



2011年11月

世界の債券市場見通し：失われつつある米ドルへの信認

By Thomas D. Higgins, PhD, Global Macro Strategist,
Standish Mellon Asset Management Company LLC (“Standish”)

エグゼクティブ・サマリー

ここ数年、米ドルが世界の主要準備通貨としての地位を失うのではないかとの観測が強まりつつあります。これは、新興経済国の勢力拡大に伴う世界経済のバランスの変化が一因ですが、米国が直面している困難な財政問題に対する懸念の高まりや、それが世界中の金利や通貨に影響を及ぼしていることとも無関係ではありません。弊社は、米ドルの影響力は長期的に弱まっていくものの、短期的には、米ドルに代わり世界の準備通貨となり得るものはないと考えています。本稿では、米ドルを基軸とする準備制度の持つリスクや、複数の準備通貨で構成されたバスケットを基軸とする制度に徐々に移行する可能性について探ってみたいと思います。

米ドルは第2次世界大戦後に英ポンドから世界の主要準備通貨の座を奪って以来、フランスのヴァレリー・ジスカルデスタン元財務相の言葉を借りれば「法外な特権」を享受してきました。今日、米ドルは世界の外貨準備の60%を占め、世界の外国為替取引の42%以上が米ドルに関係するものです（図表1参照）。現時点では、米ドルの優位性を脅かす通貨はほとんどありません。

“Triennial Central Bank Survey: Report on Global Foreign Exchange Market Activity in 2010,” Bank for International Settlements, December 2010, p. 12.

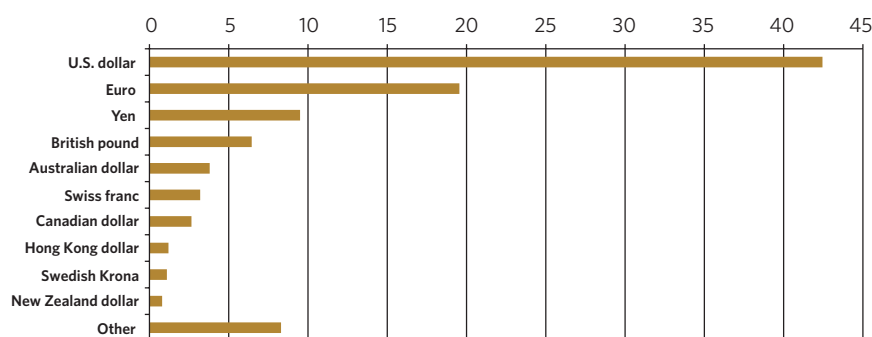


BNY MELLON
ASSET MANAGEMENT

米ドルに代わる通貨としてよく挙げられるのはユーロ、円、人民元または金ですが、いずれもそれぞれの問題を抱えています。ユーロは欧州周縁国のソブリン債務危機で信頼が大きく揺らいでおり、円は日本の国家規模が比較的小さい上、人口の減少や景気低迷の影響で、世界的に流通する通貨とはなっていません。また人民元は依然として完全な兌換性を持っておらず、金は国際金融システムの基軸となるには市場の厚みが乏しく、流動性も十分ではありません。IMFの特別引出権（SDR）を裏付けとする新通貨を創設し基軸通貨とする案も、米ドルとユーロがSDRバスケットの80%近くを占めていることを考えれば、両通貨の価値が長期に渡って下落した場合、SDRは価値を保護する役割を果たすことがほとんどできないため、現実味が乏しいように思われます。よって、短期的には米ドルの国際通貨としての地位が揺らぐ可能性は初めからないと言えるでしょう。

Exhibit 1 - The U.S. Dollar Is the Most Widely Used Currency

Currency share of global foreign exchange transactions



Source: Bank of International Settlements, as of September 30, 2011.

