危機へ

1990年代になると、金融のグローバル化は進み、資本移動が活発化して外国資産や負債の

保有が増え始めた。21世紀に入る頃から、再び米国の経常収支赤字が拡大する。日本やドイツは相変わらず経常収支黒字を計上し、そこに新たな超大国として中国が加わる。一方、米国とイギリスは赤字を拡大させる。

金融のグローバル化は、主要国の経常収支不均衡を拡大させた。2006年に米国の経常収支赤字（対GDP比）は6%に達し、中国の経常収支黒字（対GDP比）は9%に達した。当時、多国間の不均衡の拡大は、「グローバル・インバランス」とよばれ、債務不履行からドル暴落へ至る世界経済の混乱の予兆であると世界中に動揺を与えた。

このグローバル・インバランスをブレットンウッズ体制になぞらえて、「新ブレットンウッズ体制」の名のもとに正当化しようとする意見も浮上した。米国は国際通貨を発行する特権を有しており、金融業に比較優位を持ち、米ドルは実力以上の通貨価値を有することによって世界中から投資資金を集めて稼ぐ。一方、アジア諸国は製造業に比較優位をもち、自国通貨の過小評価を維持して輸出主導型の成長を望んでおり、米ドル建ての外貨準備を大量に蓄積することで「強いドル」を支えているというのである。

そして米ドルを基軸通貨とする国際金融体制は「21世紀版トリフィンのジレンマ」の攻撃にさらされるようになる。中国をはじめとする新興国経済の台頭で、米国のGDPの世界全体におけるシェアは21世紀に入ると20%近くに低下するようになる（米ドル換算）。新興市場国の増大する外貨準備への需要を賄うためには、米国はいっそうの経常収支赤字をもとめられるが、すでに巨額の対外債務をかかえた米国が、これ以上の国際流動性を供給することには限界があるからである。グローバル・インバランスとは、米ドルを主要通貨とする国際通貨体制が曲がり角にきていることに示唆を与えた出来事である。

グローバル・インバランスは最終的に金融危機を引き起こす。世界経済が成長を続けるなか、米国政府のみでは十分な国際流動性を供給できないという事態が生じ、これを補うかのように民間金融機関が証券化商品を提供するように

なった。証券化商品とは、住宅ローンを担保に創出された私的流動性であるが、その価値はやがて暴落して世界的規模での金融危機に発展する。証券化商品は国債のような安全資産にはなりえなかったのである。

国際的に流通する安全資産の話は、そのまま国際通貨の話と読み替えることができる。安全資産不足が象徴的に意味することは、米国という一国の経済の通貨が基軸通貨の役割を担うことに限界があることが明らかにされたということである。しかしながら、複数の通貨が国際通貨として共存する時代となり、安全資産不足が解決されたかといえは、事態はそう単純ではない。

21世紀前半の世界経済の特徴のひとつは、新興国が続々と急成長を遂げたことであり、かつこれらの国の多くが、金融発展というこれまでの経済発展の前提条件を満たさないことである。流動性が高くかつ厚みのある金融市場を国内に持たない新興国の多くは、対外的な流通に耐える安全資産を海外に供給できる段階には達していない。

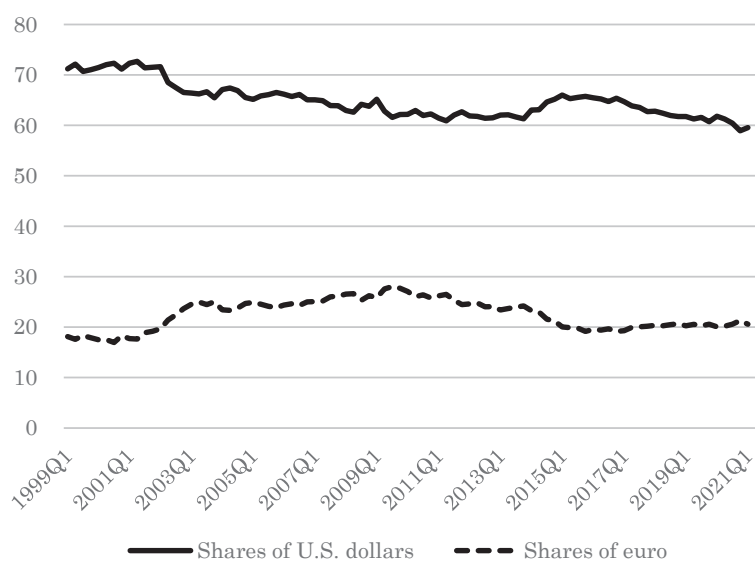
Caballero and Farhi (2014) は、新興国の金融市場の弱さという現実を「新興国には安全な金融資産を創出する能力がない」と表現した。

安全資産の供給は一見して簡単ようにみえるが、国内での流通はともかく、国際的に流通するとすると、自由な資本移動の保証、透明性の高い為替制度、厚みがあり流動性の高い金融市場、組織された国債市場、独立性の高い金融政策など、金融市場全般の質の高さと市場原理を尊重する制度設計がも求められる。

安全資産を一定の規模で国際的に供給できる潜在的な能力をもつのは、米国を除けば、日本、イギリス、ユーロ主要国などに限られる。

図1は、全世界の外貨準備に占める主要通貨シェアの推移を掲載している（出所：IMF）。ほぼすべての期間を通じて、米ドルが突出した強さを示しており、60%以上のシェアを維持している。ユーロは、21世紀の最初の10年間はシェアを順調に増加させて30%に届かんとする勢いであったが、リーマン危機に続く欧州財政危機を契機として、ユーロ建ての国債の少なからずの部分は安全資産の地位から転げ落ちた。財政危機が収束したのちも財政緊縮によって、ユーロ圏からの安全資産の供給は細り、シェアを低下させている。リーマン危機を乗り越えた米ドルとは対照的である。参考までに、日本

図1 主要通貨の外貨準備シェア



円は、2010年代を通じて財政再建下にあり、安全資産の供給の役割を十分に担えていない。

外貨準備シェアは、国債に占める外国政府保有シェアと国債残高の成長率の掛け算であらわれ、両者に分解される。2010年から2019年にかけての外国政府保有シェアの推移をみると、米国は22.8%から19.2%へと減少している。逆に、ドイツは、31.8%から42.4%へと大幅に増加している。日本もまた2.2%から5.0%

へと増加している。この数字を見る限り、ドイツ国債の外貨準備への需要は高まりつつあるように見える。その一方、2010-19年の10年間における国債残高の年平均でみた増加率は、米国が6.7%と最も高く、日本が3.5%と続き、ユーロ圏の主要国であるドイツは1.8%と最も低い。ドイツ国債が増えないという現実が、ユーロの停滞の背景にある³⁾。

Ⅲ. 中国の挑戦

既存の先進国の勢力図を見る限り、強い米ドルの時代は続くかに見える。この流れに竿をさそうとしているのが、成長著しい中国である。中国は、米国の覇権に対峙するために、軍事、外交、貿易、先端技術の分野で米国と対立を深めているが、もっとも出遅れているのが通貨である。国際通貨の覇権を握ることが、国際間のパワーゲームで交渉力を有利に運ぶために有効であることは、米ドルを持つ米国の例を見れば明らかである。既存の国際通貨体制の中で米ドル支配を覆そうとするのであれば、中国は中国元の国際化を進める必要がある。

はたして、中国元が米ドルに並ぶあるいは凌駕する国際通貨になる可能性はあるのか、その可能性を探っていきたい。中国が通貨覇権の拡大を目指すのであれば、解決すべきいくつかの問題がある。ここでは、住宅バブルの懸念、上海株式暴落の帰結、デジタル人民元の可能性、米中対立とデカップリング、ウクライナ危機の国際通貨への含意など、様々な角度から考察していきたい。

