

歴史的なドル高の裏で進んだ「ドル化」とは何か



三菱UFJリサーチ&コンサルティング
調査部
研究員 土田 陽介

新興国で進むドル化とその影響

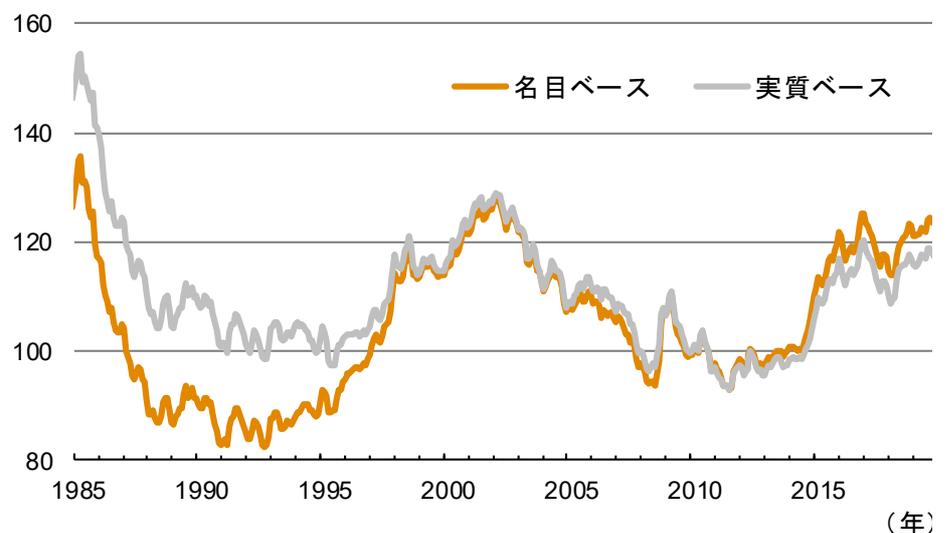
ドル化（ダラーライゼーション）という、自国通貨と共に、米ドルなどの外国通貨を利用する経済現象がある。現代の日本ではあまり見られない光景であるが、新興国では、米ドル以外にもユーロや日本円といった先進国の通貨が日々の決済で使われており、これも広い意味でドル化（あるいは通貨代替）と呼ばれている。

通貨が不安定な新興国に住む人々からすれば、資産防衛の観点から米ドルで貯蓄を行うことは非常に合理的な経済活動である。明日にも下落するかもしれない自国通貨を持つておくより、安定した外国通貨で貯蓄を行う。そして、日々の為替レートの水準を鑑みて、使う分だけ自国通貨に戻せばいい。

海外旅行を思い浮かべてほしい。例えば東南アジアでホテルに泊まる時、支払いは現地通貨のみならず、ほとんどの場合米ドル払いが可能である。土産物も米ドルで買えることが多い。現地通貨の不足分をドル紙幣で補填する様子もよく見られる。米ドル高が進んでいる局面であれば、米ドルで支払う方がむしろ好まれたりもする。

ただ新興国の政府や中央銀行（以下、中銀）からすれば、ドル化は非常に厄介な問題である。政府は財政政策を、中銀は金融政策を用いて経済運営を担うが、それは自国通貨を通じて行われる。ドル化が進み、外国通貨の利用頻度が高まれば高まるほど、新興国の政府や中銀による自律的な経済運営は困

図表1 歴史的なドル高が続く ～ドルの実効為替レートの推移～
(2010年=100)



(注) 1993年までは27カ国ベース
(出所) 国際決済銀行 (BIS)

難になる。

国際決済銀行（BIS）が発表するドルの実効為替レート（ドルの総合的な価値を測るために、主要61カ国の貿易量を考慮して算出した為替レート）は、本稿執筆現在で歴史的な高値圏にある（図表1）。同時に、ドル高が進んだということは、その他の通貨の為替レートが下落しているということでもある。

この間、少なくない国でドル化が進んだとみられている。特に2018年8月に通貨危機を経験したトルコやアルゼンチンは、貨幣供給量（その国に出回っている通貨や預金の総量、マネーサプライまたはマネーストックと呼ばれる）の半分近くを外貨が占めるという異常な事態に陥ってしまった。

