みずほマーケット・トピック（2021 年 4 月 14 日）

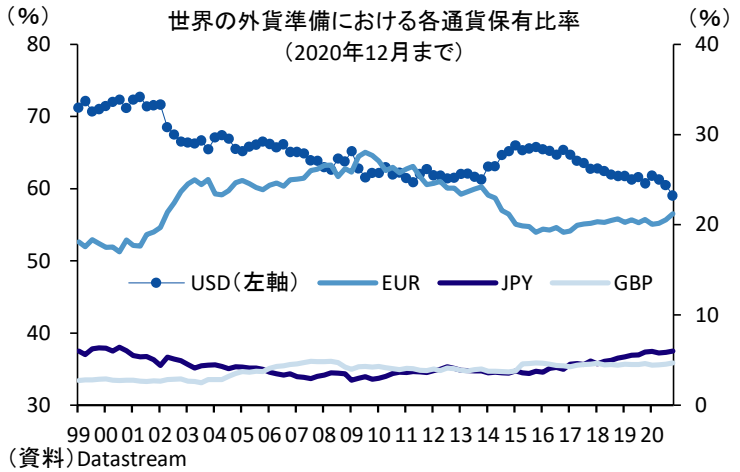
多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～

20 年 12 月末時点の外貨準備の構成通貨データ（COFER）は為替市場を中長期的に展望するにあたって大変興味深い結果に。20 年 12 月末のドル比率は 59.02%と前期比▲1.47%ポイントも低下。95 年の 58.96%以来、25 年ぶりの低水準である。今期のドル比率低下はドル安による部分が相当大きいと思われるが、長期的に見ても中銀や財務省、SWF といったリザーブプレーヤーのドル離れは顕著な傾向として認められる。ドル比率が落ちた分は、他通貨に広くあまねく配分されている。ユーロ比率は 21.24%と 6 年ぶりの高水準を記録し、円も 6.03%と 22 年ぶりの高水準を記録している。「世界最大の対外純資産国」というステータスがリーマンショック以降、見直されている可能性もある。過去 20 年余りでドル比率は▲12.17%ポイントも低下している。外貨準備運用の潮流として「ドル離れ」は明確な事実だろう。注目すべきはその受け皿だ。ドルに代わって最も比率を伸ばしたのはユーロや円ではなく人民元を筆頭とする「その他」に類する新興・資源国通貨。世界の外貨準備運用は確実に多様化ないし非ドル化が進んでいる。

～過去最低にほぼ並んだドル比率～

金融市場では材料視されていないが、IMF が 3 月 31 日に公表した外貨準備の構成通貨データ（COFER）は為替市場を中長期的に展望するにあたって大変興味深い結果を示すものだった。世界の外貨準備高は 2020 年 12 月末で 12 兆 7000 億ドルと 9 月末から+4544 億ドル増加した。水準としては過去最大であるが、後述するように、「ドル安の年」となった 2020 年だけに、為替変動を映じた価格効果でドル建て換算額が押し上げられている部分も大きいと考えられる。

今回、特筆すべきはドル比率の低下である。2020 年 12 月末のドル比率は 59.02%と前期比▲1.47%ポイントも低下している。1995 年[1]の 58.96%以来、25 年ぶりの低水準である。なお、今回はドルも含めて数年ぶりの動きが目立っており、小数点第二位まで見ることで「いつ以来か」をはっきりさせることができる。平時は小数点第一位で議論しているが、今回は第二位まで含めて議論したい。ドル比率がほぼ過去最低と同水準をつけた背景には何があるのだろうか。今回の結果を契機として世界の外貨準備の現状と展望を整理してみたい。結論から言えば、今期のドル比率低下はドル安による部分が相当大きいの



