

2024 年 7 月 11 日

通貨ニュース

新興国:ドル依存脱却の現状把握～脱ドル化は依然として道半ば～

既報の通り、今年 1 月には、サウジアラビアやエジプトなどの 5 か国が、BRICS に正式加盟するに至っている。なお、当初加盟予定であったアルゼンチンは、政権交代をきっかけに方針転換し、加盟を見送っている。その後も、BRICS の拡大に関する報道は枚挙に暇がない。例えば、7 月 1 日に発刊した『エマージングマーケットマンスリー』でも記載した通り、6 月にはマレーシアが正式に加盟意向を表明している。一方で、BRICS を含めたいいわゆる「グローバルサウス」にとって最大の課題となっている「ドル依存」からの脱却に関しては、少なくとも目に見えた進展は確認できない。本欄では、BRICS を中心とした新興国の「脱ドル化」の現状把握に関して、制裁を機に脱ドル化において先行するロシアの事例、また予見される米国の対応も交えつつ、分析を行っていききたい。具体的には、(1)では世界全体における各通貨の立ち位置を、(2)では BRICS 中央銀行の準備資産を、(3)では脱ドル化で先行するロシアについて、(4)では米国の対応を分析していく。なお、本欄は昨年発刊した通貨ニュース(*)の続編としての性格も帯びているので、そちらも併せてご確認いただきたい。

(1) 世界全体における各通貨の立ち位置～ドル一強は不変～(文責:長谷川)

本欄の趣旨は新興国における「脱ドル化」であるが、まずはそれ以前に世界全体に目を向けて論じよう。まず、資金決済におけるシェアでは、国際決済システムである SWIFT の公表データを確認することになる。本稿執筆時点では 5 月までのデータが確認できるが、最近ではドルのシェアは減るどころかむしろ増えている(図表 1)。新興国にとってドルの「代替通貨」になりうる CNY に関しては、じりじりとシェアは伸ばしているが、影響力としてはドルと比較にすらならないのが現状だろう。もちろん、2015 年に開始され参加機関数を順調に伸ばしている人民元決済システム(CIPS)に期待する向きも一部ではあるが、実際どれほどの影響力があるかは不明瞭であり、少なくとも SWIFT に対抗する力を持つとする根拠は現時点で存在しない。もっとも、中国当局は CIPS の拡充に対し強い決意を示している。例えば、5 月 30 日、陶玲・中国人民銀行(PBoC)副総裁は「CIPS の機能を強化する」と述べ、CNY の流動性強化に向け努力する姿勢を示している。

他方、各国の外貨準備に占めるシェアにおいては、どのような変化が存在するのか。ちょうど 6 月末には、2024 年 3 月末時点の公的外貨準備の通貨別構成(COFER)が国際通貨基金(IMF)より公表されている。通貨構成判明分に占める割合につき、ドルは 58.9%と 2023 年 12 月末時点の 58.4%からシェアをわずかに伸ばした(図表 2)。一方で、CNY に関しては、2.3%から 2.1%にシェアを減らしている。このシェアは、15 四半期ぶりの低水準である。一部メディアでは、ロシアに対する一連の経済制裁を踏まえ、リスク低減の観点から各国が CNY 建ての資産を取り崩している、とも囁かれている。外貨準備に関し、長期的に見てドルのシェアが減少傾向にあるのは否定しがたい事実ではあるものの、それ

金融市場部
マーケット・エコノミスト
長谷川 久悟
03-3242-7065
kyugo.hasegawa@mizuho-bk.co.jp

欧州資金部
シニア為替ストラテジスト
中島 将行
masayuki.nakajima@mizuhoemea.com

金融市場部
シニアマーケット・エコノミスト
堀 堯大
03-3242-7065
takahiro.hori@mizuho-bk.co.jp

が CNY のシェア拡大に寄与しているわけではない。あくまで、「準備通貨の多様化」が進んでいる、とするのがフェアな評価であろう。本節をまとめれば、グローバルな視点で考えれば、一部ではドル依存の低減は確認でき、それに将来対抗しうる勢力は存在するものの、根本的な構図には変化が見られていない、と結論を下すことができる。

