

# 基軸通貨米ドルの弱体化についての 理論的・実証的検証

尹 清 洙

## 1. はじめに

昨年（2023年）6月3日、バイデン大統領は連邦政府の債務上限と予算に関する法案に署名し、米政府のデフォルト危機を一時的に回避したが、当時米国政府債務はすでに法的上限の31兆4000億ドルに達していた。このような天文学的な借金を抱えながら、米国が依然として現代世界の盟主で君臨し続ける背景には基軸通貨としての米ドルがある。米ドルはいつまで基軸通貨というとてつもない特権を維持することができるだろうか。

本研究では、通貨の本質についての理論的検討を行い、通貨には取引需要（関係論）としての動的属性と価値保存（存在論）という静的属性という二重性があり、この動静の矛盾が結局基軸通貨の持続性に深くかかわっていることを提示する。そして、米国経済が面臨している現状について経済データを用いて検証し、基軸通貨としての米ドルのサスナビリティについて実証的に明らかにしたい。

本稿の構成は以下の通りである。まず第2節において、先行研究のサーベイを行う。第3節では通貨の原点から基軸通貨についての理論的検討を行い、米ドルが基軸通貨として成り立つ歴史的経緯について考察する。そして第4節では統計データを用いて、アメリカの双子の赤字及び米国債の需給バランスを実証的に明らかにし、最後の第5節では本稿の結論をまとめる。

## 2. 先行研究

基軸通貨は国際間の決済に使われる決済財であり価値尺度である。決済財として使われるためには、十分な量の通貨が供給されていなければならないし、価値尺度になるためには、その価値が安定していなければならない。

この決済財としての流動性と価値尺度としての安定性の両立という課題は、国際

通貨体制を考える人々にとっては厄介な問題であった。ドルが国際間決済に使用される通貨として世界経済の持続的な発展に必要な流動性を十分に供給されるためには、米国の経常収支は赤字であることが望ましい。それはアメリカの国際収支の持続的な赤字を意味しており、アメリカの準備ポジションの悪化は各国の中央銀行に対して、アメリカが金とドルの交換義務を果たせなくなる疑念を生じさせる。ドルが金と兌換できないならば、アメリカのドルを保有するインセンティブがなくなり、ドルへの信認は低下し、誰もドルを準備資産として保有し続けようとしなくなる。これが、議論を提起した学者の名にちなんで「トリフィン・ジレンマ」と呼ばれる問題である。トリフィン（Triffin, 1960）はアメリカ一国の国民通貨であるドルが基軸通貨であり続けることは必然的に不可能であると主張した。

それに対して、松井（2002、2017）はケインズ原理を取り上げながら、ブレトンウッズ体制の崩壊はアメリカの誤った政策運営によるものであると述べている。また、「アメリカではドルの基軸通貨としての存続可能性（サスティナビリティ）を主に中国の動向と関連付けて論ずる傾向が見られるが、まずアメリカ自身がケインズ原理の認識のうえにドル健全化の展望を明示することが必要であると筆者は考える。」<sup>1</sup>とアメリカ自身の国際収支節度欠落を指摘している。

ケインズ原理について松井（2017）は次のようにまとめている。

- (ア) 一九四五年末におけるアメリカの対外短期貸借ポジションは、金準備（約二〇一億ドル）を除いて計算すると約七二億ドルの債務超過であり、この「金準備を除いた対外短期純債務」額は今後もアメリカの基礎収支赤字（ドル垂れ流し）によって拡大すると予測される。
- (イ) 短期貸付でなく垂れ流しによって対外供給される基軸通貨は、ひとたび供給過剰になると、もはや基軸通貨国の金融引締政策によって外国人から回収することは困難であり、よって希少性を回収することは難しい。
- (ウ) 基軸通貨が希少性を失えば、いかに基軸通貨国が大量の金準備を保有していようとも基軸通貨に対する外国人の信認は動揺し、金交換請求が生ずる。<sup>2</sup>

松井（2002、2017）は、アメリカがドルの供給・管理を上記のケインズ原理に基づいて行えば、ブレトンウッズ体制は持続可能であったが、アメリカが主に基礎収支の赤字によって対外的に米ドルを供給したからその体制は崩壊したと主張した。すなわち、ブレトンウッズ体制の崩壊はアメリカ側の責任によるものであるという

1 松井（2017）p.xiii頁。

2 松井（2017）60-61頁。

見解である。

上記の Triffin (1960) や松井 (2002) の主張は共に基軸通貨側すなわち、供給側の視点であると山本 (2005) は指摘し、基軸通貨体制のサステナビリティにおいて鍵を握るのはむしろ *periphery* (周辺国)、つまり需要側であるという見解を提示した。そして、丹念に経済データを用いて検証し、次のような結論を導いている。

“当時の *periphery* による協調は、それが自国の経済的 *take-off*、さらに先進国化にとってアメリカ経済を支え、輸出主導型成長をとげるためにアメリカ経済が好況を維持すること、さらには自国の財の国際的な価格競争力強化のために平価を低めに誘導することの意義を見出していたからであり、アメリカがその国際収支の赤字のために発行する債券を引き受けていたのは、引き受けることに経済的意義、つまり収益、があるからこそ資産としてじゅうようしたのである。

資産として需要される限り、収益が見出せなくなれば、資産としての価値がなくなる。特に欧州の *periphery* にとって、それはまさに1967年以降、自国経済がほぼアメリカに匹敵する経済力を持った時期だった。

以上のことからわかるのは、*periphery* にとって基軸通貨国を支えることに経済的意義のある限り、基軸通貨は買い支えられ、基軸通貨の暴落は起きない。つまり、*sustainability* において鍵となるのは *periphery*、つまり需要側の要因ということになる。”<sup>3</sup>

以上の先行研究は基軸通貨国と周辺国の立場から、基軸通貨の持続可能性について論じたものであるが、Ray Dalio (2021) は帝国のビッグサイクルという視点から、過去何百年の歴史を紐解き、大国の栄枯盛衰と基軸通貨の本質について洞察した。この本では三つの基軸通貨国(オランダ、英国、米国)と7つの帝国(中、独、日、印、仏、露、西)の興亡について考察しているが、特に三つの基軸国プラス中国について詳細な分析を行っている。第1部では、ビッグサイクルという理論的枠組みを提示し、内部秩序と混乱のビッグサイクル、国際秩序と混乱のビッグサイクルという見方を示している。

まず、内部秩序と混乱のビッグサイクルについて Ray Dalio は次のような6つの段階を提示し、アメリカはいま第5段階にあると指摘しながら、米基軸通貨はまもなく終焉に向かうと主張している。

第1段階：新しい秩序が始まり、新しいリーダーに権力が集中する。

---

3 山本 (2005) 135 (511) 頁。

第2段階：資源配分システムと政府の官僚制度が樹立し、緻密化する。【初期繁栄段階（Early prosperity）】

第3段階：平和と繁栄の時期。【中期繁栄段階（Mid- prosperity）】

第4段階：過剰の時代。【バブル繁栄段階（Bubble prosperity）】

第5段階：財政悪化と葛藤の進化。【政府の財政赤字、中央銀行の大量の国債購入、貧富の格差、階級闘争、ポピュリズムなど】（米国は今この段階にいる）

第6段階：内戦状態。【内戦と革命】

また、彼は国際秩序と混乱のビッグサイクルについて次のような5つの段階を提示し、アメリカは中国やロシアなどとそれぞれ段階の摩擦や戦争を繰り返しているとしている。そのため大量の財政赤字を累積し、アメリカは自分自身で破綻に向かって行くと主張している。

第1段階：貿易・経済摩擦

第2段階：技術戦争

第3段階：地政学的戦争

第4段階：資本戦争

第5段階：軍事戦争

上記の米国・米ドル衰退に関する論点に対して、米国のFRB（Federal Reserve Board）の14代目の議長を務め、2022年にノーベル経済学賞を受賞したBen S. Bernanke（2022）は独立した機関としてのFRBの有効な金融政策を通じて、米国経済は依然として経済危機が克服でき、持続的な発展が可能であると論じた。