Ⅲ-1. 中国の住宅バブル

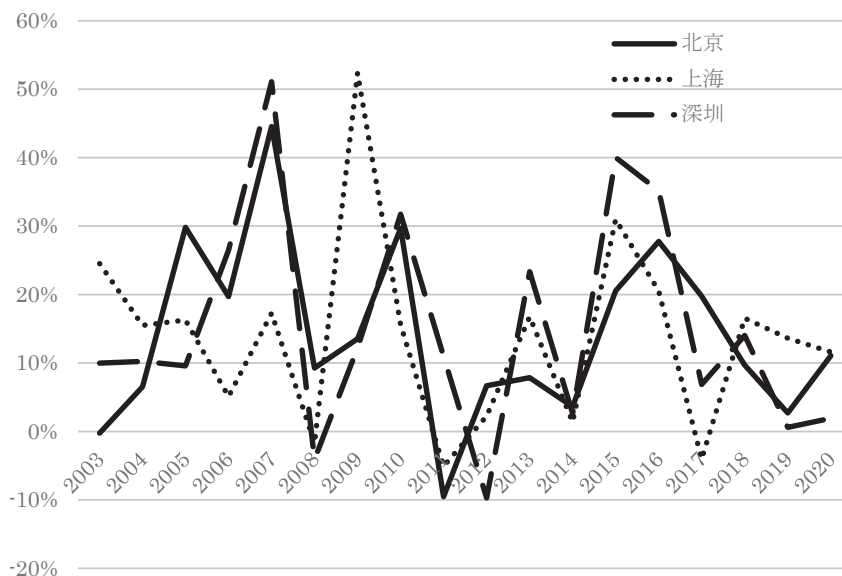
共産主義国家の中国では、住宅や土地などの

不動産は国有化されている。まじめに考えると、なぜバブルが起きるのは不思議といえば不思議である。共産主義の建前を守りながら、着々と市場経済の体裁を整えてきたのである。現在でも究極的には土地の所有権は政府に帰属するものの、いくつかの改革を経て、居住用であれば70年、工業用であれば50年、商業用であれば40年、個人レベルで土地の使用権を購入できるようになった。居住用住宅に関していえば、不動産デベロッパーが地方政府から土地区画を借り受け、その区画の上に住宅を建設して、個人に売却する。個人は購入した住宅に住むだけでなく、他人に貸し出すこともできるし、売却することもできる。しかしながら、貸与期間の終了する70年後に土地と上物である住宅の所有権がいったいどうなるのかは誰にもわかっていない。

2004年に市場取引の体裁が整い、公開された競売プロセスを経て土地が取引されるようになると、中国の都市部の不動産は猛烈な勢いで高騰するようになる。中国経済にバブルが発生したのは2000年台前半と指摘されるが、本格化したのはリーマン危機で世界経済が大不況に陥って以降である。図2は2003年から2020年

3) この文節の数字の出所はIMFである。

図2 中国主要都市の住宅価格上昇率



までの期間における北京、上海、深圳の住宅価格上昇率の動きを表している⁴⁾。

住宅価格はこの間だけでも三度のピークを経験している。まず、世界的な資産価格上昇の波を受け、2007-2008年の時期に国内の過剰貯蓄を背景として、住宅価格は大幅に上昇している。その後、リーマン危機で先進国が大不況に陥り、過剰な資金は先進国から新興国に還流して、新興国を中心に資産価格の高騰が起きる。大規模な財政支出拡大を実施した中国においても、2009-2011年にかけて再び住宅価格の高騰を経験する。住宅購入規制などのバブル抑制策の効果もあってか、価格高騰は一時沈静化したか、2015年あたりから三度目の価格高騰を経験することになる。三度目では、深圳の高騰ぶりが目につく。興味深いことに、上昇率が鈍化しても価格が下落する期間は比較的短く、ほぼ10年にわたって住宅価格は概ね上昇を続けている。日本の土地バブルや米国の住宅バブルがほぼ5年で崩壊していることを思えば、弾けるこ

となく10年以上持続している中国バブルの持続性は驚異的といえる。

Kindleberger (1978) が古典的名著『熱狂、崩壊、恐慌—金融恐慌の歴史』で強調しているように、不動産価格の高騰の原動力となっているのは、実体経済の成長を上回る信用の成長である。信用成長率がGDP成長率をある一定の期間にわたって上回る現象は「信用膨張」と呼ばれる。信用膨張は、バブル崩壊から金融危機と長期不況へのシグナルとなる。

図3は、1980年代以降に起きた21のバブルのエピソード(19か国)を対象として、バブル崩壊の前後における銀行貸出とGDPの成長率を描いている(出所: IMF, BIS)。横軸の「時点0」は、バブル崩壊の年を表している。「時点-5」から「時点-1」に至る時期は、資産価格が高騰した拡張期を反映しており、「時点1」から「時点5」に至る時期は、バブルが崩壊した不況期を反映している。バブルが膨張した時期には、銀行貸出はGDPを上回るペースで増

4) 出所: “Chinese Quality-Controlled Housing Price (newly built commercial housing)” Hang Lung Center for Real Estate, Tsinghua University

図3 信用膨張から信用収縮へ

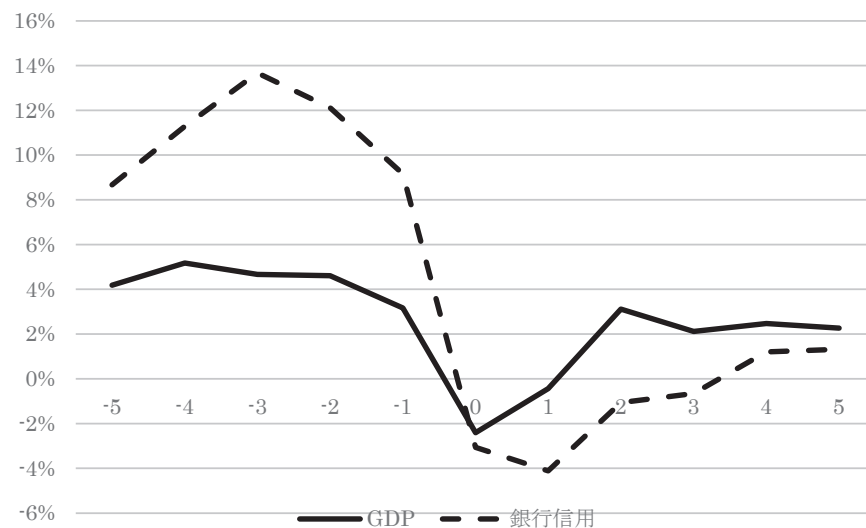
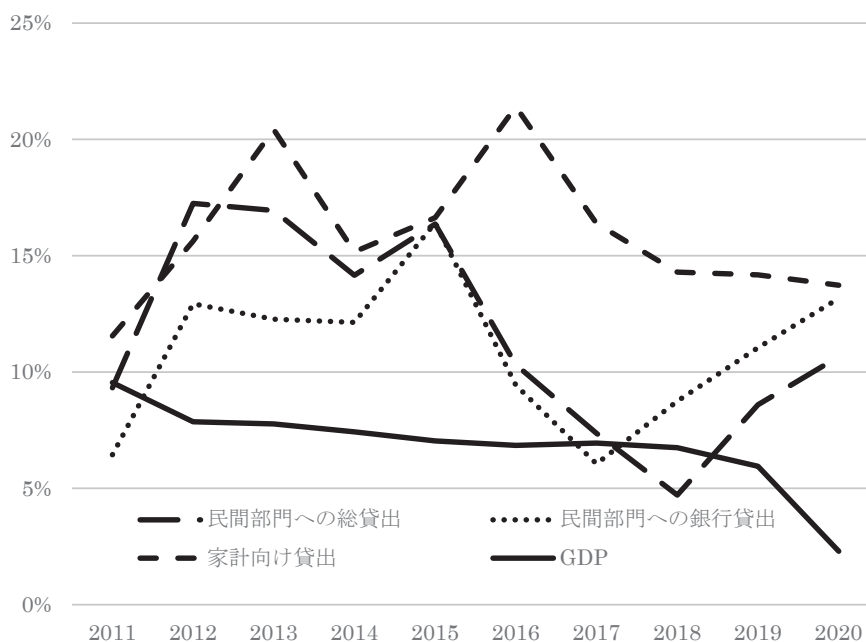


図4 中国の信用膨張



えており、いったんバブルが崩壊すると、その後何年間かは成長率がマイナスの値を示しているように、銀行貸出は急激に縮小している。つまり、この図は、信用膨張は長続きしないこと、そして信用膨張はいずれバブル崩壊を引き起こ

