

みずほマーケット・トピック(2024年12月18日)

ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権

11月末、トランプ氏はBRICS諸国が共通通貨を創設した場合や、米ドルの代替通貨を支援した場合、米国が行う当該国からの輸入に対して100%の関税を課す意向を示した。現時点で殆ど実現可能性が感じられないBRICS共通通貨というコンセプトに対して、就任前からわざわざ強いけん制をして見せたことで、逆にトランプ氏(ひいては米国政府)が抱えている脅威のリアリティが増したようにも感じられた。本欄では従前から指摘するように価値保蔵機能の観点に照らせば、世界の外貨準備に占めるドル比率に陰りが見られているのは事実。しかし、BRICS首脳会議の挙動から今後注目したいのは価値尺度機能の観点。世界の原油供給の相応部分を占めるBRICS首脳会議が足並みを揃えた場合、ドルの基軸通貨性を担保してきたとも言われるペトロダラー体制に楔が打ち込まれる可能性もある。SWIFT遮断を経て、限定的とはいえ、人民元がドルを代替できることも露呈した以上、中国はこの隙を見逃さないだろう。米国債保有残高が示すように、中国はドル強体制から徐々にフェードアウトを図り始めている。

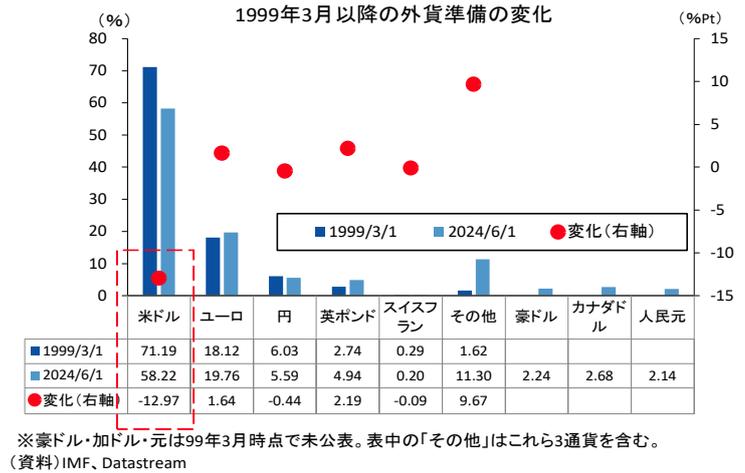
～逆にリアリティが増した脱ドルシナリオ～

11月末、トランプ氏はSNSにおいてBRICS諸国が共通通貨を創設した場合や、米ドルの代替通貨を支援した場合、米国が行う当該国からの輸入に対して100%の関税を課す意向を示した。具体的には「米国が傍観している間にBRICSが脱ドルを進めようとする考えは終わりだ」、「国際決済で米ドルに代わることはあり得ない」、「通貨創設やドル以外の通貨の使用を諦めなければ、(加盟国に)100%の関税をかける。米国への輸出はできなくなると考えるべきだ」などとコメントしている。しかし、現時点で殆ど実現可能性が感じられないBRICS共通通貨というコンセプトに対して、就任前からわざわざこれほど強いけん制をして見せたことで、逆にトランプ氏(ひいては米国政府)が抱えている脅威のリアリティが増したようにも感じられた。既報の通りだが、今年10月22～24日にロシア西部のカザンで開催されたBRICS首脳会議の際、プーチン露大統領がブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカの国旗が描かれた紙幣を手に入れている写真が公開されており、これがことさら選挙戦の真ただ中のトランプ氏を刺激したのかもしれない。

～価値保蔵機能には疑義～

とはいえ、近い将来にBRICS共通通貨やこれに変わる通貨(人民元含む)がドルを代替する存在として浮上する公算は極めて小さい。それはほかならぬ中国が依然として大量の米国債を保有し、SWIFTを基軸とするドルシステムに包含された状態にあることが何よりの証左である。それでも米政府がドル強体制の瓦解を不安視する筋合いはあるのか。貨幣の3機能である①価値保蔵、②価値尺度、③交換に照らした場合、①は外貨準備構成通貨比率において過去四半世紀でドル比率が著しく下がっていることは過去の本欄でも繰り返し議論してきた。具体的には99年3月末から24

