

将来を見晴らす長期投資観測 vol.23

(為替編4)米政府の信用に支えられた国際
通貨システムの持続性はいかに？参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

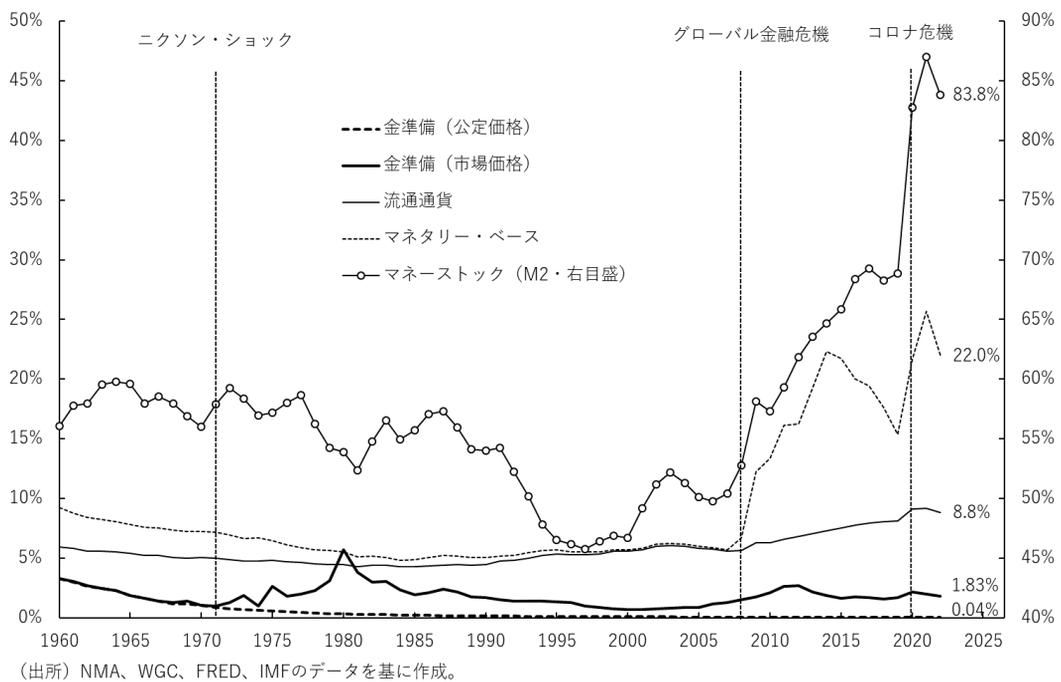
- ◆ 米国の信用を基盤とした国際通貨システムの特性を確認するために、中央銀行のバランスシートや商業銀行の預金・貸出動向を見ていくと、1995年、2008年、2020年という節目を経て、徐々に変化しているのが確認されよう。
- ◆ 国際通貨システムは、時間をかけてゆっくりと変質していく。そのシステムの賞味期限切れに至る道のりは長い。米ドルの場合も、転機を迎えるたびに、徐々にその特質を変化させている点には注意が必要かもしれない。

究極的には中央銀行のバランスシートに反映される信用本位制

ブレトンウッズ体制は、金を裏付けにした通貨システムであったものの、突き詰めれば米ドルを発行する米国に対する信認を土台にした制度であった。1960年代半ばまでの英国やドイツ（1970年までのフランス）は対外準備として、米ドルではなく金を中心に保有していた。米ドル中心の通貨システムを信認せず、全面的に組み込まれることを拒んでいたと解することもできよう。しかし、1960年代末からは、対外準備としての金の比率が低下し、米ドルの比率が上昇し始めたことは、カネの裏づけとしての金（ゴールド）への依存が薄まり、基軸国の信用を裏付けする体制を受け入れざるを得なくなったとみなせよう。これは、表面的には、戦後も金を本位とする兌換紙幣の時代が続いていたが、1960年代の末期には、金本位制から米国政府の信用を背景にした不換紙幣への道が始まっていたことを意味する。貴金属から政府信用を基盤とする通貨システム、いわば**信用本位制**への転換が図られていたと表現してもよいだろう。

