

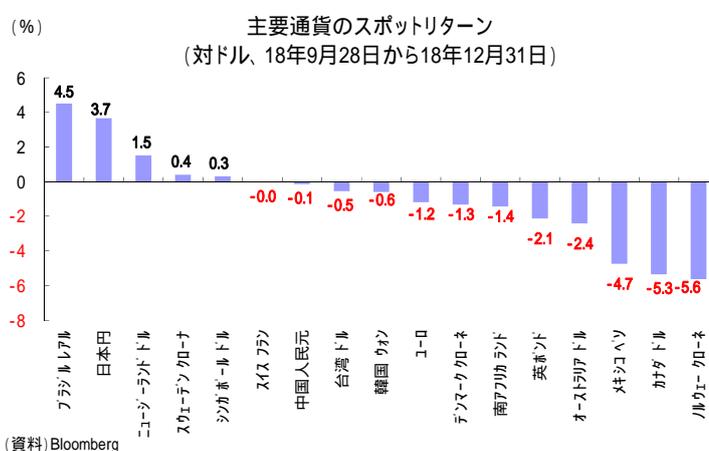
みずほマーケット・トピック(2019年4月4日)

## 外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)

先週3月29日には、IMFから2018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。通貨別の比率を見ると、ドルは61.9%から61.7%へ前期比0.2%ポイント低下し、3四半期連続で低下した。ちなみにドル比率は過去12四半期中(つまり3年間)10四半期で前期比マイナスとなっており、その間の低下幅は計4.1%ポイントに達する。同期間におけるドル相場の推移を見ると、名目実効為替相場(NEER)で+4.1%とはっきりと上昇しているため、本来は価格効果によりドル比率は押し上げられても不思議ではないはず。やはり、円やその他通貨(人民元、豪ドル、カナダドルなど)への配分が増えたという数量効果が強そう。ユーロ比率も相場の戻りに照らせばかなり限定されており、今やリザーブマネーの受け皿はドルとユーロ以外に広がっているのは間違いない。過去10年で世界の外貨準備はドル・ユーロの二強に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)を加えた四極体制に変わってきている。

### ～18年12月末の世界の外貨準備～

先週3月29日には、IMFから2018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)はドルインデックスが+1%程度上昇した。同期間に関しCOFER公表対象通貨の対ドル変化率を見ると、円以外の通貨は下落している(円は+3.7%上昇)。具体的にはスイスフランと人民元

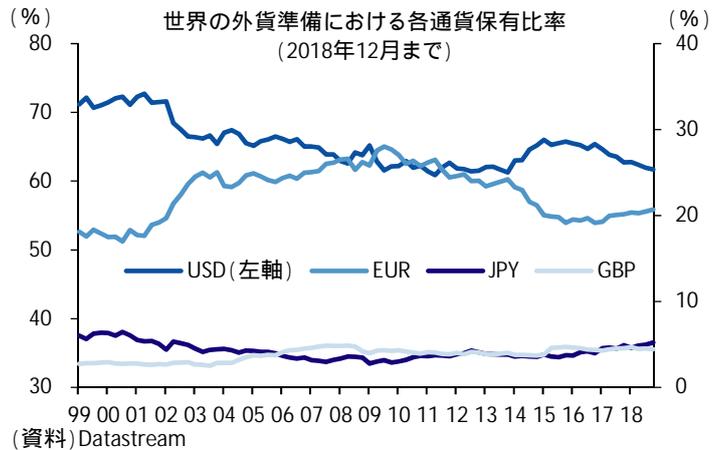


は概ね横ばい、ユーロは▲1%程度、英ポンドは▲2%程度、カナダドルは▲5%程度の上落となっている。同期間に起きたことと言えば、米10年金利が10月に年初来高値となる3.2%台に到達、その直後から株式市場がこれを嫌気し大幅に値を下げるという展開があった。また、今年1月のFOMCで実質的に利上げ停止を宣言したゆえ、12月に最後の利上げが行われた四半期でもあった。「FRBが正常化を進めるから米金利とドルは上昇」という前提が崩れた期であろう。

