

サウジアラビア通貨政策の現在・過去・未来



東京女子大学 特任教授 長谷川 克之

はじめに：国際金融情勢の変化と中東通貨

2022年3月に米FRB（連邦準備制度理事会）がゼロ金利政策を解除し、利上げに転じてから1年が経過した。過去最速ペースでの利上げの背景には言うまでもなく、40年ぶりの高インフレがある。コロナ禍を受けた巨額の景気刺激策による需要拡大、サプライチェーンの混乱による供給不足、ベビーブーマー世代が労働市場から退出する「大引退時代」到来に伴う人手不足などが複合的なインフレをもたらしている。昨年央に前年同月比で9%を突破した消費者物価指数の上昇率は鈍化しつつも、FRBの目標水準からはほど遠く、金融引き締めを終着点は未だ展望できていない。

世界の基軸通貨たるドルの金利上昇の影響は当然グローバルに波及するが、中東地域も例外ではない。とりわけ、中東ではサウジアラビアを筆頭にアラブ首長国連邦、カタール、バーレーン、オマーン、イラク、ヨルダンなど、自国通貨を米ドルに連動させる、いわゆるドルペッグ制を採用している国が多く、金融政策は基本的に米国に連動する枠組みとなっている。IMF（国際通貨基金）による為替制度分類では上記7カ国は米ドルに対する伝統的ペッグ制（Conventional peg）に分類されている。伝統的ペッグ制はIMFによれば為替相場の変動が中心相場の上下1%未満、或いはスポット相場の最大値と最小値の変動幅が2%未満とされるものである。ドルペッグ制を採用している中東諸国通貨にとって米金利の上昇が重荷になっており、対ドルでは総じて軟調に推移している。

本稿では詳述しないが、足元で深刻な通貨危機に見舞われているのはエジプトである。エジプト・ポンドの対ドル相場は過去1年間で50%近い下落に見舞われている。エジプト・ポンドは伝統的にドルに連動し、IMF分類では2021年末時点で「通貨安定化枠組み（Stabilized arrangement）」となっている。通貨安定化枠組みも伝統的ペッグ制と同様に広義のペッグ制（Soft peg）の一形態であるが、為替相場の変動幅が2%以内と伝統的ペッグ制よりも大きく、政策のコミットメントも弱い制度と定義されている。エジプトは2022年3月以降、3度に及ぶ通貨切り下げを強いられ、広義のペッグ制は崩壊状態にある。もっとも、エジプト・ポンドの下落は米金利の上昇以上にその脆弱なファンダメンタルズによるところが大きい。コロナ禍やロシア・ウクライナ戦争の影響に伴い、インフレ

率は足元で前年比+25%以上の高騰となり、経常赤字・財政赤字も拡大傾向にある。エジプトと他の主要中東諸国とでは状況が異なるが、エジプト・ポンド下落の今後の域内他通貨への波及の有無、米国の金融政策の行方とその影響については注視する必要がある。

本稿では中東でも政治・経済面で大きな影響力を有するサウジアラビアの通貨政策について歴史的な考察も踏まえつつ検討する。サウジアラビアがドルペッグ制を採用していること背景には何があるのか。グローバルな政治・経済環境、そしてサウジアラビアの経済構造の変化はサウジアラビアの通貨制度・通貨政策に短期的、そして中長期的にどのような影響を及ぼし得るのかについて考えてみたい。

サウジアラビア通貨庁と米国の歴史的な関係

サウジアラビア・リヤルは1986年6月1日以降40年弱にわたり1ドル=3.75リヤルで固定されている。固定相場制を維持するために、中央銀行であるサウジアラビア通貨庁(SAMA)による金融政策措置、或いは市場の需給調整や為替介入による非金融政策措置が採られている。

新型コロナウイルスの感染が拡大し世界的な景気後退懸念が高まり、原油価格の急落に見舞われた2020年3月から4月にかけては、リヤル相場は3.76リヤル超えの水準にまで下落している。また、米国が利上げに転じ、ドルが他通貨に対してほぼ全面高となった2022年の春先以降はリヤル相場も下落し、2022年9月には3.765リヤル超えにまで急落している。それでも中心相場である3.75リヤルからの乖離率は0.4%程度であり、IMFが定義する伝統的ペッグ制の変動幅にとどまっている。

