

みずほマーケット・トピック(2022年4月5日)

## 過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～

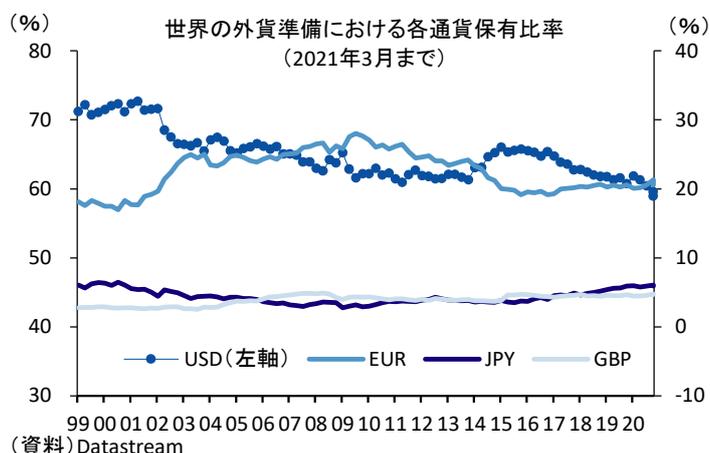
21年12月末時点のドル比率は58.81%と20年12月末の58.92%を割り込み4四半期ぶりに統計開始以来の最低水準を更新。10～12月期に比率を落としたのはドルと円だけであり、この分が他通貨に満遍なく分配された格好。「ドル安下でも円安になる」という昨今の地合いと整合的である。なお、人民元比率とカナダドル比率はそれぞれ過去最高を更新している。過去四半世紀の外貨準備運用のトレンドとして「ドルを手放して、新興・資源国通貨へ」という事実は鮮明だが、ウクライナ危機に乗じて行われたロシアに対するSWIFT遮断が長期化することの影響は今後出てくる可能性。現状が長期化すればロシアは「SWIFT抜きの世界」に適應すること。その事実は「いざとなったら米国からの金融制裁が怖い」と考える向きにとって頼もしい話になる。例えばその筆頭格が世界最大の外貨準備を抱える中国だろう。今回の事態を目の当たりにして運用多様化を検討(もしくは完了)している可能性も。ちなみに中国とロシアの外貨準備を合計すれば世界全体の約30%に達する。予備的動機に基づくドル需要は世界的に後退中。

### ～利上げ幅が50bpsに引き上げられる意味～

ドル/円相場は小康を得ている。5月初頭のFOMCについては50bpsが既定路線化されているが、ドットチャート無しの会合で50bpsを引き上げることは大きな意味があるだろう。まず1つが①「四半期ごとの利上げ」との市場予想が完全に後退すること、もう1つが②今後も50bpsが基本になることである。特に、②は大きな意味を持つ。利上げ幅に関し、いったん50bpsにしたものを25bpsへ戻すには相応の理由が求められる。インフレ高進を受けて25bpsから50bpsへ利上げ幅を拡大させる以上、これを巻き戻すにはインフレ後退が必要になる。既に幅広い年限で逆イールドが顕著になっている中、50bpsの利上げを複数回打つのは容易ではない。「米金利上昇を理由としたドル買い」という一点に関しては、かなり先が見えつつあるというのが筆者の基本認識である。

### ～再び過去最低を更新したドル比率～

ところで、3月31日にIMFから外貨準備の構成通貨データ(COFER)が公表されている。為替市場を中長期的に展望するにあたって重要なデータであるため、本欄では定期的に観測している。世界の外貨準備は2021年12月末で12兆9373億ドルと前期比+800億ドルと3期連続で増加した。昨年10～12月期に関し、期末と期初を比較すると米10年金利は1.3%程



度から 1.5%程度へ+20bps 程度の上昇にとどまったが、名目実効ドル相場 (NEER) は+1.8%と大幅に上昇した。その分、非ドル通貨建ての外貨準備は価格効果もあって目減りした可能性が推測される。なお、同じ期間に米 2 年金利は 0.2%程度から 0.7%程度へ+50bps も上昇しており、既に FRB の正常化プロセスに基づくオーバーキル懸念は芽吹き始めていたことも目に付く。商品市場では原油を筆頭に騰勢が指摘され始めた時期でもあった。

