

みずほマーケット・トピック(2018年4月2日)

外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～

先週末の3月30日にはIMFから2017年12月末時点のCOFERレポートが公表されている。通貨別の比率を見ると大きなイメージとして2017年の外貨準備が「ドルからユーロへ」の流れを強めたのは間違いないが、1年通じての上昇幅は+1.0%ポイントにとどまっている。同期間のユーロ相場が実質実効相場(REER)で+7.5%、対ドルで+14.8%も上昇したことを踏まえると、比率の復元力は弱い。つまり、ユーロだけがドルの受け皿となったわけではない。具体的には今期、最も上昇幅が大きかった通貨は円だった。2017年を通じて4四半期での上昇幅は+0.9%ポイントに及んでいる。2017年の円相場がさほど上昇していなかったことを思えば、円比率の上昇はある程度、取引を伴う数量効果が大きかった可能性も。世界の外貨準備は1999年からの10年間で第一次多様化を経験し、2009年からの10年間は第二次多様化に入っている印象。過去5年で4%ポイントも下がったユーロ比率は資源国通貨を含め広く薄く散っている。

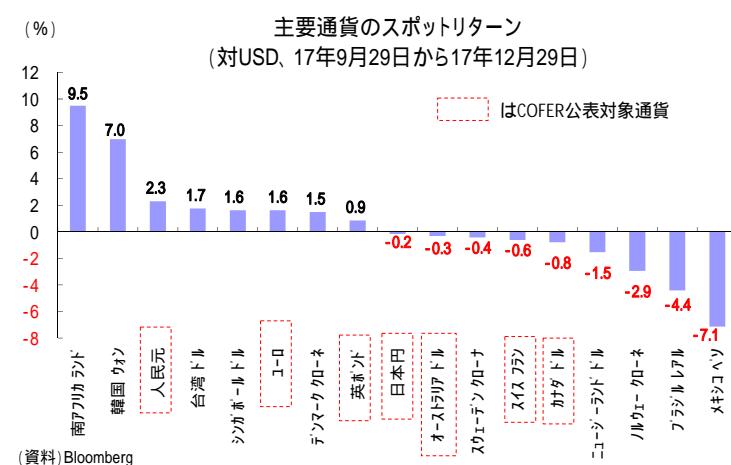
～容易には変わらないアメリカ・ファースト～

本日より新年度に入るが、金融市场の不透明感は依然晴れていない。先週はトランプ政権の保護主義姿勢が後退したとの見方から、株価も反発する中でドル/円相場は一時107円台まで値を戻す展開が見られている。しかし、トランプ米大統領の保護主義的な姿勢(端的には「アメリカ・ファースト」の姿勢)は、これを支持する層が存在するからこそ大統領選挙期間中からアピールされてきたのであり、今年の中間選挙や2020年の大統領選挙まで見越せば完全に消えることはあるまい。

実際、先週のCNN報道によれば、トランプ大統領に対する支持率は42%と過去11か月で最高になったという。保護主義が理論的に支持されないものでも、それを支持する声がある以上、トランプ大統領が態度を改める必要は無い。日本においては、自動車・同部品を主軸として多額の対米貿易黒字を稼ぐ韓国が米国に有利なFTA合意を迫られたことを重く捉える必要があると考えたい。

～17年12月末の世界の外貨準備～

ところで先週末の3月30日には、IMFから2017年12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。同年9月末時点からの3か月間(10～12月期)はドル相場が最大▲3%程度(6月末から9月末では▲1%強)下落した。また、同期間にCOFER公表対象通貨の対ドル変化率を