しかしながら、長期的には、米ドルの圧倒的な優位性は徐々に減退していくと見られます。米国の財政赤字が拡大し、海外からの借入に対する依存度が高まり、米ドルの貿易加重平均相場が2002年以降3分の1下落したことで、米ドルが準備通貨の重要な特徴、つまり「価値の貯蔵手段」としての役割を果たせるかどうか、疑問が生じています。スタンダード・アンド・プアーズが最近、米国のソブリン格付けを「AAA」から「AA-」に引き下げたことも、米ドルに対するネガティブな見方を強める要因となりました。そのため、今後世界における米ドルの役割がある程度低下していったとしても不思議ではありません。弊社では、単一通貨を基軸とする準備制度から多通貨を基軸とする準備制度に移行することが、世界経済にとって最も好ましいと考えています。しかし、それほど大規模な世界的リバランスは、大きなコストを伴います。米ドルの価値ばかりでなく、世界経済や債券市場にも影響を及ぼすことになるでしょう。

²Barry Eichengreen, *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System* (Oxford: Oxford University Press), 2011.

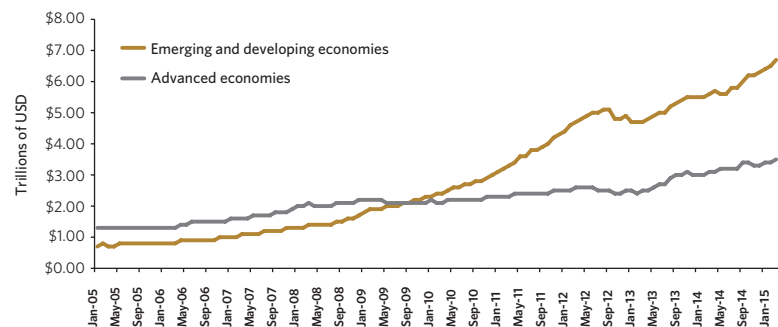
³Federal Reserve H.10 Release: Summary Measures of the Foreign Exchange of the Dollar, October 2011.

米ドル基軸の準備制度が持つリスク

各国中央銀行が外貨準備高を積み上げる最も一般的な理由としては、1) 輸出収入が一時的に不足した場合、モノやサービスの購入代金を賄う必要がある 2) 資本フローが急激に流出超に転じた場合、満期が到来した対外債務の返済資金を手当てする必要がある 3) 輸出の伸びを支えるため自国通貨の上昇を抑制する 4) 流動性を重視しながら国家資産の最適な投資配分を目指す、の4つが挙げられます。

公表されている世界各国の外貨準備高は総額10兆米ドル程度ですが、そのうち約3分の2がアジア地域を中心とする新興国に集中しています（図表2参照）。1997年のアジア金融危機以来、アジア諸国は急激な通貨切り下げにつながる資本流出に再び見舞われた場合に自国経済を守るための備えとして、外貨準備を積み増してきました。その結果、アジア諸国が保有する外貨準備高は、1997年の2,250億米ドルから2010年には3兆5,000億米ドルまで拡大しました。これはアジアの輸入支払額の2年分に相当するほか、対外債務総額の3倍以上に当たる規模であり、国際収支の観点から見れば、適切な額をはるかに上回る水準です。むしろ、アジア諸国の外貨準備高の増加は、自国通貨高の抑制を目的とした市場介入の副産物であると思われます。

Exhibit 2 - Global Foreign Exchange Reserves



Source: The International Monetary Fund Global Financial Stability Report, as of September 30, 2011.

多くのアジア諸国は、自国通貨の相場を管理する上で、米ドル、あるいは米ドルの比重が高い通貨バスケットを基準として用いています。そのため、外貨準備の大半は米国債を中心とする米ドル建て資産で構成されています。アジア諸国による外貨準備の蓄積が米国の金利上昇を抑え、米国の需要を支えている一方で、意図的に低水準に抑えられた為替相場を通じてアジアへの投資やアジアからの輸出が押し上げられているため、世界的な不均衡を拡大させる要因となっています。このパターンが長く続くほど、経済や金融市場の安定が脅かされるリスクが高まります。

⁴Edmund Truman and Anna Wong, "The Case for an International Reserve Diversification Standard," *The Institute for International Economics*, May 2006.