それに対してChristopher Leonard（2022）は、FRBの内部者に対する地味なインタビューや調査を通じて、Bernankeらによって進められてきたFRBの量的緩和政策によりイージマネーを手に入れたウォール街の巨大資本は、基本的に企業の生産性を高めるイノベーションに向かわず、投機目的で使われ、新しい巨大なバブルを育てていると指摘している。アメリカが抱えている様々な経済難題をFRBの量的緩和政策に依存して一時的に回避することは可能であっても、それは経済のファンダメンタルズの改善とは関係ない。FRBの量的緩和は勝者と敗者の距離を拡大し、もっと大きな不確実性の土台を作り上げ、2008年に起きた金融危機の真の代価はいまだに支払われていないとし、バーナンキ流の金融政策を痛烈に批判している。

次節ではそもそも貨幣とは何か、その本質について考察しながら基軸通貨のサステナビリティについての理論的整理を行いたい。

### 3. 貨幣の源流からみる貨幣の二重性（関係論的存在論）

#### （1）貨幣の歴史から見る不換（信用）貨幣の本質

一般的に貨幣は次の三つの機能を果たすものであると定義される。

①交換手段（支払手段）、②価値尺度、③価値貯蔵。

現在我々が使っている貨幣のうち、紙幣は紙でできており、硬貨、コインは金属でできている。ここに至るまでには貨幣の長い歴史があり、大まかに次のような変遷を遂げていた。

まず、商品と商品の物々交換を行っているうちに、比較的誰でも欲がるものが貨幣として使われるようになった。それが**商品貨幣（物品貨幣）**である。例えば塩、コメなどがあったが商品貨幣は品質が劣化する可能性があった。

品質が劣化せず、価値が保たれるのが金属で、一定の品質と重さを持つように型に流れ込んで貨幣を作るようになった。これが**鑄造貨幣**（質や量が標準化された金属貨幣）である。代表的なモノが銅銭、銀貨、金貨などがあるが、鑄造貨幣は金属でできているので、重くて運びにくい。特に遠方の高額な支払い手段には向かない。近場の普通の支払いでももっと便利な手段はないのか。そうして使われるようになったのが、紙幣である。

最初に流通した紙幣には金貨の裏付けがあり、いつでも金貨と交換できたので、このような紙幣を**兌換紙幣**と呼ばれた。金本位制や銀本位制の時代には兌換紙幣は金や銀などの正貨との引き換えが保障されていた。

しかし、現在の紙幣にはその兌換機能がなく、**不換紙幣（信用貨幣）**と呼ばれるもので、我々がいつも使っている日本銀行券も不換紙幣である。日本においては、明治半ばから昭和初期にかけて、兌換紙幣である日本銀行兌換券が発行されていたが、1931年の金貨兌換停止により、事実上兌換紙幣でなくなった。1942年に日本銀行法が制定され、兌換義務のない不換紙幣が発行できるようになり、法律上も兌換の義務がなくなった。日本銀行券は特殊なインクと紙を使い、匠の技を使った図柄が印刷されると言え、1万円札の製造原価は極々わずかである。それにもかかわらず、我々は1万円の価値があると思って使っているが、それは我々がみんなその価値を信じているからである。このように、人々の信念によって支えられたお金のことを信用貨幣と呼ぶが、お札という信用貨幣の裏にある共有された信念は、少なくとも3つの仕掛けによって支えられている<sup>4</sup>。

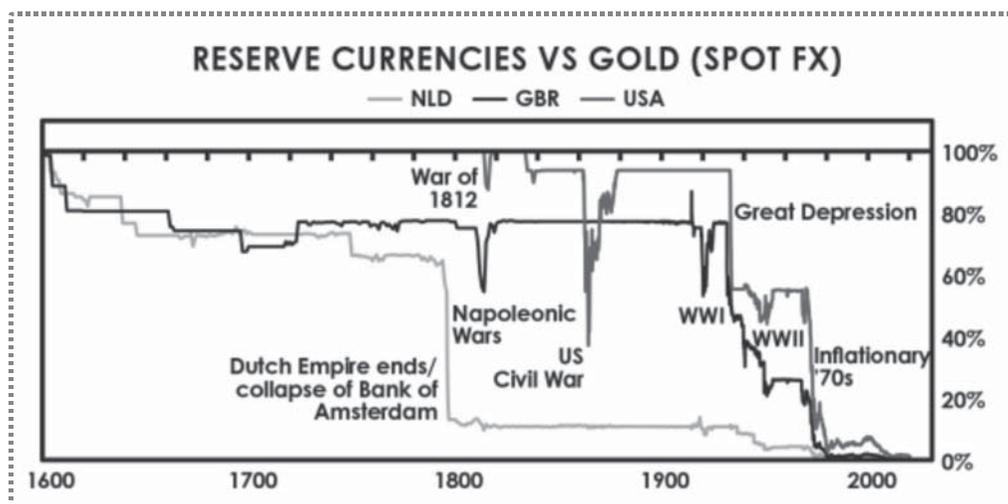
4 <https://www.boj.or.jp/paym/outline/kg22.htm>

①発行者の財務の健全性、②おかねの価値の安定、③強制通用力。

すなわち、信用貨幣とは本質的に絶対的な価値を有するモノ（存在）ではなく仮想的なもので「社会的信用」という関係によって成り立ち、経済活動をスムーズにするための便利なツールである。一旦その「社会的信用」がなくなると、昨年3月に起きたシリコンバレーバンク（SVB）の破綻のような現象が瞬時に起こりうる。

このように、貨幣は商品貨幣、兌換紙幣、信用紙幣の形で変遷を遂げてきた。我々は一般的に、信用貨幣は価値貯蔵の機能を持っていると信じているが、実は長期的な視点からすればそれは単なる幻想にすぎない。図1から分かるように、信用紙幣の価値は短期的には安定性を保っているが、戦争や経済危機をきっかけに長期的には必ずその価値が下落する。

図1 金に対する信用貨幣の価値下落



出所：Ray Dalio（2021）134頁より引用。

## （2）基軸通貨ドルの成り立ちと変遷

第二次世界大戦後、アメリカは巨大な経済力と軍事力を背景にブレトンウッズ体制を築き、米ドルは基軸通貨となった。ブレトンウッズ体制における基軸通貨は兌換貨幣（金本位制）の性格を有し、いつでも35ドルで1オンスの金と交換することができた。

しかし、60年代以降になるとヨーロッパと日本の急速な経済成長に伴って、アメリカの貿易赤字は巨大に膨らんだ。また、ベトナム戦争によりアメリカの財政赤字も急増し、世界から米ドルへの不信感が広がり、1967年にはフランスが金プールか

ら脱退した。このような動きがヨーロッパ全域に広がり、1971年8月15日に当時のニクソン大統領は米ドル紙幣と金との兌換一時停止を宣言し、金本位制としてのブレトンウッズ体制の終結を告げた。

1971年12月にアメリカはドルの切り下げを容認して、新しい固定相場でスミソニアン体制が開始したが、しばらくしてドル不安が再燃し、1973年3月には各国とも変動相場制に移行していった。

ドル基軸通貨地位を守るために、米国は1974年10月にサウジアラビア王家と、サウード家の保護を約束する見返りとして、サウジの原油輸出をすべて米ドルのみで行うというワシントン・リヤド密約を結んだ。そして翌年までにOPECの他の石油輸出国もみなこの独占的体制に加わるようになった。こうして米国は、ドルに不信感を持っていた西側資本主義諸国をブレトンウッズ体制からこのペトロダラーという新体制に移行させることに成功した。

ペトロダラーシステムが実施されると、石油を輸入する必要がある国、つまりほぼ世界のすべての国はドルを持たざるを得なくなり、ドルの需要が世界中で急増した。すなわち、ブレトンウッズ体制の崩壊により兌換貨幣から信用貨幣に変質したドルはペトロダラーシステムの下で再び世界の基軸通貨としての地位を保つことができた。