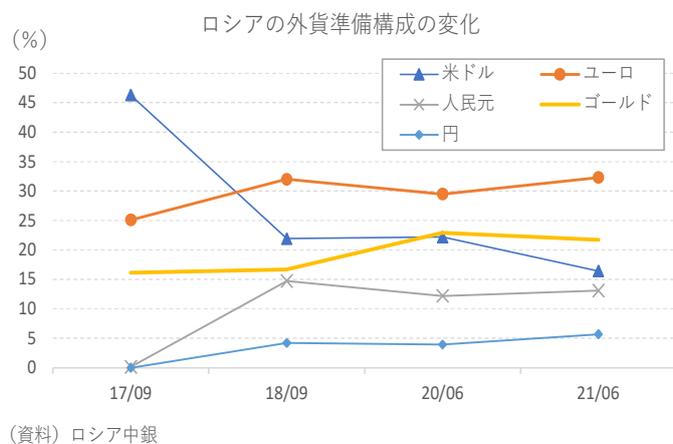
最近の COFER データではドル比率が史上最低値を断続的に更新していることが話題になっている。2021 年 12 月末時点のドル比率は 58.81%と 2020 年 12 月末の 58.92%を割り込み 4 四半期ぶりに統計開始以来の最低水準を更新している。ちなみにドル比率は 2020 年 12 月末以降、5 期連続で 60%を割り込んでいるが、このような動きも過去に類例がない。後述するように、ウクライナ危機にまつわる各種制裁が長期化することで、こうした外貨準備運用における非ドル化の機運は弾みがつく可能性もある。ちなみに 10~12 月期に比率を落としたのはドル (59.21%→58.81%で ▲0.40%ポイント) と円 (5.69%→5.57%で ▲0.12%ポイント) だけであり、この分が他通貨に満遍なく分配された格好になっている。「ドル安下でも円安になる」という昨今の地合いと整合的である。

具体的な数字を見ると、ユーロ比率は前期比+0.07%ポイントの 20.64%、ポンド比率は同+0.09%ポイントの 4.78%、人民元比率は同+0.11%ポイントの 2.79%、カナダドル比率は同+0.17%ポイントの 2.38%、豪ドル比率は同+0.02%ポイントの 1.81%、スイスフランは横ばいの 0.20%、その他通貨比率は同+0.05%ポイントの 3.01%である。冒頭述べたように、10~12 月期はドル高なので価格要因だけを踏まえれば、ドル比率の上昇が予見されるころであったが、実際は下落が確認された。それだけドルを売却するという数量要因が作用した可能性が疑われる。

ちなみに人民元比率とカナダドル比率はそれぞれ 2.45%と 2.11%で共に過去最高である。同期間の対ドル変化率を見ると、人民元は+1.4%と大幅に上昇しており、価格要因が押し上げた可能性もある。一方、カナダドルは+0.3%と概ね横ばいにとどまっていた。商品市況が騰勢を強める中、資源国通貨と先進国通貨の特徴を両面併せ持つ強みが評価されたのかもしれない。

### ～ウクライナ危機が非ドル化を強める可能性～

世界の外貨準備運用における非ドル化は元々存在する長期トレンドだが、これは今回のウクライナ危機を経てさらに強まる可能性がある。少なくとも世界 4 位の外貨準備水準を誇るロシア中銀は過去 5 年間でドル比率を約 ▲30%ポイント引き下げ (46.3%→16.4%)、5 年前はゼロ%だった人民元を 0.1%から 13.1%へ大幅に引き上げた。外貨準備のリバランスとして合理的とは言い難い変化であり、そこに政治・外交的な意図があったことは明白である。なお、余談だが、



図に示すようにユーロや円も顕著に引き上げられている。こうした動きを見る限り、有事において「日米欧から同時に制裁を食らう」ということは想定外だったのかもしれない。いずれにせよ、こうし

たロシア中銀の動きは近年の COFER データのトレンドと一致するものである。

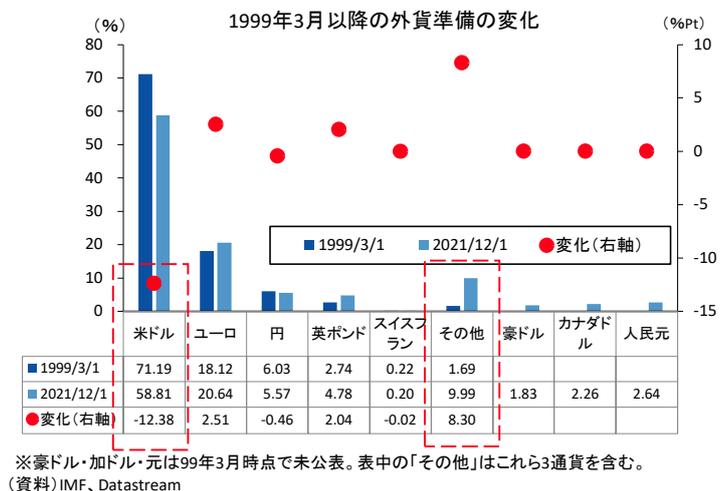
もちろん、巨額とはいえ、ロシア中銀の外貨準備は 2021 年末時点で約 6300 億ドルと世界全体の 5%弱しか占めていないため、それだけで COFER のトレンドが規定されるわけではない。しかし、「金融の核兵器」とも形容される SWIFT 遮断が決断されてから 1 か月が経過し、プーチン大統領の姿勢が変わらない限りにおいて、これは解除されそうにない。この状態が長期化すること自体、ドル覇権の頑健性にとっては良い話ではない。ドル決済を主流とする SWIFT 遮断を契機としてロシアが中国の国際銀行間決済システム「CIPS」に接続する可能性は制裁当初から指摘されてきた。それが新常态となればドル覇権に楔が打ち込まれた格好になる。