⁵"World Development Indicators," the World Bank, April 2011.

⁶*Ibid.*

この問題を別にしても、米国の金利が既に極めて低い水準にあり、米国が極度の財政・金融緩和政策を続けている中でポートフォリオの大半を米国債に配分すれば、長期的に大きな代償を払うことになりかねません。米連邦準備理事会（FRB）は量的緩和を通じ、バランスシートの規模を2008年8月の9,000億米ドルから2011年10月には2兆8,000億米ドルまで拡大しました。また、米国の債務総額は2015年までにGDPの115%を上回る水準に達する見込みです。これらの緩和政策はインフレリスクを高めるものであり、また現在の米国債の価格が割高な水準にある可能性を示唆しています。

たとえ米国が財政健全化に成功し、FRBが時期を逸することなく緩和策を解除できると想定しても、他により魅力的なリスク調整後リターンが期待できる投資機会があることを考えれば、米国債に資産の大部分を配分することは妥当とは言えません。例えば2011年10月時点における中国の3ヶ月物国債利回りは3.05%で、米国の3ヶ月物国債利回りの0.02%を大幅に上回る「ネガティブキャリー」状態にあるため、中国は1兆1,000億米ドルに上る米国債への投資で損失を被っています。しかも、これには過去1年間に人民元の対米ドル相場が緩やかに上昇したことに伴う為替差損は含まれていません。リターン追求の観点から見れば、米国債への投資には妥当性がほとんどありません。

そのため、世界各国の中央銀行は準備資産に占める米ドルの比率を徐々に引き下げようとする可能性があります。米ドルは引き続き世界的に重要な役割を果たすでしょうが、他の通貨とその役割を共有するようになる見込みです。弊社の見るところ、米ドルの単一通貨体制から多極通貨体制に移行すれば、世界の金融システムの安定性が向上すると思われます。米国はドルの圧倒的な優位性を背景に国際金融市場から低コストで資金を借り入れることが可能ですが、一方でFRBが金融政策の引き締めを目指している場面でも市場金利が低水準に抑えられるため、国内金融政策の効果が損なわれてきました。各国の中央銀行が準備資産のポートフォリオを分散すれば、米国経済や金融市場の悪化、政策変更などによる悪影響を軽減する効果も期待できるでしょう。

短期的には米ドルに代わる通貨はほとんど見当たらない

米ドルを基軸とする準備制度が持つリスクを認識していても、現実には、米ドルに代わり得る通貨はほとんどありません。ある通貨が準備通貨として受け入れられるためには、一定の条件を満たす必要があります。最も基本的な条件としては、1) 外国為替取引の媒介役 2) 価値の貯蔵手段 3) モノやサービスの価格を比較する上での計算単位、の3点が挙げられます。しかしながら、これらの必要条件が揃っていたとしても、世界の銀行業界から準備通貨として受け入れられるには不十分です。

⁷Federal Reserve H.4.1 Release: Factors Effecting Reserve Balances.

⁸"World Economic Outlook: Slowing Growth, Rising Risks," the International Monetary Fund, September 2011.

⁹Bloomberg.

¹⁰Edwin Truman, "The Evolution of the International Financial System," remarks delivered at the Institute for International Monetary Affairs Eighth Symposium, Tokyo, Japan, 1999.

