みずほマーケット・トピック（2016 年 10 月 3 日）

外貨準備構成通貨の現状（2016 年 6 月末時点）

9 月 30 日には 16 年 6 月末時点の COFER レポートが公表され、世界の外貨準備構成通貨の近況が明らかになっている。通貨別の比率変化を見ると、ドルは 63.5%から 63.4%へ▲0.1%ポイント、2 四半期連続で低下。こうした場合、しばしば裏表の関係にあるユーロの上昇が想定されるところだが、これも 20.3%から 20.2%へ▲0.1%ポイントと 2 四半期ぶりに低下している。英ポンドも低下しており、豪ドルやカナダドルも横這いとなっている。これら比率を落とした通貨の受け皿となったのが円であり、4.1%から 4.5%へと+0.4%ポイントも急上昇し、2002 年 12 月末以来、13 年半ぶりの高水準をつけている。4～6 月期の円相場の急騰（+9%超）を踏まえれば不思議ではないが、リーマンショック以降の円比率の推移を見る限り、全てが為替要因とも言い切れない。また、10 月 1 日から人民元が特別引き出し権（SDR）の構成通貨に組み入れられることになったが、これによる人民元買い需要は相場の方向感を変えるほどの規模にはならないと思われる。

～リスク回避ムードは一旦後退～

前週末の為替市場ではドル相場が持ち直す展開。米司法当局がドイツ最大手銀行に科す罰金が当初の数字よりも小さくなるとの観測報道も手伝ってリスク回避ムードが和らぎ、ドル/円相場は一時 101.80 円まで値を戻している。同問題の核心はこれまで国際金融市場を幾度も揺るがしてきたドイツの潔癖主義にあると思われ、誤解を恐れずに視野を広げれば欧米貿易摩擦にまで憶測が及ぶ問題と考えられる。この辺りは明日以降の本欄で論じたいと思う。

～2016 年 3 月末時点の世界の外貨準備～

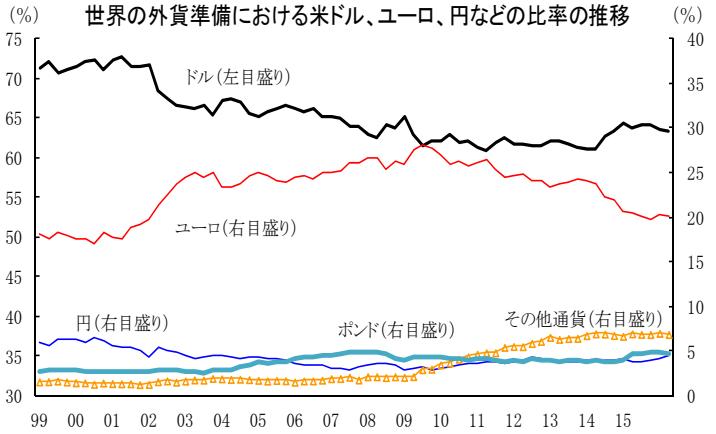
9 月 30 日には、IMF から 2016 年 6 月末時点の COFER（Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserve）レポートが公表されている。前回 3 月末時点からの 3 か月間（4～6 月期）においては 6 月 24 日に英国の EU 離脱（Brexit）方針が決定するという大事件があり、為替相場では円やドルが大きく上昇する展開が見られた。3 月 31 日～6 月 30 日に関し COFER 公表対象通貨の対ドル変化率を見ると、円が+9.08%と独歩高になっている一方、英ポンドの▲7.31%を筆頭に、豪ドルが▲2.69%、ユーロが▲2.41%、スイスフランが▲1.45%と軒並み値を下げており、ドル相場もかなり強かったことが分かる（なお、カナダドルは+0.62%とほぼ横這いだった）。仮にリバランスを想定せず価格要因だけに着目した場合、この変化率に応じて非ドル通貨からドルへのシフトが見られるはずだが、ドル比率は 2 四半期連続で低下している。後述するように、これは円にシフトしている。

2016 年 6 月末時点の世界の外貨準備は前期比+554 億ドルと 2 四半期連続で増加し、10 兆 9931 億ドルとなった。但し、2015 年 7～12 月の間に▲5365 億ドルもの減少が見られていたことを思えば反動増の域を出ないものだろう。既に、昨年 7～9 月期分から先進国・途上国を区分けした地

域別データが公表中止となっており[1]、どちらの地域が変化をけん引したのかは定かではないが、昨年見られた外貨準備減少は途上国による自国通貨防衛の結果だったと思われることから、恐らくは途上国が再度、外貨準備を積み増ししたことによる結果ではないかと推測される。