1973年から紆余曲折を経て変動相場制による信用本位制が始まったが、この制度に基づく不換紙幣の拠り所は、究極的には発券銀行である中央銀行のバランスシートに表現されると考えてもよいのではないかと。カネの基盤となる紙幣や金融機関から中央銀行への準備預金（当座預金）は、中央銀行にとってみれば負債になる。この負債に対応するバランスシート上の資産は、金本位制の時代には一定割合の金地金が計上されていたが、不換紙幣の時代には、主に国債などの政府債務が計上されるようになっていく。これは、中央銀行の負債である紙幣などは、中央政府（国債）の信用に裏付けられているとみなすことができる。具体的には、インフレ率の急上昇による通貨価値の下落を発生させないような政策運営をするという中央銀行や金融システムに対する信用を裏付けにしていると言ってもよい。

(図1) 米国のマネー（対GDP比率）



金の桎梏を脱し、経済規模に応じて流通通貨を供給できるようになった

図1は、1960年以降の米国マネーの規模を経済規模（GDP）と比べた場合の比率を示しており、金準備（公定価格）が、限りなくゼロに近づいていることを示している。ニクソン・ショック時に米国の金準備は国民総生産（GNP）の1.0%程度まで低下していたが、1トロイオンス＝35米ドル（公定価格）というブレトンウッズ体制を維持していれば、2022年の金準備は、国内総生産（GDP）の0.04%まで圧縮されていたことになる（図1の太点線）。仮に、米国が金との兌換を現代まで維持していたとすれば、金を一定程度保有しなければいけないため、兌換紙幣（米ドル）が不足し、経済成長の足枷となっていたであろう。戦後の経済成長率やインフレ率は、兌換紙幣の増加ペースでは対応できないほどまでに高まっていたのである。

ニクソン・ショックを契機に、金価格は市場の需給により決定されるようになり、1971年平均の金価格（1トロイオンス当たり）は、すでに35米ドルを上回る40米ドルを超えていたが、1980年には615米ドルまで急上昇し、10年も経過しないうちに15倍強に上昇した。そのため、市場価格をベースにした金準備は、GDPの5.7%まで上昇した（図1の太線）。この水準は、金本位制下の戦間期における金準備のGNP比率と遜色ない水準であり、ブレトンウッズ体制での1トロイオンス＝35米ドルという公定価格を維持できなかった証拠ともなる。この金準備を気にかけることなく紙幣や硬貨を発行できるようになり、流通通貨（紙幣＋硬貨）の規模が、需要に応じた一定水準（対GDP比率）で保たれ、経済成長に応じた決済ニーズを満たすことが可能になったと言えよう（図1の実線）。