し、反作用としての信用収縮と経済成長の減速を経験することを如実に示している。

では、中国における信用成長率はどのようなものであるのか。

図4は、いくつかの指標で捉えた貸出成長率

は、いずれもほとんどの時期において GDP 成長率を大きく上回っており、典型的な信用膨張の様子を描写している（出所：BIS）。特に、最近の GDP 成長の減速とは対照的に、家計向け貸出の成長率が依然高い水準にあり、貸出が住宅価格バブルを支えている様子を伺い知ることができる。

銀行貸出が中国の住宅価格上昇の牽引役であることを検証した研究はいくつか存在する。Huang et al (2015) は、35 の主要都市をサンプルとしたパネルデータを使って銀行貸出が住宅価格上昇を後押ししているという実証結果を公表している。Sakuragawa et al (2021) は、31 の行政区分（22 の省、5 つの自治区、4 つの直轄都市（北京、天津、上海、重慶））をサンプルとしたパネルデータを利用して、2000-2015 年の期間で銀行貸出が住宅価格上昇の主要な要因であること突き止めている。確認された実証結果によると、中国の信用膨張が住宅価格を押し上げているのは、大都市だけの現象ではなく、中規模都市を含めた一国全体に及んでいる。地方から都市への人口流入が価格上昇の一要因であるとしばしば指摘されるが、人口成長率の影響を統計的に有意に検証することはできなかった。

櫻川 (2021) は、1980 年代の北欧諸国のバブルや日本のバブル、アジア通貨危機、欧米の住宅バブルとリーマン危機など 21 か国・23 事象のバブルのエピソードを対象として、バブル崩壊前後の銀行貸出、経済成長、経常収支、為

替レートなどのマクロ経済変数の動きをまとめている。表 2 の「平均」の欄は、これらの数値の単純平均を記載している（出所：World Bank, IMF）。

「GDP 成長率」は、バブル好景気にあたる 3 年間の GDP 成長率の平均を記している。バブル循環の「山」に対応するこの 3 年の選択には若干の注意を要する。具体的には、バブル崩壊が生じた「谷」から遡ること前々年までの 3 年間を選んだ⁵⁾。バブル好景気の成長率の平均値は 4.4% である。

「信用成長率」は、バブル好景気にあたる 3 年間の銀行貸出の成長率の平均値を記載している。信用成長率の平均は 12.6% と GDP 成長率平均の 4.4% を大きく上回っており、实体经济の成長を上回る信用の拡大があったことを示唆している。データはまさに信用膨張がバブル景気を牽引した様子を伝えている。

バブルが崩壊すると、金融機関は流動性不足とバランスシート悪化から機能不全に陥り、経済は深刻な不況に陥る。景気の落ち込みの深刻さを表す指標として考えたのが「GDP 累積下落率」である。この指標は、バブル崩壊時の GDP の水準を基準にして、最大どれだけ落ち込んだかを成長率で換算して測った数字である。たとえば、フィンランドは危機が発生した翌年の 1992 年に成長率は -6.0% と落ち込み、翌年には -3.5%、翌々年には -0.8% とさらに落ち込み、次の年になってようやくプラス成長に回復している。この場合、GDP 累積下落率

表 2 バブル崩壊の一般的パターン

	GDP 成長率	信用成長率	経常収支	GDP 累積下落率	経常収支 累積変化率	為替レート 下落率
平均	4.4	12.6	-1.6	5.1	3.6	22.7
日本	4.8	8.2	1.8	-0.2	1.1	-6.1
中国	6.7	16.6	1.6	?	?	?

5) 谷の前年を除外した理由は、実際のデータを見てみると、谷の前年にもすでにバブル崩壊の予兆の影響が及んでいるケースが少なくないからである。たとえば、米国の場合、谷の前年の 2008 年には、サブプライムローン問題の余波で GDP 成長率はすでに -0.3% を記録している。

は合計で10.3%となる。GDP累積下落率の平均は5.1%である。バブル崩壊による経済的損失は経済成長率で換算すると5%程度ということになる。

「経常収支」は、バブル好景気の3年間の経常収支（対GDP比）の平均値を記載している。プラスの値は経常収支が黒字であり、国内経済の貯蓄過剰によって海外へ資金が流出している状態を表している。マイナスの値は経常収支が赤字であり、投資超過によって海外から資金が流入している状態を表している。経常収支の平均値は-1.6、つまりGDP比で1.6%の赤字であり、平均的には、経常収支赤字国でバブルが起きていることになる。

「経常収支累積変化率」は、バブル崩壊後に経常収支バランスが最大でどれだけ変化したかを表している。平均値の3.6%という値は、危機の発生によって経常収支は、1.6%の赤字から2.0%の黒字へと「改善」していることを反映している。累積変化率の値が大きいのは、いずれも経常収支赤字国であり、香港、韓国、マレーシア、タイ、アイスランドなどは8%を超えている。赤字国の場合、国全体で支出が所得を上回っており、海外から借金をするか、あるいは対外資産を取り崩すことによって差額を埋め合わせる必要がある。バブル崩壊によって金融危機が起きると、内外の不確実性が増大して海外からの借入れを拒否されるので、調整には国内需要を圧縮するしかない。消費や投資を切り詰めた結果、急速に赤字国から黒字国に転換したというのが収支改善の真相である。

危機が起きて国内から資本が流出すると、自国通貨は売られて為替レートは減価する。「双

子の危機」のエピソードが語るように、銀行危機は通貨危機を引き起こす場合もあるし、逆に通貨危機が銀行危機を引き起こす場合もある。

「為替レート下落率」は、危機発生から1年の間で、最大どれだけ為替相場が下落したかを表している。平均値で見ると、22.7%の下落である⁶⁾。

では、仮に中国でバブルが崩壊したとしたら、どのような経路をたどるのであろうか。実のところ、世界の平均値で予想できるほど話は単純ではない⁷⁾。バブル循環を経験した国は、経済規模、経常収支バランス、経済発展の段階、金融市場の成熟度など異なった属性を備えており、その属性の違いがそれぞれの国のバブル循環に影響を与えるからである。

まず、これらの国を、経常収支黒字国と赤字国に分けて考えてみよう。黒字国には、日本のみならず、いくつかの黒字国も含まれる。全体で見ると、23か国のうち、15か国が赤字国であり、8か国が黒字国である。表3は、「赤字国バブル」と「黒字国バブル」を比較してまとめている。

GDP累積下落率が低いことは、黒字国の特徴のひとつである。赤字国は6.3%とかなり高めであるのに対して、黒字国は2.7%と低い。バブル崩壊がパニック的な金融危機や通貨危機を引き起こす危機のパターンは主に赤字国に見られるもので、黒字国には必ずしもあてはまらない。

GDP累積下落率の違いに対応しているかのように、経常収支累積変化率にも大きい違いが見られる。赤字国の経常収支は6.1%と大きく改善しており、資本流入の途絶（サドンストップ

6) 米国を除く22か国については、対ドルで為替相場を評価している。米国については対ユーロで評価していることに注意された。

7) 参考のために、日本のバブル期の数値を表2に掲げている。23事象平均の数値と比較すると、類似点もあれば相違点もある。まず、類似点を見ると、ブーム期の「GDP成長率」はほぼ同じである。「信用成長率」はGDP成長率をかなり上回っており、信用膨張が観察される点も類似している。しかし、バブル循環のパターンを経常収支赤字国であることを前提に説明してきたが、日本のバブル期、経常収支は黒字である。むしろ日米貿易摩擦による黒字拡大が、プラザ合意に至り、資産バブルを惹起させる要因のひとつとなった。そしてその違いが、「GDP累積下落率」「経常収支累積変化率」「為替レート減価率」の値が、平均値と大きく違っていることと関係している。

プ)の性質を強く帯びている。黒字国はむしろ1.2%赤字が増えており、危機の前後で資本の流出入に大きな変化がないことが見てとれる。これと対応するかのようになり、為替レート下落率にも違いが見られる。赤字国の26.2%に対して、黒字国は16.3%と低い。投資家は、危機に直面して海外資産を手放すが、国内資産はなかなか売却しようとしなからである。つまり、資本流出の引き金を引くのは外国人投資家である。