以下ではまず、サウジアラビアの現代における金融の歴史を振り返りつつ、現行のドルペッグ制が採用されるまでの経緯について確認することとする。

SAMAが設立されたのは1952年のことである。現在の形でのサウジアラビア王国の成立は1932年だが、王国設立当時に中央銀行機能を担っていたのはネザーランド・トレーディング・ソサエティ(後のABNアムロ銀行)の子会社であるサウジ・オランダ銀行である。サウジ・オランダ銀行は民間銀行であり、サウジアラビアの金準備や石油収入を預かり、また貨幣の発行支援も行っていった。

筆者紹介

1988年上智大学法学部卒業、1997年ロンドンビジネススクール卒業。1988年日本興業銀行入行。国際金融調査部、ロンドン支店、調査部を経て、2002年に合併・統合に伴い、みずほ総合研究所。同研究所で調査本部 市場調査部長、副本部長、チーフエコノミスト等を歴任後、2022年から現職。専門は国際経済・国際金融。

資格等に日本証券アナリスト協会認定アナリスト(CMA)、国際公認投資アナリスト(CIIA)、米国CFA協会認定証券アナリスト(CFA)、経営学修士(MBA、ロンドン大学)、日本金融学会会員。

主な著書に『経済がわかる 論点50 2021』(東洋経済新報社、2020年)、『中国発世界連鎖不況～危機のリスクシナリオ』(日本経済新聞出版社、2016年)、『激震 原油安経済』(日本経済新聞出版社、2015年)、『ソブリン・クライシスー欧州発危機金融を読む』(日本経済新聞出版社、2010年)、『迷走するグローバルマネーとSWF』(東洋経済新報社、2008年)、『サブプライム金融危機～21世紀型経済ショックの深層～』(日本経済新聞出版社、2007年)(何れも共著)。

SAMA設立に際しては米国が尽力しており、サウジアラビアの金融史における米国の存在感の高さがうかがえる。米トルーマン大統領は1949年の年頭教書演説で重要政策の第4項目（ポイント・フォア）として発展途上国援助計画である「ポイント・フォア・プログラム」を打ち出したが、同計画の責任者としてサウジアラビアへの支援団を率いたのが国務省エコノミストを務めたこともあるアーサー・ヤングである。SAMAの設立趣意書を認めたのもアーサー・ヤングとされる。

1960年代から1970年代初頭の中東では、クウェート、イエメン、バーレーン、カタール、ドバイ、オマーンなどカレンシーボード制を採用した国が多い。カレンシーボード制は当時、英国の旧植民地で採用されることが多かった通貨制度であり、外国通貨との固定相場での交換を保証し、自国通貨に見合った外国資産を当局が保有するものである。サウジアラビアでは米国の助言を受ける形でSAMAという独自の中央銀行が設立され、多くの他の中東諸国と異なりカレンシーボード制は採用されなかったことが特徴的である。

「持ちつ持たれつ」も、ドルに振り回されてきたリヤル

サウジアラビア・リヤルの対ドル為替レートは1960年代以降、固定相場制の下、1ドル＝4.5リヤルで固定されていたが、1971年12月のスミソニアン合意、その後の1973年3月のスミソニアン体制の崩壊と変動相場制への完全移行に伴い、リヤル相場も増価傾向を辿る。

1973年10月に第4次中東戦争とサウジアラビアが主導したOPEC（石油輸出国機構）による原油輸出価格の大幅引き上げ（第1次石油ショック）はサウジアラビアの国内経済にも大きな影響を与えるものだった。輸出価格高騰に伴う国内経済の過熱とドル安（＝サウジアラビア・リヤル安）によって、サウジアラビアはインフレに見舞われる。インフレ率は1973年には16.5%、1974年には21.4%、1975年には34.6%にまで急上昇した¹。国内でのインフレ対策としてもサウジアラビアは1975年に2月にリヤル相場をSDRすなわち、IMFが1969年に創設した新たな準備資産である特別引出権（加盟国通貨に対する請求権）に連動させることとした（1SDR＝4.28255サウジアラビア・リヤル）。サウジアラビアが1975年に採用した「SDRペッグ制」はかなり柔軟な運用がなされ、厳密には「ペッグ制」とは言えないものであった。サウジアラビア・リヤルはSDR相場から上下限7.5%の範囲内で変動することを許容されており、IMFによる現行の為替制度基準では変動相場制に認定される変動幅である。なお、SDRペッグ制はサウジアラビアに留まらず、ほぼ同時期にイラン、ヨルダン、カタールなどでも採用されている。