～通貨別比率：円比率が 13 年半ぶりの高水準に～

通貨別の比率変化を見ると、ドルは 63.5%から 63.4%へ▲0.1%ポイント、2 四半期連続で低下した。こうした場合、しばしば裏表の関係にあるユーロの上昇が想定されるところだが、これも 20.3%から 20.2%へ▲0.1%ポイントと 2 四半期ぶりに低下している。ユーロ貨幣の流通が始まった頃の比率まで沈んでおり、ここから浮揚する兆しは全く見られていない。結局、ユーロの外貨準備通貨としての需要は統合前の旧通貨の比率を合計したイメージ[2]が落ち着きどころになるということなのかもしれない。また、Brexit 問題により相場が急落した英ポンドも 4.8%から 4.7%へ▲0.1%ポイント比率を落としている。同問題の発覚直後ということもあり、本格的な影響を見極めるには次回発表分（2016 年 9 月末時点）以降の動きを確認する必要があろう。その他、豪ドルは 2.0%、カナダドルは 1.9%で横這いとなっているが、小数点第二位までで見れば、豪ドルは+0.02%ポイント、カナダドルは▲0.02%ポイントとなっており、資源国通貨全体として見れば変化なしというイメージに落ち着く。



(資料)Datastream、その他通貨には豪ドル・カナダドル含む。

片や、これら比率を落とした通貨の受け皿となったのが円であり、4.1%から 4.5%へと+0.4%ポイントも急上昇し、2002 年 12 月末以来、13 年半ぶりの高水準をつけている。もっとも 4～6 月期の円相場の急騰（+9%超）を踏まえれば不思議ではないだろう。なお、円の比率が四半期で+0.4%ポイントも上昇するのは 2002 年 6 月末以来の動きである。それだけ同期間の円相場の上昇が歴史的に見ても大きいものだったことが窺える。だが、全てが為替要因だ

(資料)IMF

[1] 本欄 2015 年 10 月 2 日号『外貨準備構成通貨の内訳（15 年 6 月末時点）～中国報告開始の影響を考える～』でも議論したが、COFER データにおける地域別（先進国・途上国）の公表が中止された背景には、中国の人民元が SDR 通貨に与入れられることと関係があるかもしれない。SDR 構成通貨となれば、中国は IMF に対する外貨準備資産報告を行う義務が生じる。中国の外貨準備は巨大であるため、報告し始めた途端に途上国分の構成通貨データは一気に変化することが推測され、そこから同国の外貨準備の構成を試算することも可能になるだろう。いずれにせよ世界の外貨準備の中身を知るデータは希少であっただけに、情報の非公開化は大変残念な動きである。

[2] 1999 年では、ドイツマルク、フランスフラン、オランダギルダーの 3 通貨合計で 16%程度。

けとも言い切れない。図示されるように、2013 年以降の強烈な円安局面を経て円比率は低下傾向にこそなったが、リーマンショック以降の円高局面で押し上げられた比率を清算するほどの低下にはならなかった。ここにきて再び円高が盛り上がり、比率の上昇が始まったことで数年来の高い比率に至っており、今後の伸びに着目したいところである。近年指摘される中国通貨当局による日本国債買い越しなどがこうした動きの背景として推測される。

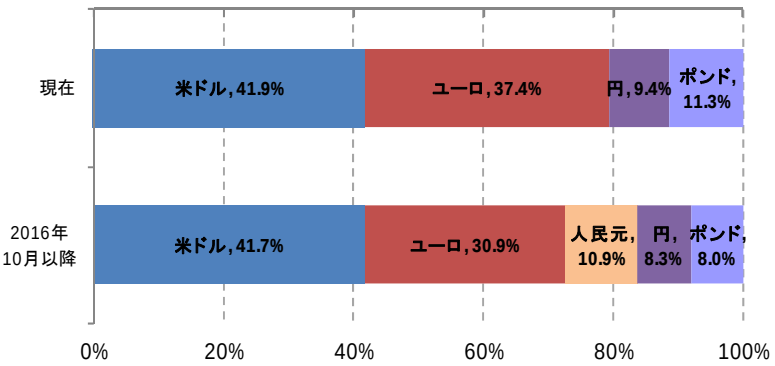
～人民元 SDR 構成通貨入りの影響は限定的に～

また、外貨準備との関連で言えば、10 月 1 日付けで、人民元が特別引き出し権(SDR)の構成通貨に組み入れられることになった[3]。人民元の国際的地位向上という観点からは象徴的な出来事だが、「SDR 構成通貨になったこと」イコール「世界の外貨準備通貨として認められること」ではない。ルー米財務長官は、9 月 29 日、「IMF が認定する主要通貨になることと、国際的な準備通貨になることは全く違う」とし、外貨準備通貨として選ばれるようになるには「かなり遠い道のりがある」と述べている。依然、金融当局の意思で方向感が定まる人民元が、COFER データの中で相応の地位を得るようになるのはまだ先の話ということである。SDR 構成通貨入りを契機にそれまでの改革機運が後退したとの指摘も散見される中、自由な資本取引や一段と市場機能を重視した変動為替相場への移行など、引き続きやるべきことは多いというのがルー財務長官の本音なのだろう。