双子の赤字をずっと抱えているアメリカの信用貨幣としての米ドルは果たして①発行者の財務の健全性②おかねの価値の安定を守っているだろうか。

そのようなリスクが常に懸念されていて、地域通貨として登場したのがユーロである。

### (3) ユーロの登場

新しくなった変動相場制及びペトロダラーシステムの国際通貨体制において、アメリカと諸外国との間には依然として大きな非対称性が存在し、アメリカは巨額の経常収支赤字が累積し続けるという構造的不均衡が続いていた。米ドルの支配に警戒感を強めていたEU各国は長年の悲願だった通貨統合を1999年1月1日に成し遂げ、国際基軸通貨たりえるユーロを獲得した。欧州単一通貨ユーロの登場は、戦後初めて経済力でドルに対抗し得る通貨の誕生を意味しており、国際通貨体制に与えるインパクトは大きい。2023年6月時点においてユーロは決済通貨としての世界シェアが31.25%に達し、米ドルの42.02%に逼迫している<sup>5</sup>。ユーロの強化について、

5 2023/07/25 日本経済新聞 朝刊1頁。

欧州委は「国際金融システムの回復力改善につながる」として、世界にとってもプラスになるとしている。欧州委で金融サービス担当の事務局長を務める Olivier Guersen 氏は、準備通貨としてのユーロの重要性を高める「合理的な理由」があると述べた上で、同時に「責任」も大きくなると言明した<sup>6</sup>。

地域通貨としてのユーロは、ドル一極体制のリスクを減らし、世界経済の持続的な交易と安定に寄与しているのは間違いないと思われる。

#### （４）イラク戦争の真相

ユーロの登場に早速反応したのが、石油第二の埋蔵量を誇るイラクのフセイン政権であった。フセイン大統領は、ユーロ通貨が現金で流通（2001年1月1日）する以前の2000年9月にユーロ建てによる石油取引を表明し、10月末にはイラクの石油取引の窓口でもある国連の承認を得て、11月6日にドル建てによる石油売買を停止し、ユーロ建て取引に変更した。世界石油市場の米ドル独占状態が、崩れるところであったが、アメリカは発見もされていなかった「大量破壊兵器」をなくすためにというとてつもない理屈で、クラスター爆弾という「大量破壊兵器」を使用し、フセイン政権を倒し、ペトロダラーの覇権を守った。すなわち、ペトロダラーの独占を守ることはアメリカにとっては死活の問題である。

#### （５）世界における脱ドルの動き

しかし、ウクライナ戦争をきっかけにロシアは国際銀行間通信協会（SWIFT）の決済システムから排除され、G7諸国にあった準備資産を凍結されて、ドルなど主要通貨を使えなくなった。その制裁を受けてロシアは脱ドルの動きを加速している。ロシアの中央銀行によると、輸出決済における割合は22年1月にはドルが52%、ユーロが35%であったが、9月にはそれぞれ34%、19%に低下した<sup>7</sup>。

また、中国がロシアから原油や天然ガスを輸入する契約も、人民元建てが増えてきている。西側諸国の輸出規制を受けるロシアは中国製品への依存を強め、資源輸出で得る人民元を中国からの輸入代金に充てる形で脱ドル化が進んでいる。中国はロシア以外にもイラン、サウジアラビア、アラブ首長国連邦（UAE）などの諸国と原油などのエネルギーと人民元建ての取引を増やしている。

サウジアラビアも2023年1月に、石油取引でドル以外の決済通貨を用いるという声明を出した。

6 <https://jp.reuters.com/article/eurozone-euro-reservecurrency-idJPKBN1O400X>

7 2023/02/23 日本経済新聞 朝刊3頁。

インド準備銀行（中央銀行）は2022年7月に、自国通貨ルピーによる国際貿易決済を認可し、2022年秋からロシアとインドはルピーによる貿易決済を始めた。2022年2月まで日量5万バレル程度だったインドのロシア原油輸入が、最近では日量200万バレル前後まで急増している<sup>8</sup>。

このように世界中で脱ドルの動きが加速化しており、ペトロダラーシステムは大きな危機に直面している。ペトロダラーシステムなしで米ドルは基軸通貨地位を保つことは可能であろうか？

次節では、主にアメリカの商務省、財務省、連邦準備銀行（Federal Reserve Bank：FRB）及び世界銀行の公的経済データを用いて基軸通貨としての米ドルのサステナビリティについて実証的に明らかにしたい。

#### 4. 経済統計による実証分析

諸外国は米国との国際取引の黒字として受け取ったドルを、一部は経常取引や金融取引のために預金の形で保有し、大半は米国債を購入して運用する。米国債（米国財務省証券）は、アメリカ合衆国政府（米国財務省）が発行する国債のことで高い信用力と流動性を有する。この節ではまず基軸通貨の基本的な役割である取引手段に着目し、アメリカの経常収支の推移とその原因について検証する。そして、経常収支赤字の主要な原因の一つである財政赤字について追跡する。また、米国債の主要な持ち主である諸外国とFRBの動きとその理由について究明する。そして、アメリカの金融市場と実体経済との乖離について検討した後、最後にアメリカにおける貧富の格差の実態について考察する。

##### （1）アメリカの経常収支の長期的な推移と通商摩擦の本質

図2はアメリカの経常収支の長期的な推移を示している。アメリカの経常収支は1960年代には黒字であったが、70年代に入るとヨーロッパ諸国の成長に伴って、赤字が徐々に増えた。そして、80年代になると経常赤字がほぼ常態化するようになり、80年代におけるアメリカの最大の貿易赤字国の相手は日本に変わり、ジャパンバッシングが起り、プラザ合意で円高が急速に進んだ。それにも関わらず1990年におけるアメリカの財貿易赤字は1017億ドルに上り、その4割以上は対日赤字であった。その後、日本企業の海外進出、現地生産、日米構造協議などで日米貿易摩擦は

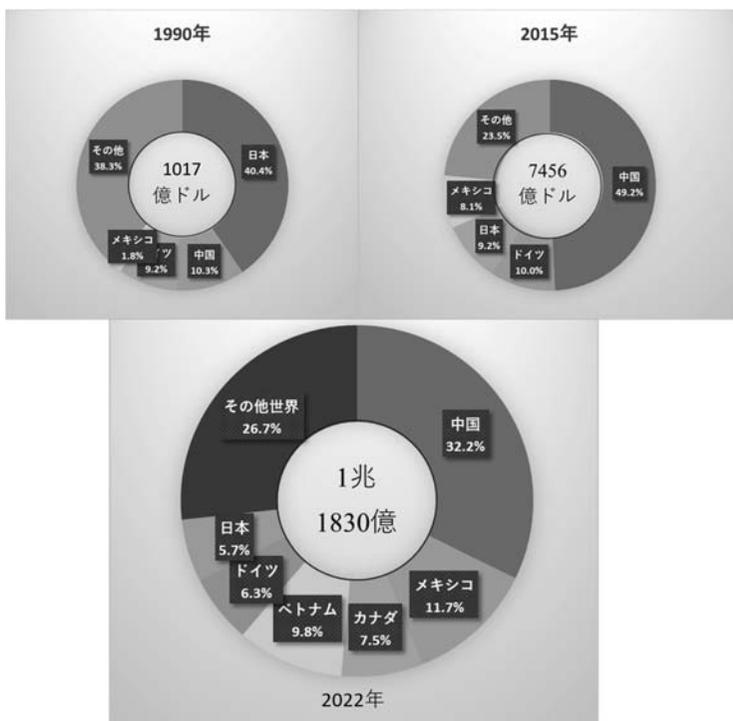
8 2023/08/19 日本経済新聞 朝刊17頁。

図2 アメリカの経常収支の長期的な推移（対GDP比：%）



出所：FRB (<https://fred.stlouisfed.org/>) のデータを基に筆者作成。

図3 アメリカにおける諸外国との財貿易赤字の変化（%、億ドル）



出所：日本経済新聞<sup>9</sup>及び米国商務省 ([bea.gov/data](https://bea.gov/data)) データを基に筆者作成。

9 2017/1/13 日本経済新聞 朝刊3頁。

ある程度緩和した。

しかし、2000年代に入るとWTOに加盟した中国が徐々に世界の工場として浮上り、アメリカの巨大な貿易赤字は中国にシフトした。2015年におけるアメリカの財貿易赤字は7456億ドルでその半分近く（49.2%）を中国が占めていた。2017年に大統領になったトランプは対米貿易黒字の上位3カ国である中国、ドイツ、日本を名指して批判しながら貿易赤字の削減を目指して圧力を強めた。特に中国には25%の関税を適用しはじめ、米中貿易摩擦は激化した。