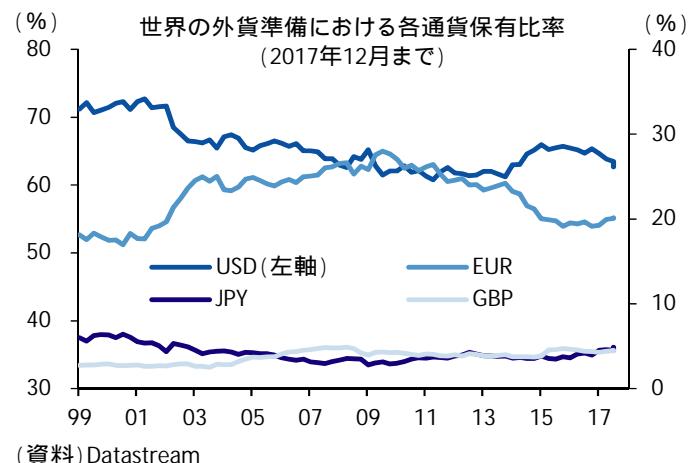
見るとカナダドルが▲0.8%、イスラエル・ペソが▲0.6%、豪ドルが▲0.3%、円が▲0.2%と小幅下落となった一方、人民元が+2.3%、ユーロが+1.6%、英ポンドが+0.9%と上昇している(前頁図)。同期間に大きなイベントはなく為替相場は至って静かな局面だったが、敢えて言えば、同年6月27日のポルトガル(シントラ)におけるECB年次フォーラムでドラギECB総裁が「デフレ圧力はリフレ圧力に置き換わった」と言い放った余波が続く中、ユーロ相場の騰勢が特筆された。なお、FRBはこの時期からバランスシート縮小に着手し始め、12月には3回目の利上げも行われたが、ドル相場がこれに応じて上昇することは無かった。

こうした為替相場の動向を経た2017年12月末時点の世界の外貨準備残高は前期比+1289億ドルと4四半期連続で増加し、11兆4249億ドルとなった。当該四半期におけるドル相場の下落を受けて、非ドル通貨が対ドルで増価し、外貨準備残高が全体として拡大したと読める。

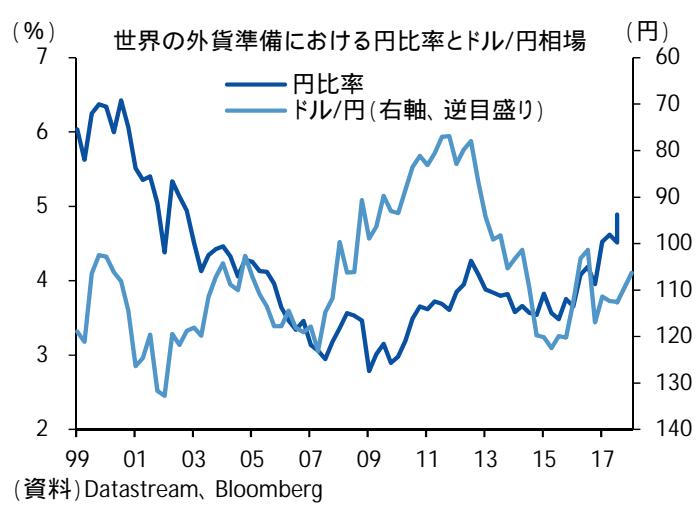
～通貨別比率:最も上昇したのは円～

通貨別の比率を見ると(図)、ドルは63.5%から62.7%へ▲0.8%ポイント低下し、4四半期連続で低下した。4四半期での低下幅は計▲2.6%ポイントに達し、かなりまとまった幅だが、2017年のドル相場は実質実効為替相場(REER)で▲8%、ドルインデックスでは▲11%も急落しており、相応に為替変動を受けた価格効果に拠る部分が大きいと推測する。一方、ドルと裏表の関係にあるユーロは20.1%から20.2%へ+0.1%ポイントと4四半期連続で上昇している。4四半期での上昇幅は+1.0%ポイントに達しているが、2017年のユーロ相場はREERで+7.5%、対ドルで+14.8%も上昇したことを踏まえると、比率の復元力は弱いように感じる。大きなイメージとして2017年の外貨準備が「ドルからユーロへ」の流れを強めたのは間違いないが、後述するように、ユーロだけがドルの受け皿となったわけでもない。

ちなみに、今期、最も上昇幅が大きかった通貨は円である。4.5%から4.9%へ+0.4%ポイント上昇しており、4四半期での上昇幅は+0.9%ポイントに及んでいる。2017年の円相場は対ドルでは+4.3%上昇していたものの、REERでは▲3.8%とむしろ下落していたことを思えば、為替変動を受けた価格効果の影響だけで比率が押し上げられた部分が大きいとは思えない(図)。とすると、2017年の円比率の上昇はある程度、取引を伴う数量効果が大きかった可能