次に、国家の経済規模の大きさが与える影響をみるために、大国と小国を分けて考えてみよう。「小国」とは、その国の貿易量や資本移動の大きさが世界市場に比べて無視できるほど小さく、その国の経済動向が貿易財価格や利率に与える影響を無視できる国を指す。一方、経済規模が大きく、貿易財価格や利率に影響を与えることができる国のことを経済学の世界では「大国」と呼ぶ。

危機発生時に世界GDPのシェアが3%を上回る日本、米国、イギリス、フランスの4か国を大国と定義し、残りの19か国を小国とした。表4は、大国と小国の平均値を比較している。

ブーム期のGDP成長率や経常収支にはそれほど大きな違いが見られないが、小国のほうが大国よりも信用成長率は2倍程度高い。一転して危機に陥ると、小国と大国の差はより明瞭になる。GDP累積下落率、経常収支累積変化率、為替レート下落率のいずれの数値をとっても、

小国のほうが大きな値を示している。小国のほうが、GDPの下落が大きく、為替レートの下落も、経常収支の変動幅も大きい。

バブル崩壊に直面したとき、小国がとれる政策の選択肢は限られる。金融政策の自由度が低く、政策金利の引き下げを銀行救済や不況対策の手段として使うことができない。海外からの資本流入を追い風にして好景気に沸いた1980年代のスウェーデンとフィンランドは、為替レートを維持して通貨危機を未然に防ぐのか、金利を引き下げて国内の銀行危機に備えるかの二者択一を迫られた。両国とも最終的には前者を選択し、金利を引き上げて為替レートの安定を選んだ。

「国際金融のトリレンマ」が示すように、資本移動の自由化、固定為替相場制、独立した金融政策の3つを共存させることは不可能である。固定為替相場制を採用して、資本移動を規制していれば、政策金利を引き下げることができる。しかし資本移動が自由化されると、国内金利の引き下げは海外への資金流出を引き起こすので、変動為替相場制に移行するか、国内金利を海外金利と矛盾のない水準に据え置くしかない。固定制を維持しようとする限り、金融政策の自由度を失う。トリレンマがもたらす政策上の制約が、北欧諸国の金融危機を深刻にした理由のひとつである⁸⁾。

中国のバブル崩壊後に予想されるシナリオを

表3 赤字国バブルと黒字国バブル

	GDP成長率	信用成長率	経常収支	GDP 累積下落率	経常収支 累積変化率	為替レート 下落率
赤字国	4.6	14.7	-5.5	6.3	6.1	26.2
黒字国	4.0	8.5	5.8	2.7	-1.2	16.3

表4 小国バブルと大国バブル

	GDP成長率	信用成長率	経常収支	GDP 累積下落率	経常収支 累積変化率	為替レート 下落率
大国	3.3	7.9	-1.6	2.8	0.8	6.9
小国	4.5	13.1	-1.4	5.4	4.1	26.7

推論してみよう。表2の下段は、中国のバブルブーム期の3つの指標を記載している。2015-2019年の5年平均の数値を利用している。信用成長率はGDP成長率の2倍以上と信用膨張の兆候をみせている点は、バブルの平均的な動きと似ている。一方、中国は経常収支黒字国であり、その点において、世界の平均的な姿とは異なる。なお、2022年9月の段階で中国のバブルはまだ本格的には崩壊していないので、後半の3つの数値は空欄である。

表2が示すところによれば、バブル前のブーム期には4.4%の経済成長を享受していたものが、GDP累積下落率のプラスの値が示すように、一転して数年間のマイナス成長に陥ることを示唆している。中国もまた平均的に言えば、少なくとも4%程度の成長率の下落を被る可能性があるということになる。さらに、信用膨張の大きさは、崩壊後の信用収縮と経済成長の減速は避けられないことを強く示唆している。しかしながら、中国はGDPの大きさが米国に次いで世界第2位の経済大国であり、この点から言えば、経済大国である中国の経済的損失は多少なりとも軽減されるかもしれない。さらに、中国は経常収支黒字国であり、パニック的な資本流入の途絶（サドンストップ）に陥る恐れは少ないかもしれない。実際に、アジア通貨危機時のアジア諸国と異なり、国内銀行が海外の金融機関から短期資金を大量に調達しているといった事実は観察されず、金融機関がパニック的な流動性不足に陥る可能性は低いと予想され

る。この点もまた経済的損失は多少なりとも軽減される要因となるだろう。

IMFの予想値によれば、中国の今後の経済成長率は5%程度であるが、この数字は住宅バブル崩壊の影響を考慮していない。仮に、住宅バブルが崩壊すれば、行き過ぎた信用膨張の反動から、かなりの程度成長率の下落を被ると予想される。その一方で、どこまで失速するかとなると、中国は大国であること、経常収支黒字国であることから、大きな落ち込みは避けられるかもしれない。

なお、中国はいまだ先進国とはいえず、成長途上にある新興国であることを付記したい。最後に、この観点からもみてみたい。

表5は、「新興国バブル」と「先進国バブル」を比較している。新興国バブルは、アジア通貨危機の7か国からなり、先進国バブルはそれ以外の国からなる。つまり、金融危機が通貨危機につながったケースとそうでないケースを区別しているともいえる。ブーム期のGDP成長率を比較すると、当時のアジア諸国が、先進国へのキャッチアップの過程にある発展途上経済であったことを反映して、新興国バブルは7.4%と、先進国バブルよりもかなり高い成長率を享受している。一方、累積下落率は6.7%と、先進国の4.4%より高く、「山高ければ谷深し」のたとえ通り、景気の高から谷への振幅は大きかった。振幅の大きさは、経常収支の動きにも反映されている。ブーム期の経常収支赤字の大きさは、両者でほぼ同じであるが、危機が発生

表5 新興国バブルと先進国バブル

	GDP成長率	信用成長率	経常収支	GDP 累積下落率	経常収支 累積変化率	為替レート 下落率
先進国	3.5	11.4	-1.6	4.4	1.2	16.0
新興国	7.4	15.3	-1.5	6.7	9.1	38.1

8) それとは異なった政策的対応を選択したのがタイである。ヘッジファンドによるタイパーツの空売りで固定制の維持が難しくなると、タイ政府は、政策金利を引き上げて固定制の維持をめざすか、あるいはタイパーツを切り下げかの二者択一を迫られた。賭けは失敗に帰した。後者を選択して固定相場制を放棄すると、外国為替市場の不信認は増幅して、通貨危機が金融危機に飛び火するという最悪の流れとなった。

した時の累積変化率には大きな違いがみられる。新興国は9.1%と異常に高い値を示しており、危機のタイプが資本移動の逆流をともなうサドンストップ型であったことを如実に表している。さらに、為替レート下落率の違いもまた、資本流出の激しさを鮮明にあらわしている。対外資本依存型の発展途上経済であったために、危機が資本流入の途絶（サドンストップ）の典型的なパターンのかたちをとったこと、自国の未熟な銀行制度や縁故経営にみられる脆弱なガバナンス構造など自律的な経済運営をする能力にいまだ乏しかったことなどが、危機の影響を深刻なものにしたといえるかもしれない。バブル崩壊への政策的対応のまずさが露見し、通貨危機に飛び火するようなことがあれば、中国といえども甚大な影響を被る可能性は否定できないということになる。

Ⅲ－２．転機となった上海株式暴落

新興国型経済に典型的な金融市場の弱さと為替政策に象徴される政策の不透明性は、中国経済の弱点といわれている。中国の為替制度は、2005年の人民元改革以来、緩やかな変動相場制である通貨バスケット制を採用しているが、その実態はいまだ米ドルへの事実上のペッグ制であることは周知の事実である。

中国が高い経済成長率を維持し、米国との金利差が維持される限りにおいては、中国元の割安感を批判する向きはあっても、割高感を不安視する意見は乏しかった。事態を変えたのは、米国の量的緩和の終結である。FRBは、2015年12月、FFレートをゼロから0.25%に利上げを行い、引き続き利上げを継続する姿勢を強調した。一方中国は、経済成長率が7%台を割り込んできており、この減速に対処するかのように利下げに踏み切った。この両国間の名目金利格差の発生は、当然のことながら外国為替相場への修正圧力として働く。中国元の割高感が囁かれるようになった。