メリットが大きい公式なドル化

ドル化は必ずしもネガティブな側面ばかりではない。通貨政策として正式に採用している国も少なからず存在し、そういった諸国のほとんどがいわゆる小国である。金融政策や通貨政策は大国（米国や欧州連合〔EU〕）の影響を受けやすいため、いっそのことその裁量を放棄してしまおうと、政府が自発的にドル化を敢行することがある。

こうした政策は「完全なドル化」と呼ばれ、ある意味では究極の固定為替相場制度になる。国際通貨基金（IMF）が出す最新版（2018年度版）の『為替取極・為替制限年次報告書（AREAER）』によると、この「完全なドル化」政策（ユーロなど他の先進国通貨を含む）を実施している国は13カ国存在する（図表2）。

この「公式的なドル化」に似た通貨制度として、香港などが採用するカレンシーボード制がある。この制度は、米ドルやユーロといった主要国の通貨と自国通貨を完全に固定することに特徴がある。専門的にいえば、保有する外貨準備高に応じて自国通貨を発行し、自国通貨と外国通貨の交換を無制限に保証する仕組みである。

完全なドル化によって享受できる最大のメリットは、米ドルを利用するために為替レートが消滅し、通貨と物価が安定することだ。一般的に小国や新興国は国内の生産力が低く、輸入への依存度が高い。そのため、通貨が下落すればインフレが加速せざるを得ないという構造的な特徴を抱えている。

完全なドル化はそうしたリスクを消滅させ、物価の安定をもたらしてくれる。また財政の健全化にもつながる。まず、金融政策の裁量が放棄されると、財政赤字を金融緩和で補填することが不可能になる。財政破綻を免れるには財政支出を減らすしか手段がないため、結果的に財政の健全化が進む。その結果、金利も低下し、経済は活性化する。

主なデメリットとしては、金融政策や通貨政策の裁量を完全に失うことにある。ただ小国や新興国の場合、米国やユーロ圏など大

図表2 完全なドル化に踏み切った諸国 ～決定通貨の種類～

米ドル	ユーロ	豪ドル
エクアドル	コソボ	キリバス
エルサルバドル	モンテネグロ	ナウル
マーシャル諸島	サンマリノ	ツバル
ミクロネシア連邦		
パラオ		
パナマ		
東ティモール		

（出所）IMF『為替取極・為替制度年次報告書』（2018年版）

国の金融・財政政策の影響に左右されやすく、もともと政策の裁量があつてないようなものである。通貨発行益（シニョリッジ）を失うこともあるが、完全なドル化を検討するような国では、そもそもその規模が小さい。

デメリットが勝る非公式なドル化

政府や中銀の意図とは裏腹に、企業や家計で自発的に米ドルなど主要先進国の通貨を用いることがある。これは「非公式なドル化」と呼ばれる。この非公式なドル化は、過去に政治的・経済的な混乱に陥った国においては根が深い問題である。そうした国のほとんどは、過去に通貨危機やハイパーインフレを経験している。

東南アジアでは、ベトナムやカンボジアがドル化の進んだ経済として知られている。ベトナムは第二次大戦後に南北に分裂し、北は当時のソビエト連邦（ソ連）が、南は米国が支援する形で深刻な戦争（1955～1975年）が勃発した。この過程で米軍の影響が強い南ベトナムを中心にドル化が進み、現在も自国通貨のドンと併せて米ドルが利用されている。

カンボジアでは、ポル・ポト率いるクメール・ルージュの支配（1975～1979年）下で経済が徹底的に破壊された際、通貨リエルも廃止された。クメール・ルージュ退場後の1980年には通貨リエルの発行が再開されたが、その後の復興・発展の過程でドル化が進んでいる。なお国境地帯では、タイのバーツやベトナムのドンも利用されている。

非公式なドル化が進んでいる国の人々にとって、資産防衛のために米ドルなどの外貨を持つことは合理的な選択だ。一方で、政府や中銀にとっては非常に頭が痛い問題である。いわゆる「タンス預金」で外貨資産が形成されると、投資に回すことができる自国通貨建ての銀行預金が増えず、金利を引き上げる必要が出てしまう。