市場参加者にとっては SDR へ組み入れられることでどの程度の人民元買い需要が発生するかが焦点になるが、影響は軽微との見方が強い。既にルー財務長官が述べているように、SDR 構成通貨になったからと言って、各国当局がこぞって外貨準備の構成通貨のリバランスを行うわけではない。仮に、そのような動きがあるにせよ、それは SDR 構成通貨入りが決定した昨年時点から発生しているはずであり、あったとしても織り込み済みの部分も相応にあると推測される。

試算を試みても、さほど大きなインパクトはなさそうなことが分かる。現在の SDR 残高(2800 億ドル)に対し、人民元は約 10.9%の構成比率を占めることになる(図)。これは約 306 億ドルと直近 8 月の貿易黒字(約 521 億ドル)にも満たない試算になる。もちろん、2000 年代前半のユーロがそうであったように、今後の主要通貨としてのポテンシャルに期待して、外貨準備への組み入れが進む可能性はある(実際はルー財務長官が言うように、時期尚早との評価が一般的なものだろうが)。この点、既に上で見てきたように、世界全体の外貨準備は 2016 年 6 月末時点で約 11 兆ドルとなっており、IMF の調査によれば、2014 年時点で 38 か国において人民元は外貨準備の構成通貨として採用され、1.1%のシェアを占めているという状況がある。仮に、この比率が円や英ポンド並みの地位まで引き上げられるとすれば、あと+2～3%ポイントのシェア上昇が予想されるが、これ

SDR構成比について(現在と16年10月以降の比較)



(資料)IMF

[3] 同様の議論は 2016 年 9 月 30 日号『エマージングマーケットウィークリー』も参照されたい。

は概ね 2200～3300 億ドルの買いという話になる。ユーロの場合、約+10%ポイントのシェア引き上げに約 10 年かかったことを踏まえると、年+1%ポイントが 1 つの目安になろうが（実際、人民元はユーロよりも信認を得るのに時間がかかるだろうが）、仮に、1 年で+1 ポイントの引き上げが志向された場合でも年間 1100 億ドルの人民元買い需要にしかならない。これは中国の月次の貿易黒字で見て、せいぜい 2～3 か月分である。SDR 構成通貨への組み入れは人民元国際化にとって 1 つの節目であることは間違いないが、相場の方向感を大きく変えるほどの需給変化はもたらすものではないというのが実情だろう。

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に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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年9月30日	週末版
2016年9月27日	ユーロ圏の与信、物価、為替に関する状況整理
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2016年8月分）
2016年9月26日	ハードルが上がった日銀の追加緩和
2016年9月23日	週末版（日米金融政策決定会合を終えて～確度が強まる円高見通し～）
2016年9月20日	米大統領選挙と為替相場に対する考え方について
2016年9月16日	週末版(「日銀相場」の活かし方～断ち切られた株と為替のリンク～)
2016年9月15日	G4通貨の調整状況～懸念されるドル安不足～
2016年9月14日	日銀会合プレビュー～「量との決別。金利への転進」～
2016年9月13日	ブレイナード講演を終えて～ハト派の矜持～
2016年9月12日	米利上げに怯える株式市場～「ドル高の罠」再び～
2016年9月9日	週末版（ECB理事会を終えて～注目はパラメーター修正の「次の論点」へ～）
2016年9月8日	円相場の基礎的需給環境～2016年7月～
2016年9月6日	ECB理事会プレビュー～「お茶を濁す」方法～
2016年9月5日	足許の円安の本質～「4か月前の円安」と同質～
2016年9月2日	週末版
2016年8月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2016年7月分）
2016年8月29日	イエレン議長講演を受けて～「短期は強気、長期は弱気」～
2016年8月26日	週末版(ドル高相場の読み方、考え方～何を、どう見ておくべきか～)
2016年8月24日	最近のユーロ相場の状況について
2016年8月23日	黒田日銀総裁インタビューを受けて
2016年8月22日	ECB理事会議事要旨（7月20～21日開催分）
2016年8月19日	週末版（円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、ISバランスなどの観点から～）
2016年8月18日	FOMC議事要旨（7月26～27日開催分）～自信喪失？～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～『国際金融のトリレンマ」に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半期～
2016年8月5日	週末版（総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～『失敗の本質」は何か～）
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて（7月28～29日開催分）
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて（7月26～27日開催分）
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2016 年6月分）
2016年7月22日	週末版（ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～）
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー（7月28～29日開催分）
2016年7月20日	明らかになり始めたBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ諦観が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版（BrexitにEUの責任はないのか？～ユーロ圏を「監獄」にしないために～）
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2016 年5月分）
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO IIプレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱（Brexit）とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版（日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～）
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱（Brexit）を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送りと「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2016 年4月分）
2016年5月27日	週末版(本日のトピック：ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買いの正体」
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7 を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的（orderly）」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は・・・～
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2016年3月分）
	「原油価格上昇＆円安」をどう考えるべきか？
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版（ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～）
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか？～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状