

みずほマーケット・トピック(2023 年 9 月 4 日)

BRICS 共通通貨は「いつか来た道」

BRICS 首脳会議で加盟国拡大が発表されたことに際し、「国際経済・金融情勢にどのような影響を持つのか」という照会が多い。様々な論点があるが、為替市場からは「米ドル覇権への挑戦なのか」という良くある照会に対して考察を与えておきたい。今回は加盟国拡大に加え、BRICS 共通通貨構想も注目を集めた。こうした動きがいわゆるグローバルサウスによる「米ドル覇権への挑戦」といった論点で切り取られており、そのように注目されることが BRICS 首脳会議の狙いだったと思われる。しかし、「いつか来た道」と感じた向きも多いだろう。理論的な争点になる最適通貨圏(OCA)の条件に照らせば、BRICS は全く話にならない。ユーロですら未だ問題含みであることや、過去にアジアでも類似の構想が取りざたされたことを思い返したいところ。しかし、新興国が米ドル依存の弊害に苦しんでいるという主張にも理はある。仮にグローバルサウスによる「米ドル覇権への挑戦」をテーマとしたい場合、外貨準備運用が多様化している事実こそ現実的な話題と考えるべき。ロシアの「人民元」化が進んでいることと合わせて理解したい。

～鮮明化する「グローバルサウス vs. 先進国」～

8 月 22 日から 24 日にかけて、南アフリカのヨハネスブルクで開催された BRICS 首脳会議は、既存の 5 か国(ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ)に加え、2025 年 1 月から新たに 6 か国(アルゼンチン、エジプト、エチオピア、イラン、サウジアラビア、UAE:アラブ首長国連邦)が加盟することを発表した。今回の 6 か国承認を拡大の一里塚と捉える報道は多い。近年、北半球の先進国に対し南半球の途上国の総称として「グローバルサウス」というフレーズが使われるが、今回のニュースは確かにその勢力拡大を印象づけるものであった。これに合わせて筆者の元にも「国際経済・金融情勢にどのような影響を持つのか」という照会を頂く。広範な論点は 8 月 28 日発行の『通貨ニュース:BRICS:加盟国の拡大を決定し、ドル依存のリスク低減に向け前進』を参照にして頂きたいが、本欄では「米ドル覇権への挑戦なのか」という良くある照会について簡単な考察を与えておきたい。

～BRICS 共通通貨構想と OCA 条件～

今回の BRICS 首脳会議は加盟国拡大に加えて、BRICS 共通通貨構想もヘッドラインで取りざたされている。こうした動きがグローバルサウスによる「米ドル覇権への挑戦」といった論点で切り取られており、またそのように注目されることが BRICS 首脳会議の狙いだったと思われる。

しかし、金融市場の経験が長い読者ほど「いつか来た道」と感じたのではないか。かつて英ポンド、日本円、そしてユーロと時代の節目節目で「米ドル覇権への挑戦」が国際金融の舞台で話題に上ってきた。しかし、いずれも米ドルに肉薄することはなく、自然と立ち消えになった。今回も恐らくそうなるだろう。そもそも BRICS 共通通貨は「米ドル覇権への挑戦」以前に実際の通貨として結実することも困難だろう。ある国・地域への共通通貨導入を検討する場合、理論的にはそれが最適通貨

圏 (OCA: Optimal Currency Area) の条件を満たすかどうか争点になる。

OCA の条件は以下の 4 つが挙げられる:

- ① 対象国間で産業構造に類似性があること
- ② 対象国間で貿易開放度および貿易依存度が高いこと
- ③ 対象国間で生産要素価格の伸縮性・移動性の高さがあること(≒端的には労働力の移動が自由であること)
- ④ 対象国間で円滑な財政移転が可能なこと

詳しく議論するまでもなく BRICS 首脳会議の現加盟国はもちろん、未来の加盟国についてもこれは全く満たせない。例えばインドのような資源輸入大国とロシアや中東産油国のような資源輸出大国で産業構造の類似性を見出すのは難しい。生産要素価格の伸縮性や移動性に関しても、中国やブラジルや中東産油国の間で労働者が自由に往来することが考えられるだろうか。ユーロ圏ですら OCA の条件を満たしておらず、ユーロ発足時には賛否が渦巻いていたが「ユーロを導入すれば自然と(産業構造などが変化し、景気循環も収斂して)満たすことになる」という見切り発車した経緯がある。結果どうなったか。欧州債務危機が起き、2009 年以降、3 年以上にわたって金融市場を混乱に陥れたことはまだ記憶に新しい。恐らく今後も分不相応な為替レートに苦しむユーロ圏加盟国が注目される時間帯はあるはずだ。南欧諸国は今でも断続的に問題を起こしがちである。