ただ金利を引き上げると、今度は貸出が滞ることになる。いつまでたっても投資が増えず、生産力も向上しない。かといって金利を引き下げると通貨がさらに下落してドル化が進み、貯蓄率は上昇しない。非公式なドル化が進んだ国は、こうしたジレンマからいつまでも抜け出せないのである。

当然ながら、ドル化が進んだ経済は米国の金融政策の影響を受けやすくなる。特に問題となるのが、米国が金融引き締めを行った場合、米国以上に金利を引き上げないと、為替レートの下落に歯止めがかからないことである。結果的に大幅な利上げが行われるため、景気に強いブレーキがかかってしまう。

この非公式なドル化は、いわゆる「中進国の罠」（ミドルインカムトラップ）と通じる議論でもある。中進国の罠とは、発展途上国が一定の経済発展を遂げて中所得国（一人当たり所得が1万ドル程度）に達した後、経済成長のパターンを変えることができず、長期の景気低迷に陥ってしまう現象である。

ドル化によって成長が阻まれるトルコ経済

歴史的なドル高が進む一方で、非公式なドル化が進んだ新興国は少なくない。ここでは、その典型例であるトルコの経験を観点に論じてみたい。トルコの通貨リラの対ドル相場は、米国が利上げ

を開始した 2015 年 12 月以降、下落が続いた。さらに対米関係の緊張がトリガーとなり、2018 年 8 月 10 日にリラが暴落、通貨危機に陥った。

その裏で、人々はリラを売って米ドルや金を購入し、資産の防衛に努めたが、その結果、トルコの経済全体で非公式なドル化が進むことになった。経済に出回る通貨や預金などの

総量である貨幣供給量に占める外貨預金の割合は、危機後のピーク時で実に 5 割近い数字にまで達した（図表 3）。

2018 年 8 月にトルコは通貨危機に陥ったが、90 年代以降のトルコはそれまでも 2 回の通貨危機（1994 年と 2001 年）に見舞われている。通貨危機とはいえなまでも、為替レートが急落した局面も幾度とある。要するにリラは、2018 年 8 月の通貨危機以前から、極めて不安定な通貨であったわけである。

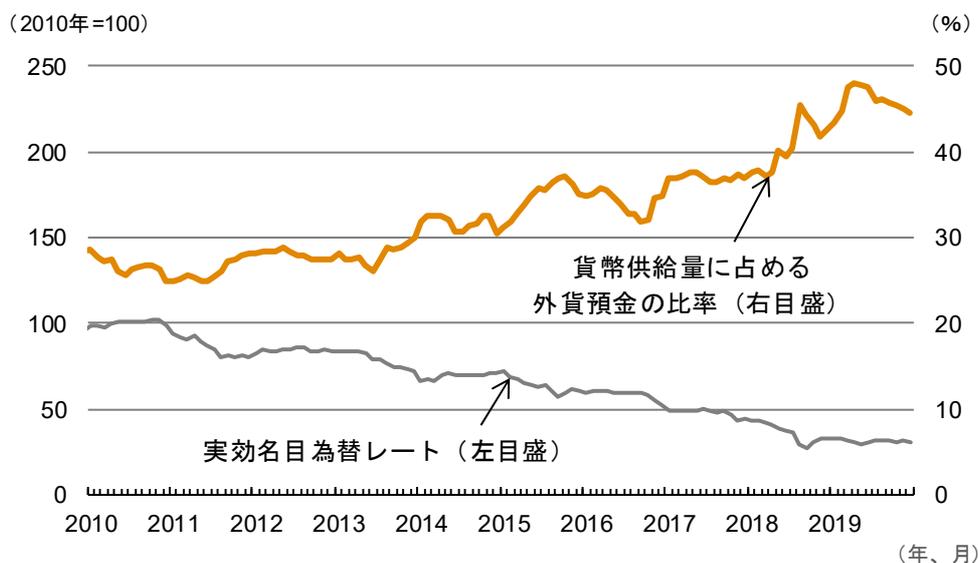
トルコは過去にも通貨危機に見舞われ、そのたびにハイパーインフレに苦しんだ歴史がある。こうした記憶が刷り込まれているために、国民のリラに対する信認は非常に低い。そのためリラが下落しようものなら、人々はすぐに現金を外貨に替えてしまう。ドル化はトルコに染みついた経済現象といえる。