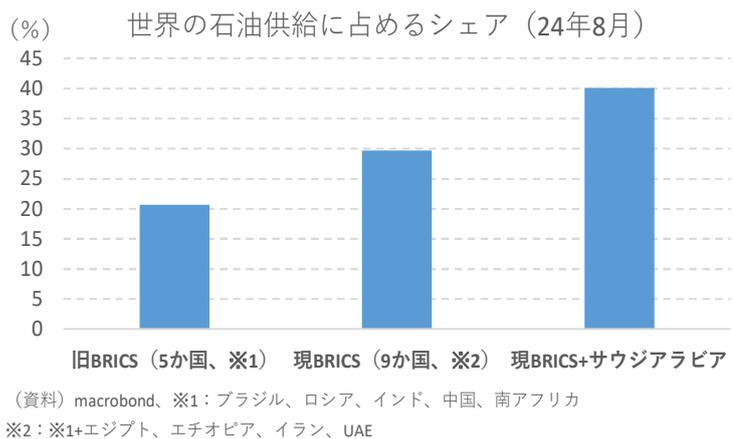
年 6 月末の間に約 71%から約 58%へ低下している(図)。代わりに上昇してるのは人民元、カナダドル、豪ドルなどであり、ユーロ、円、英ポンド、スイスフランといったかつての主要通貨ではない。外貨準備の運用多様化が進む中、価値保蔵の観点からドルの基軸通貨性に疑義が生じる状況は確かにある。それでも世界の外貨準備の約 60%が依然ドルなのだから、その立場が早晚瓦解するかのような言説も行き過ぎだが、ドル比率の低下傾向から何かを読み取る努力は確かに必要かもしれない。



～価値尺度機能に切り込む力はある～

では、②はどうか。ドルが持つ価値尺度機能を象徴する事例が原油価格のドル建て表示だ。歴史的経緯について詳述は避けるが、1971年の金・ドル兌換停止(ニクソン・ショック)を経て金という裏付けを失ったドルの価値を担保するために、米国はサウジアラビアの原油価格引き上げを容認する一方、原油取引をドル建てに縛る体制をサウジアラビアと構築したと言われている(この点、公式な文書や取り決めがあるわけではない)。米国が基軸通貨国足り得ている背景として世界最大の経済規模と軍事力が真っ先に挙げられやすいが、産油国が原油取引で得たドルを米国債に投資するという資金循環構造、いわゆるペトロダラー体制こそ基軸通貨国の要諦であるとの指摘は多い。端的に言えば、「原油はドルでしか買えない」を基軸通貨の正体と捉える主張だ。

しかし、BRICS 首脳会議が本当に足並みを揃えてくるのだとしたら、この点に楔を打ち込める目はある。かつて新興 4 か国(ブラジル・ロシア・インド・中国)の総称でしかなかった BRICs は 2011 年に南アフリカが加入し BRIC「S」と表記されるようになった。2024 年からはイラン、アラブ首長国連邦(UAE)、エジプト、エチオピアが加わっている。このタイミングでサウジアラビアも加わる予定とされていたが、



米中間の緊張が高まる中で最終判断を保留しているのが現状であり、本稿執筆時点ではまだ加盟国のステータスにはない。さらに同じタイミングでアルゼンチンも加わる予定であったが、2023年8月に加盟を決断した反米左派政権が同年12月に親米政権に代わったことでやはり参加が見送られている。結果、現状での加盟国は 9 か国(ブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ共和国、エジプト、エチオピア、イラン、UAE)である。この 9 か国だけでも世界の石油供給に占めるシェアは

30%程度にのぼり、態度保留中のサウジアラビアが加われば 40%程度まで引き上がることになる(前頁図)。これらの国々がドル建て取引に執着しないのだとしたら、ペトロダラー体制は当然揺らぎ、米国債の消化構造にも影響が出る恐れはある。

