

---

# 五十嵐レポート

---

平成 21 年 4 月 27 日



MU投資顧問株式会社

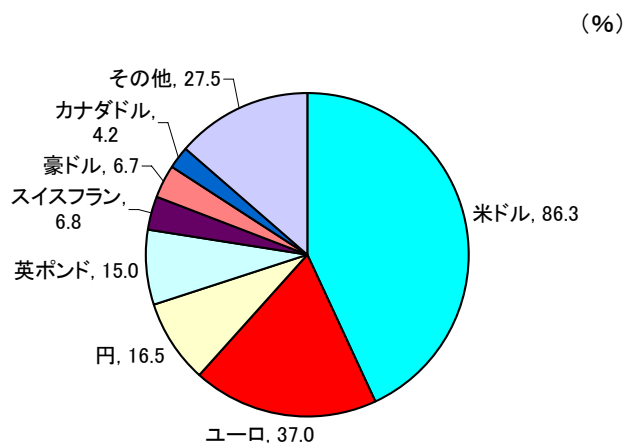
---

## ドルの地位は揺らいでいるか

### 強まる「ドル基軸通貨体制」への懸念

基軸通貨ドルへの信頼が揺らいでいるようだ。中国人民銀行の周小川総裁は3月23日に発表した論文で、「主権国家とつながっていない通貨を創出することは国際通貨体制改革の理想的な目標だ」と主張している。「基軸通貨国だけで世界に十分な流動性と通貨安定を提供することはできない」とも言っている。また、デスコト国連総会議長（元ニカラグア外相）は4月14日に「（6月の国連加盟国の首脳会合で）米ドルを最も有力な準備通貨の地位から外すべきかについて議論される可能性が高い」と発言した。金・ドル本位制を意味するブレントウッズ体制（1970年代前半に崩壊）からの連想だろうが、「ブレントウッズⅡ」が必要だという声もある。

図1 外為市場における通貨別取引シェア



(注)2007年4月の平均値。それぞれの取引には2種類の通貨が関わるため、通貨別取引シェアの合計値は200%となる。

(出所) BIS「Foreign exchange and derivatives market activity in 2007」

こうした発言の背景には何があるのだろうか。サブプライム問題を契機とするアメリカ発の金融危機が現在の世界的な金融経済危機に発展した。そこから生まれた「アメリカはけしからん」という思いが、そのままドル基軸通貨制への非難や否定につながっている面はあるだろう。しかしあくまでも主眼は、将来大きく下落する恐れがある通貨をこのまま基軸通貨にしているのかという懸念の表明ではないだろうか。世界中の政府や投資家がドル建ての資産を持っている。ドルが下落すればそれらの資産が目減りすることは言うまでもない。200兆円相当にも上る世界最大の外貨準備の大半をドルで保有している中国は、ドルが下落すれば最大の被害者になる。その国の中央銀行の総裁が改革の必要性を訴えることに驚きは

---

ないだろう。

とはいえ「ドル基軸通貨制」への懸念は、ドルの代わりにたとえばユーロやその他の通貨を基軸通貨にすべきだという主張に直結するわけではない。周総裁が言う「主権国家とつながっていない通貨」とは、SDRのようなものを想定しているのだと思われる。しかもそれを流通させるというよりは、まずは国境をまたがる取引の価格決定に利用しようということではないだろうか。

### バスケット通貨としての SDR

SDR (Special Drawing Right) とは IMF の特別引き出し権の略称である。SDR は加盟国の合意によって一定額が発行され、各国に割り当てられる。国際収支が悪化した国は、自国が持つ SDR を他の加盟国に渡して、代わりに必要な外貨を手に入れることができるという仕組みだ。この場合 SDR を受け取った国は、要求された通貨を手渡す義務を負う一方で、この SDR を外貨準備に計上することができる。

SDR はそれと引き換えに外貨を受け取ることができる権利であって、それ自身は通貨ではない。しかし 1SDR が〇〇ドルに相当する（この交換レートは変動する）という具合に金額的な価値を持っている。SDR という紙幣はないが、バスケット通貨としての価値はあるのだ。

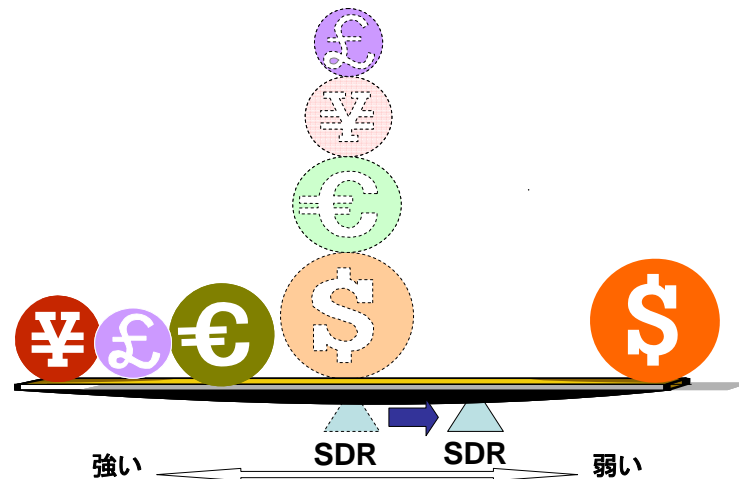
ではバスケット通貨とは何だろうか。SDR は現在ドル、ユーロ、円、ポンドで構成されるバスケット制をとっているが、この仕組みを説明しよう。