なお、④の円滑な財政移転に関して言えば、共通通貨圏の中で最大の経済大国が最大の財政負担を甘受することで域内格差を均すことが期待される。ユーロ圏ではそれがドイツであったが、その自覚は徹底されておらず、事あるごとに内輪揉めが起きてきた(今もたまに起きる)。BRICS 共通通貨においてドイツの立ち位置は間違いなく中国になる。ユーロ圏名目 GDP におけるドイツのシェアは約 30%だが、BRICS に占める中国のシェアは約 70%だ。ユーロ圏経済以上に BRICS 経済は一国への依存度が大きい。言い換えれば、共通通貨圏の安定が殆ど一国に委ねられてしまっている状況とも言える。しかし、中国にそこまで他国を慮る立ち回りが期待できるのか。ドイツはユーロ圏で経済大国だが、その他加盟国に包囲されているという地理的事情も踏まえ、「最終的には無茶はできない」という見方もあった。BRICS 首脳会議においてそうしたけん制が中国に働くのだろうか。

～かつてアジアにもあった話～

話は逸れるが金融危機前夜となる 2007 年、為替市場ではユーロフォリアと呼ばれるほど共通通貨ユーロへの評価が高まり、「第二の基軸通貨」論が勢いを得ていた。当時、筆者は欧州委員会に在籍していたので、まさに EU が我が世の春を謳歌していたことをよく覚えている。この際、ユーロの成功にあやかる雰囲気も手伝ってか、アジア開発銀行 (ADB) を中心としてアジア共通通貨構想という言葉も飛び交っていた。具体的には東南アジア諸国連合 (ASEAN) と日中韓 (いわゆる ASEAN+3) において地域通貨単位を導入しようというトピックが 2006～07 年頃にはあった。それは厳密には共通通貨と異なるものだが、同時期に ADB 関係者が欧州委員会に来て講演や勉強会を持つことが多かったのはよく覚えている(当時若手だった筆者もメモ取りで出席したりしていた)。その時代の ADB を率いていたのが後の日本銀行総裁である黒田東彦総裁である。黒田 ADB 総裁

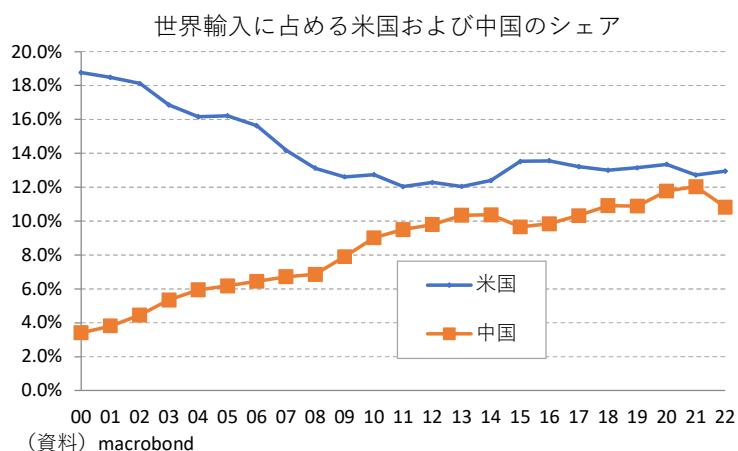
が欧州委員会で講演したことを筆者はよく覚えている。

その後、程なくしてサブプライムショック、リーマンショックと立て続けにショックが重なり、その話は表舞台から消えてしまったようだが、東アジアでは政治的な摩擦も依然残っているため、通貨単位を共有することなどあり得ないという論調はやはり根強かった。産業構造や文化の類似性を比較的（あくまで比較的、である）見出しやすいアジアやユーロ圏でも共通通貨構想は超が付くほどの難関プロジェクトなのである。地理的にも文化的にも乖離が大きい BRICS 首脳会議ではプロジェクトの青写真を描くことすら難しく、西側陣営に提示したアドバルーン以上の意味は考えにくい。