銀行業界はそれ以外にも、準備通貨の発行国に対し、安定した政治システム、中央銀行や財務省といった強力な管轄機関、健全なマクロ経済政策、財産権の尊重などの条件を満たすことを求めています。しかも、準備通貨の発行国は経済規模が大きく貿易量も高水準に達し、通貨が世界で幅広く流通している国である傾向があります。さらに、準備通貨の発行国は、同国通貨の保有者が一定のリターンを得られる資産に当該通貨を投資できるよう、十分な厚みと流動性がある資本市場を有していなければなりません（図表3参照）。

前述したように、米ドルに代わる準備通貨の候補としては、ユーロ、円、人民元、金がよく挙げられます。金本位制の復活を支持する人々は、金は「価値の貯蔵手段」として適切だと主張していますが、金市場は国際金融システムの基盤とするには小さ過ぎ、流動性も十分ではありません。実際のところ、1トロイオンス=1,750米ドルで計算した場合、これまで産出された金をすべて合わせても約9兆米ドルに過ぎず、米国のマネーサプライ（9兆5,000億米ドル）やユーロ圏のマネーサプライ（11兆8,000億米ドル）にも届きません。そのため、金本位制を復活させるには、世界のマネーサプライを著しく縮小させるか、あるいは金価格を大幅に引き上げる必要があります。

たとえこの問題が解決されたとしても、金本位制時代は金融政策が基本的に金の生産量に左右されたため、世界の景気サイクルの振幅が一段と激しかったことには注意が必要です。金本位制を取っていた1870年から1933年までの間、米国の景気が後退あるいは停滞していた期間が他の時期に比べ30%も多かったほか、下降局面の平均持続期間もそれ以降に比べ倍の長さには達していました。中国が人民元の兌換性に対する規制を続けていなければ、金よりも人民元の方が優れた選択肢となるかもしれません。しかし、各国中央銀行が準備通貨として人民元を保有するには、中国が国内債券市場の厚みや幅の拡大に向け、さらに前進する必要があります。

円の国際的な役割は、日本は人口がわずかに1億2,600万人の比較的小さな国であるという事実によって制約されています。日本の人口は米国やユーロ圏の半分で、しかも減少しつつあります。その結果、円を国際的な通貨にしようという気運は徐々に薄れています。加えて、日本経済は1980年代終盤に「双子のバブル」が崩壊した後、過去20年の大半に渡って停滞を続けてきました。その結果、過去10年間に円が果たしてきた主な役割は、日本国外への投資資金を低コストで調達する「ファンディング通貨」としての役割でした。

¹¹Federal Reserve and Eurostat, October 2011.

¹²Brad DeLong, "Why Not the Gold Standard?" University of California at Berkeley, August 10, 1996.

¹³Business Cycle Dating Committee, National Bureau of Economic Research.

短期的に見て、米ドルに代わる準備通貨として最も現実的なのは、おそらくユーロだと思われます。意外なことではありませんが、ユーロはすでに米ドルに次いで2番目に重要な準備通貨となっています。しかしながら、欧州経済のファンダメンタルズが米国に比べそれほど良好というわけではないことを考えれば、欧州周縁国のソブリン債務危機が完全に解決されるまでは、ユーロが世界の主要準備通貨として適切かどうかは依然として疑問が残ります。特にギリシャをはじめとする欧州周縁国の債務を長期に亘り安定的に保つことは困難と思われます。欧州各国は互いに周縁国のソブリン債を大量に保有しているため、債務問題が欧州の銀行システムを脅かしています。欧州各国の指導者がこれらの問題に対する包括的な解決策を見つけ出すまで、ユーロが米ドルに代わる準備通貨として真剣に検討されることはないでしょう。

Exhibit 3 - Criteria for Global Reserve Currency

	Medium of Exchange	Store of Value	Unit of Account	Stable Political System	Sound Macro Economic Policies	Respect for Property Rights	Deep/Liquid Capital Markets	Broadly Circulating Currency
U.S. Dollar	X	X	X	X	X	X	X	X
Euro	X	X	X	X	X	X	X	X
Japanese Yen	X	X	X	X	X	X	X	
Chinese Renminbi	X	X	X	X	X			
Gold		X	X					
IMF Special Drawing Rights			X					

Source: Standish, as of September 30, 2011.