第4次中東戦争と第1次石油ショックを受けて、米国とサウジアラビアがオイルダラー、

1 IMFの世界経済見通しデータベースによる。

すなわち、原油収入であるドル資金の米国還流に関する密約を結んだことは特筆に値しよう。1974年7月にニクソン大統領の命を受けて、ウィリアム・サイモン財務長官がサウジアラビアを訪問、「米国はサウジアラビアから石油を購入するとともに、サウジアラビアに対して軍事援助を行う。その見返りとしてサウジアラビアは石油収入を米国債に還流させ、米国の歳出をファイナンスする」仕組みを提案した。サウジアラビアのファイサル国王は自らの米国債購入が間接的に米国によるイスラエル支援に向かうことを恐れ、米国債購入については極秘扱いにすることを要請したという。サウジアラビアの要請に応じ、米財務省は通常の競争入札によらず、購入実績が開示されない特別な形式によってサウジアラビアが米国債を購入できるように便宜を図ったのである（いわゆる「ワシントン・リヤド密約」）²。今日まで続いている国際的な原油取引におけるドル建て決済の慣習はワシントン・リヤド密約に基づくものと考えられ、戦後のブレトンウッズ体制崩壊後もドルが基軸通貨としての地位を維持できたことの一因にこの密約があったとも言える。

サウジアラビアは1981年5月にSDRへの「ペッグ」制を停止し、ペッグ先をSDRから米ドルに変更し、1ドル=3.65リヤルで固定させた。その背景には変動相場制移行後の米ドル安に伴い、1970年代後半にSDR並びにサウジアラビア・リヤルが米ドルに対して増価し、リヤル相場の割高感が非常に高まっていたことがある。1979年のイラン革命と第2次石油ショックにより原油価格が再度高騰したが、リヤル高はドル建ての原油収入の実質的な目減りを意味するものでもあった。

サウジアラビアは1980年代半ばにかけては米国における高金利政策と強いドル政策の採用の結果、一転してドル高・リヤル高と原油安に直面する。実質GDP成長率は1982年から4年連続でマイナス成長となり、インフレ率も1984年からマイナスとなり実質的なデフレに見舞われる。経常収支は急速に悪化し、1983年以降は赤字に転落する。こうした状況の下で1986年6月にサウジアラビアはリヤルの対ドル相場を3.65から3.75に切下げざるを得なかった³。1986年の切り下げを最後とする形でサウジアラビアは現行のドルペッグ制を維持している。

サウジアラビア経済を巡る内外の構造的な変化

このようにサウジアラビアの通貨制度は国際的な政治・経済・金融情勢の変化に従い、固定相場制、SDRペッグ制、ドルペッグ制と変遷し、ドルペッグ制の下でも切り下げを経験してきた。通貨制度の今後を占う上ではサウジアラビアを取り巻くグローバルならびに

2 Bloomberg (2016), “The Untold Story Behind Saudi Arabia’s 41-Year U.S. Debt Secret”, May 31.

3 サウジアラビアは1986年にリヤル相場の切下げに加えて、「スウィングプロデューサー」の役割を放棄して増産に転じ、その結果として原油価格が急落する「逆オイルショック」が惹起された。

国内での以下の3つの構造的な環境変化の影響を見極めることが肝要である。

第一に、サウジアラビアにとっての原油の輸出構造の変化である。米国における2000年代後半以降のいわゆる「シェール革命」に伴い、米国の原油生産が2010年代以降急増し、2014年にサウジアラビアを上回るに至り、世界最大の産油国となっている。米国の原油生産拡大に伴い、世界の原油輸入構造も激変している。BPによれば、米国は2000年代半ばまで世界輸入の約25%程度を占める最大の輸入国だったが、輸入額はその後減少に転じ、輸入割合は2021年には約13%にまで低下している。米国に代わり輸入を拡大させてきたのが中国である。中国の原油輸入は2017年以降米国を上回り、世界最大の輸入国となっている。世界輸入に占める2021年の中国の割合は19%にも及ぶ。