(2) BRICS 中銀の準備資産について～金価格への影響～(文責:長谷川)

本節においては、(1)と比較し、もう少しミクロな視点で、BRICS 各国の中央銀行の動きについて分析したい。2023 年末までの加盟國中銀の準備資産を確認する限り、以下の傾向が分かった。①各国とも金保有を明確に増やしていること、②ブラジル・ロシア・中国においては(恐らく金保有の代償として)外貨準備の取り崩しが確認できること、である。実際、準備資産における金の割合は、全ての国において右肩上がりになっている(図表 3)。特にロシアの変化は凄まじく、長期的な計画で金の積み増しが行われている可能性が示唆される。World Gold Council が公表するデータを確認しても、各国中銀が金保有量を増やしている構図が浮き彫りになる(図表 4)。

このような需要の強まりの一部影響してか、金価格は歴史的な高水準を付けている(図表 5)。伝統的に金価格とドルは逆相関関係にあるとされているが、足許ではその関係性は崩れているようにも見える。もちろん、地政学リスクなどの影響も多分にあることは事実であるだろうが、ここもとでは金価格上昇とドルの高止まりが併存していることは強調すべき事実だろう。即ち、一部の新興国がドルを売って金を買っている、とする論調も見られるが、これは少々ミスリーディングではないか。より正確な表現としては、「準備資産に関し、金融資産を現物資産の金に移す動きがある」とすべきだ。そもそも、各国とも主要な準備資産は通常米国債なのだから、結果としてドルを売ることになるのは当たり前の事象だ。

本節では新興國中銀の準備資産について、特に金との兼ね合いについて論じてきた。少なくとも、準備資産を見る限りにおいては、脱ドル化は結果としては徐々に進んでいると考えられる。ただし、その資金の行先は現状金になっており、決して CNY に振り分けられているわけではない。外貨準備に占めるシェアを確認すれば、それは一目瞭然である。新興國中銀がドルを意図的に売っているのか、あるいは外貨準備を金に移行する過程で不可抗力的にドルを売ることになったのかは、慎重に見極める必要がある。

話を決済に移せば、中国当局はスワップラインや CIPS の拡充を通じて CNY 建ての取引を増やしていく方針を示している。実際に、PBoC によると、CNY 建てのクロスボーダー決済額は、2023 年に前年比+24%増加し、過去最高を記録している。2 国間取引で現地通貨を使用する動きは着実に増えてきており、その影響が大きいだろう。もっとも、外貨準備の構成比率を確認してもわかる通り、CNY が国際的に十分な信認を得ているとは言い難い。CNY が決済、外貨準備で存在感を増し、ドルに対抗しうる力を得るためには、金融経済のより一層の自由化や開放が不可欠だろうが、それは短期的には難しいだろう。また、今年の BRICS サミットでは、「BRICS 共通通貨」の構想がクローズアップされていた。これの実現が難しいことは、過去の通貨ニュース(*)でも指摘しているので、今回は割愛したい。もっとも、中銀デジタル通貨(CBDC)を基盤にした新たな BRICS 決済システム構築を目標にしている、と語るロシア政府高官も現れているだけに、10 月にロシアで開催される予定の BRICS サミットなどで行われる情報発信は引き続き注視していきたい。

(3) ロシアの脱ドル化の現状～脱ドル化の虚実～(文責: 中島)

米国による制裁強化でルーブル逆行高、「脱ドル化」に進展

ロシアは脱ドル化の格好のケーススタディーを提供している。6 月中旬には、脱ドル化の「効力」を象徴するような事象が発生した。米国は 6 月 12 日にロシアに対する大規模な追加制裁に踏み切った。制裁パッケージの中では、モスクワ証券取引所(MOEX)が制裁の対象となっている。ロシア国内で活動する企業は、ロシアで事業を続ける海外企業も含めドル・ユーロの調達を MOEX から行っていたが、突如これが不可能となり、ドル・ユーロの取引は不可能となった。