米連邦準備制度のバランスシートとマネーストック

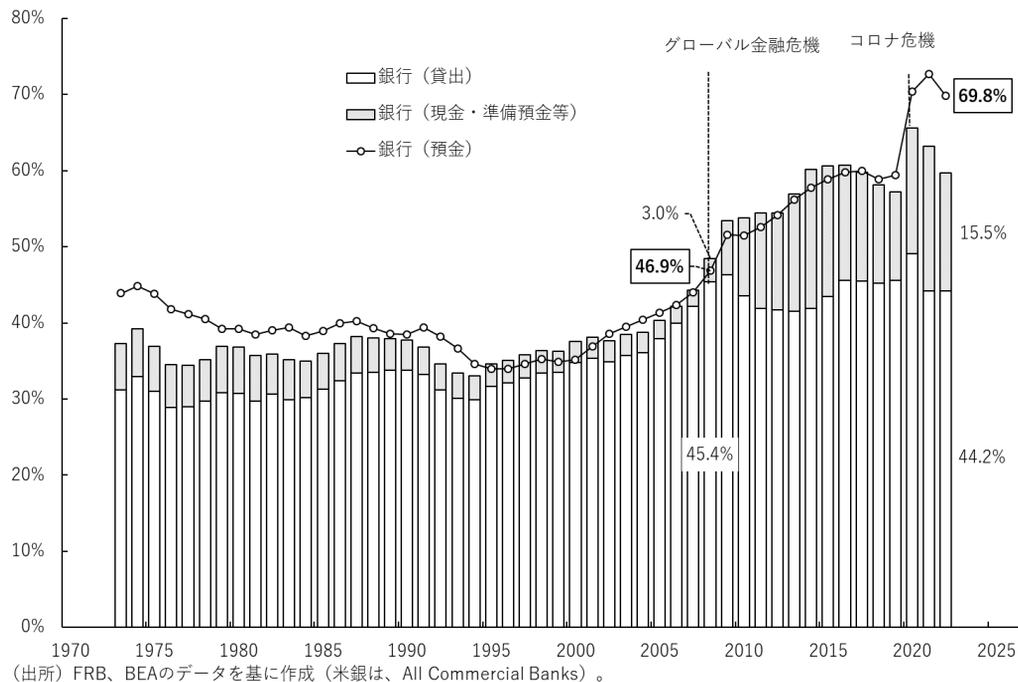
しかし、この動きにも変化が訪れた。中央銀行が供給するマネタリー・ベース（流通通貨＋民間金融機関による中央銀行への準備預金、点線）も流通通貨とほぼ同水準だったが、2008年のグローバル金融危機以降に急拡大に転じたのである。2022年現在での流通通貨の規模はGDPの8.8%に過ぎないが、マネタリー・ベースでは22.0%まで上昇し、両者の格差が広がっている。これは、この間のコロナ危機も含めて、連邦準備制度理事会（FRB）が国債などの資産購入政策を活発化させた上で、民間金融機関への資金を供給させたためである（一般に量的緩和＝QEと称される金融政策）。FRBに限らず、主要な中央銀行は、マネタリー・ベースを拡大させることを通して、民間金融機関が貸出態度を悪化させずに済むことを期待したのである。金融機関の貸出が絞られれば、実態経済の収縮は避けられないはず。そのような状況を防ぐための危機対応と言ってよい。これは、歴史的に見ても異例の措置であり、それだけ21世紀の2つの危機に対する警戒感が高かったことを裏付けている。グローバル金融危機までは緩やかに推移してきたマネタリー・ベース（対GDP比率）が、2009年以降には蜂の巣を突いたように急変動しているのが確認できよう。

この対応により、民間金融機関による貸出態度は改善し、貸出が拡大する中で預金も増加したため**マネーストック**（金融部門から経済全体に供給されている通貨の総量；M2）も急拡大している（図1の白丸線）。マネーストックは、1995年にかけてまでは低下していたものの、2000年のITバブル崩壊を経て、2008年のグローバル金融危機時にかけて上昇基調で推移している。特にコロナ危機後には、80%超にまで急上昇しており、ニクソン・ショック以降の動きとは一線を画しているのが確認されよう。マネーストックの規模は、1960年代以降、おおむねGDPの50%台に過ぎなかったが、2つの危機対応の挙句、80%超にまで膨張したのであるから、この資金供給の異常さは、社会危機に直面して、大盤振る舞いの金融緩和を演出したものと言える。

1995年、2008年、2020年の米ドルの変質

ところで、この預金をはじめとするマネーストックの増大は何を意味するのだろうか？この謎を明らかにするために、マネー指標というマクロの視点とは異なるミクロの視点から確認したい。図2は、商業銀行の資産としての貸出（リース含む）と現金・準備預金等、負債である預金のそれぞれ対GDP比率の推移を示している。一般に、借り手の資金需要に応じて商業銀行は、借り手の口座に貸出した金額を記入して預金を創造するため、貸出と預金はおおむね連動する。それぞれの対GDP比率は、**1995年前後**まで一定水準で安定していたが、その後、歩みを揃えて上昇基調に転じている。グローバル金融危機が発生した2008年の預金は、GDPの46.9%であるのに対して、貸出（リース含む）は同45.4%であり、それまでの期間での格差変動はあるものの、方向性は連動していたと言えよう。

(図2) 米商業銀行の預金・貸出 (対GDP比率)