～新興国の米ドル依存への懸念も理解はできる～

もっとも、BRICS 首脳会議の西側陣営への対抗意識を脇に置いて、新興国が米ドル依存の弊害を訴える理由は確かにある。論点は多岐に渡るが、FRB が政策転換を図るたびに新興国が振り回されるという問題点は常に問題視されてきた。例えば FRB が利上げする局面では新興国から米国へ資金移動が起こり、新興国は通貨安を伴ったインフレを引き受けさせられることになる。この状況を打開するために新興国の中央銀行は「望まぬ利上げ」を強いられ、国内経済の低迷も甘受させられる。逆に、FRB が利下げする局面では米国から新興国へ資金移動が起こり、新興国は通貨高やこれに伴った輸出減少でやはり景気低迷を引き受けさせられる。この状況を打開するために新興国の中央銀行は「望まぬ利下げ」を強いられ、国内経済が過熱するリスクも背負うことになる。ラフな説明だが、これまでの世界経済で概ね起きてきた現実である。

もちろん、米国経済が安定を保つことは輸出増加という形で新興国にも恩恵があったので米ドル依存に伴う混乱も受け入れる価値はこれまではあった。しかし、周知の通り、新興国のプレゼンスは確実に上がっている。それは米国のプレゼンスが下がったことも意味する。例えば 2000 年時点で世界輸入に占める米国の割合は約 19%、中国の割合は約 3%だった。それが 2022 年時点では約 13%と約 11%まで縮まっている。また、



世界の名目 GDP に占める割合は直近実績となる 2022 年時点で現 BRICS で 26.0%、新 BRICS で 29.2%とラフに「世界経済の 3 割程度」という勢力になる。2000 年時点では新 BRICS で見ても 10% 強しかなかったことを思えば、その存在感は顕著に拡大している。こうした現状を踏まえれば、「いつまでも米国の金融政策に振り回されるのは割に合わない」という心境が芽生えても不思議ではない。

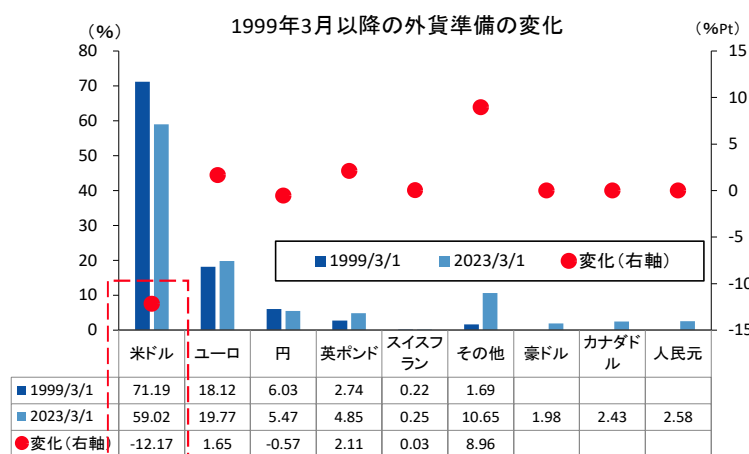
～現実化している外貨準備多様化～

もちろん、その打開のために「米ドル覇権への挑戦」を打ち上げ、BRICS 共通通貨というのは飛躍し過ぎている。しかし、新興国が「米ドルを使わなくなっている」のは現実には起きていることでもある。過去の本欄では四半期に一度、IMF から外貨準備構成通貨(COFER)データが出るたびに議

論を重ねてきたが、世界の外貨準備運用において多様化傾向ははっきり確認できる。過去のレポートと重複する部分もあるが、改めてこの機会に事実確認しておきたい。

「外貨準備運用の多様化」と言えば聞こえは良いが、要するに非米ドル化である。こうした現象を主導するのがグローバルサウスに総称される新興国であることは知られた事実である。米国を筆頭とする西側陣営の政府・中央銀行はロシアのウクライナ侵攻に際して、ロシアが保有する外貨準備を凍結した。有事の際、米国の一存で凍結されるプラットフォームは、政治・経済的に米国と距離のある新興国にとって潜在的なリスクである。本稿執筆時点では2023年3月末時点のCOFERデータが公表されているが、米ドル比率は傾向的に低下しており、現状では恒常的に60%を切っている。ちなみに2022年10～12月期には統計開始以来最低の水準(58.58%)を更新したことも過去の本欄でも見た通りだ。外貨準備における米ドル離れは懸念ではなく現実である。