ところが、それによってアメリカの貿易赤字が減ったところか、2021年のアメリカの財貿易赤字は1兆ドルを突破し、2022年には1兆1830億ドルまでに上昇した。その中で、中国のシェアは32%に減ったものの、メキシコ（11.7%）、カナダ（7.5%）、ベトナム（9.8%）の比重は高まっている。ここから、アメリカの貿易赤字の原因は、貿易相手国というよりは、自国の経済構造に問題があるのではという疑問が浮かび上がる。

このような通商摩擦の本質については小宮（1994）で詳しく検討されているが、清田（2017）<sup>10</sup>は同じ趣旨を非常に単純明瞭に説明している。ここでは、清田に拠り、説明を簡単にするため、貿易収支と経常収支を同じものとする。貿易収支は輸出から輸入を引いたもので、国内総生産（GDP）の支出面からみると、次のような恒等式が成り立つ。

$$\text{貿易収支（輸出－輸入）} = \text{GDP} - (\text{消費} + \text{投資} + \text{政府支出})$$

ここで、可処分所得は消費か貯蓄に回ることになることに注意すると、「GDP＝消費＋貯蓄＋税」と表すことができる。これらの二つの関係から

$$\text{貿易収支（輸出－輸入）} = (\text{貯蓄} - \text{投資}) + (\text{税} - \text{政府支出})$$

という式が成り立つ。

これは、ある国の政府支出が税収を上回っている財政赤字の場合、それを上回る国内の貯蓄超過がない限り、貿易収支は必然的に赤字になってしまうということである。さらに貿易政策は国内の貯蓄や投資に影響を与えないため、貿易収支にも影響を与えない。従って一国全体でみると、貿易赤字は通商上の問題というよりは、政府部門を含めた国内の貯蓄と投資のバランス問題ということになる。すなわち、貿易赤字の本質は国内要因で決まるものであり、外因（外国）ではないということである。

10 2017/03/07 日本経済新聞 朝刊35頁。

## （2）アメリカ連邦政府の財政収支

それでは、次にアメリカの財政状況はどうなっているかについて見てみよう。

80年代前半においてレーガン政権の下で冷戦のための国防費の増加や大規模な税制改革の実施に伴う税収の減少などで財政赤字が急速に拡大し、財政赤字の対GDP比率が6%弱まで上昇した。その後80年代後半にかけては各種財政支出の削減策が実施され、また「グラムラドマンホリングス法」（均衡予算および緊急財政赤字管理法）の効果もあって、財政赤字は一時的に改善された。

しかし、89年から始まったG・H・Wブッシュ政権の下では、ソ連の封じ込め戦略を「対話」に変えたことで約40年の冷戦を平和裏に終わらせる功績は残したものの、90年代に入ると景気の鈍化による税収の減少、金融機関の救済費用、湾岸戦争などで財政赤字は1992年まで再び悪化した。

93年から始まったクリントン政権は、同年8月にOBRA93（1993年包括財政調整法）を成立させた。同法は高額所得者への増税と軍事費の削減に力点を置いたのが特徴である。FRBの金利引き下げ政策により、住宅ローンや企業投資のコストが低下し、経済活動が活発になり、雇用が増えた。雇用の増加と消費の拡大が好況を加速し、強化された累進制の下で税収が伸張した。他方で好景気は失業給付や福祉支出を減少させ、歳入・歳出両面から赤字削減が急速に進行するというこの好循環により、80年代以降初めて98年度に黒字に転換した後、2001年度までの4年間は黒字が継続した。

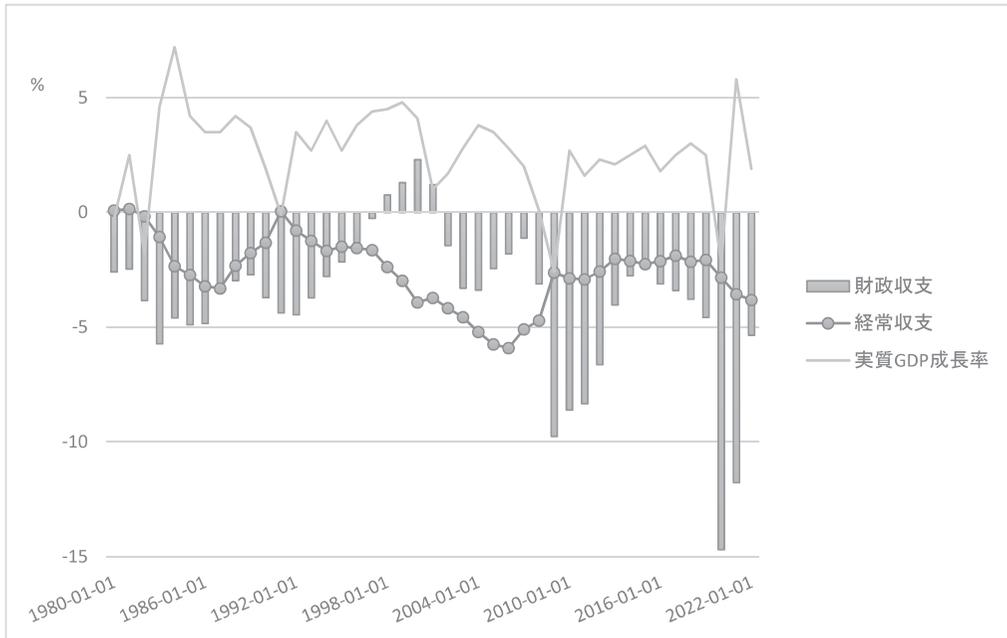
財政赤字の改善には大きく貢献したものの、しかし、クリントン政権にも問題点があった。金融分野の規制緩和が進み、1999年にはグラム＝リーチ＝ブライリー法（GLB法：金融サービス近代化法）が成立した。GLB法は銀行・証券の相互参入に道を開いたことによって、サブプライム・ローン等を幾重にも証券化した金融商品が登場し、十分な規制・監督もないまま世界中にリスクが飛散し、2008年の金融危機が勃発した。また、住宅税制において1997年に住宅の売却・交換から生ずるキャピタルゲインの非課税枠が拡大され、後の低金利政策と相まって住宅バブルの形成に深く関わった株式バブルと不動産バブルの禍根を残した。

2001年に登場したG・Wブッシュブッシュ政権の旗印は大規模減税であった。その代表格である2001年減税は、税率の削減と優遇税制の拡大を特徴としていた。また、イラク・アフガニスタン戦争と金融危機対策でさらに赤字を膨張させ、桁外れの赤字を将来世代に残すこととなった。

リーマンショック後、未曾有の大不況の真只中で2009年に大統領に就任したオバマは、経済が大恐慌に陥るのを防ぐために、大胆な財政・金融政策を次々と打って

いかざるをえなかった。オバマ政権は、**軍事費を中心に裁量的経費の削減、富裕層増税**を行いながら、財政赤字を徐々に晴らしていた。また、2009年復興法に代表される復興・成長政策により経済回復がもたらされ、大きく失業率が下がり、失業者の多い低所得層の所得水準が上昇し、一連の租税政策によって低所得層の税負担が軽減されたことや2010年医療費負担最適化法（オバマケア）が2014年から本格的に適用されるようになって、低所得層にとっての医療格差が大きく改善したことで経済格差は縮まったと言えるだろう。

図4 アメリカの財政収支・経常収支（対GDP比）及びGDPの実質成長率（%）



出所：図2と同じ。

しかし、2017年に発足したトランプ政権は、**大型減税や国防費の予算をふやして**財政赤字は再び膨れ上がった。また、コロナ危機に襲われ、2020年における財政赤字は15%弱まで膨張した。