このタイミングで生じたのが2015年6月に上海市場で生じた株価暴落であった。6月に上

海市場で株価暴落が生じると、中国政府は付け焼刃的な株式市場改革や財政金融政策で対処しようとした。しかし、機関投資家の空売り禁止、国営企業の配当の強制的な引き上げなどの措置は、市場から理解を得られないどころか、外国人投資家にむしろ不信感を抱かせる結果となった。中国政府の危機への対処法はきわめて稚拙であり、金融市場が遅れている国のやることだと批判を受け、国際金融市場から失望された。

表6の中国の国際収支表からみてみよう（出所：中国国家外貨管理局）。注目すべきは、15年と16年に、外貨準備増が大幅にマイナスの値となっていることである。この2年間だけで合計0.79兆ドルの外貨準備が純減していることを表している。さらに、14年以前のデータを見ると、経常収支黒字をうけて外貨準備を毎年積み増している。10-14年平均で1年あたり0.3兆ドルのペースで積み増している。15年と16年も、このペースで準備を積み増していたと想定すると、グロスで見た場合、1.39兆ドル（0.79+0.3+0.3）の外貨準備を取り崩したという計算となる。粗減で最大で1.39兆ドル、純減で0.79兆ドルとなり、この時期、中国元暴落を防ぐために、約1兆ドルの外貨準備を取り崩したとする指摘と整合的である。ピーク時には3.97兆ドル（2014年7月）を誇っていた外貨準備高は、わずか2年半で2.99兆ドル（2017年1月）へとほぼ1兆ドルも減少している。

外貨準備高の大幅な減少は、国内投資家の海外資産購入や海外投資家の中国資産売却を受けて、当局が人民元を買い戻すために米ドルを売った結果である。15年の「その他投資」の負債項目をみると、約マイナス0.35兆ドル（3515億ドル）と記載されている。国外の金融機関が中国向けの貸出を引き上げたことを示唆している。翌16年、資産項目をみると、約0.35兆ドル（3499億ドル）の対外貸出増を確認できる。国内の金融機関が海外向け貸出を増やしたことを示唆している。

証券投資と直接投資の動きにも変化を確認できる。直接投資については、2014年までは対内

表6 中国の国際収支（抜粋）

単位：1億米ドル

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1. 経常収支	2,378	1,361	2,154	1,482	2,360	2,930	1,913	1,887	241	1,029	2,740
経常収支黒字 （対GDP%）	3.9	1.8	2.5	1.5	2.3	2.6	1.7	1.5	0.2	0.7	1.9
2. 資本収支	-1,849	-1,223	-1,283	-853	-1,692	-912	272	179	1,532	263	-1,058
直接投資	1,857	2,317	1,763	2,180	1,450	681	-417	278	923	503	1,026
資産	-580	-484	-650	-730	-1,231	-1,744	-2,164	-1,383	-1,430	-1,369	-1,099
負債	2,437	2,801	2,412	2,909	2,681	2,425	1,747	1,661	2,354	1,872	2,125
証券投資	240	196	478	529	824	-665	-523	295	1,069	579	873
資産	-76	62	-64	-54	-108	-732	-1,028	-948	-535	-894	-1,673
負債	317	134	542	582	932	67	505	1,243	1,604	1,474	2,547
その他投資	724	87	-2,601	722	-2,788	-4,340	-3,167	519	-204	-985	-2,562
資産	-1,163	-1,836	-2,317	-1,420	-3,289	-825	-3,499	-1,008	-1,418	-549	-3,142
負債	1,887	1,923	-284	2,142	502	-3,515	332	1,527	1,214	-437	579
外国為替準備	-4,696	-3,848	-987	-4,327	-1,188	3,423	4,487	-930	-182	198	-262
3. 誤差脱漏	-529	-138	-871	-629	-669	-2,018	-2,186	-2,066	-1,774	-1,292	-1,681

投資（負債の項目）が対外投資（資産の項目）を大きく上回っていたが、2015年以降、対外投資がトレンドとして上昇しており、全体として直接投資の純流入が減少することとなる。証券投資については、2010年代を通じて平均的に純流入のトレンドを維持しているが、15年から16年にかけて純流出を経験することになる。

Broner et al (2013) は、経済危機の前後における資本移動を詳細に調べている。彼らの報告によると、危機の直後、国内投資家による資金流出が生じるだけでなく、外国人投資家による直接投資の引き上げが相当規模生じている。中国は海外からの直接投資を相当規模受けており、危機が発生すれば、中国もまた直接投資の流出は避けられないということになる。

中国人民銀行は、膨大な外貨準備のドル資金を使って中国元を買い支え、政府は資本流出規制を強化した。経常収支黒字国ならではの強みを生かして危機を乗り切った。中国人民銀行の外国為替市場への度重なる介入もあって、ほぼ4兆ドルを誇っていた外貨準備は2015年から2016年にかけて3兆ドルへと1兆ドルも減少した。国際収支表によれば、2015年に0.34兆ドル、2016年には0.45兆ドルの外貨準備の純減が計上されている。前年までの傾向を踏まえて、経常収支相当額が新規の外貨準備増に充当されていたと想定すると、最大で1.39兆ドルの外貨準備の取り崩しを実施した計算となる⁹⁾。そしてそれは、主に外国人投資家による中国からの資金引き揚げにともなう中国元売り

9) 注目すべきは、15年と16年に、外貨準備増が大幅にマイナスの値となっていることである。この2年間で合計0.79兆ドルの外貨準備が純減していることを表している。さらに、14年以前のデータを見ると、経常収支が黒字であることをうけて外貨準備を毎年積み増している。10-14年平均で1年あたり0.3兆ドルのペースで増えている。15年と16年も、このペースで準備を積み増していたと想定すると、グロス（粗）で評価した場合、1.39兆ドル（0.79+0.3+0.3）の外貨準備を取り崩した計算となる。“粗減”で最大で1.39兆ドル、“純減”で0.79兆ドルとなり、この時期、約1兆ドルの外貨準備を取り崩したとする指摘と整合的である。

への対処であったと考えられる。つまり、株式バブル崩壊に端を発した通貨暴落への危機を防ぐために、少なくとも1兆ドルを使ったこととなる。仮に、中国が潤沢な外貨準備を保有していなかったら、アジア通貨危機の再来であった可能性は高い。

中国政府はジレンマに直面することとなった。資本流出規制は同時に、国内金融市場を再び“カネ余り”状態にし、資産バブルはむしろ膨張することとなった。2015年から2016年の住宅価格高騰はこうして生じた。人民元暴落を防ごうとすれば住宅価格の高騰を許容しなければならぬし、資本市場の自由化を進めていけば、バブルを沈静化できるだろうが、人民元暴落のリスクが高まる。中国当局は、通貨危機とバブルの2つのリスクに直面しながら、綱渡りの対応をもとめられたのである。

いずれにしろ、中国が株式市場暴落から通貨危機への連鎖を防ぐことができたのは、継続する経常収支黒字を背景に、世界最大規模の外貨準備を保有していたからである。米国の利上げに端を発して通貨危機が起きたという点では、1997年のアジア通貨危機と似ているが、その後の帰結は全く異なるものであった。資本流入の途絶（サドンストップ）のエピソードが物語るように、外貨準備をほとんど持たない経常収支赤字国は、外的ショックで海外資金は逃げていく。黒字国は、資本規制を強化して国内へ資金を還流させることができる。

危機を乗り切るために、保有海外資産を取り崩さなければならない。では、中国の住宅バブルが崩壊したら、外貨準備をどのくらい取り崩す必要があるのだろうか。やはり、再び1兆ドルほど取り崩すことになるのだろうか。結論から言えば、その考えは甘いかもしれない。Jordà et al (2015) は、主要17か国の140年にわたる長期データを使って、不動産バブルと株式バブルの崩壊後の経済的損失を比較している。彼らの報告によると、不動産バブルの背後には銀行の信用膨張が存在するケースが多く、バブル崩壊の経済的被害は深刻である。対