長期的に最適な準備資産の配分を決定する

現時点では米ドルに代わる選択肢はほとんどないように見えますが、必ずしもそうとは限りません。欧州各国の指導者はユーロ圏を蝕んでいる問題に取り組んでおり、中国は人民元建てのいわゆる「点心債」の発行が拡大している香港におけるオフショア人民元市場の発展を促すことで、徐々に資本取引の自由化を進めています。オフショア人民元市場は依然小規模で、預金額は約5,500億元（900億米ドル）に過ぎませんが、急速に拡大しつつあります。

将来的にユーロや人民元、その他の通貨にどれだけ準備資産を配分すべきかを決定するのは簡単ではありません。しかしながら、その構成を推測するために用いることのできる経済指標および金融市場に関する指標はいくつかあります。例えば、ある国が世界のGDPや輸出に占めるシェアは、その国の通貨建てで行われる取引量を推測する上での目安となります。これらの指標を基準とした場合、世界の準備資産に占める米ドルの割合は、実際よりもはるかに少なくなるはずですが、国際通貨基金（IMF）によると、2010年現在、米国が世界のGDPに占める割合はわずか20%、世界の輸出に占める割合は10%に過ぎないにもかかわらず、米ドルは依然として世界の準備資産の60%を占めています。それとは対照的に、新興国は世界のGDPの半分、世界の輸出の3分の1以上を占めるにもかかわらず、世界の外貨準備高に占めるシェアは新興国通貨のすべてを合わせても5%以下にとどまっています（図表4参照）。米国の金融市場が持つ厚みや幅の広さを高く評価したとしても、米ドルは世界市場において不釣り合いなほど大きな役割を担っているように見えます。

¹⁴Ju Wang, Kumar Rachapudi and Jian Chang, "CNH Market Primer," Barclays Capital Emerging Market Research, August 2011.

一部のエコノミストはこの現象について、コンピューターのOSや言語に関して見られるような、市場で最も優勢なものに同調しようとする強いインセンティブが働く、いわゆる「ネットワーク外部性効果」によるものだと指摘しています。これらのエコノミストは、こうしたインセンティブは、常に単一の強力な準備通貨を生み出す要因になるといいます。しかし、これまでの歴史はその理論を裏付けるものではありません。実際のところ、英ポンドは第1次世界大戦前にはフランスフランと、それ以降は米ドルと国際的な通貨の座を分かち合ってきました。しかも、金融イノベーションや技術の進化により、為替市場の取引コストは大きく低下しています。そのため、米ドルに二つか三つの他通貨を加えた通貨バスケットが準備通貨の役割を果たしたとしてもおかしくはありません。

Exhibit 4 – Global Economic and Financial Market Indicators

	Share of Global Reserves in Q1 2011	Share of Global GDP	Share of Global Exports	Share of Global Equity Markets	Share of Global Debt Markets
U.S. Dollar	61%	20%	10%	31%	27%
Euro	27%	15%	26%	11%	21%
Japanese Yen	4%	6%	5%	7%	28%
UK Pound	4%	3%	4%	7%	3%
Emerging Markets	<5%	48%	36%	23%	13%
Other	>5%	9%	20%	21%	7%

Source: The International Monetary Fund World Economic Outlook and Global Financial Stability Reports, as of September 30, 2011.

実際のところ、準備資産を分散化する動きはすでに始まっており、特に新興国をはじめとする海外の中央銀行は、準備資産を米ドルから他通貨に分散し始めています。世界の外貨準備高に占める米ドルのシェアは、10年前の70%超から現在は約60%にまで低下しています。米ドル相場下落がその一因となっていますが、それだけが理由ではありません。