仮にこれが 2022 年のロシア・ウクライナ侵攻以前に実施されていれば、ルーブル相場は大崩れとなった可能性が高い。実際に初期反応はルーブル安の反応となった。また、AFP の報道によると、制裁発表直後、いくつかのロシアの銀行は店頭でのロシアルーブルの取引レートを 1 ドルあたり 200 ルーブルに引き上げるなどの対応を行った模様であり、新たな通貨危機への懸念が広がったという見方も一部にはあった模様だ。

しかし、制裁発表からしばらくしてルーブル市場で起きたことは、全く逆の事象である。6 月 18 日から 19 日にかけては対ドルで約+6%近くルーブル高が進行したのだ。ロシア政府は急激なルーブル高を受けて、6 月 21 日には主要輸出企業に課していた強制外貨売却比率を緩和している。輸出業者はこれまで輸出で受け取った外貨の 80%以上を認可された銀行の口座に入金する必要があるが、この比率が 60%に引き下げられた。こうしたロシア政府の「介入」もあり、いったんルーブルは 6 月 12 日の追加制裁発表前の水準まで反落したものの、その後は再びじりじりとルーブル高が進みつつある。

なぜ「米国からの大規模制裁に伴う急激なルーブル高」という直観に反する事象が起きたのだろうか。様々な要因が考えられるものの、ドルやユーロを保有していたロシアの個人や企業が、流動性の低下を嫌気して、ドルやユーロといった「西側の」外貨を換金、ルーブルや人民元に乗り換える動きが広がった可能性が考えられる。MOEX での為替取引は制裁発表前の 2024 年 5 月のデータで人民元が絡む取引が全体の 50%を上回っていた。こうした「脱ドル化」の進展によって、ロシア経済・金融市場は米国からの制裁に対する耐性を強めているという見方もできるだろう。

とはいえ、将来的にはドル資金からの断絶が、ロシア経済を弱めるリスク

このように、ロシア経済・金融市場は「脱ドル化」が進んでいることで、制裁に対する耐性を高めている。もっとも、「脱ドル化」の代償も鮮明になりつつある。その際たるものとして、ロシア国内における人民元の流動性の乏しさから、人民元建て資金調達のコストが増大していることが挙げられる。その背景として、米国のロシアに対する制裁の 2 次制裁の対象となることへのリスクから、中国の主要銀行がロシアへの人民元の供給に消極的とされることが影響しているという見方が多い。

また、ロシアが完全な意味で「脱ドル化」をしているとも言い難い実態がある。ロシアの金融機関は、全てが SWIFT から排除されているわけではない。さらに、ロシア国内で活動を続ける西側金融機関の存在も大きい。オーストリアをはじめ、一部の西側の金融機関はロシア国内で事業活動を継続している。しかし、6 月 12 日の米国による大規模制裁では、ロシアとの取引がある外国金融機関に制裁対象を広げることが正式に決定した。さらに、取引を行った場合に制裁対

象となる「ロシアの軍事産業基盤」の定義が大幅に拡大されている。従前は、軍需関連産業 1200 社との取引が対象だったが、今後は大手銀行を含む 4500 社超へと拡大している。ロシアで事業活動が続ける西側金融機関は、2 次制裁の強化でドルやユーロの国外送金が困難となる可能性もある。

ロシア経済は足許では堅調さを維持しているものの、戦争継続に伴う人手不足が鮮明となっており、賃金上昇圧力の高まりからインフレ再燃が懸念されている。ロシア中央銀行は 7 月にも利上げ再開を余儀なくされる可能性がある。ルーブルでの資金調達、ロシア企業にとって一段と高コストとなる公算だ。さらに、ロシアにとって主要な「外貨」である人民元も流動性の乏しさから、資金調達コストの増大が鮮明である。こうした状況が、将来的にロシア経済を弱める可能性は高い。

ロシア経済は「脱ドル化」の格好のケーススタディーを提供しているが、今のところの結論は、「脱ドル化は可能だが、高くつく」というものになるだろう。

(4) 米国の対応とは～トランプ氏は脱ドル化を許さず～(文責:長谷川)