まず、基準時点を決めて、バスケットにこの 4 つの通貨を入れる。入れる量には各通貨の重要度を反映させる。当然ドルはたくさん入れて、その他の通貨は相対的に少なく入れることになる。たとえばその結果バスケットにドルを 100 ドル、ユーロを 50 ドル相当額（基準時点の相場で算定する。以下同じ）、円を 30 ドル相当額、ポンドを 20 ドル相当額入れるとすると、基準日におけるこのバスケットの中身の総額は 200 ドルだ。これを（一例だが）200SDR と決めるのである。その上で将来にわたって 1バスケット=200SDR という関係を固定するのがバスケット制なのだ。この例では、基準日において  $1/200$ バスケット=1SDR=1 ドルという関係が成立しているわけだ。

とはいえ、バスケットの中の通貨同士のレートは常に変動する。例えば基準日に 1 ドル=100 円だったドル円相場も、次の日には 1 ドル=95 円になっているかもしれない。バスケットの中の円の総額をこの日のレートでドルに換算すれば、基準日には 30 ドルだったがこの日は 31.6 ドルに増えている ( $30 \text{ドル} \div (95/100)$ )。仮に基準日に比べてドルが他の 3 つの通貨に対して弱くなっていれば、バスケットの総額はドル換算で確実に 200 ドルを超えてしまう。しかしそうであっても 1バスケット=200SDR という関係を変えないのがバスケット制なのである。

そして、SDR で表示するバスケットの価値が変わらなければ、基準日に 1SDR=1 ドルであった SDR とドルの交換（換算）レートは、上記の例では SDR 高・ドル安の方向に動く。同時に、ドル以外の 3 通貨に対して SDR は安くなるわけだ。その結果、例えばドルと円と SDR の関係を見ると、強い順に円、SDR、ドルとなるのである（図 2）。

図2 バスケット通貨としてのSDRのイメージ



### SDR による値決め

さてこうして決まる SDR の相場を国際取引の値決めに利用することができる。貿易取引を SDR 建てにするとか、債券を SDR 建てで発行するという意味だ。SDR 建てにしたからといって、たとえば輸入国が代金を SDR で支払うわけではない。事前に支払い自体はドルで行う取決めをしているような場合には、決済時のドル対 SDR 相場で換算したドル金額を支払うことになるわけだ。

わが国の輸出業者が対米輸出をドル建てで行っているケースでは、相場が円高ドル安に動けば、為替差損はすべて輸出業者が負担することになる。しかし SDR 建てならアメリカの輸入業者にも差損が発生することになる。また債券発行についても、ドルが将来大きく下落するような場合、ドル建てでなく SDR 建てで発行されていれば、非ドル圏の債券保有者が被る為替差損は相対的に少なくて済むわけだ。

SDR を値決めに利用するというこのやり方は、最終的な決済（受払い）に使用する通貨が何であるかとは無関係に採用することができる。それだけに外貨準備の目減りを防ぐことには役立たないかもしれない。しかし、為替変動に伴う差損や差益を当事者の双方が分け合うという意味ではより公平な方式だと言えるだろう。真剣に検討してみる価値があると思う。

(MU 投資顧問客員エコノミスト 兼 三菱UFJ リサーチ&コンサルティング

調査部長 五十嵐 敬喜)

---

## MU投資顧問株式会社

登録番号 金融商品取引業者  
関東財務局長（金商） 第 313 号

社団法人日本証券投資顧問業協会会員  
〒103-0022 東京都中央区日本橋室町 3 - 2 - 1 5  
電話 03-5202-1801

\*この資料は、三菱UFJリサーチ&コンサルティング㈱とタイアップし、同社調査部の作成した経済レポートを中心に掲載しております。本資料の記載内容の一部を引用あるいは転載される場合には、必ず「MU投資顧問株式会社 資料より」と明記してください。

\*本資料に含まれている経済見通しや市場環境予測は、必ずしも当社の見解を示すものではありません。内容はあくまでも作成時点におけるものであり、今後予告なしに変更されることがあります。

\*本資料は情報提供を唯一の目的としており、何らかの行動ないし判断をするものではありません。また、掲載されている予測は、本資料の分析結果のみをもとに行われたものであり、予測の妥当性や確実性が保証されるものでもありません。予測は常に不確実性を伴います。本資料の予測・分析の妥当性等は、独自にご判断ください。