照的に、株式バブルは信用膨張をとまなわない場合が多く、経済的損失は必ずしも大きくない。すると、仮に、信用膨張に牽引された中国の住宅バブルが崩壊すれば、1兆ドルでは足りないということになる。2倍の2兆ドルほど必要となるかもしれない。流出額が3兆ドルに達するならば、外貨準備は枯渇し、経常収支黒字国の強みは消える。中国元売りが殺到して、アジア通貨危機の再来となるかもしれない。国内からの資本逃避が激しくなれば、中国当局は、資本規制を強化して資金の海外流出を防ごうとするであろうが、国内の資金流出は防ぐことはできたととしても、外国人の資金流出を防ぐことは容易ではない。

中国でバブル崩壊が生じて国内の金融危機が通貨危機へと伝染するかどうかは、流出する民間資本に対して、いまだ潤沢な外貨準備を使って、どこまで中国元を買い支えることができるかに依存するということになるであろう。そしてそれは、バブル崩壊の規模の大きさに大きく依存していることは明らかである。

Ⅲ－３．デジタル人民元の将来

中国は中国元の国際化を進めて米ドル支配を覆したいという意図をもっている。そのためには、資本規制を撤廃し、為替政策の透明性を高める必要があるが、上海株式暴落の経験や住宅バブルなど国内金融市場の不安定性を抱える中国はそう簡単に金融自由化に踏み切れない。こうした経緯のなか、人民元の国際的地位を押し上げるために中国がとった戦略は、決済面の優位性を高めることであった。

デジタル通貨とは、電子システム上で管理、保管、交換される通貨を指しており、現金との最大の違いは、現物がないことである。そのために安全性確保が重要であり、保有者の確認をふくむ安全な決済の認証には一手間を要することになる。電子的手続きに基づいて決済を行うため、決済が確実に執り行われたのか、そして誰がどれだけのデジタル通貨を保有しているのかを集権的にあるいは分権的に把握する仕

組みがもとめられ、それを可能とする決済システムを構築することが課題とされている。具体的にどういった手順で通貨のデジタル化を進めるかをめぐって、主要国の中央銀行は検討に入った段階にある。

中国は、デジタル人民元の開発は進んでおり、小口決済システムの技術に関する限りすでに世界一である。しかしながら、通貨の勢力図を変えるには至っていない。理由の一つは、いまだデジタル人民元の利用が国内限定であり、他国の中央銀行との間でデジタルインフラを統合するまでに至っていないことである。システム統合が速やかに進むかどうか、いまだ未知の部分が多い。特に、各国の中央銀行が利用している通信ネットワークに互換性がない時、システム統合は難しくなるであろう。現在、第5世代移動通信システム（5G）をめぐって米中間で激しい技術競争が展開されている¹⁰⁾。5Gは、超高速通信、低遅延（通信のタイムラグが小さい）、機器接続の多様性の拡大という長所がある。現在、この分野では中国企業のファウエイが先頭を走っているが、米国の不正取引があるとして国内の5G市場から締め出し、他国にも中国製品を使用しないようもとめている。新世代の通信システムが国際間で分断されるならば、デジタル通貨の国際的流通にも影響を与えることになるであろう。デジタル人民元の国際的戦略は影響を受けるであろう。

もう一つの理由は、人民元建て資産が国際的に信用されていないことである。一国の通貨が国際通貨となるためには、自由な資本移動の保証、透明性の高い為替制度、厚みがあり流動性の高い金融市場、組織された国債市場、独立性の高い金融政策など、金融市場全般の質の高さと市場原理を尊重する制度設計がもとめられる。中国は、2015年の上海株式市場の暴落以来、国外への資本逃避を恐れて資本規制を強化しており、また人民元レートが中国人民銀行の管理下にあることは周知の事実である。中国政府が

広範な金融制度改革を実施して市場原理を尊重する姿勢をみせないかぎり、外国人投資家は人民元建ての資産を持つとしない。貯蓄手段としての魅力がない中国元は国際通貨として限界がある。

米国の通貨覇権に異を唱える中国の動向を経済的側面から眺めてみたが、米ドルを中心とする体制を覆すのは容易ではなさそうに見える。とくに、大手不動産グループの恒大集団の経営危機に端を発する不動産市場の不安定化の末に、住宅バブルが本格的に崩壊ともなれば、経済の失速は明らかであり、国内政治は不安定化し、デジタル人民元の対外的拡大を中心とする通貨覇権を唱える政策は修正を余儀なくされるであろう。と同時に、国際通貨の興亡に影響を与えるのは、経済的側面ばかりではないこともまた事実である。2度の世界大戦を経て、基軸通貨国は英国から米国に移動したように、地政学的側面もまた通貨の興亡に影響する可能性がある。

Ⅲ-4. 米中貿易戦争とデカップリング

1930年代、イギリスの金本位制離脱をきっかけに、国際金融体制は完全に崩壊した。その後、国際金融市場を安定させる仕組みは消滅して、為替レート切り下げ競争と関税率引き上げ競争が世界貿易を縮小させる。各国の経済は行き詰まり、ブロック経済化と植民地主義の台頭を促し、第二次世界大戦の悲劇へと歴史は突き進んでいく。グローバル経済の分断が悲劇的な結末をもたらしたことは歴史の教えるところである。懸念すべきは、2022年現在、分断の兆しが生まれつつあることである。

ドナルド・トランプが米国大統領に就任すると、これまでの自由貿易主義の御旗を降ろし、露骨といってもいいほど保護貿易色を前面にだすようになった。多国間貿易協定であるTPPから撤退し、大国としての交渉力を発揮しやすい2国間協定であるFTAの締結を対象国にも

10) 伊藤亜聖（2020）は、デジタル化と米中対立の関係について詳しい記述をしている。

とめるようになった。

就任の翌 2018 年になると、矛先は中国に向かう。中国からの輸入が米国内の雇用を奪っていることを理由に、米中間の貿易不均衡を批判するようになる¹¹⁾。中国への批判は当初、貿易不均衡、国有企業への補助金によって後押しされる不公正貿易、知的財産権の侵害など経済的利益に関するものであった。米中貿易摩擦はその後エスカレートし、人権問題や 5G の設備をめぐる先端技術の主導権争いへと発展して、全面的な米中対立となった。行き過ぎとも思える中国批判の背景には、「トゥキディデスの罠」で示唆されるように、追い上げる中国と追われる米国の間で覇権をめぐる緊張の高まりがある¹²⁾。

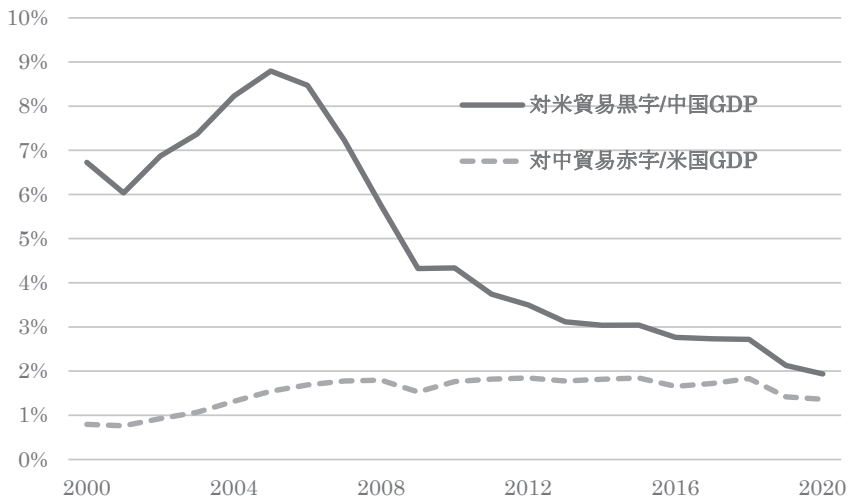
覇権で米国に対峙しようとする中国は、米国に経済的に依存していたこれまでの立場を変更することをもとめられるようになった。つまり、米中対立は、経済、技術、通貨など多方面にわたる「デカップリング」を余儀なくする流れと