最終節では、新興国の脱ドル化が進展したと仮定した場合、予見される米国の対応について論じたい。もっとも、バイデン氏はこの話題に関し特段コメントを残しておらず、本欄では主にトランプ氏の発言などを確認していくことになる。早速ではあるが、トランプ氏は 3 月、「各国によるドル離れは許さない。それは我が国にとって打撃になる」と語っている。さらに 4 月には、トランプ氏の経済顧問が、2 国間取引などにおいて脱ドル化を図る国々に対しペナルティを与えることを検討している、と関係者談として報じられている。具体的には、輸出規制や関税が選択肢に浮上しているようだ。もっとも、これらの政策は、脱ドル化の流れがあろうがなかろうが、トランプ氏陣営が常に振りかざしている類のカードであり、特に驚くような内容でないだろう。

6 月下旬に行われた討論会を経て、金融市場ではトランプ氏の当選を織り込む動きが確認できる時間帯があった。トランプ氏が金融市場に決まった定観を持っているとは思えないが、もし上述の報道が事実に基づいているのであれば、BRICS との関係性は非常に注目が集まるだろう。たまたまであるが、今回 BRICS サミットは 10 月の下旬に開催予定であり、米大統領選挙の直前である。もし BRICS サミットで脱ドル化に関し重大な情報発信が行われ、さらにトランプ氏が当選を果たした場合、市場でも一大イベントして取り上げられる可能性があるだろう。

サマリー～脱ドル化は依然として道半ば～(文責:長谷川)

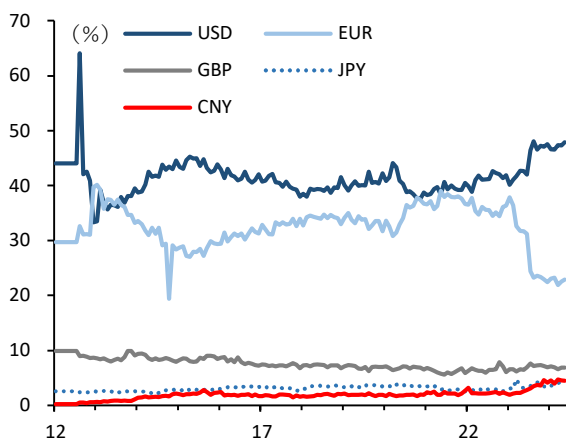
以上、4 節にわたって脱ドル化をテーマに分析を行った。簡単にまとめると、以下のとおりである。まず、グローバルな視点で決済や外貨準備を見ると、ドルの影響力は長い目で見れば弱まっているが、「ドル一強」の構図は不変である。次に、BRICS においては、準備資産を外貨準備から金に移行する潮流が確認できる。結果としてドル保有は減っているが、それは意図的なものかは判然としない。一方決済においては、2 国間取引などで CNY など現地通貨の利用が見られているものの、ドルの牙城を崩す威力はない。3 番目に、ロシアにおいては今のところ脱ドル化は進行しているものの、副作用も多く、「高くつく」との評価が妥当である。最後に、トランプ氏は脱ドル化に対し警戒感を示しており、もし同氏が米大統領に就任した場合、BRICS との対話に注目が集まる。

以上の通りだが、新興国の脱ドル化は緩やかに進行しつつも、依然として道半

ば、と評価するのが妥当だろう。もっとも、先行きに関しては不確実性が非常に高い。ドルの代替通貨となりえる CNY を管理する中国当局の動向、BRICS サミットの動向、米政治の動向などが目先では非常に重要な要因となりそう。本欄でも、上記の要因を引き続き注意して確認していきたい。

