

みずほマーケット・トピック(2015 年 4 月 1 日)

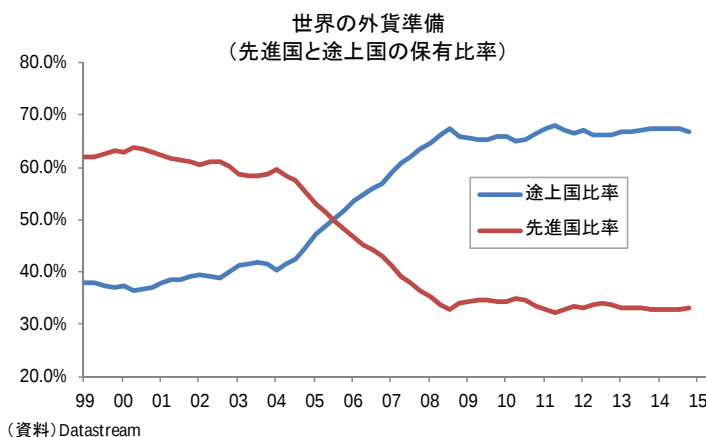
外貨準備構成通貨の内訳(14 年 12 月末時点)

昨日は IMF が、2014 年 12 月末時点の外貨準備の構成通貨内訳を含む COFER レポートを公表している。10 月 31 日の日銀ハロウィン緩和を受けた円相場急落を踏まえ、円比率の低下が予想されていたが、実態は微増。減価した分を埋めるようなリバランスの外貨準備運用が行われたことが推測される。2012 年以降、価格変動要因を除去した持ち高変化を見ると、外貨準備通貨としての円に対し、相応の需要がありそうなが見受けられる。昨年 10～12 月期は多くの通貨が対ドルで下落を強いられたものの、為替の急変動に比べればその構成通貨比率の変化は穏当なものだった。外貨準備の通貨別運用比率は機動的に調整できるものではなく、一時的かつ一方的な為替変動に応じて上下動するにも限度があるということだろう。

～世界の外貨準備:通貨防衛を受けて 2 四半期連続の減少～

昨日は IMF が、2014 年 12 月末時点の外貨準備の構成通貨内訳を含む COFER (Currency Composition of Official Foreign Exchange) レポートを公表している。前回 9 月末時点からの大きな相場動向としては 10 月 31 日に日銀のハロウィン緩和が実施され円相場が急落したこと及び 12 月に入り ECB の量的緩和 (QE) 観測が俄かに高まり、ユーロ相場が急落したことそして新興・資源国通貨が大きく値を下げたことなどがあげられる。10 月 1 日～12 月 31 日の間に COFER 公表対象通貨の対ドル変化率を見ると、円は▲9.1%程度、ユーロは▲4.2%、その他では豪ドルが▲6.4%程度、カナダドルが▲3.9%程度、スイスフランが▲3.9%程度、英ポンドが▲3.8%程度と軒並み下落している。仮にリバランスを行わずに価格要因だけを放置した場合、この変化率に応じたドルへのシフトが進むはずで、ドルの比率も上昇することが予想される。結論から言えば、ドル全面高の程度と平仄が合うほどではないにしろ、やはりドル比率は高まりが見られている。

2014 年 12 月末時点の世界の外貨準備は前期比▲1656 億ドルの 11 兆 6006 億ユーロとなった。2 四半期連続での減少は 2008 年 10～12 月期・2009 年 1～3 月期以来である。この 2 四半期の減少はリーマンショック後に新興・資源国通貨が急落したことに対して、各国通貨当局がドル売り・自国通貨買い介入を行った結果であった。昨年の 7～9 月期及び 10～12 月期に関しては FRB による孤高の正常化が招いたドル全面高に対し、同様の対応を行った国 (特にアジア諸国)