また、情報通信技術の発展も、トルコのドル化を促進している。トルコでは、両替商や銀行窓口のほか、モバイルやパソコンを用いたネットバンキングで簡単に外貨を購入することができる。米ドルのほかにユーロや日本円など外貨の種類も豊富で、さらに貯蓄商品として根強い人気がある金も購入可能である。

イスタンブールであれば、高額紙幣に限定されるものの、主要な銀行の ATM で米ドルやユーロ、ポンドなどの外貨の現金を引き出すことができる（写真）。これは、トルコの人々の外貨の需要の高さを端的に物語る事実と言えよう。買い物を外貨で決済することも容易であり、市中のレートがかなり正確に反映される。

トルコでは銀行の取引の半分近くが外貨建てで行われる。預金も貸出も、それぞれ半分程度を外

図表 3 18 年 8 月の通貨危機を受けてドル化が進んだトルコ
～通貨の下落で進むドル化～



(注) 貨幣供給量には M3 を採用
(出所) トルコ中央銀行、国際決済銀行 (BIS)



外貨が引き出せるイスタンブールの銀行 ATM
(筆者撮影：2019 年 10 月イスタンブール)

貨が占めている。資産負債管理（ALM）の観点からいえば、銀行の行動は合理的である。ただ自国通貨建て預金と貸出が増えなければ、トルコは自律的な経済成長を実現できず、中進国の罠に囚われ続けることになる。

トルコではインフラ開発もいまだにドル建てで行われている。トルコのインフラ開発は民間事業者が資金調達から開発、運営を委ねる官民パートナーシップ（以下、PPP）形式で行われるものが主流であるが、この方式によるインフラ開発は、20~30年たてばインフラの所有権が、民から官に移転するため、政府の債務隠しに使われている側面も大きい。

一人当たり国内総生産（GDP）が1万米ドルを超える中進国であるにもかかわらず、ドル化が進んだトルコの貯蓄率は低い。そのためトルコ政府は、PPP形式で民間の投資家から資金を募ることでしかインフラ開発を進めることができない。しかし、リラが下落した結果、外貨建て債務の返済負担が増しており、トルコの財政は圧迫されることになった。

非常に困難な自国通貨の信認回復

一度失われた通貨の信認を回復することは容易ではない。非公式なドル化は、政治的・経済的な混乱を反映した現象である。言い換えれば、そうした混乱が一時的に収束したとしても、根底にある構造的な問題が改善しない限り、自国通貨の信認が回復することはないし、非公式なドル化も緩和しないのである。

自国通貨の信認を回復させるためには、米ドルなど安定した通貨との間で固定相場制度を導入することが有効になる。問題はその導入のタイミングであり、為替レートが下落しきったと判断される局面で採用しなければならない。経済の実勢に合わない為替レートは維持できないからである。

その上で、金融政策の裁量を優先する場合は資本移動を規制しなければならないし、資本移動の自由を確保する場合は金融政策の裁量を放棄しなければならない。これを国際金融のトリレンマというが、金融政策の独立性と自由な資本移動のどちらが優先されるかは、その国の置かれた環境によるため、一概にはいえない。

通貨の信認を回復するための取り組みとして特に重要なのが、財政・金融政策の健全な運営である。政府が赤字を垂れ流し、それを中銀が金融緩和で支える（いわゆる財政ファイナンスが行われる）ような国の通貨は、いつまでたっても信認を回復することができない。この負の連鎖を解消することが最低条件となる。

加えて、銀行など金融機関の発展が重要な課題になる。自国通貨建ての預金を吸収し、また融資を拡大させるためには、店舗網の拡大や決済機能の向上をはじめとした金融機関の発展が不可欠である。また金融機関が、自国通貨と外国通貨の管理を、資産と負債の両面で適切に行えるようにスキルアップすることも必要不可欠である。