(資料) Datastream



(資料) Datastream, Bloomberg

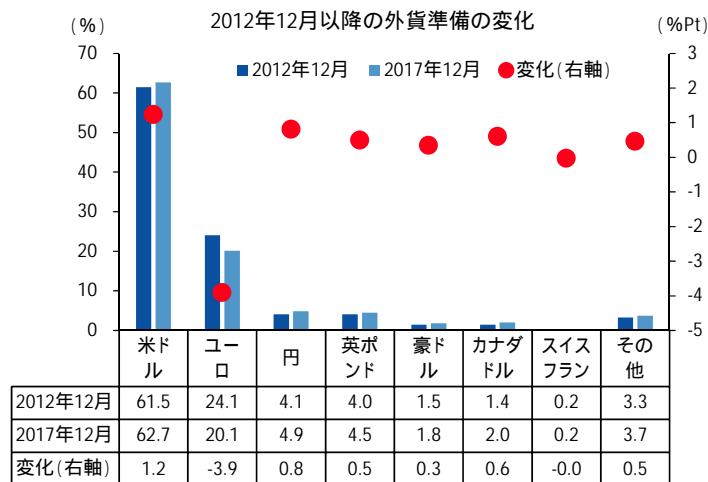
性がある。同時期には ECB における出口観測が高まる傍らで、日銀についてもリバーサルレート理論が取り沙汰された。来るべきイールドカーブコントロール(YCC)の修正に備え、リバランスを図った向きがあつたのだろうか。実際問題として、日銀の出口を図り立てるムードはあの頃から少しずつ強まり、年初来の円高も輪番減額(1月9日)のサプライズから鮮明化している。

その他通貨では人民元が 1.1%から 1.2%へ+0.1%ポイント上昇したほか、英ポンドが 4.50%から 4.54%へ+0.04%ポイント、カナダドルが 2.00%から 2.02%へ+0.02%ポイント、豪ドルが 1.78%から 1.80%へ+0.02%ポイントと小幅ながら上昇している。いずれにせよシェアを落としたのはドルだけであり、非ドル通貨へのシフトが顕著な四半期だったと言える。

～過去 5 年間の総括：外貨準備は第二次多様化の局面に～

右図は過去 5 年間に亘り、COFER 公表対象通貨の変化を見たものである(5 年前は人民元の公表が始まっていないので、表ではその他に含めた)。一瞥して分かるように、過去 5 年間の世界の外貨準備の潮流は「ユーロからユーロ以外へ」であり、過去 1 年間のユーロ相場の騰勢を経ても状況は大きく変わっていない。具体的にはユーロが▲3.9%ポイントと大幅低下する一方で、米ドルが+1.2%ポイント、円が+0.8%ポイント、カナダドルが+0.6%ポイント、豪ドルが+0.3%ポイント増えており、リバランスは広く薄く行き渡っている。対ドルで 10%以上も急騰した昨年ですら、わずか+1.0%ポイントしかユーロ比率が戻らなかつた背景にはやはり▲0.40%という非常に深いマイナス金利が影響していると思われ、現在進行中の正常化プロセスが本格的な利上げ局面にまで至らない限り、世界の外貨準備におけるユーロの地位は往時ほどには復元しないかもしれない。見通せる将来において、ECB がプラス金利に復帰する見込みは残念ながら立っていない。同じく日銀もマイナス金利を採用しているが、▲0.10%というより浅い幅であり、対象残高も限定されるため、ユーロからの「逃げ先」になっている可能性がある。

そのほか、読み取れる傾向としてカナダドルと豪ドルの合計で約+1.0%ポイントも積み上げられていることも 1 つの新潮流として注目である。2017 年 12 月末時点での両通貨の合計比率は 3.8%だが、これは 5 年前の円(4.1%)や英ポンド(4.0%)に近い。1999 年のユーロ誕生以来、「外貨準備の多様化」は注目されてきたが、その実は「ドルからユーロへのリバランス」を意味することが殆どだった。確かに、1999 年から 2009 年の 10 年間でユーロ比率は 28%まで上昇し、明らかにドル比率の押し下げに寄与したが、金融危機を経たそこからの 10 年間はユーロ比率が反転する新しい局面に入ったと言えるのではないか。1999 年からの 10 年間を第一次多様化とすれば、2009 年からの 10 年間は第二次多様化とでも言ったところだろうか。第二次多様化におけるユーロ比率低下の受け皿はドルではなく、単に「往って来い」になつてない点が注目される。上で見たように、過去 5 年