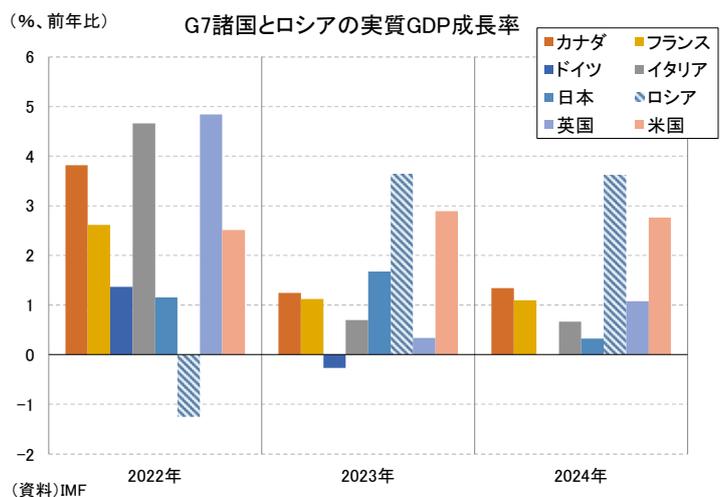
もちろん、これは原油に留まる話ではない。既に、ロシアが保有する石油、レアメタル、小麦、肥料などの天然資源取引はルーブルや人民元を通じて決済されるケースが増えていると言われる。ロシアと中国の原油取引は人民元建て、米国の制裁下にありドル建て取引が制限されるイランも人民元建て輸出を可能にしており、中国、インド、トルコが仕向け先となる。2023年3月には中国とブラジルが貿易や金融取引で両国の通貨を使って直接取引できる仕組みの創設で合意したという報道もあった。2000年代後半のシェール革命を経て世界最大の産油国にのし上がった米国がエネルギー調達面で中東地域への関心を後退させる一方、世界最大の原油輸入国である中国がペトロダラー体制に付け入る隙が生まれているという構図である。中国の「一帯一路」構想とその資金源であるアジアインフラ投資銀行(AIIB)から援助を受ける国々は、今後は支援条件としての「ペトロ人民元体制」への加担を要求される余地があるし、現にそうなりつつあるという論考は多い(後述する中国独自の決済システムであるCIPSも、同じ文脈で利用を強いることが可能だろう)。

いずれにせよ、中国を軸に BRICS 首脳会議が結託することで、例えば人民元建ての表示価格が資源取引に強要された場合、何らかの強制力を伴う恐れはある。事実として、中国から開発資金を得られる以上、多少の不便を甘受しても、そのチャレンジに乗る国は出て不思議ではない。

～SWIFT 遮断が気づかせた事実～

以上見るように、価値保蔵や価値尺度の観点からドル一強体制に付け入る隙が若干ながら生じているのは間違いなく、冒頭のトランプ氏が示唆する懸念は根拠がない話とは言えない。そもそも基軸通貨国であることの最大の強みは「ドルが使えないと経済活動に参加できない」という状況を強制的に創り出すことができる点にある。だからこそ、米国の脅しには意味が伴ってきた。しかし、ドルの代替通貨があればその限りではない。中国が人民元の取引網拡張に尽くすのは、金融界において米国の掌にありながら米国と対立することの限界を自覚しているからに他ならない。

既に、米国を主軸とする西側の金融制裁が昔ほどの威力を持っていないという疑義は漂っている。2022年3月、ロシア・ウクライナ戦争に伴ってロシアに対しては「金融の核兵器」とまで言われた SWIFT 遮断という制裁が加えられたものの、ロシア経済は軍需産業を中心として好況に沸いている。実際、成長率のパフォーマンスだけで見れば、先進諸国と比較しても頭抜けている(図)。もちろん、国内情勢を分析すれば色々な綻びもあろうが、少なくとも「金融の核兵器」により壊滅的なダメージを負ったという印象は当てはまりそうにない。



ロシア経済はドル建て取引を制限されている一方、開戦から現在までの3年弱において企業部

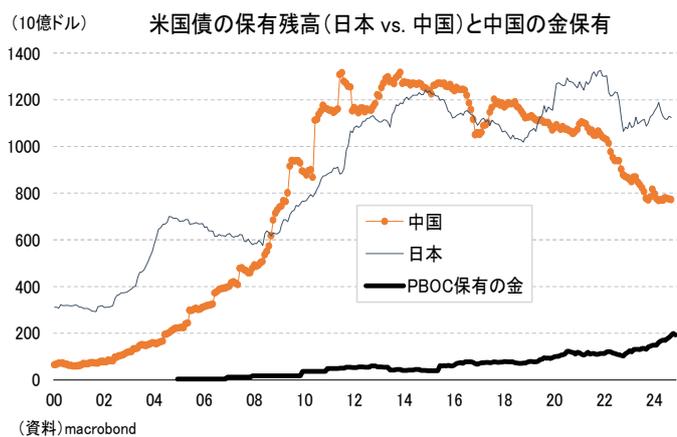
門における資金調達、家計部門における資産運用、そして対外的には貿易決済通貨として人民元の存在感が高まっていることが指摘されている。SWIFT が遮断されても、SWIFT と繋がっている中国独自の決済システムである CIPS がダメージを限定させる緩衝材になっていると指摘されて久しい。なお、CIPSがSWIFTと繋がっているのは、事実上の国際規格であるSWIFTに乗ることでCIPSの利用拡大を優先したと言われている。この点、中国の立ち回りは現実的でもある。なお、中国人民銀行(PBOC)の報告書によれば、2022年時点でCIPSの取引件数は約440万件、金額にして約97兆元だったが、2023年時点ではそれぞれ約661万件、約123兆元まで拡大しているという。人民元の取引網は確実に世界に広がっている。