こうした市場動向を経た2018年12月末時点の世界の外貨準備残高は前期比+186億ドルと3四半期ぶりに小幅増加し、11兆4182億ドルとなった。当該四半期における外貨準備の小幅増加はドル相場の小幅上昇と平仄が合う。ドル建てで見た外貨準備水準がかさ上げされた面もあろう。

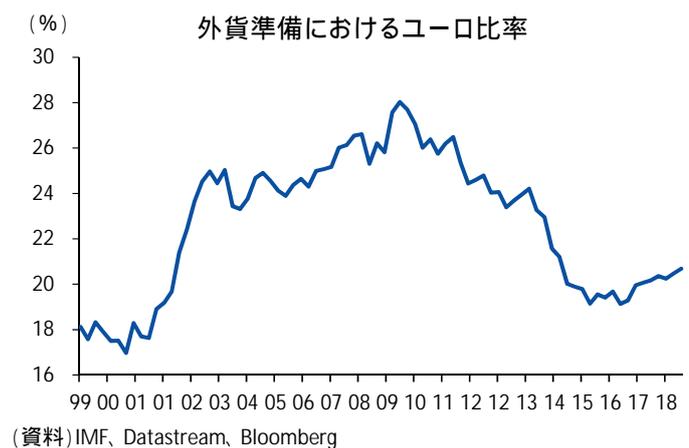
～通貨別比率:最も上昇したのは円～

通貨別の比率を見ると(図)、ドルは61.9%から61.7%へ前期比▲0.2%ポイント低下し、3 四半期連続で低下した。ちなみにドル比率は過去 12 四半期中(つまり3 年間)10 四半期で前期比マイナスとなっている。12 四半期での低下幅は計▲4.1%ポイントに達し、かなりまとまった幅に達している。同期間におけるドル相場の推移を見ると、名目実効為替相場(NEER)で+4.1%とはっきりと上昇している



るので、本来は為替変動を受けた価格効果によりドル比率は押し上げられても不思議ではないはずである。後述するように、円やその他通貨(人民元、豪ドル、カナダドルなど)への配分が増える傾向が見られているため、ドルから非ドル通貨へ乗り換えるという取引を通じた数量効果が働いている可能性があるだろう。一方、昨年 10～12 月期に関し、ドルと裏表の関係にあるユーロは 20.5%から 20.7%へ前期比+0.2%ポイント上昇しており、2 四半期連続で上昇している。過去 12 四半期で見れば 9 四半期で前期比プラスとなっており、上昇幅は計+1.5%ポイントである。比率の上昇が見られるものの、同期間におけるユーロ相場が NEER で+8.6%も上昇していることを思えば、価格効果によってもっとかさ上げされても良かったのではないかとの印象はある。ドル同様、ユーロからそれ以外の通貨に乗り換える動きが流行り、数量効果がマイナスに働いた可能性が推測される。今やリザーブマネーの受け皿はドルとユーロ以外にも広がっているのである。

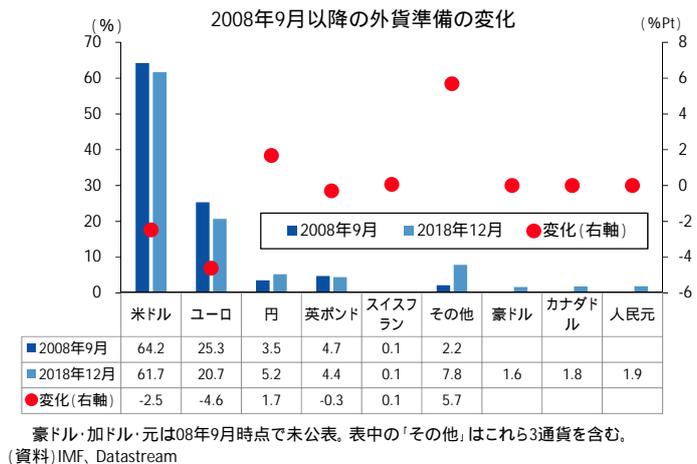
ちなみにユーロは導入 20 周年を迎えている。COFER におけるユーロ比率の歴史を簡単に総括すると(図)、2000 年代前半のユーロバブルを経て比率が急激に高まり、金融危機後は一転して比率を落とす動きが顕著になった。だが、2015 年を境にその動きは収束し、上述したように今や比率は反転の兆しが見受けられる。あえて時代を区切るとすれば、黎明期であり全盛期であった①「2000～2009 年」に始まり、域内の構造的欠陥が露呈した危機期である②「2009～2015 年」を経て、ようやく安定した成熟期である③「2016 年～」に入ったのかどうかを見定めるところだろうか。とはいえ、対ドルで最大 15%も上昇した 2017 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った経緯を踏まえれば、やはり▲0.40%という深いマイナス金利を採用している以上、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と考えるべきだろう。趨勢の変化には利上げ着手が必要と考えられる。