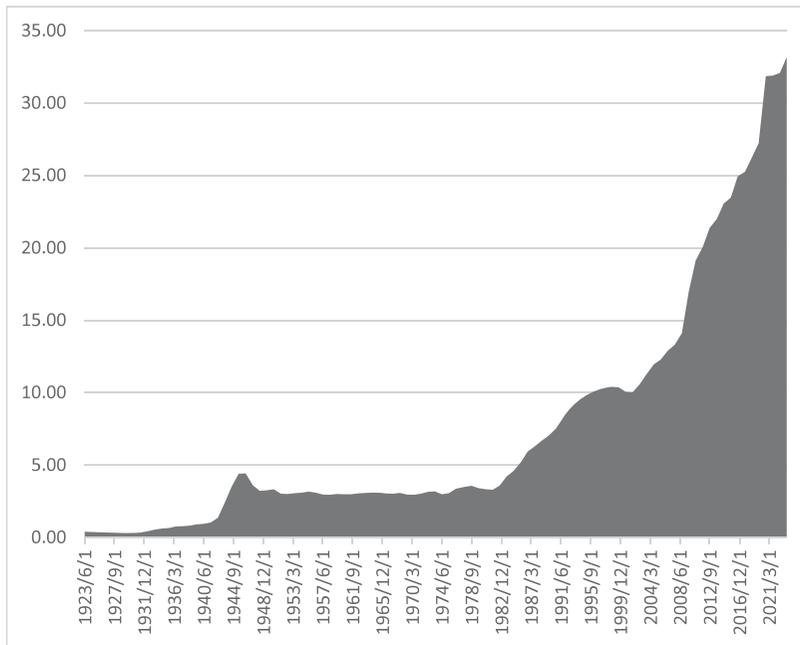
そして、2021月に就任したバイデン大統領が目指したのは「転換」であった。トリクルダウン頼みの政策から中間層を重視したボトムアップの政策への転換であり、小さな政府から問題解決能力のある大きな政府への転換、そして富裕層優先でなく中間層のための米国の再構築を目指している。しかし、いままでの民主党政権と違って、バイデン大統領はウクライナやイスラエルへの**軍事支援を強化**しており、財政赤字は前例のないほど膨れ上がっている。

アメリカの財政政策を俯瞰すると共和党政権になると大型減税や軍事費増加による財政赤字が急増している。それに対して、民主党政権に変わると富裕層増税、軍事費削減などの政策により財政収支が改善し、しかも低所得層の税負担軽減策や中間層育成のための政策が施されたことが伺える。しかし、現在のバイデン政権は従来の民主党政権と異なって、軍事費を大幅に増やして世界紛争を拡大している。

### （3）米国債の動向

このように経常収支・財政収支の赤字が累積した結果、アメリカ政府が抱えている米国債の長期推移は図5の通りである。戦後から70年代まで米国債は一定の水準を保っていたが、80年代に入ってから（クリントン第2期を除いて）持続的に上昇している。特にリーマンショックをきっかけに米国債は幾何級数的に伸びていることが伺える。

図5 米国債（米国財務省証券）の推移（兆ドル）

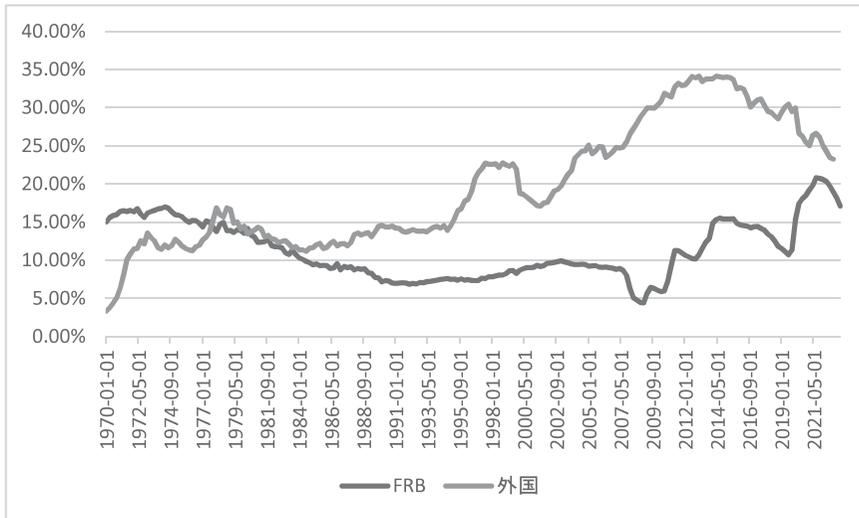


出所：図2と同じ。

それではこの莫大な米国債を誰が買っているのか。保有シェアがもっとも高いのが諸外国（外国中央銀行、外国年金機構など）で、次に多いのがFRBである。図6が諸外国とFRBの全体の米国債に占めるシェアの推移を表している。諸外国の保有分が2015年の34%まで持続的に上昇したが、その後は減少し始めている。FRB

は2000年前半までには10%位で推移していたが、リーマンショックの前には4.42%までに低下した。しかし、リーマンショックをきっかけに2014年には15.4%までに上昇した。その後は量的緩和をやわらげ、2019年には10.72%までに下落した。そして、コロナ19をきっかけに量的緩和を再開し、2022年4月までには20.74%までに上昇した。その後、消費者物価が急騰したので、再び量的緊縮に転じた。

図6 米国債保有の推移 (%)

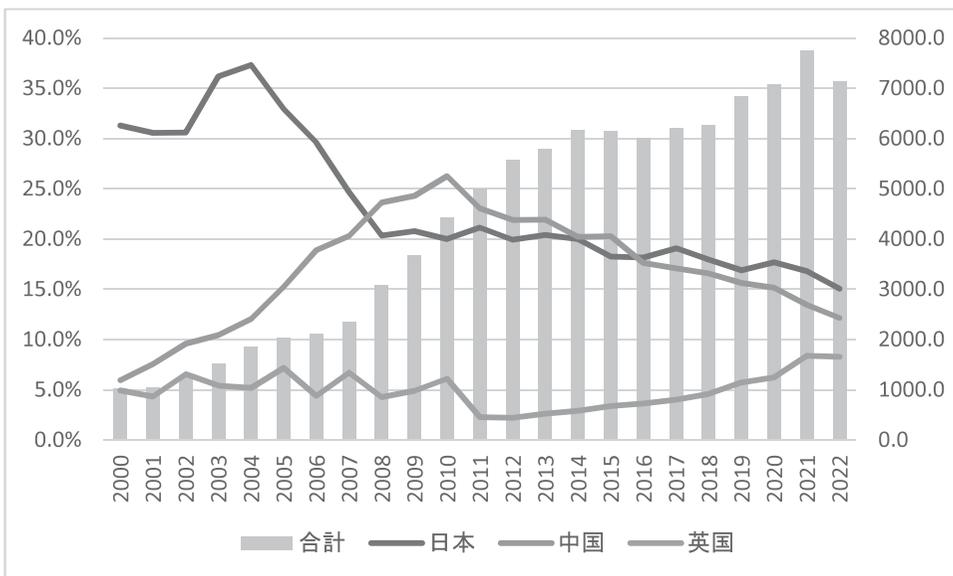


出所：図2と同じ。

図7は、諸外国のそれぞれの保有シェアを表したものである。2000年から2007年まで米国債を最も保有していたのが日本であったが、2008年より中国が日本を上回り、その勢いは2015年までに続いたが、2016年には再び日本が中国を上回っている。中国は2013年に1兆2700億ドルで世界最大の保有国であったが、2014年から売り続けて今年に入り8594億ドルまでに減少した。現在保有量1位の日本も2021年末の1兆3008億ドル（保有比重16.8%）から2023年5月の1兆968億ドル（保有比重14.6%）に減った。英国などが最近同盟戦略で国債保有を増やしているが、中国などの減少分を埋めるほどではない。米国の銀行など民間金融会社はシリコンバレーバンク事態の教訓より短期債の購入はしているものの、長期米国債の購入には慎重である。

このように諸外国からの脱米国債化が進み、また、昨年6月の米国債のデフォルト危機などがきっかけに米国債の価格急落、利回りの急上昇が続いている。長期米国債の金利の代表格である米国10年国債利回りが5%台目前に迫っていたし、30年

