



2013年4月22日(月) 開催  
 テーマ:「世界金融危機後のドル」  
 報告者:和佐健介(主任研究員)

## 概要

### 1. 世界金融危機のドル基軸体制への影響の検証

世界金融危機は、基軸通貨発行国である米国が震源地であった。本発表では、危機後約5年が経過したが、ドル基軸体制にはどのような影響が政治的経済的にあったのか、検討を試みる。

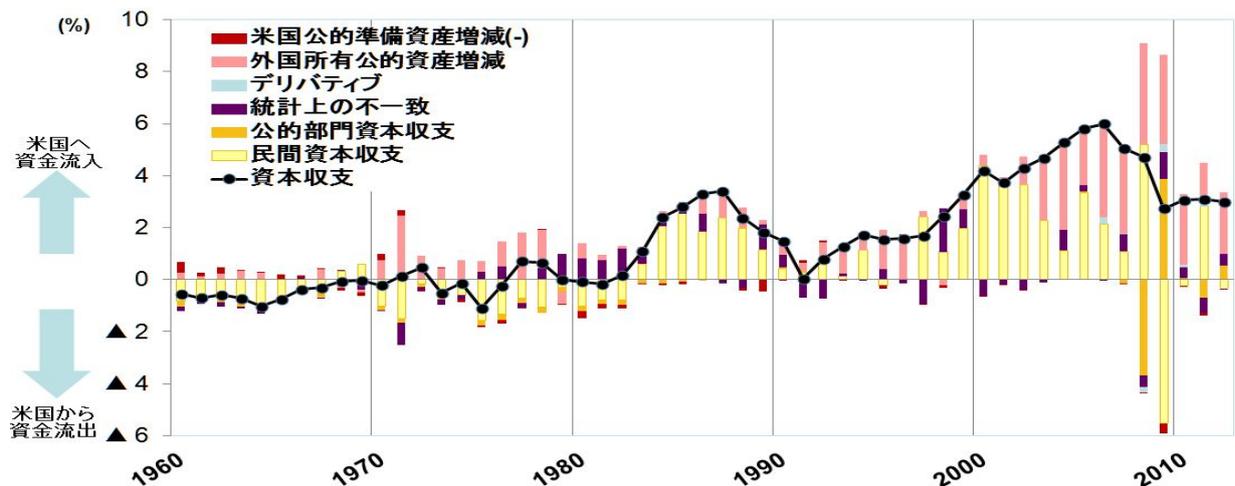
### 2. 米国の資本収支からみた国際的資金循環構造の変化

#### (1) 経常収支、資本収支の俯瞰

世界金融危機以降、米国の経常赤字は一端縮小したが、最近では横ばい傾向を示している。また、経常赤字のうちわけである所得収支や貿易収支の傾向は極端には変化していない。

一方、資本収支(図1)をみると、うちわけの構成の大きさや符号(資金の動く方向)の変化が大きくよりダイナミックである。その傾向は、特に2000年以降顕著である。

図1 米国の資本収支の推移 (GDP比)



【出所】 Bureau of Economic Analysis (US Department of Commerce), 'U.S. International Transactions Accounts Data' より筆者作成