なった。

まず、米中間の貿易不均衡がどのように変化しているかをみてみよう。図 5 は、貿易不均衡の大きさを米中両国の GDP で割った値を描いている（出所：Bureau of Economic Analysis, U.S. Department of Commerce）。なお、輸出入、GDP いずれの値もドル建て金額を利用しており、為替レート変化の影響を含んでいない。中国の貿易黒字シェアは、2005 年の 9% 弱をピークに、その後一貫して減少傾向を示している。一方、米国の貿易赤字シェアは、2007 年以降、ほぼ 10 年にわたって 2% 弱で安定した動きを示している。分子の大きさが同じ（中国の貿易黒字 = 米国の貿易赤字）であるにもかかわらず、両国のグラフが異なった動きを示していることは、この期間を通じて中国の GDP が米国の GDP を追い上げてきている事実を物語っている。

2018 年以降、米国の赤字シェア、中国の黒字シェアとともに減少しており、貿易摩擦が米

図 5 貿易のデカップリング



11) Autor et al (2013) は、中国からの輸入が米国の雇用へ与えている影響を分析している。

12) 「トゥキディデスの罠」とは、「新興勢力が台頭し、それまでの支配勢力と拮抗するようになると、戦争が起きる危険性が高まる」という歴史的な経験則である。古代ギリシャ世界で支配勢力だったスパルタに新興勢力のアテナイが挑んだ事例を故事としている。ハーバード大学ベルファー科学・国際関係研究所のグレアム・アリソンの研究チームは、この 500 年の歴史をひもとき、支配勢力と新興勢力が拮抗した事例を 16 件見つけ、そのうちの 12 件で戦争が起きたと報告している。そして、数十年以内に米中戦争が勃発する可能性は充分にありうると警笛を鳴らした。

中貿易を縮小させた様子を反映している。特に、中国の黒字シェアの低下傾向は顕著であり、2020年には2%を割り込む。貿易面に関する限り、中国は米国からデカップリングの傾向を強めている。

この貿易の変化は通貨にどのような影響を与えるのであろうか。貿易についていえば、財を買う方がお客様なので、輸入国の方が輸出国よりも優位な立場にある。金融についていえば、お金を貸している国の方が借りている国より強い立場にあり、債権国の方が債務国よりも優位に見える。貿易の側面から見れば、輸入国である米国が強い立場にあるように見えるし、金融の側面から見れば、債権国である中国が優位に見える。

では、米中どちらが優位にあるといえるだろうか。パズルを解くカギは、貿易と金融のいずれの取引も米ドルが使われている事実にある。中国は、米ドルで輸出して、輸出で稼いだ所得を米ドル建ての資産で運用している。中国は、これまで「新ブレトンウッズ体制」を享受してきた。大量の米ドル債を外貨準備として蓄積することで「強いドル」を支え、中国元を割安に誘導して、輸出主導型の成長を実現してきた。

中国経済は完全に米ドル通貨圏に組み込まれている。たとえ中国が輸出主導で成長して米国に対して債権国になったとしても、かつてのブラザ合意における日米関係がそうであったように、米国は自国通貨を減価することによって債務を帳消しにすることができる。通貨は“ヴェール”ではなく“権力”となる。

貿易戦争の交渉で、大量に保有している米ドル債を売却するというオプションを使って交渉を有利に運ぶという戦略を理論上は考えることはできる。中国は米ドル債を売却すれば、米ドル下落、中国元高騰で、米国は経済的損失を受けるだろうが、中国もまた損失を被る。米ドル体制に組み込まれている中国は債権国の強みを

切り札として使えないのである。

貿易のデカップリングをすすめる中国が、通貨のデカップリングをどのようにすすめるかが問われる。

図6は、中国の外貨準備高と米ドル債保有残高の動きを表しており、中国の通貨面でのデカップリングの進捗状況を読み取ることを意図している（出所：IMF）。トランプが大統領に就任した2017年以降、外貨準備高は3兆ドル強で安定しており、さほど増えていない。これは、2016年以降、経常収支黒字を計上しているものの、対GDP比で減少したことの結果である。米ドル債保有残高もまた1兆ドル強であり変化していない（この傾向は2011年以降、一貫している）。残高ベースでみる限り、特に米ドル債を取り崩す行動を目立っておこなっているようにはみえない。しかし、外貨準備高に対する米ドル債シェアは2017年から2020年の間、38%から33%へと減少傾向にある¹³⁾。仮に米ドル債保有をほぼ公的保有であるとみなすならば、外貨準備に占める米ドル債の比率は減少を続けており、ここに当局による通貨のデカップリングの意図を垣間見ることができる。つまり、米中対立は、米ドル経済圏からの離脱を徐々にではありながら押しすすめているといえよう。

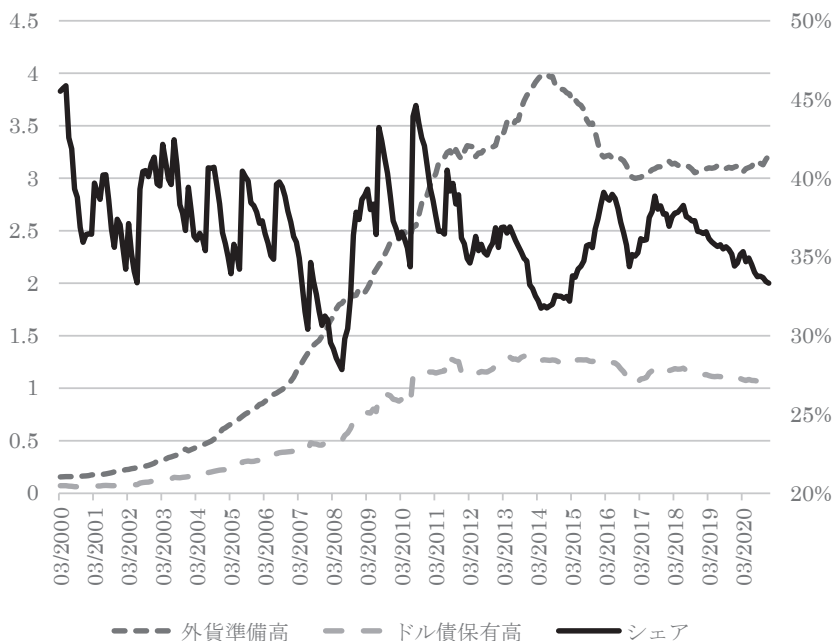
Ⅲ-5. ウクライナ危機の戦後処理と通貨覇権

経済的側面を見る限り、国際通貨の勢力図は急激には変わらないように見える。しかし、国際通貨の興亡は、戦争や危機など大事件をきっかけに非連続的に生じてきたというのが歴史の示すところでもある。

戦後のヨーロッパ経済復興を目指したマーシャルプランを思い出してみよう。ブレトンウッズ会議で米ドルを事実上の基軸通貨とする金ドル本位制の枠組みは決まったものの、すぐに機能したわけではない。欧州経済は戦争で疲

13) 2015-16年のシェアの急激な上昇は、上海株式市場の暴落を反映して、外貨準備残高が大幅に減少したことを反映している。

図6 通貨のデカップリング



弊しており、米ドルと金は米国に集中していたために、米ドルは国際間で流通しようがなかった。米国による無償贈与を中心に復興援助を実施して欧州経済の購買力を創り出し、米国からの輸出で米ドルを還流させることで、米ドルが米欧間を流通するようになった。かくしてドル体制は軌道に乗った。

今回の金融制裁の影響で、ロシアの外貨準備における米ドル比率はすでに下落しており、中国元比率は上昇している。金融制裁で米ドル決済がままならないロシアは、国際的な決済を中国元建てに切り替えているように見える。金融制裁のせいで生じている影響が長期化し、国際通貨の勢力図に影響を与えることになるかどうかは、停戦・終戦のかたちに依存するであろう。

話の見通しをよくするために、まず米ドル一強が存続するシナリオから始めよう。キンドルバーガーは、対象国が危機に陥った時に救済する最後の貸し手機能こそが基軸通貨国の重要な仕事であると指摘している。ロシアが軍事的・経済的に壊滅的な打撃を受け、ほぼ国家主権を

喪失するかたちで終戦となる場合、基軸通貨国である米国を中心とする欧米が原状回復の責務を負うのが自然だという考え方が浮上するだろう。ロシアに多額の賠償金を課し、支払い履行を促す名目でロシアの経済復興をIMF主導で実施することになる可能性が高い。ロシア産のエネルギーはこれまで通り米ドルで決済され、ロシア経済を米ドル経済圏につなぎ止めることができる。強い米ドルは維持される。