（資料）Datastream

[1] COFER が四半期ベースで構成比を公表し始めたのは 1999 年以降で、それ以前は年次データしか存在しない。

ではないかと推測される。過去を振り返ってみると、3 か月間で今回以上にドル比率が低下したケースは四半期ごとにデータが入手可能になった 1999 年以降で 2 回しかない。1 回は 2002 年 6 月末に前期比▲3.14%ポイント、もう 1 回は 2009 年 6 月末に同▲2.37%ポイント、それぞれ低下している。いずれの期間も大幅なドル安が進んでいた。名目実効ドル相場で見ると、2002 年 4～6 月で▲2.6%下落し、2009 年 4～6 月で▲4.2%下落している。今回の 2020 年 10～12 月も▲3.4%下落している。ちなみに 2020 年通年では▲3.6%下落しているので、10～12 月期に進んだドル安はとりわけ大きなものだったことが窺える。

こうした為替市場の動きを踏まえれば、ドル比率の大幅低下はドル相場の大幅下落の裏返しという可能性も多分にあり、実際に中央銀行や財務省、政府系ファンド(SWF)といったリザーブプレーヤーのドル売りが増えたとは言い切れない。しかし、為替評価による価格要因であれ、取引に基づく数量要因であれ、ポートフォリオ内における比率変化を放置し続けるならば、それはリザーブプレーヤーにとってドルの重要性が落ちていることを意味すると言って差し支えない。ドルの相対的な重要性を変わらないと認識しているならば、いずれかのタイミングでリバランスを図るはずである。

～円は「世界最大の対外純資産国」としての評価？～

ドル比率が落ちた分は、他通貨に広くあまねく配分されている。ユーロ比率は前期比+0.72%ポイントの 21.24%と 2014 年 12 月以来、6 年ぶりの高水準を記録し、円も同+0.15%ポイントの 6.03%と 1998 年の 6.24%以来、22 年ぶりの高水準を記録している。そのほか英ポンドも同+0.16%ポイントの 4.69%で 2015 年 12 月末以来の高水準を記録しているし、人民元も同+0.11%ポイントの 2.25%と過去最高まで比率を高めている。また、具体的な構成が分からない「その他」も同+0.17%ポイントの 2.70%まで上昇していることが目に付く。人民元、カナダドル、豪ドルのいずれにも属さない通貨が外貨準備として選ばれているということになる。

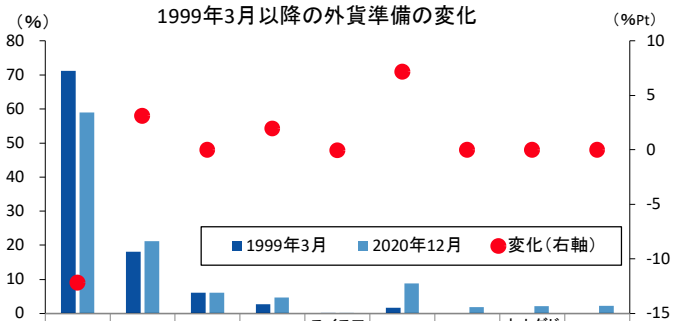
いずれの通貨も比率を高めてはいるものの、ドル・ユーロの 2 大通貨を別にすれば、3 番手としての円の存在感は相応に大きなものがある。本来、支払い準備である外貨準備は「暴落しないこと」と「流動性が高いこと」が最低条件であり、その意味で「世界最大の対外純資産国」の通貨である円は評価されてしかるべきである。少なくともそのステータスがある以上、暴落する可能性は相当低いと考えるべきだろう。2000～08 年にかけて円比率が低下したのは日本経済が金融危機を経てデフレに真っ只中に入り、「唯一のゼロ金利通貨」として敬遠されやすかったという事情があるのではないか。今ではゼロ金利通貨は珍しくなく、先進国のディスインフレ状況も見慣れた光景である。そうなると対外純資産のような需給面の強みが評価されるのは自然とも言える。