右図は1999年3月以降の変化率をまとめたものだ。過去25年弱で米ドル比率は約71%から約59%へ約▲12%ポイントも低下した。この間、ユーロ比率は約18%から約20%へ約+2%ポイントしか上昇していないので、世界の外貨準備運用においてユーロは「米ドルの受け皿」にはなっていない。同期間の英ポンドは約+2.1%ポイント、スイスフランは横ばい、円は約▲1.0%ポイントなので、米ドル比率低下はもはや主要通貨だけでは説明できないのである。



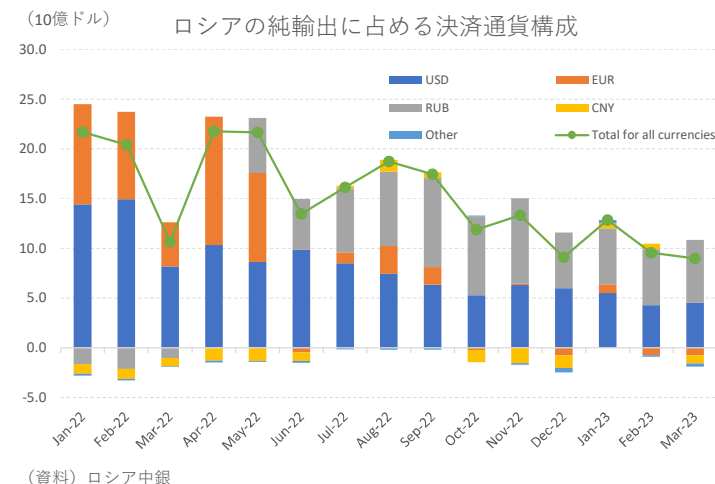
※豪ドル・加ドル・元は99年3月時点で未公表。表中の「その他」はこれら3通貨を含む。
(資料) IMF、Datastream

一方、同期間に豪ドル・カナダドル・人民元を含むその他通貨は約2%から約11%へ約+9%ポイントも増えている。過去四半世紀の運用トレンドとして「米ドルを手放して、新興・資源国通貨へ」という事実は認められる。こうしたトレンドの背景は諸説あるが、現状を踏まえるならば、西側陣営と非西側陣営の対立に起因する「米ドル覇権への挑戦」という文脈はやはり説得力を持つだろう。

グローバルサウスの存在感が既存の国際金融体制に楔を打ち込めるとしたら、中東産油国加盟によるエネルギー外交と外貨準備運用という2つの論点に集約されるのではないか。

～ロシアは着々と「人民元」化～

なお、BRICS 首脳会議の中でロシアでは既に「人民元」化が着々と進んでいる。2022年2月にロシアがSWIFTから排除されて以降、予想(懸念?)された通り、ロシアが中国の通貨圏に取り込まれるような動きは既に多く報じられている。COFER データにおける人民元比率は2016年10～12月期の公表開始時に



0.85%だったものが 2023 年 1～3 月期には 2.58%と 3 倍近くに上昇しているが、その背景に中ロ接近があることは想像に難くない。ロシアの貿易決済通貨において米ドル比率は顕著に低下し、ユーロ比率はほぼ消滅している(前頁図)。片や、ロシア居住者預金では人民元の割合が増えているという報道もある。ロシアの「人民元」化は徐々に、しかし確実に進んでいる。

米ドル一極集中とも言える国際通貨体制が一夜にして大きく変わることは無いだろうが、SWIFT 遮断後もロシア経済は苦境に喘ぎつつも相応に回っている。それは皮肉にも「米ドル抜きの世界」について限定的なシミュレーションを与えた格好になっている。SWIFT 遮断が「金融の核兵器」と呼ばれていた前評判に照らすとやや意外感も覚えるところだろう。グローバルサウスの台頭と共にそうした非米ドル化の動きが加速していけば、ドル相場の動向に大いに影響を持つはずである。為替市場を分析する筆者の立場からも大いに注目している点だ。

金融市場部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の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判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派化を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか……)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどちらが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遅く遠くの年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがらる財・サービス」は「高値の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月14日	週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見直しへの影響はあるか？～)
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバライゼーション(slowbalization)
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～)
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か？～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版