(資料) IMF、Datastream

で 4%ポイントも下がったユーロ比率は広く薄く散っている。ドルもまた、かつての絶対的な地位を復元できないという状況にあるのである。かつてドルの一強からドルとユーロの二強に移り、現在はその二強に加えその他レガシー通貨(円と英ポンド)と資源国通貨(カナダドルと豪ドル)が加わった四極体制になってきている。過去 5 年間の世界の外貨準備を総括するとそのようなことが言えるのではないだろうか。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	週末版(米金利差「3%」はトライガーなのか~3つの注意点~)過去6か月のタイトル
2018年3月30日	週末版(米金利差「3%」はトライガーなのか~3つの注意点~)
2018年3月27日	ユーロ圏経済は本当に磐石なのか?
2018年3月26日	メインシナリオへのリスク点検~安直な円安予想の終わり~
2018年3月23日	週末版(FOMCを終えて~名実共に「引き締め」局面へ~)
2018年3月20日	ECBは来年、利上げするのか?~関係筋発言を受けて~
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年2月分)
2018年3月16日	週末版(実質実効為替相場で見る各国通貨の現状~気まずい「円」の立ち位置~)
2018年3月15日	第4次メルケル政権発足を受けて~ポスト・メルケル時代~
2018年3月13日	ドイツハブルを警戒すべきか?
2018年3月12日	経験則からイメージするドル/円相場の「波」
2018年3月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて~現状追認とポスト・ドラギの胎動~)
2018年3月8日	通貨安競争でドルに勝てる者なし~標的になりやすい円~
2018年3月7日	ECB政策理事会プレビュー~APP1規模~拡大を排除か?~
2018年3月6日	「製造業の採算レート」から何を読み取るか?
2018年3月5日	黒田総裁発言を受けて~今だから出来るチャレンジ~
2018年3月2日	週末版(四面楚歌のドル/円相場~円高見通しの確度は高まるばかり~)
2018年2月27日	メインシナリオへのリスク点検~円高リスクとしての米金利上昇~
2018年2月26日	ECB役員会人事の読み方~今後への含意など~
2018年2月23日	週末版
2018年2月22日	FOMC議事要旨(1月30~31日開催分)~試される胆力~
2018年2月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年1月分)
2018年2月20日	2017年の対米証券投資(TICレポート)について
2018年2月19日	スタグフレーション懸念という誤解~最近の相場動向について~
2018年2月16日	週末版(本当にフレジットは大丈夫なのか?~不穏な「第二段階」のスタート~)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感~円高はまだ始まったばかり~
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境~4年ぶりの円買い超過に~
2018年2月13日	黒田総裁続投について~「戦術」よりも「戦略」の修正を~
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正確かったカープのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げ」の終点~米金利は頭打ちか、それとも続伸か~)
2018年2月1日	FOMCを受けて~ハウエル新体制を待つ「茨の道」~
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検~危うい米通貨・通商政策~
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方~通貨高けん制が効かない理由~
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて~消化試合の様相~
2018年1月23日	IMF世界経済見通し修正を受けて~米国一本足打法~
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る~「カーブフラット化と株価急騰」~
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー~タカ派傾斜は心配無用~
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー~最後の展望レポート~
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか?
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが拡がるユーロ相場~議事要旨の強気を受けて…~)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーバリングの「お目にけし」はどこまでか?
2018年1月9日	米12月雇用統計~改善が極まりつつある米経済指標~
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)~ユーロ比率は明確に反転~)
2018年1月4日	2018年の勘所~概観、注目イベント、キーワード~
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感~株価vs. 経済成長~
2017年12月20日	3度目のカジュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検~米減税はドル買入ならず~
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて~早くも問われるAPP再延長問題~)
2017年12月14日	FOMCを受けて~ハウエル議長を待つ「レールの終点」~
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感~
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか?~遅くとも19年~
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境~「ねじれ」構造は健在~)
2017年12月7日	株高の真因を考える~「付加価値の取り分」という視点~
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	データーリングが改めて示唆するペースマナーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか~残業代カットの影響について~)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検~中立金利の行方~
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について~FRBは自信喪失、ECBは内部分裂~)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7~9月期GDPを受けて~「デフレ脱却宣言」も視野?~
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境~BOE利上げの読み方~
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境~気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」~)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	ハウエル理事の議長指名を受けて~意識すべき論点~
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて~「危ない橋」を渡り続けるFRB~)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて~最もピュアな片岡委員~
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検~日米FTAと歐州政治~
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて~「弱気な強気」の正常化~
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて~増税可否、日銀人事、政策への影響~
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版