しかし**2008年**以降には、預金と貸出がワニの口のように開き始めているのに目を奪われる。ワニの口の上顎である預金（対GDP）比率を無理やり摘み上げて（2008年の46.9%から2022年の69.8%まで、22.9%の上昇）、下顎に相当する2010年代前半に低下した貸出（対GDP）比率を支えている（2008年の45.4%から2022年の44.2%まで、1.2%の低下）ようにも見える。結果として、両者の連動性が消失し、歪みが生じるように格差が広がったのである。この格差を埋めているのは、商業銀行の現金や中央銀行への準備預金であり、2008年に3.0%に過ぎなかったものの、2022年には15.5%までになっている。商業銀行の預金は、図1の異常なマネースtockと歩調を合わせるように急上昇していたが、商業銀行のバランスシート側に注目すると、貸出は急増していなかったのである。商業銀行の貸出は、むしろGDPの増加ペースを下回っていた。特に**2020年**に顕著になっているが、2008年以降については、貸出の増加を伴わない米ドルの資金供給が実施されていたのである。

以上のように、米ドルの位置づけをマクロ、ミクロの両面から見ると、ニクソン・ショック以降の変動相場制下でも、1995年前後、2008年前後、2020年前後という時期を境に少しずつ変質してきていることが確認できる。米国を主軸としたブレトンウッズ体制も、突然大きな変化点（ニクソン・ショック）を迎えたのではなく、漸進的に基軸通貨の変質が積み重なり、それが煮詰まった段階で発生していることから、現代の米ドルの変質も注意深く見ていく必要がある。巨大ヘッジファンドの創業者レイ・ダリオ氏が著書で指摘するように、国際決済通貨として主役を演じる通貨は、「長い時間をかけて徐々に衰退し、最後には急速なペースで衰退する¹」という事例が歴史上には事欠かない。経済学者の岩井克人氏も「二十一世紀のグローバル市場経済にとっての真の危機とは、いったい何のことだろうか？ 基軸通貨としての「ドルの危機」が、それである²」としている。それだけに、今後の米ドルの位置づけからは目が離せない。

【参考文献・注記】

1. Dalio(2021), "Principles for Dealing with the Changing World Order: Why Nations Succeed or Fail", pp.478を参照。
2. 岩井克人(2000)『二十一世紀の資本主義』、35～36頁を参照。

投資一任におけるリスクについて

内外株式運用、内外債券運用、オルタナティブ運用は、主に国内外の債券・株式、また、プライベート・エクイティ、ヘッジファンド、不動産等に投資する複数の投資証券等を投資対象としますので、組入れている債券、株式、通貨等の価格下落、発行者の信用状況や倒産、財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「金利変動リスク」「株価変動リスク」「為替変動リスク」「信用リスク」「カントリーリスク」「流動性リスク」「デリバティブ取引のリスク」等があります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

投資一任における運用報酬について

受託資産残高に1.10%（税抜き、1.0%）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。

※お客様との契約内容によって料率は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

また、成功報酬が掛かるプロダクトもありますが契約内容により算出方法は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

その他費用として、有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等、また私募投信等を組み入れる場合には、私募投信等の管理等に関する費用についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引や私募投信等の残高に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に表示しておりません。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(2)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110号

<加入協会>

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。（金融商品取引法第38条第三号）
以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきましては、JCR（株式会社日本格付研究所）、R&I（株式会社格付投資情報センター）は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

2. 無登録の格付会社の例について

当社からご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

【スタンダード&プアーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.spglobal.co.jp/ratings>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け」をクリックした後に表示されるページに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジエンスまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

【ムーディーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moody.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

【フィッチ・レーティングス】

■ 格付会社グループの呼称について

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/ja>）の「規制関連」セクションに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性については意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2023年12月末に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。

詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

● TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下、J P X といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等TOPIXに関するすべての権利・ノウハウおよびTOPIXにかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有します。J P X は、TOPIXの指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、J P X により提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対しても J P X は責任を負いません。● MSCI Index は、MSCI社が発表している株式市場の動きを捉える株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI社に帰属します。また、MSCI社は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。MSCI社の許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。MSCI社はファンドとは関係なく、ファンドから生じるいかなる責任も負いません。● NOMURA-BPI（総合）に関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、野村フィデューシャリー・リサーチ&コンサルティング株式会社に帰属します。● FTSE世界国債インデックスは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLCは、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利はFTSE Fixed Income LLCに帰属します。● 当資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発もしくは公表元に帰属します。