SWIFT 遮断の影響は甚大だが、時間をかけることでロシアは「SWIFT 抜きの世界」に適応する(そうしなければ生きられないのだから)。その「適応した」という事実は「いざとなったら米国からの金融制裁が怖い」と考える向きにとって頼もしい話になる。世界を見渡せば非民主国家と民主国家の数は拮抗しており<sup>1</sup>、「ドル決済の利便性」を享受しつつ、その裏返しである「SWIFT 遮断」に内心では怯える国々は潜在的に少ないとは言えない。「覇権」とまで呼ばれる状態が早晚変わることはあり得ないが、「SWIFT 抜きの世界」に目が慣れれば、徐々にしかし確実に変化は起きる。

なお、「いざとなったら米国からの金融制裁が怖い」と考える国の筆頭が約 3.2 兆ドルと世界最大の外貨準備を抱える中国である。その何%がドル運用なのか定かではないが、仮に 6 割でも約 1.9 兆ドルだ。今回の事態を目の当たりにして、ロシアと同様、外貨準備の運用多様化を検討している(もしくは多様化が完了している)可能性は高い。ちなみに中国とロシアの外貨準備を合計すれば約 3.8 兆ドルであり、世界全体の約 30%を占める。COFER データに与える影響は小さくない。

### ～非ドル化の背景整理～

右図に示すように、過去 20 余年においてドル比率は約 71%から約 59%へ約▲12%ポイント低下している。旧来的な考え方であれば、この低下した分はそのままユーロが受け皿になりそうだが、ユーロ比率は約 18%から約 21%へ約+3%ポイントしか増えていない。その穴を埋めているのが人民元を筆頭とするその他通貨であり、約 1.7%から約 10.0%へ+8.3%ポイントも増えている。過去四半世紀の外貨準備運用のトレンドとして「ドルを手放して、新興・資源国通貨へ」という事実は鮮明である。



このトレンドの背景は様々指摘されている。ドル覇権への対抗(①)は非ドル化を駆動する主な理由の 1 つと言われてきたが、ほかにもデジタル通貨の開発・発行(②)、欧州復興債(NGEU 債)の登場(③)なども外貨準備運用の多様化を促す背景として常々指摘される。とりわけ②は①と密接

<sup>1</sup> 2019 年、スウェーデンの調査機関 V-Dem は、世界の民主主義国・地域が 87 か国であるのに対し、非民主主義国は 92 か国となり、18 年ぶりに非民主主義国が多数派になったという報告を発表している。

に関連する論点である。中国やユーロ圏、英国など中銀デジタル通貨(CBDC)の開発・発行を進めようとする動きはドル覇権への対抗という文脈で再三登場する。元々、中国がデジタル人民元の開発・導入を急ぐ背景には SWIFT 遮断のような事態に備える意味があると言われていた。「一帯一路」構想の参加国にデジタル人民元の利用を促すという見方も浮上しており、それに伴う「デジタル人民元経済圏」の構築、その先にある人民元国際化までを見据えた姿勢が伺える。将来的にはデジタル人民元と CIPS を利用する経済主体への優遇措置なども検討されるかもしれない。

また、過去の本欄でも詳述したように、既に発行・調達が始まっている欧州復興債が、将来的にユーロ圏共同債として恒久化されるならば、それもドル比率低下に寄与する話だ。ユーロ建て安全資産が実質的にドイツ国債しか存在しない現状では、米国債に資金が傾斜せざるを得ない。欧州委員会が発行する債券が恒久化されるならば、米国債に次ぐ安全資産の誕生として歴史的な目線から評価される筋合いがある。

もちろん、ドル一極集中とも言える国際通貨体制が一夜にして大きく変わることは無いだろうが、ロシアに対する SWIFT 遮断は「ドル抜き未来」について限定的なシミュレーションを与えた格好にもなっており、一部の国の外貨準備運用に変化をもたらす可能性はある。現実問題として COFER データにおけるドル比率が顕著に低下している以上、予備的動機に基づくドル需要が世界的に後退しており、その意味を多面的に理解しようとする姿勢が今、求められているように思う。

市場営業部  
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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルーブルにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分) 「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか?～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か?
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか?
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候?～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解?～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分) 円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか?
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か?～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～シヨルト政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分) 続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は?～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≠「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子カグリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か?
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分) FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク?～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本帰郷報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「含意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか?
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か?
2021年11月10日	ドル/円7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか?
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)