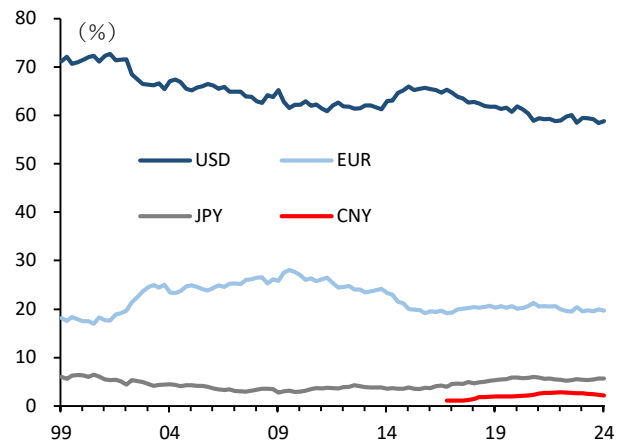
(*) 詳細は、2023 年 8 月 28 日発行の通貨ニュース、『BRICS:加盟国の拡大を決定し、ドル依存のリスク低減に向け前進』をご覧ください。

図表 1: 国際決済における各通貨のシェア



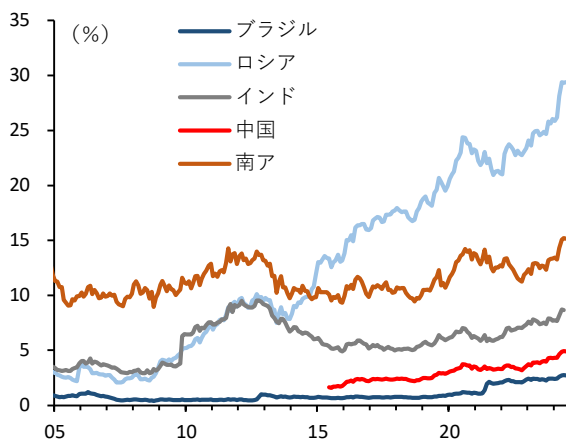
出所: SWIFT、Macrobond、みずほ銀行

図表 2: 世界の外貨準備高における各通貨構成比率



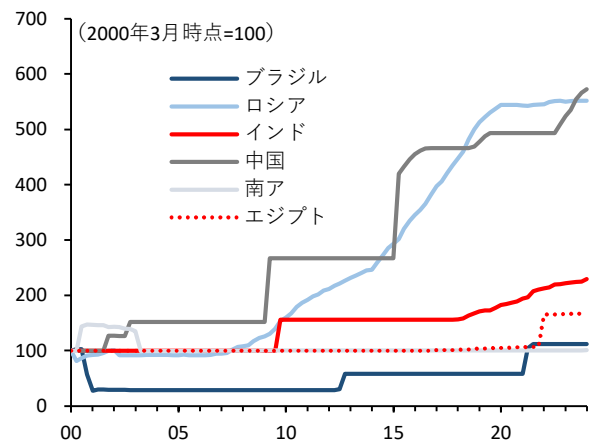
出所: IMF、Macrobond、みずほ銀行

図表 3: 準備資産における金の割合

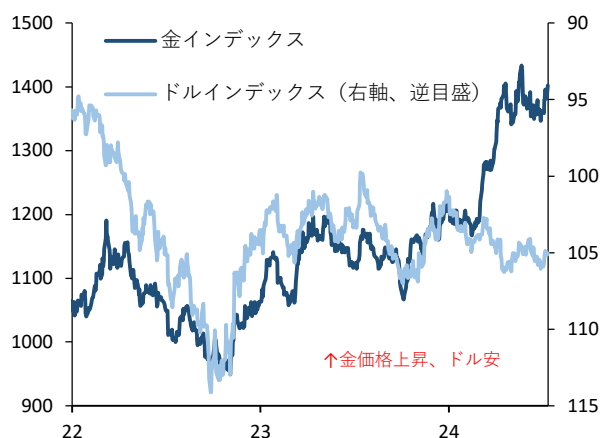


出所: 各国中銀、Macrobond、みずほ銀行

図表 4: 各国中銀の金保有量



出所: World Gold Council、Macrobond、みずほ銀行

図表 5: 金インデックスとドルインデックスの比較


出所: S&P Global、Goldman Sachs、ICE、Bloomberg、みずほ銀行

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。