しかし、欧米にとって都合のいいシナリオ通りにはならないかもしれない。ロシアに国家主権が残るかたちで停戦・終戦となる場合、事態は複雑となる。プーチンの権力が残る形で停戦となった場合、あるいはプーチンが失脚したとしても非民主的な独裁政権が樹立された場合、西側主導でロシア経済を復興する流れにはならないであろう。ロシアもまた欧米主導の復興に応じないであろうし、代わりに中国に接近することが予想される。すると、興味は中国がロシアの復興に応じるかという点に絞られる。中国は、一帯一路をスローガンにユーラシア圏に覇

権を確立しようとしており、ロシア支援に興味を持つであろう。高利の借款で「債務の罠」に陥れ、あわよくば経済的従属を強いる機会ととらえるかもしれない。一方、中国経済は単独で援助するだけの体力はあるのであろうか。2022年の経済成長率は3.0%と政府目標の5.5%を下回り、ゼロコロナ政策の破綻もあり、今後は5%の実現も難しい見込みとなりつつある。さらに、大手不動産会社の恒大集団の債務不履行で明るみになった不良債権問題が広範に及んだ場合、中国政府は金融機関の危機対応に追われ、資金と人材の両面で国内の資源をロシア支援に割く余裕はなくなるかもしれない。

ロシアの戦後処理に対して米国と中国のどちらが主導権を取るかが、国際通貨の勢力図に影響を与える可能性を否定できない。仮に、ロシア支援で中国が最後の貸し手機能を果たすならば、米国と敵対する国や民主化の遅れた途上国など中国を頼りにする国は増え、中国元の国際的地位は高まるであろう。一方、米国は、金融制裁の効果が予想外な方向に働き、米ドル経済圏が縮小するという皮肉な事態は耐え難いであろう。

米国主導の金融制裁が、思わぬ影響をもたらしている。米国が米ドルを外交・政治の駆け引きの道具に使う現実を目の当たりにした新興国や発展途上国は、米ドルへの過度の依存に警戒する動きをみせつつある。2023年3月、ブラジルと中国が両国間の貿易の決済通貨として、それぞれの自国通貨であるレアルと人民元を利用する合意をして、決済通貨から米ドルを排除

しようとしている。2023年1月、サウジアラビアは、石油の輸出代金を米ドル以外の通貨で決済する可能性を視野に入れるという意思表示をしている。「ペトロダラー」の歴史、つまり、石油決済を米ドルが独占してきた歴史が米ドル体制を支える柱の一つであっただけに、サウジアラビアの発言は、少なからぬ衝撃を与えている。

中国の台頭を恐れる米国による過敏な動きは、強い米ドルの土台を動揺させるかもしれない。米国は、半導体の先端技術から中国を締め出すべく、半導体サプライチェーンの囲い込みを国際的に進めようとしている。国際間の貿易協定を使ってサプライチェーンの囲い込みを進めようとするれば、自由貿易と矛盾する方向に世界経済をつき動かす懸念がある。

1930年代、イギリスの金本位制離脱をきっかけに、国際金融市場で最後の貸し手となるリーダーは不在となり、国際間の協調体制は崩壊し、ブロック経済化と植民地主義が台頭した。前回の経験は、通貨体制のほころびが、自由貿易を縮小させ、世界経済の分断につながったが、現在起きようとしていることは、自由貿易の否定が分断を生み、通貨体制の分断をもたらす危険性をはらんでいることである。米中対立の行方やロシアによるウクライナ侵攻の帰結がどのような方向に進むのかは極めて興味深い。最悪の場合、国際的に金融市場が統合されていることを前提に議論されてきた国際通貨体制と通貨覇権の議論が、まったく別ものに変質するかもしれない。

IV. 最後に

米ドルは盤石のようにみえる。米国の覇権に異を唱える中国の動向を様々な角度から眺めてみたが、米ドルを中心とする体制を覆すのはいまのところ難しそうであり、むしろ住宅バブル

の崩壊で経済が失速すると、通貨覇権を唱える政策自体が修正を余儀なくされる懸念がある。米ドルに次ぐ国際通貨であるユーロの可能性はドイツ次第であろう。ユーロの伸長は、ドイツ

が財政の健全性だけでなく安全資産の国際的供給を担うという意思を持つかどうかにかかっている。ウクライナ危機を契機にエネルギーの安定的な供給先を失って経済的に厳しい立場に追い込まれたドイツが、ユーロの国際化を積極的に主導するのは難しいであろう。

一国の通貨が国際通貨となるためには、自由な資本移動の保証、透明性の高い為替制度、厚みがあり流動性の高い金融市場、組織された国債市場、独立性の高い金融政策など、金融市場全般の質の高さと市場原理を尊重する制度設計がもとめられる。そしてその国際的信用が一国の通貨を国際通貨に押し上げるという見解はし

ばらくの間、支持され続けるであろう。もし強い米ドルに陰りがみられるとするなら、外的な要因ではなく内的な要因によって米ドルの信認が失われるときであろう。¹⁴⁾ 今後も5パーセント程度のインフレ率が持続したり、あるいは今後も債務上限問題が繰り返され、米国債のデフォルトが取りざたされるようであれば、米ドル債の国際的な安全資産としての信用は低下して、米ドルの基軸通貨としての地位は維持できなくなるかもしれない。最後に、ここでの見解は、国際的に金融市場が統合されていることを前提とした話であることを付け加えておきたい。

参 考 文 献

- 伊藤亜聖 (2020) 『デジタル化する新興国—先進国を超えるか、監視社会の到来か—』中公新書
- 櫻川昌哉 (2021) 『バブルの経済理論：低金利長期停滞 金融劣化』日本経済新聞出版
- チャールズ・P・キンドルバーガー (2009) 『大不況下の世界 1929-1939』石崎明彦・木村一朗訳、岩波書店
- Autor, D.H., Dorn, D., and Hanson, G.H. (2013), "The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the United States", *American Economic Review*, Vol. 103, NO. 6, 2121-68.
- Broner, F., Didier, T., Erce, A., Schmukler, S.L. (2013), "Gross capital flows: Dynamics and crises", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 60, Issue 1, pp. 113-133.
- Caballero, R.J., Farhi, E. (2014), "On the role of safe asset shortages in secular stagnation", In: Cohen, T., Baldwin, R., (Eds.). *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*, CEPR Press, pp. 111-122.
- Dmitry Mukhin (2022), "An Equilibrium Model of the International Price System", *American Economic Review*, Vol.12, pp. 650-688
- Huang, D.J., Leung, C.K., and Qu, B. (2015), "Do bank loans and local amenities explain Chinese urban house prices?" *China Economic Review*, Vol. 34, pp. 19-38.
- Ito, T. (2017), "A new financial order in Asia: Will a RMB bloc emerge?", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 74, pp. 232-257.
- Nurkse, R. (1944), "International Currency Experience: Lessons of the Inter-War Period", Geneva: League of Nations.
- Jordà, Ò., Schularick M., and Taylor AM., (2015), "Leveraged bubbles", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 76, Supplement, S1-S20.

14) Mukhin (2022) は、決済通貨としての優位性から、米ドルが支配的な通貨となっていると主張しており、たとえ中国が通貨制度を変動為替相場制に移行して、米ドルに自国通貨をペッグしている新興国や途上国が中国元にペッグ先を変更したとしても、米ドルの中国元に対する優位性は揺らぐことはないとしている。

- Kawai M., and Victor P. (2016), “Is there really a renminbi bloc in Asia?: A modified Frankel-Wei approach”, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 62, pp. 72-97.
- Kindleberger, C.P. (1978), “Manias, Panics, and Crashes, A History of Financial Crises, London, Macmillan”（日本語版：吉野俊彦・八木甫訳（2004）『熱狂，崩壊，恐慌—金融恐慌の歴史』，日本経済新聞出版社）
- Sakuragawa M., Tobe, S., and Zhou, M. (2021), “Chinese housing market and bank credit”, *Journal of Asian Economics*, Vol. 76, 101361.
- Robert, Triffin (1961)., “Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility”, Yale University Press.