#### (2) 資本収支からみえるドルの脆弱化

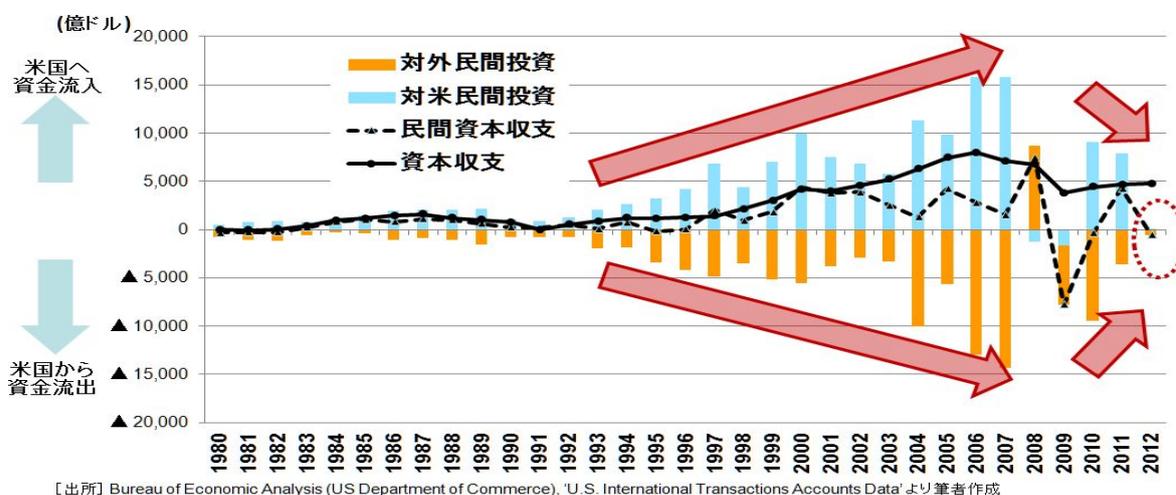
資本収支のうちわけをみると(図2)、2000年代中ごろからドルの脆弱性が増していることがわかる。外国政府の為替市場介入に伴う米国資産の購入による資本流入(外国所有

公的資産増減)の占める割合が大きくなっており、外国政府の意思に左右される蓋然性が無視できなくなっている。この傾向は金融危機後も継続している。

### (3) 国際的なドル資金の拡大と収縮

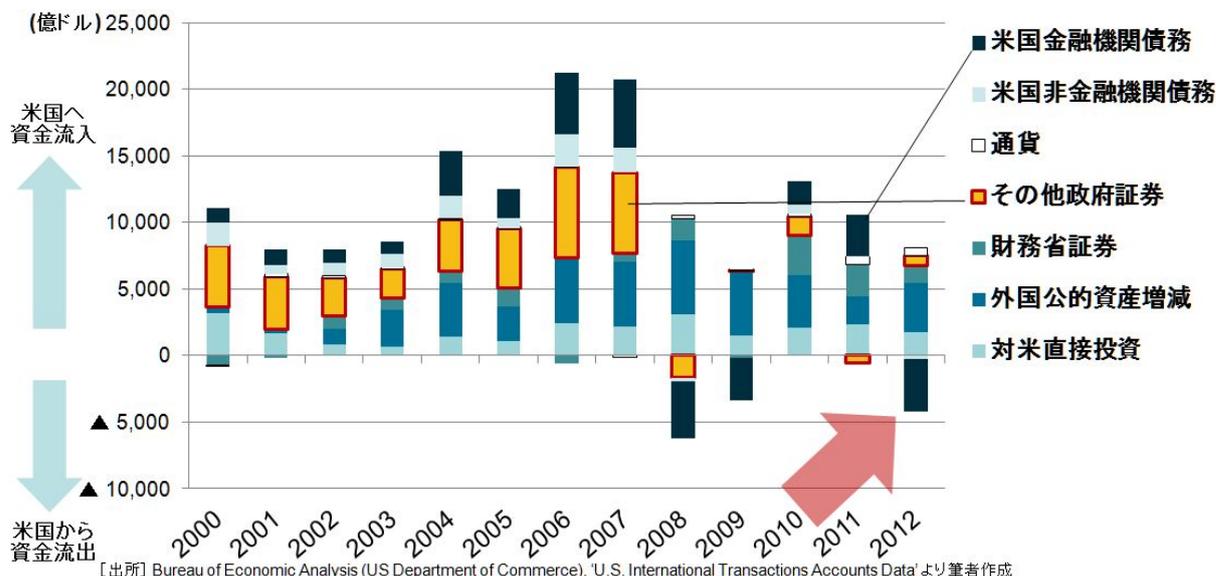
危機後、民間資本収支の動きが、縮小しつつ不安定であり、2012年には、ほぼ均衡している。危機前に変動はあるものの黒字基調(米国への資金流入)であったことからすると、大きな変化である。グロスで見ると、危機後、国際的な民間資本の動きは、米国への流入、流出ともに大きく縮小している(図2)。