開戦後の2022年3月以降で起きている現象を総合すれば、SWIFT遮断が人民元国際化の一里塚になった可能性は否めない。「金融の核兵器」は「抜かずの宝刀」であるうちは畏怖の対象だったが、SWIFTとの比較で極めて代替的な手段にしかならないとはいえ、「CIPSで何とかなっている」という現実が曲がりなりにも提示されていることはトランプ氏に限らずドル強体制の特権を手放したくないであろう米国にとって愉快な状況とは言えまい。金融制裁といういわば、非軍事的な強力な武器にやや陰りがみられることは、米国第一主義という一種の我儘を貫きたいトランプ氏にとって看過できない事態であり、冒頭のようなけん制発言に繋がっていると考えられる。

～徐々にフェードアウトする中国～

もちろん、以上の議論はドル強体制の綻びに関し、強いて言えば指摘できる弱点を挙げたまでだ。依然としてドルを基軸通貨とする国際金融体制が続くというメインシナリオに大きな揺らぎがあるわけではない。例えばペトロダラー体制が崩れると云っても、サウジアラビアの通貨(リヤル)はドルペッグ制で管理されている。ペトロ人民元体制への移行を睨むならば、ペッグ対象をドルから人民元へ変える必要がある。それが一足飛びに難しいとしても、ドルおよび人民元を含むバスケット通貨へ移行する段階などを経るだろう。現実的には原油取引における決済通貨比率を参照にして調整されるだろうか。いずれにせよ通貨制度の変更は一朝一夕に進む話ではない。

しかし、一朝一夕に進まずとも日進月歩で進むという理解もまた、必要ではある。中国の米国債が依然大規模であることは上述したが、確かに金額としては大きいものの、徐々に、しかし確実に減少しているのも事実である。中国の米国債保有額は2013年には約1.3兆ドルまで積み上がっていたが、今年9月時点では7650億ドルだ。約10年で4割も圧縮されたことになる。この間、約1.1~1.2兆ドルで高止まり



している日本とは対照的である(図)。これが意図を持った減少傾向であるのはほぼ間違いない。代わりに外貨準備に金(ゴールド)の占める割合は目に見えて上昇しており、統計が取得可能な2015年6月から2024年9月までの間に約1.7%から約5.4%へ急騰している。一方、米国債の割合は同じ期間に約34%から約22%へ低下している。実際のオペレーションを知ることはできない

が、2022 年までの漸減傾向は再投資停止という自然減の体裁を取っていた可能性が窺われるとしても、2022 年以降の減少ペースは実際の売買を伴った疑いが抱かれるほど早いものである。米国債相当の金融資産としてとりあえずは金と置き換えているという運用者の意図が透ける。

このように中国がドル強体制からフェードアウトを凶っているのは間違いない。覇権通貨の交代はある瞬間に非連続的に起きるのではなく、「気づいたらそうになっていた」という取引慣行の中で決まっていくものだろう。その意味では最終的に人民元の地位がどこまで到達するかは不透明としても、その歩みは確実に進められている。あとは減らしたとは言え依然 8000 億ドル弱も存在する米国債の処遇をどうするのか。従前の漸減傾向を続けるのか、それともある時に売り浴びせを決断するのか。仮に、米国経済を望まぬ金利上昇で痛めつけたいのであれば、後者の選択肢を取った上で、それを利上げ局面にぶつけるのは効果的かもしれない。となると、「利下げの終わり」を経た 2026 年以降が注目だろうか。もしくは共通通貨構想やサウジアラビアの通貨制度変更、それらに伴う資源決済通貨の移行など、BRICS としての何らかの大きなアクションを起こすタイミングにぶつけるのも象徴的かもしれない。覇権交代を目論む中国にとって米国債売却は、キャピタルロスという「返り血」を被りつつも、ドル強体制に打ち込める最大の武器であることは間違いない。

とはいえ、そもそも特定通貨が 1 つの覇権を掌握するという体制が常態になるとも限らないだろう。ドルと人民元という 2 つの大国通貨の周りをそれぞれの友好国の通貨が衛生的に回るというマルチな体制もあり得る。いずれにせよ、トランプ氏が陰に陽に懸念を示すように、BRICS 首脳会議の挙動を荒唐無稽なもの一蹴するのはもはや適切ではない。国際金融秩序の歴史的な節目を注視するという目線をもって、調査・分析を進める姿勢を重視していきたい。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か?～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのバリエーション
2024年11月22日	週末版(史上最大の要結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期要結賃金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか?
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか?～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一歩～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか?
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は?～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか?～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は?～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わってなかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かさず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響