(資料)IMF、Datastream

～外貨準備は本格的な多様化時代へ～

これらの動きの背景には何があるか。2020 年は第二次世界大戦後以来の大幅な財政赤字を記録し、「ドルの過剰感」をテーマとしてドル安が進んだ年であった。紋切型の解説を承知で言えば、コロナショックの下、ドルの信認毀損を懸念し、外貨準備運用においてドル離れが進んだと言ったところだろう。しかし、今回見られたような動きは近年に共通した傾向であり、一過性の動きとは言えない。1 ページ目の図に示すようにドル比率の低下傾向は一貫している。

そこで四半期ベースの比率が取得できる 1999 年 3 月と 2020 年 12 月を定点比較したものが表である。この 21 年 9 か月の間にドル比率は▲12.17%ポイントも低下している。1999 年以降の外貨準備の潮流として「ドル離れ」は間違いなく指摘できる事実だろう。1999 年と言えばユーロが誕生した年であり、「第二の基軸通貨」としてユーロがドルから比率を奪ったのではないかと思われがちだが、そうではない。この間、ユーロは+3.12%ポイントしか増えていない。英ポンドは+1.95%ポイント、円やスイスフランは概ね横ばいである。では、受け皿となったのは何か。最も大きかったのが豪ドル、カナダドル、人民元を含む「その他」であり、計+7.15%ポイントも増えている。これは主要通貨の伸び幅と比べても抜きん出て大きい（※豪ドル、カナダドル、人民元の公表開始は 2012 年 10～12 月期以降なので、ここではまとめて「その他」としている）。



	米ドル	ユーロ	円	英ポンド	スイスフラン	その他	豪ドル	カナダドル	人民元
1999年3月	71.19	18.12	6.03	2.74	0.22	1.69			
2020年12月	59.02	21.24	6.03	4.69	0.17	8.84	1.82	2.07	2.25
変化（右軸）	-12.17	3.12	-0.00	1.95	-0.05	7.15			

※豪ドル・加ドル・元は99年3月時点で未公表。表中の「その他」はこれら3通貨を含む。
（資料）IMF、Datastream

こうした過去 20 年余りにおける世界の外貨準備運用を一言で表すとしたら多様化や非ドル化といったフレーズが適切であろう。より具体的には、その行き先として選ばれているのがユーロや円といった主要通貨ではなく人民元を筆頭とする新興・資源国通貨であるという事実も外貨準備運用の新時代を象徴する論点として押さえておきたいところである。主要国の金利が軒並み消滅する中にあって、従来型の運用を続ける利点は薄らいでいることから、こうした多様化の流れは新しい動きとして当面継続するものと考えておきたい。

市場営業部・金融市場部
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	過去6か月のタイトル
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年2月分）
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCプレビュー～ドットチャート＆議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連られたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年1月分）
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常態～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数（HICP）は急騰したのか？～一過性のまやかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2020年12月分）
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2020年11月分）
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか？～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
2020年12月10日	「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ
2020年12月8日	前門のブレグジット、後門の次年度予算
2020年12月7日	米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～
2020年12月4日	週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か？～　)
2020年12月2日	過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏
2020年12月1日	実質金利とドル/円相場にまつわる議論について
2020年11月27日	週末版(緩和の「収穫逓減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)
2020年11月25日	拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感
2020年11月24日	ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは
2020年11月20日	週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)
2020年11月18日	側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2020年10月分）
2020年11月17日	日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～
2020年11月16日	ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか？
2020年11月13日	週末版
2020年11月12日	結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～
2020年11月11日	円高・ドル安予想を修正する必要はあるのか？
2020年11月10日	アフターコロナ＆アフタートランプに沸く金融市場の整理
2020年11月6日	週末版
2020年10月30日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～　)
2020年10月29日	ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～
2020年10月27日	中銀は環境に貢献すべきか？～ESG全盛の中で～
2020年10月26日	解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～
2020年10月23日	週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか？～年初来の対ドル変化率を振り返って～)
2020年10月22日	続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～