図2 米国をめぐる国際民間投資の推移



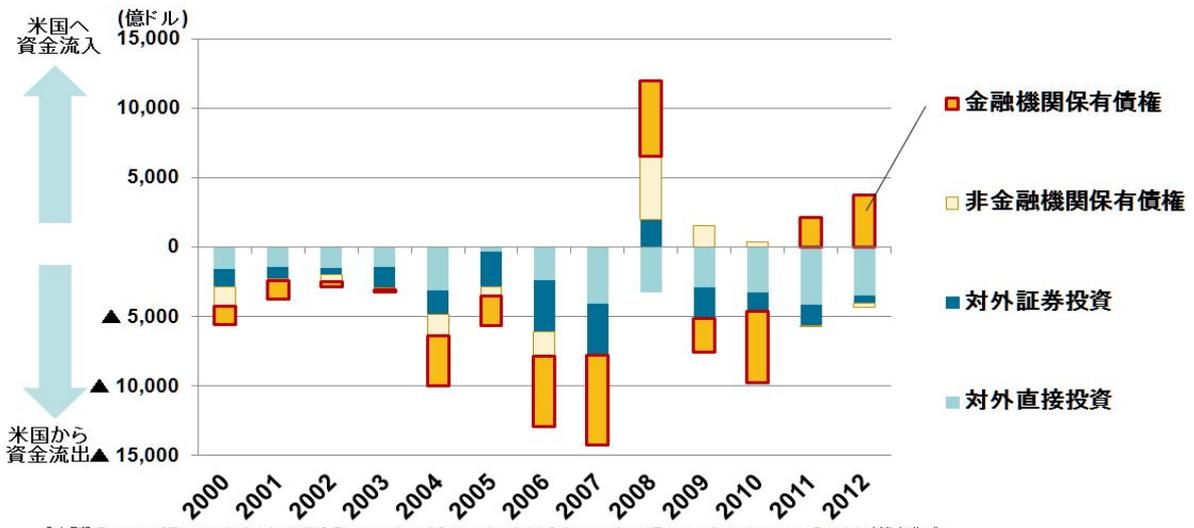
だが、対米投資や米国の対外投資がすべて急減したわけではない。対米投資を詳しくみると、政府機関証券(住宅系と考えられる)債券への投資の減少と、米国金融機関の海外からの借入に対する返済が、対米投資総額の減少の主な要因であることがわかる(図3)。

図3 対米投資の推移



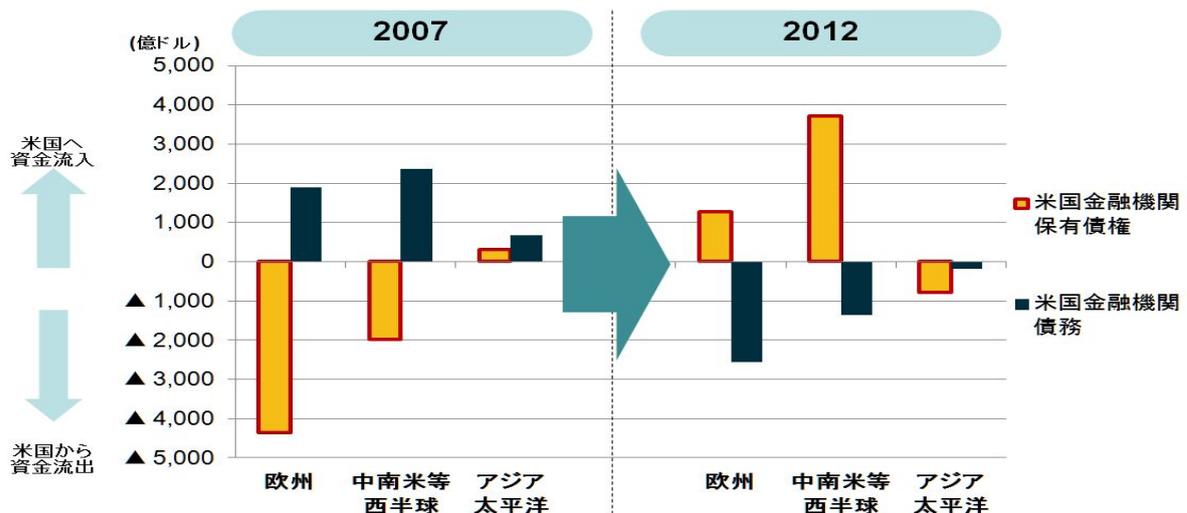
一方、米国の対外民間投資をみると、米国の金融機関が海外へ貸し出した資金を回収していることが、対外投資総額を減少させる要因となっている(図4)。