図7 各国の米国債保有の推移（%、10億ドル）



出所：米国財務省のデータ<sup>11</sup>を基に筆者作成。

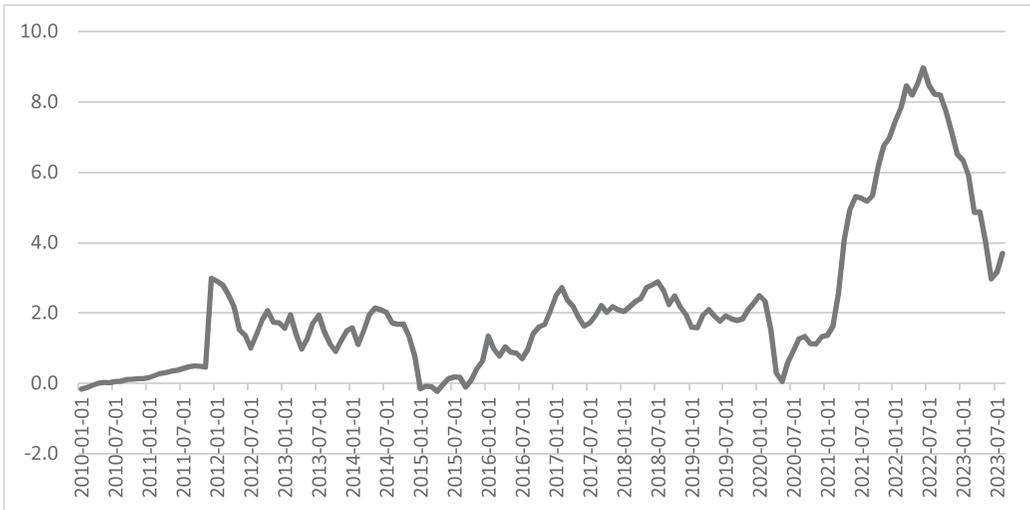
図8 米国債10年もの利回り (%)



出所：図2と同じ。

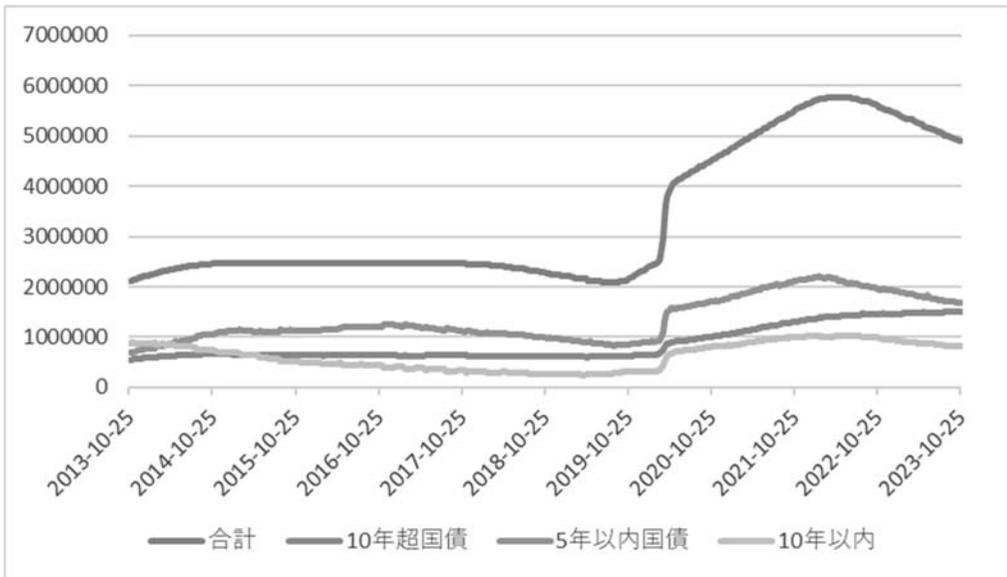
11 <https://home.treasury.gov/data/treasury-international-capital-tic-system>

図9 アメリカの消費者物価指数の推移 (%)



出所：図2と同じ。

図10 FRBが保有する短中長期米国債の推移 (100万ドル)



出所：図2と同じ。

国債利回りは既に5%に達した。これは、2007年以降で初めてである。このような利回りの急上昇について、2014年までダラス連邦銀行の総裁として勤めていたリチャード・フィッシャーはCNBCとのインタビューで、国債金利が上昇したのは

アメリカの財政失策のためであると指摘した<sup>12</sup>。

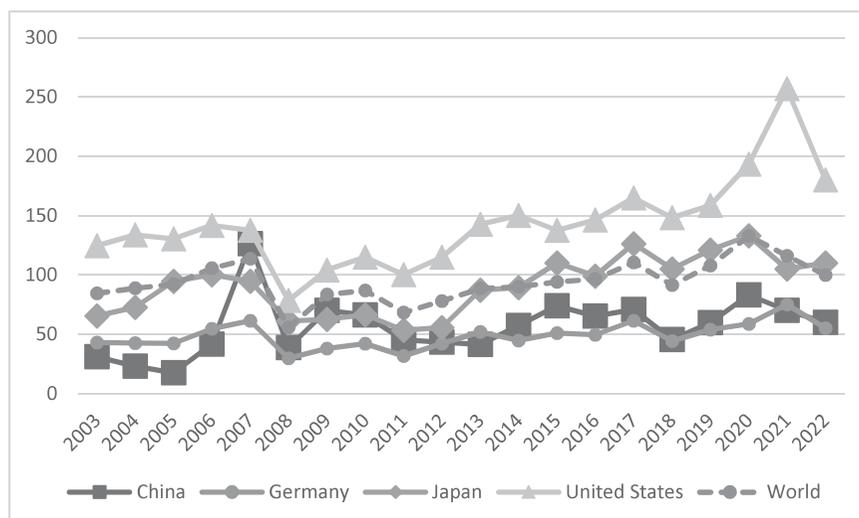
FRBの大量の金融緩和、米中貿易摩擦、ウクライナ戦争などの複合的な影響によって、アメリカでは2021年以降、急速なインフレが生じた。インフレは庶民の生計を圧迫し、社会不安が広がったので、FRBは2022年6月から米国債の保有量を減らし始め、2023年4月からは毎月950億ドル（国債600億ドル、MBS350億ドル）規模で量的緊縮を実施した。しかし、注意すべきことは10年超（TREAS10Y）の米国債の保有量は依然として上昇している。すなわち、10年超の長期米国債は市場で売れていないので、FRBが米財務省と連携しながら無理やり買い続けているのが実情である。FRBも進退両難に直面していることが伺える。

#### （４）バブル拡大による経済成長

それにも関わらず、米商務省が2023年10月26日発表した7～9月期の実質国内総生産（GDP、季節調整済み）速報値は前期比の年率換算で4.9%増だった<sup>13</sup>。アメリカ経済は本当にこのような潜在成長力を持っているのか。

米著名投資家のウォーレン・バフェット氏は、株式時価総額を名目国内総生産（GDP）で割った「バフェット指標」を、株価の適正水準を見極める目安として提案した。長期的には株価は経済力に見合った水準に近づくという考え方で、同指

図11 米国・日本・中国・ドイツおよび世界平均のバフェット指標（％）



出所：世界銀行のデータ（<https://data.worldbank.org>）を基に筆者作成。

12 <https://www.youtube.com/watch?v=u-iQDvuPkmU>。

13 2023/10/27 日本経済新聞朝刊1頁。

標が100%を超えると過熱感があるとされる。实体经济でモノづくりを固執する中国とドイツのバフェット指標は50付近で変動しているのに対して、日本はアベノミクスの異次元金融政策もあって中国とドイツに比べれば若干高いものの、150を超えたことはない。それに対して2021年末アメリカのバフェット指標は257%に達しており、明らかにバブル経済であろう。国際通貨基金（IMF）は2020年に公表した報告書で、日米などの株価上昇に対して「实体经济と乖離しており、割高感がある」と警戒感を示した<sup>14</sup>。