と考えるべきだろう。趨勢の変化には利上げ着手が必要と考えられる。

## ～2 大通貨が比率を落とした過去 10 年～

リザーブプレーヤーの運用方針は時間をかけて修正されていくものと考えられるため、過去 3 年よりも長期の動きを見るべきかもしれない。この点、右図は過去 10 年間について COFER 公表対象通貨の変化を見たものである(10 年前は豪ドル、カナダドル、人民元が未公表ゆえ、表では「その他」に含まれる)。一瞥して分かるように、過去 10 年間の世界の外貨準備の潮流はまずユーロ比率の削減であり、この間に▲4.6%ポイントと大きく下落している。しかし、同期間にはドル比率も下落しており、▲2.5%ポイント下落している。過去 10 年間で 2 大通貨の比率が計▲7%ポイント以上も下落したのである。2 大通貨の受け皿になったのが「その他」と円である。「その他」は+5.7%ポイントも上昇しており、数字だけを見れば、2 大通貨下落分の 8 割を引き受けた構図となっている。「その他」の内訳は不明だが、2018 年 12 月時点で人民元、カナダドル、豪ドルの 3 通貨合計で 5.4%を締めており、残り 2.4%がそれ以外の通貨ということになる。



過去 10 年間で 2 大通貨の比率が計▲7%ポイント以上も下落したのである。2 大通貨の受け皿になったのが「その他」と円である。「その他」は+5.7%ポイントも上昇しており、数字だけを見れば、2 大通貨下落分の 8 割を引き受けた構図となっている。「その他」の内訳は不明だが、2018 年 12 月時点で人民元、カナダドル、豪ドルの 3 通貨合計で 5.4%を締めており、残り 2.4%がそれ以外の通貨ということになる。

円比率上昇の理由は判然としないが、頻繁に指摘されるのは 2016 年 1 月のマイナス金利導入以降、海外勢がベアスワップの歪みを突く格好で日本国債への投資を増やしているという話は断続的に指摘される(単純化して言えばドル資金を豊富に持つ主体は「高いドル」を貸し出し、「安い円」を借り、日本国債に投資することでサヤを取れる)。確かに円比率はマイナス金利の導入が始まった 2016 年 1～3 月期以降、過去 12 四半期中 8 四半期で前期比プラスとなっており、12 四半期での上昇幅は計+1.5%ポイントである。また、ECB が採用しているマイナス金利政策は▲0.40%と深いのに対し、日銀のそれは▲0.10%とより浅く、しかも階層化によって適用対象残高も限定されているという事情がある。それゆえ、ユーロからの「逃げ先」として円が選好された面もあるかもしれない。なお、同期間における円相場は NEER で+3.5%上昇しているの、実際の取引を通じた数量効果に加え、為替変動を受けた価格効果によっても比率が押し上げられた可能性がある。

世界の外貨準備を過去 10 年について総括すると、かつてのドル一強体制からドルとユーロの二強体制を経て、金融危機後はその二強にレガシー通貨(円と英ポンド)と資源国通貨(カナダドルと豪ドル)を加えた四極体制になってきていることが言えそうである。

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](mailto: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。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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～改めて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化」した世界
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか？
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「パブルは崩れてからがパブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追随する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めた債券相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCPI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～庇うほど弱点として露呈～