図4 米国の対外民間投資の推移



米国金融機関の国際貸借を、危機前の2007年と2012年とで比較してみると(図5)、米国金融機関は、危機前に欧州に突出した大きな貸出を行っていたが、直近は欧州等から債権を引き上げている。危機後なお国際的な調整が続いていると考えられる。

図5 米国金融機関の地域別国際貸借の変化



### 3. ドル基軸体制の新興国の懸念と相対的優位性の認識

#### (1)ドル基軸体制の持続可能性への新興市場国関係者の懸念

中国など近年外貨準備を増加させてきた新興市場国は、ドル基軸通貨体制の持続性に対する懸念を表明してきた。最近行われたフランスとスペインの学者によるインタビューによる研究は、中国、湾岸諸国、ブラジルの金融関係エリートが、危機の発生によってドル基軸体制の持続可能性への懸念を深めながらも、ドルより優れた国際通貨がないことや、いわゆる「ドルのわな」(あまりにも保有額が大きいため、重大な損失を被らずしてドル保有を減少させることができないこと)により、不本意ながら追従していることを報告している<sup>i</sup>。

#### (2)ドル基軸体制の相対的優位：危機対応の柔軟性におけるユーロとの比較

一方、より最近においては、ユーロに関して欧州で繰り返される政治的曲折の連続を目の当たりにして、システムとしてのドルの危機から回復へ向かう柔軟性における相対的優位性をあらためて見直す動きもみられる<sup>ii</sup>。

#### 4. ドル基軸体制の持続可能性の鍵

米国資本収支が示す国際的なドル信用の調整は、2000年代の信用拡大がもたらしていたドル基軸通貨体制の持続可能性への懸念の低減に貢献する可能性がある。

しかしながら、米国の巨額の経常赤字は依然として存在しており、ドル基軸体制の持続可能性にとって、大きな課題であることには変わりはない。したがって、国際収支不均衡による軋轢を抱えながら、他通貨との相対的優位によって現状を維持する状況が、当面は続くものと考えられる。

今後のドル基軸体制の軋轢の低減と世界経済の安定のための重要な鍵の一つは、米国経済の回復と経常収支と財政収支の赤字削減、及びこれらを支える金融政策(とその出口戦略の実行)が、調和をもって実現されるか否かにかかっている。容易な道のりではないと考えられるが、その成否やプロセスのあり方は、日本はもちろんのこと世界経済の将来にとってお重大な問題である。

---

<sup>i</sup> Miguel Osterro-Iglesias & Federico Steinberg [2012], *Is the Dollar Becoming a Negotiated Currency? Evidence from the Emerging Markets*, New Political Economy

<sup>ii</sup> 中国人民銀行金融研究所の金中夏所長は、イギリスのシンクタンクへの寄稿のなかで、ドル基軸体制が当面続く理由の一つとして国際的ドル信用ネットワークの柔軟性を挙げていると報じられている(ロイター(2013/2/8), Daily Telegraph(2013/2/19), Financial Times(2012/3/12))。