その背景には、新興国の対外債務に対する依存度が低下し、固定相場制から変動相場制に移行しつつあることなどの構造的な要因があります。IMFによると、1975年には途上国通貨の約75%がペッグ制を採用していたのに対し、現在ではその比率が50%以下になりました。ユーロは外貨準備の分散化による恩恵を最も受けている通貨の一つですが、IMFの分類では、外貨準備高に占めるシェアの上昇率が最も大きなカテゴリーは、新興国通貨を含む「その他」通貨です。2008年には世界の外貨準備高に占める「その他」の比率は2%未満でしたが、2011年第2四半期時点では5%近くにまで上昇しています。

債券市場に及ぼす影響

では、準備資産を構成する通貨の緩やかな変動は、世界の債券市場にどのような影響を及ぼすのでしょうか。外貨準備高に占める米ドルの比率低下が米国の債券市場に及ぼす影響を正確に把握することは困難です。弊社の債券モデルによると、米国債市場に海外から1,000億米ドル流入するごとに、10年物米国債の利回りはおよそ0.1%押し下げられます。他の条件が今と変わらなかったとして、世界の外貨準備高に占める米ドルのシェアが世界のGDPに占める米国のシェアと同じ水準まで今後徐々に低下すると仮定すれば、米国の10年債利回りは2030年までに0.5%も上昇する計算になります。そう考えれば、現在の利回り水準で米国債に投資する価値はほとんどありません。

¹⁵Barry Eichengreen, "Sterling's Past, Dollar's Future: Historical Perspectives on Reserve Currency Competition," University of California at Berkeley, April 2005, p. 21.

¹⁶International Monetary Fund. Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves.

¹⁷Ibid.

それとは対照的に、新興国通貨は長期的な投資妙味が高いと思われます。新興国通貨の国際的な役割が高まれば通貨の価値は上昇すると予想され、それらの通貨建て債券への投資需要も拡大するでしょう。1990年代半ばの新興国通貨建て債券の発行残高はわずか1兆米ドルに過ぎませんでした。現在は6兆米ドルを上回っています。これらの市場における市場参加者は依然として国内勢が大半を占めていますが、海外投資家の参加も急増しています。新興国の健全な経済ファンダメンタルズに支えられ、このトレンドはしばらく続くと考えています。例えば、GDPに対する債務の比率は先進国が100%に達しているのに対し、新興国では平均30%であり、また実質GDP成長率も、先進国が年2%にとどまっているのに対し、新興国はその3倍近い6%に達しています。

弊社では米ドルが近いうちに準備通貨の地位を失うとは考えていませんが、多くの新興国で流動性やマクロ経済政策が改善しつつあることから、世界各国の中央銀行は最適な準備資産の配分を検討する上で、新興国通貨の比率を引き上げると予想されます。それは世界が多極通貨体制に向かう大きな流れの一部となり、一つの強大な通貨にエクスポージャーを集中させることに伴うリスクが軽減されることになるでしょう。

¹⁸Shanaka J. Peiris, "Foreign Participation in Emerging Markets' Local Currency Bond Markets," IMF Working Paper, April 2010.

¹⁹"World Economic Outlook: Slowing Growth, Rising Risks," the International Monetary Fund, September 2011.



Thomas D. Higgins, PhD, Global Macro Strategist

Tom is the Global Macro Strategist for Standish. He is responsible for developing views on the global economy and making relative value recommendations among global bond markets, currencies, and sectors. Before joining Standish in 2010, Tom was employed as the Chief Economist for Payden & Rygel Investment Management in Los Angeles and served as International Economist at the Conference Board. Tom received his Ph.D. and M.A. degrees in Economics from Fordham University and holds a B.A. in Economics from Drew University. Tom has 18 years of experience analyzing financial markets. He is a member of both the American Economics Association and the National Association of Business Economics (NABE). Tom was President of the Los Angeles Chapter of the NABE from 2006–2007. He is a past board member of the Los Angeles Economic Development Corporation and the California Council on Economic Education. Tom was the 2010 Recipient of the Robert T. Parry Award for Exemplary Contributions in the Field of Economics.

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号
〔加入協会〕 社団法人 投資信託協会
社団法人 日本証券投資顧問業協会