こうした原油の需要構造の変化がサウジアラビアの輸出構造に大きな影響を与えていることは想像に難くない。IMFの世界貿易統計から輸出入相手国の推移を見ると、対中輸出は対米輸出を大きく上回っている。加えて輸入面でも2010年代の半ばから対中輸入が対米輸入を上回っており、サウジアラビアにとって中国が輸出・輸入の何れでも最大の相手国になっているものと見られる。

第二に、世界経済における中国経済の存在感の高まりと国際的な政治・経済秩序の変化である。様々な課題を抱えつつも拡大を続ける中国経済は時間の問題で世界最大の経済大国としての米国の地位を脅かすことになる可能性が高い。エコノミストの間では、中国のGDPが米国を超えるか否か、超えるとすれば何時かが論点ともなっている。例えば、2022年12月には、日本経済研究センターが従来の見通しを修正し、中国経済が米国を超えることはないとの報告書を発表する一方で、米ゴールドマン・サックスは2075年を展望した報告書の中で、2035年頃以降は中国が世界第1位の経済規模を誇ると予想している^{4, 5}。

先端技術分野を中心とした米中の「デカップリング」やロシア・ウクライナ戦争を契機とした自由民主主義国家と専制主義国家の分断リスクなど、従来の国際秩序は大きく揺らいでいる。サウジアラビアはいわゆる「グローバル・サウス」の重要な一翼を担う立場にもあり、米中のバランスへの配慮も求められてこよう。これまでの歴史的な経緯、軍事面での米国への依存度に鑑みれば、サウジアラビアの従来の親米路線は維持され则认为られるが、こうした国際環境の変化は今後のサウジアラビアの政策判断に影響を及ぼし得るものである。

第三に、気候変動問題への取り組みとして、脱炭素化に向けた動きが世界で加速する中での、サウジアラビアとしての産業構造の転換である。2016年4月に発表された成長戦略

4 富山篤他 (2022) 「中国 GDP, 米国超え困難に」『アジア経済中期予測』日本経済研究センター。

5 Goldman Sachs (2022), “The Path to 2075 - Slower Global Growth, But Convergence Remains Intact”.

「サウジアラビア ビジョン2030」では石油に依存した経済構造を多角化させることが焦点となっており、具体的には非石油部門における輸出のGDP比率を16%から50%に引き上げること、非石油部門の歳入を1,630億リヤルから1兆リヤルにまで拡大させることなどが数値目標として掲げられている。海外からの直接投資もGDPの3.8%から国際標準とされる5.7%に引き上げる目標が示され、産業構造の転換に資する海外からの投資や協力に対するサウジアラビアの期待値が極めて高いこともわかる。

中長期的な課題としての米ドルペッグ制の見直し

サウジアラビアが米国に対して政治的にも、経済的にも圧倒的に依存していた時期には米ドルペッグ制には合理性があったが、前節で見たようなサウジアラビア国内外の環境変化を勘案すればその合理性は低下しつつあるものと思われる。「ビジョン2030」で掲げられているような開放型、分散型の経済構造の下では米国の金融政策に依存する形で固定相場制を維持することには無理が生じてくる可能性が高い。いわゆる国際金融のトリレンマ論、すなわち、自由な資本移動、固定為替相場、独立した金融政策の3つの政策を同時には実現できないとの理論に基づけば、サウジアラビアは現状では独立した金融政策を放棄している。固定相場制を維持することによって投資家の一定の信認を得ることはメリットではあるが、サウジアラビア経済の構造転換が進めば、将来的には独立した金融政策を優先する形で固定為替相場を見直す必要が出てこよう。

これまでも2008年の世界金融危機後、2015年から2016年にかけての原油安局面、2020年の新型コロナウイルスのパンデミックと原油価格急落時など、リヤル売り圧力が強まり外貨準備を費消する形でSAMAがリヤル防衛を迫られてきたことは少なからず存在した。現時点ではリヤルの売り圧力もそれほど強くなく、米ドルペッグ制を見直す積極的な必要性がある訳ではないが、今後、米国経済とサウジアラビア経済の非対称性が表面化すれば現行の米ドルペッグ制を見直さざるを得ないこともあり得よう。考えられるシナリオとしては、まず、米国の金融引き締め強化・継続局面が長期化し、サウジアラビアが米国追随の政策を採らざるを得ないことにより国内経済への弊害が大きくなるケースがある。また、中国・世界経済の失速、或いは脱炭素への取り組み進展などから原油価格が急落するケースも考えられる。