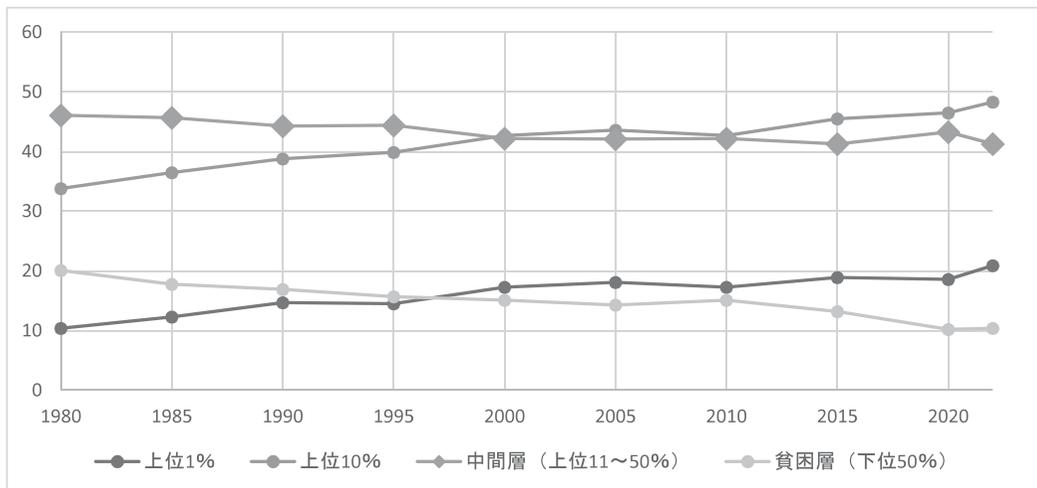
### （5）拡大する貧富の格差

このようにアメリカは巨大な負債とバブルで経済を維持しているが、その結果貧富の格差が広がっている。

図12は1980年から2022年までのアメリカにおける所得階層別所得シェアの推移を示している。1980年には中間層の所得シェアが最も高かったが、中間層と貧困層のシェアは徐々に下がり、所得上位1%と10%のシェアが高まった。特に2000年代以降になると所得格差がますます広がっていた。

図13は1980年から2019年までのアメリカにおける家計純資産に占める階層別資産シェアを示している。1980年には上位10%の富裕層が家計純資産の65%、うち上位

図12 アメリカにおける所得階層別の所得シェアの推移（%）

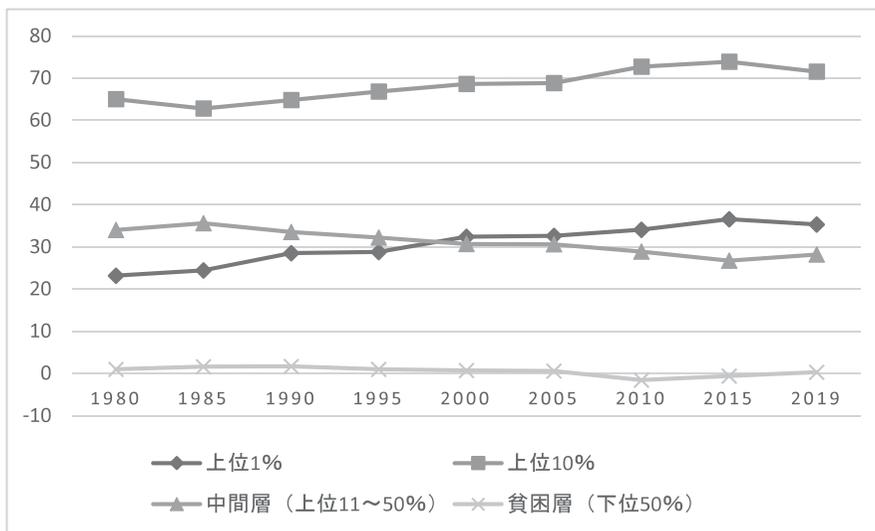


出所：World Inequality Database<sup>15</sup>を基に筆者作成。

14 2020/06/26 日本経済新聞朝刊3頁。

15 <https://wid.world/data/>

図13 アメリカにおける家計純資産に占める階層別資産シェア（%）



出所：図12と同じ。

1%の超富裕層が23.2%を所有していたが、2015年にはそれぞれ73.9%、36.6%に上昇した。2019年には若干の改善はあるものの、依然として上位10%の富裕層が家計純資産の70%以上を所有している。中間層のシェアは3割未満であり、資産格差も広がっていることが伺える。

このような巨額な負債と金融バブルで延命しているアメリカ経済に対して、ジョセフ・ユージン・スティグリッツ教授は『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』（2002）、『世界の99%を貧困にする経済』（2012）、『プログレッシブ キャピタリズム：利益はみんなのために』（2019）において、富裕層に対する増税による社会格差の是正、バブルを生成する金融部門に対しては規制強化などで中間層を育成することこそが持続的な資本主義の必要条件であると力説している。

## 5. おわりに

20余年を経て崩壊したブレトンウッズ体制により米ドルは兌換貨幣（金本位制）から信用貨幣に変質した。しかし、1974年10月にサウジアラビアと原油取引を米ドルのみで行うという独占的契約を結ぶことで、米ドルはペトロダラーシステムとして基軸通貨の地位を守ってきた。

ブレトンウッズ体制の下での米ドルは価値保存（存在論）の絶対的優位性を有し

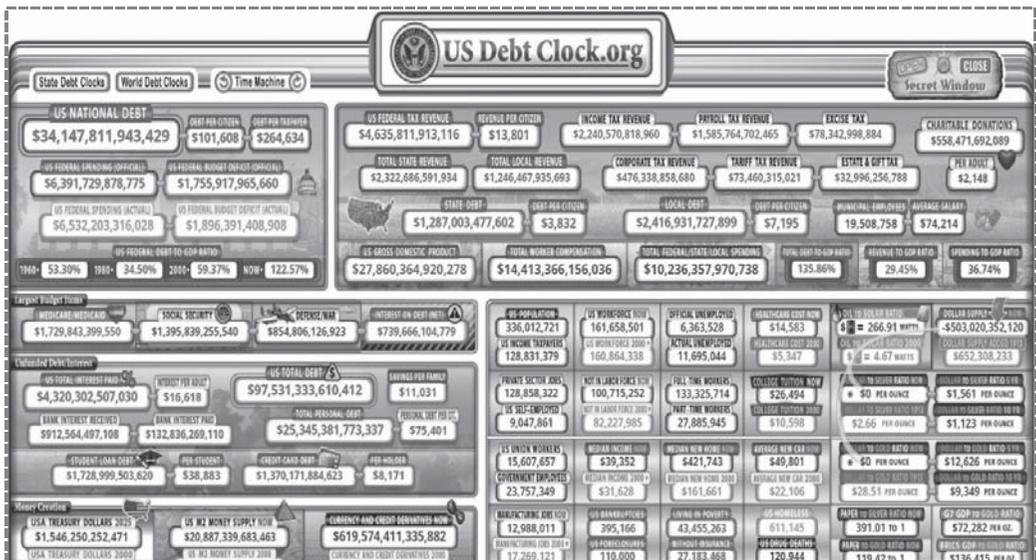
ていたが、ペトロダラーシステムの下では、取引需要としての性格（関係論）が強いので、山本（2005）が指摘したように、基軸通貨体制のサステナビリティにおいて鍵を握るのは需要側に変わった。

信用貨幣の本質は、社会的信用によって成り立つもので、社会的信用がなくなればその貨幣はただ単なる紙切れに変わるリスクが存在する。米ドルも国際社会からの信用がなくなれば一気にその地位は急落するだろう。

2022年におけるアメリカの財貿易赤字は1兆1830億ドルに達し、生産することより消費がもっと多いアメリカの経常収支も膨張しつつある。また、2023年度（2022年10月～2023年9月）1年間の財政赤字は1兆6950億ドルで、前年比23%増加した。歳入が減った半面、社会保障やメディケア、債務返済などの支出が増大したためである。2024会計年度（2023年10月～2024年9月）の予算では1兆8460億ドルの財政赤字を見積もっており、税金より支出が遥かに多いアメリカの財政赤字は史上最大値を更新する見込みである。このように財政赤字と貿易赤字の双子の赤字はすでにアメリカ政府がコントロールできない水準まで悪化しており、Ray Dalio（2023）は、米ドルはすでに紙くずであると公言している。

そのため、世界で一番の安全資産としてみなされていた米国債への信頼感も薄れ

図14 2024年1月末における米国政府の負債



出所：US Debt Clock.org<sup>16</sup>より引用。

16 <https://www.usdebtclock.org/>

て、外国の中央銀行や外国投資家らの不信感が高まり、米国債に占める外国の保有シェアは下がりつつある。特に外国の中でも米国債を最も保有している日本と中国二大国の比重も減りつつある。そのため、米長期国債の代表的な金利である10年債利回りは2023年11月の初めに5%弱まで上昇した。FRBは金融引き締めにも関わらず、市場で売れない10年超の長期国債を買い続けている。その結果、国債への利子負担も急増しており、2023年10月1日時点での年間利払いは1兆258億ドルで、いよいよ1兆ドルを超えている。