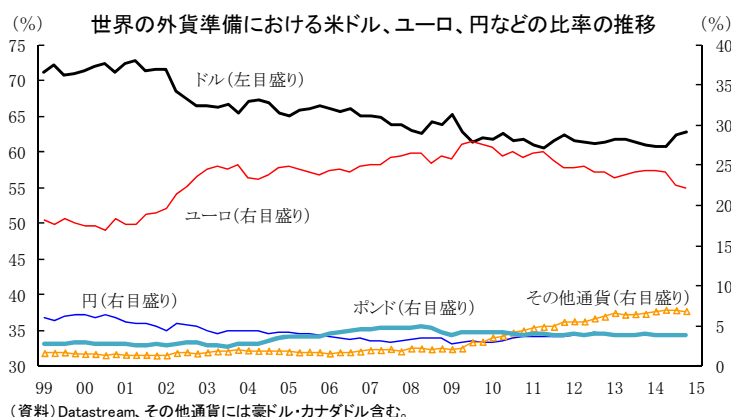


が多かったほか、個別国ではロシアが大幅なドル売り介入(400 億ドル規模)を行ったことも明らかになっている。先進国の外貨準備が同+86 億ドルと増加しているのに対し、途上国は同▲1742 億ドルとなっていることから分かるように、今日の減少は変動の激しい途上国当局における通貨防衛の動きを反映したものと考えられる。とはいえ、世界の外貨準備のうち、7 割弱(正確には 12 月末時点で 66.8%)が途上国で保有される状況は変わらない(前頁図)。

～通貨別比率:ユーロ低下の一方で、円は意外な上昇～

具体的に通貨別の比率変化(前期比)

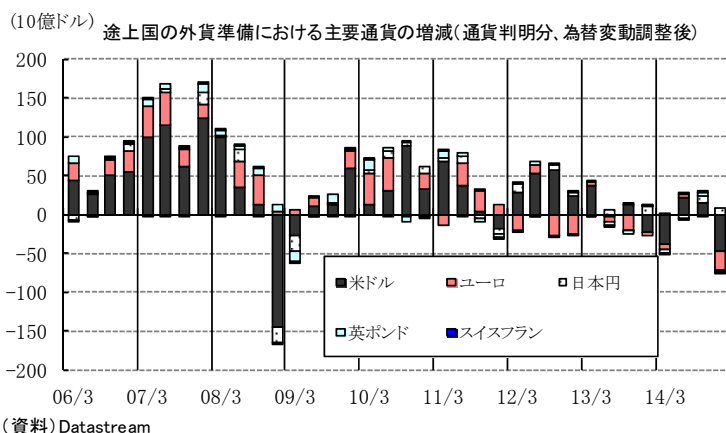
を見ると、ドルが 62.4%から 62.9%と +0.5 ポイントとなる一方、ユーロが 22.6%から 22.2%で▲0.4 ポイントと数字を落としており、この構図は従前からさほど変わらない。数字からも明らかなように、今回の比率変化の殆どはこの 2 通貨間で説明できる。なお、円に関しては同期間に▲9%も対ドルで下落したにも拘わらず、横這い(4.0%→4.0%)で



あることから、減価した分を埋めるようなリバランスの外貨準備運用が行われたことが推測される。厳密には、円比率は、小数点第三位までで見れば、+0.01 ポイントの上昇であり、同期間の円相場急落を踏まえればかなり意外な結果である。このほか、豪ドルは▲0.1 ポイント(1.9%→1.8%)となったほか、カナダドル、英ポンドはそれぞれ横這いとなっており、やはり対ドルで下落したほどシェアは下がっていない(とはいえ、小数点第三位までで見れば、カナダドルは▲0.02 ポイント、英ポンドは▲0.05 ポイント低下している)。外貨準備の通貨別運用比率は機動的に調整できるものではなく、一時的かつ一方的な為替変動に応じて上下動するにも限度があるということだろう。