さらに、政府が規制を行うことも有効だろう。例えば東南アジアのラオスでは、非公式なドル化を改善させるべく、価格表示を自国通貨（キープ）建てに限定するなど、米ドルでの支払いに対する規制を導入した。それによって預金に占める外貨の割合が低下（キープ預金の割合が上昇）するなど、脱ドル化が進んだ経験がある（図表4）。

自国通貨建ての金融取引に対して、政府が補助金を出すという手段も考えられる。貸出の場合は金利を割り引き、預金の場合は金利を上乗せする。その際のコストを財政がカバーすることで、人々に自国通貨の利用を促すのである。マクロ的な政策だけでは通貨への信認は回復しないため、こうしたミクロ的な政策も必要になる。

しかしながら、人々が抱いた不信感はなかなか解消しない。不断の努力をもって、文字通り腰を据えて、通貨の信認回復に取り組む必要がある。最大の問題は、そうした鉄の意志を持って継続できる政府なり中銀が存在するかどうかである。不屈の精神を持つ賢人など、どこにでもいるわけではない。

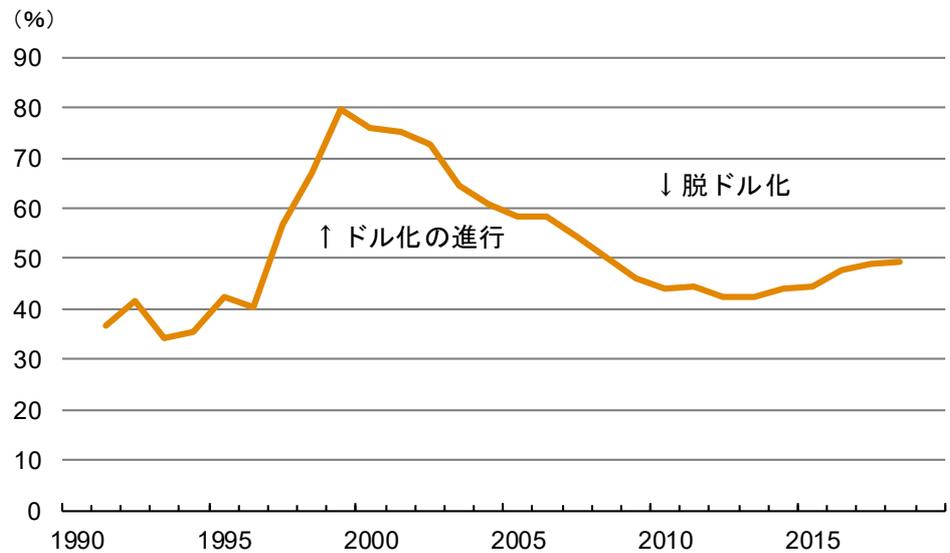
足元の世界経済は、米中通商摩擦や中東情勢の緊迫化を受けて不安定な状態にある。何らかのショックが生じて金融市場が動揺し、ドル高が一段と進めば、自国通貨に対する信認が弱い国で、「非公式なドル化」も進むことになるだろう。ドル化の動向は世界経済の好不調と裏腹の関係なのである。

参考文献

土田陽介 (2019) 『ドル化とは何か』 ちくま新書 1443 号

International Monetary Fund (2019) Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2018.

図表 4 政府の規制で脱ドル化が進んだラオス
～マネーサプライに占める外貨預金の比率～



(注) マネーサプライには M2 (現預金+普通預金+定期預金など) を採用した
(出所) ラオス中央銀行

(筆者略歴)

2005 年一橋大学経済学部卒業、2006 年同大学大学院経済学研究科修士課程修了 (経済学修士)。(株) 浜銀総合研究所を経て 2012 年 10 月に当社入社。専門は欧州を中心とする世界経済の現状および構造分析。『欧州景気概況』(当社) をはじめ、主要経済誌等にも寄稿多数。近著に『ドル化とは何か』(ちくま新書、2019 年 10 月) がある。