このような双子の赤字と利子などの債務が累積し、2024年1月末の現時点で米国政府の負債はすでに34兆ドル以上を記録している。

米議会予算局（CBO）が発表した「2023-2033年予算及び経済展望報告書」によると、2033年には米国政府の負債は50兆ドルを超え、財政赤字はGDPの6.9%に達する<sup>17</sup>。ピーターソンファウンデーション（PGPF）は2030年に米国政府の負債は50兆ドルを超え、今後10年間で純利子費用だけでも10兆6000億に昇ると推測した<sup>18</sup>。世界最大の金融機関の一つであるバンクオブアメリカ（BofA）も2023年11月7日に、米国政府の負債は毎日52億ドルずつ増え、2033年には54兆ドルに達するという予測を発表した<sup>19</sup>。

ウクライナ戦争をきっかけに、原油や天然ガス決済におけるルーブルや人民元、ルピーのシェアが急速に高まっている。そして、いま世界中には二国間貿易における自国通貨決済の動きも加速化している。

2023年8月22～24日に南アフリカで第15回BRICS首脳会議が開かれたが、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、アラブ首長国連邦（UAE）の6カ国を正式に受け入れることが決まった。拡大版BRICSは欧米主体の既存体制とは異なる新たな経済・貿易の枠組みを構築するというビジョンを持っており、いまBRICSの中で自国通貨による取引が急速に増えつつある。

インド準備銀行（中央銀行）は2022年7月に、自国通貨ルピーによる国際貿易決済を認可し、2023年3月までに英国やロシアなど18カ国の金融機関のルピー決済用の口座開設が承認された。

東南アジア諸国連合（ASEAN）は2023年3月末に米ドル依存からの脱却に向け、域内決済で地域通貨の使用を促進するタスクフォースの設置に合意している。第42

17 <https://www.cbo.gov/publication/59159>

18 <https://www.pgpf.org/blog/2023/05/what-is-the-national-debt-costing-us>

19 <https://markets.businessinsider.com/news/bonds/us-debt-50-trillion-2033-federal-deficits-treasury-bond-crash-2023-11>

回ASEAN首脳会議（ASEANサミット）が2023年5月にインドネシア・ラブアンバジョで開催され、ASEAN域内経済の連結性の向上と現地通貨取引を促進するとの宣言が採択された。

このように基軸通貨をめぐる中国を始めとして、EU、ロシア、BRICKS、東南アジアなどで多極的な経済秩序を求める変化が起こっており、1960年代末と同じようなドル離れが急速に進んでいる。

国際決済銀行（BIS）の「2022年世界外国為替市場調査」<sup>20</sup>によると、世界の外為市場取引額の通貨別シェアをみると、米ドルが44.2%、ユーロが15.3%、円が8.3%、ポンドが6.5%、人民元が3.5%で、依然として米ドルが基軸通貨としての地位は高い。しかし、中国が取引相手となる2国間決済で、人民元建ての割合は2023年4～6月期に49%となり、初めて米ドル建てを上回った<sup>21</sup>。中国はすでに140か国にとって最大の貿易相手国となり、このまま人民元決済が進んでいけばドル離れは急速に広まるだろう。

もちろん短期間でドルを完全に置き換える基軸通貨が現れるとは思えないが、最近の流れは、過去の国際経済が急変する時期ごとに提起された脱ドルの動きと明らかに違いがある。国際的变化の流れを把握し、それにふさわしい通貨政策の導入、外国為替市場の安定のための多様な構想などが必要であろう。

2022年の10月12日にジョー・バイデン大統領は国家安全保障戦略を公開したが、「(米国の国家安全保障にとって) 決定的な今後10年間に、いかにして米国の死活的な利益を高め、地政学的競争相手をしのぎ、共通の課題に取り組み、世界を明るく希望に満ちた未来に導くかを戦略で描いている」とした<sup>22</sup>。

依然として、米国にはRay Dalioのような洞察に優れたビジネスマンや、スティグリッツのような良識を持つ経済学者も多いし、世界でもっとも自由で優れた教育システムがある。米国が如何に双子の赤字、貧富の格差の改善やイノベーションに取り組むか、そしてわれわれはいかにアメリカの基軸通貨覇権に対応していくかという姿勢によって東西の明暗が分かれるのはおよそ10年位であろう。バイデン大統領が国家安全保障戦略の序文で言ったようにまさに世界は分岐点にあり、われわれ東アジアも着実にその準備を進めて行かなければならないと思われる。

20 <https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2022/nl2022.27r.pdf>

21 2023/07/25 日本経済新聞 朝刊1頁。

22 <https://www.jetro.go.jp/biznews/2022/10/35758db0c6dd9568.html>

### 参考文献

- 清田耕造（2017）「日米貿易摩擦回避できるか（下）——赤字相手国の批判不適切、米国内の構造問題に起因」『日本経済新聞』2017年3月7日朝刊35頁。
- 小宮隆太郎（1994）『貿易黒字・赤字の経済学—日米摩擦の愚かさ』、東洋経済新報社。
- ジョセフ E スティグリッツ（2002）『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』、徳間書店。
- ジョセフ E スティグリッツ（2012）『世界の99%を貧困にする経済』、徳間書店。
- ジョセフ E スティグリッツ（2019）『スティグリッツ PROGRESSIVE CAPITALISM（プログレッシブ キャピタリズム）：利益はみんなのために』、東洋経済新報社。
- 松井均（2002）『銀行原理と国際通貨システム』、勁草書房。
- 松井均（2017）『ケインズと国際通貨』、ブイツーソリューション。
- 山田美樹子（2005）「基軸通貨体制のサスティナビリティ：その今日的意義と歴史的教訓から学ぶもの」『三田学会雑誌』Vol.98, No.3, pp.493-519.
- Ben S. Bernanke. (2022) *21st Century Monetary Policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19*, NORTON.
- Dalio, R. (2021) *Principles for Dealing with the Changing World Order: Why Nations Succeed and Fail*, Avid Reader Press / Simon & Schuster.
- Dalio, R. (2023) *What's Happening with the Economy? The Great Wealth Transfer*. [What's Happening with the Economy? The Great Wealth Transfer \(linkedin.com\)](https://www.linkedin.com/pulse/whats-happening-with-the-economy-the-great-wealth-transfer-dalio)
- Leonard, C. (2022) *The Lords of Easy Money: How the Federal Reserve Broke the American Economy*, Simon & Schuster.
- Triffin, R. (1960) *Gold and Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, Yale University.

日本銀行決済システムの概要 第2章 決済の道具

<https://www.boj.or.jp/paym/outline/kg22.htm>（2024年1月30日閲覧）

リチャード・フィッシャーのCNBCとのインタビュー

<https://www.youtube.com/watch?v=u-iQDvuPkmU>（2024年1月30日閲覧）

米議会予算局（CBO）の「2023 - 2033年予算及び経済展望報告書」

<https://www.cbo.gov/publication/59159>（2024年1月30日閲覧）

ピーターソンファウンデーション（PGPF）の予測

<https://www.pgpf.org/blog/2023/05/what-is-the-national-debt-costing-us>（2024年1月30日閲覧）

バンクオブアメリカ（BofA）の予測

<https://markets.businessinsider.com/news/bonds/us-debt-50-trillion-2033-federal-deficits-treasury-bond-crash-2023-11>（2024年1月30日閲覧）

国際決済銀行（BIS）の「2022年世界外国為替市場調査」

<https://www.iima.or.jp/docs/newsletter/2022/nl2022.27r.pdf>（2024年1月30日閲覧）

バイデン政権の安全保障戦略（ジェトロ翻訳資料）

<https://www.jetro.go.jp/biznews/2022/10/35758db0c6dd9568.html>（2024年1月30日閲覧）

使用したデータベース

米商務省データ： [bea.gov/data](https://www.bea.gov/data)

米財務省データ：

<https://home.treasury.gov/data/treasury-international-capital-tic-system>

FRBのデータ：<https://fred.stlouisfed.org/>

世界銀行データ：<https://data.worldbank.org>

World Inequality Database：<https://wid.world/data/>