～為替要因を除去する一考察～

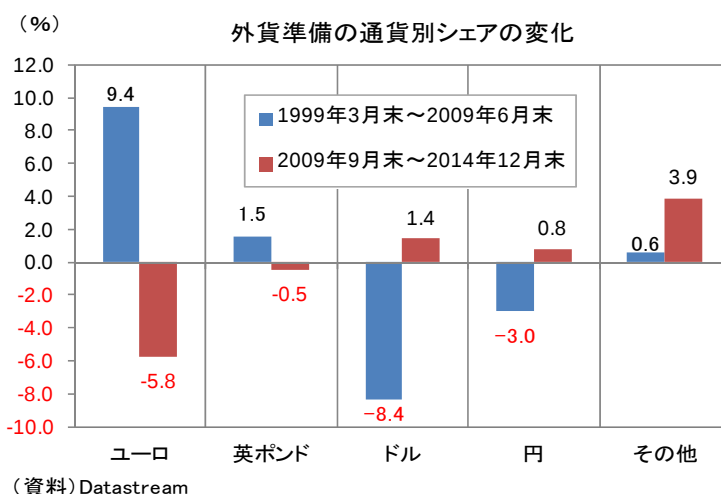
外貨準備における比率変化を為替変動による価格要因と取引変動による数量要因に分けることは難しいが、方法はなくはない。ある一時点で為替相場(対ドル)を固定し、そこからの為替変動を中立化した上で数量変化のイメージを得ることは可能である。図はユーロ比率がピークをつけた 2009 年 6 月末の為替レートを起点として、為替変動を中立化し、各通貨建て外貨準備の前期差を取ったものである(なお、今期、外貨準備の減少が見られた途上国を対象としている)。上述したように今期(2014 年 10～12 月期)に関しては通貨防衛的なドル売り介入が寄与したこともあ



り、金額ベースで見たドルの持ち高は明らかに減少している。また、ユーロに関しても、ここまでの急激な比率低下(13年10～12月期→14年10～12月期の1年間で▲2.2ポイント)が示すほどではないにしても、やはり慢性的な持ち高の減少は確認できる。一方で、円に関しては2012年10～12月期以降の急落にも拘わらず、持ち高は横這い、もしくはやや増加させるような動きも散見される。外貨準備通貨としての円に対しては一定の需要が存在するものということかもしれない。

～依然、多様化の構図は続く～

最近になってドル回帰の傾向は目立つものがあるものの、過去15年のCOFERデータを俯瞰する限り、外貨準備の運用が多様化しているというのは1つの依然重要な事実である。右図はCOFERデータの期間をユーロ比率が上昇し、最高値(28.0%)をつけるまでの①「1999年3月末から2009年6月末」と、それ以降の②「2009年9月末～2014年12月末」に分けて各通貨の比率変化を見たものである。①の局



面ではユーロが+9ポイント以上も上昇する一方、ドルは▲8ポイント以上も低下した。この間、ユーロ相場が急騰し、対ドルでは1.60付近、対円では170円付近まで騰勢を強めていたが、こうした動きは恐らく外貨準備におけるユーロ比率上昇と何らかの関係があった可能性が高い。片や、②の局面に目をやれば、この間にユーロは▲6ポイント弱低下しているのに対し、ドルは+1.4ポイントしか戻っていない。この差分を埋めるのが豪ドルやカナダドルを含む「その他通貨」であり約+4.0ポイントも上昇している。つまり、ユーロから漏出した6ポイントはかつてのドルに回帰しただけではなく、豪ドルやカナダドルに代表される新興・資源国通貨にも配分されたということになる。潜在成長率の低下等を背景として米金利がかつてほどの水準に戻らないとの声が多いことを踏まえると、この傾向は今後も続く可能性が高いだろう。

以 上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuho-bank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年3月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015 年2 月分)
2015年3月27日	週末版
2015年3月26日	本邦対内・対外証券投資の動向について
2015年3月25日	本邦家計部門の金融資産の現状について
2015年3月24日	円相場の基礎的需給環境の整理
2015年3月23日	ユーロ圏1月国際収支統計～対内証券投資が回復～
2015年3月20日	週末版(第3 回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を終えて～ユーロ圏の与信機能に復活の兆し?～)
2015年3月19日	FOMCを終えて(3月17～18日開催分)
2015年3月18日	ECB、量的緩和政策(QE)に係るQ&A
2015年3月17日	ECBの国債・政府機関債購入額(第1週目)を受けて
2015年3月16日	ユーロ相場の水準感～佳境を迎えるユーロ売り～
2015年3月13日	週末版(米国はどこまでユーロ安を許容するのか～試される「強いドルは国益」～)
2015年3月12日	日銀の追加緩和はあるのか～払拭しきれない可能性～
2015年3月11日	3月レバトリ円高説について
2015年3月10日	なぜ為替と株価の相関が低下しているのか?
2015年3月9日	ECB理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンデートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活?～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12 月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か?～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～)
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB 理事会(12 月4 日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買取入や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミックスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミックス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点