サウジアラビアは潤沢な外貨準備を有しており、市場の売り圧力に対して相応の耐久力を有している。しかし、国内経済の構造転換に向けた取り組み状況、米国や中国をはじめとした国際政治・金融面での状況を睨みつつ、中長期的には中心レートの見直しやバスケット通貨制の採用が現実的な選択肢となると思われる。

最後に：国際金融の将来を左右しかねないサウジアラビアの選択

サウジアラビアにとってのより喫緊の課題として中国への原油輸出の人民元決済の是非がある。

2022年12月に中国・習近平国家主席がサウジアラビアを訪問し、両国は「包括的戦略パートナーシップ協定 (Comprehensive Strategic Partnership Agreement)」に調印した。習国家主席は「ビジョン2030」を支援し、サウジアラビア経済の多角的な発展に資する様々な取り組み・協力の拡充についてコミットしている。こうした中国の姿勢は日本としても注視する必要があるが、金融面で注目すべきこととして習国家主席が、第1回中国・アラブ諸国首脳会議並びに中国・湾岸協力会議 (GCC) サミットでアラブ諸国に対して石油・ガスの輸入における人民元建て取引を推進する姿勢を示したことがある。

実は人民元建ての原油取引、いわゆる「ペトロ人民元」市場は必ずしも新しいものではない。ロシアで第3位の規模を誇る原油生産企業であるガズプロム・ネフチは2015年から中国への原油販売は全て人民元で決済しているという⁶。昨年来のロシア・ウクライナ戦争に伴う対ロシア経済制裁発動よりもかなり前からのことである。ロシア以外にもイラン、イラク、ベネズエラ、アンゴラ、インドネシアも既に人民元建て原油取引を行っている模様である⁷。

世界最大の原油輸入国である中国のバーゲニングパワーが増大していくことは自然なことだが、人民元での決済を円滑に進めていくためには3つの条件が必要になってくると考えられる。

まず、リスクヘッジ手段としての先物やオプション市場を整備することによる決済の円滑化、利便性の向上である。実需目的、金融目的を問わず、様々な投資家が参加する形での流動性に富む市場の存在が不可欠である。この点では中国は2018年3月に上海先物取引所傘下の上海国際エネルギー取引所に元建て原油先物を上場させており、相応の取引実績を有している。

次に、国際通貨の基本機能の一つとして求められる価値貯蔵手段としての魅力を高めていくことであり、まずは輸出国が受け取る人民元の運用手段、すなわち、人民元建て金融市場を拡充させていく必要がある。中国の国債市場は米国、日本に次ぐ世界第3の規模を誇るものであり、市場としての潜在性は高い。もっとも市場の流動性、海外投資家から見た市場アクセス、リスクヘッジ手段等の面での改善余地は大きいと思われる。

加えて、通貨としての信認を高めていくことが不可欠となってくる。金融・資本規制面

6 Financial Times (2015), “Gazprom Neft sells oil to China in renminbi rather than dollars”, June 2.

7 Mathews & Selden (2018), “China: The Emergence of the Petroyuan and the Challenge to US Dollar Hegemony”, The Asia-Pacific Journal, Volume 16, Issue 22, Number 3

での更なる緩和と予見可能性、情報の開示と市場の透明性など課題は少なくないと考えられる。

中国の原油購買力・世界経済での存在感、多極化する世界経済構造を踏まえれば、サウジアラビアが近い将来、対中原油輸出での人民元決済を一定程度容認することは十分あり得ることだろう。ワシントン・リヤド密約がドルの基軸通貨としての地位の維持に繋がったように、仮にサウジアラビアの通貨政策の変化をもたらすような北京・リヤド合意があれば、ドルの地位低下と人民元の地位向上に繋がることになる。ドルの基軸通貨としての地位が短期間で大きく揺らぐことは考えづらいが、サウジアラビアの通貨政策の行方が国際金融の将来を左右することにもなると言っても過言ではない。

* 本稿の内容は執筆者の個人的見解であり、中東協力センターとしての見解でないことをお断りします。