

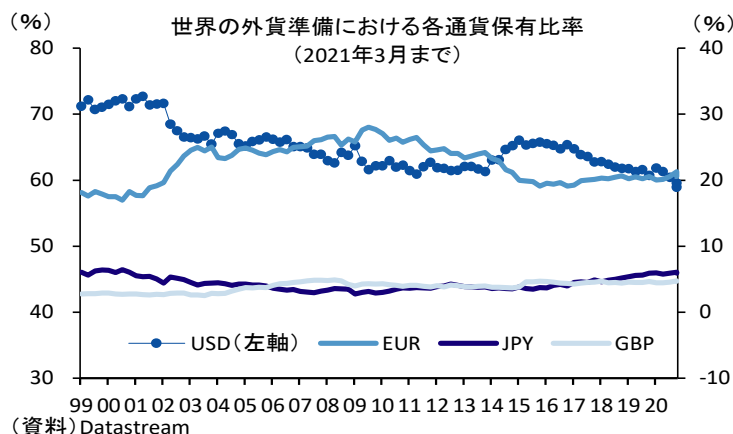
みずほマーケット・トピック(2023 年 7 月 3 日)

シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～

先週 6 月 30 日、IMF から外貨準備の構成通貨データ(COFER)が公表された。ドル比率は依然として 60%を割り込んでおり低調な印象。一方、人民元比率は 16 年 10～12 月期の公表開始時に 0.85%だったものが 23 年 1～3 月期には 2.58%と 3 倍近くに上昇。背景は 1 つではないだろうが、中ロ接近が大きく作用していそうなことは想像に難くない。例えばロシアの純輸出における決済通貨の構成を見ると、22 年 2 月以降の 1 年間でドルとユーロの存在感がほぼ消滅している。片や、人民元の存在感は明確に高まっており、貿易決済通貨として無視できない存在に。今やロシア外為市場における人民元の取り扱い割合は過去最高を記録。各種制裁を通じて西側陣営の主要通貨で保有すること自体がロシア居住者のリスクとなったのは間違いなく、ロシアルーブルと非西側陣営通貨で資産を保有することがロシアにとって合理的な選択となっている。「人民元の国際化」は西側陣営からすれば絵空事にしか見えないが、ロシアの「人民元」化に背中を押される格好でかなり進捗しているという事実は否めない。

～再び過去最低を更新したドル比率～

先週 6 月 30 日には 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 2023 年 3 月末で前期比+1253 億ドルの 12 兆 396 億ドルと 2 期連続で増加した。今年 1～3 月期に関し、期末と期初を比較すると米 10 年金利は 3.9%程度から 3.5%程度

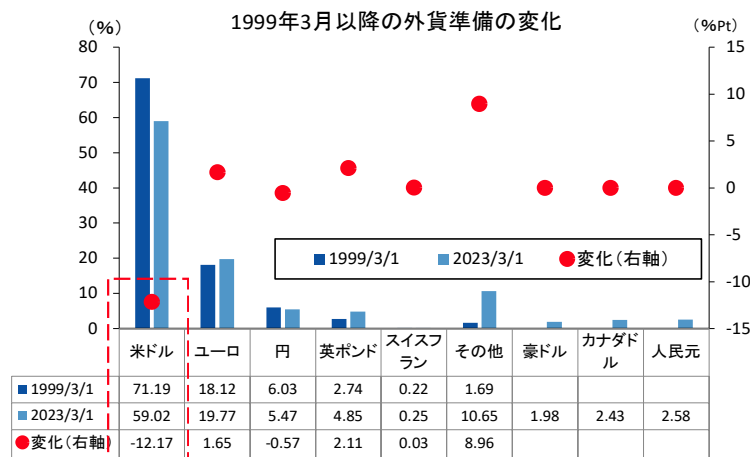


にやや低下しているものの殆ど横ばいで、為替相場では名目実効ドル相場(NEER)が▲1.4%と下落している。3 月中・下旬で金融不安が一時的に高まったものの、1～3 月期を通してみれば金利・為替の動きは穏当であったと言える。こうした中、今回の COFER データの動きはドル比率上昇とユーロ比率低下に集約された印象が強かった。ドル比率は前回記録した統計開始以来最低の水準(58.58%)から+0.43%ポイント上昇の 59.02%と 2 期ぶりに上昇している。もっとも前回が前期比▲1.52%ポイントと四半期としては過去 4 番目の低下幅を記録した経緯も踏まえれば自然な動きと言える。2022 年 7～9 月期から 2022 年 10～12 月期にかけてドル比率が低下したのはドル全面高を受けて世界中で通貨防衛(ドル売り・自国通貨買い)の動きが活発化したためであった。周知の通り、日本もその 1 つであり昨年 10～12 月期で言えば、計 6 兆 3499 億円のドル売り・円買い為

替介入を実施している。そうした激動とも言える 2022 年を経た今年 1～3 月期は穏当な金利・為替市場の中、崩れたポートフォリオを元々の構成比率に復元する動きが優勢になった印象も抱かれる。

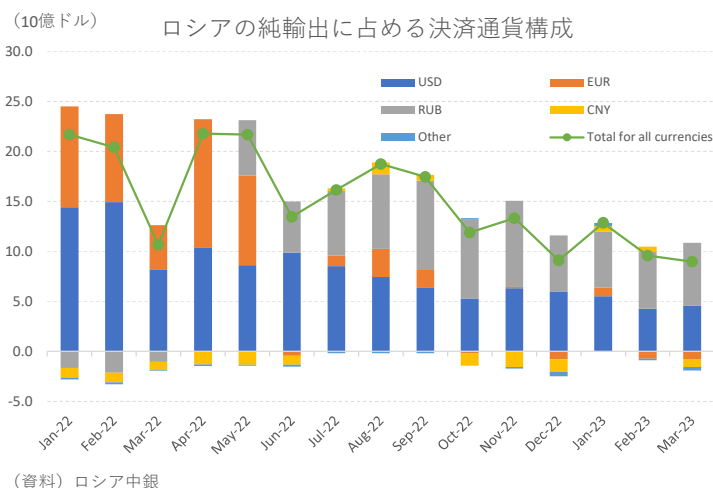
～非ドル化を象徴するロシアの「人民元」化～

1999 年 3 月以降の変化率をまとめたものが右図である。過去 25 年弱においてドル比率は約 71% から約 59% へ約▲12%ポイントも低下した。この間、ユーロ比率は約 18% から約 20% へ約+2%ポイントしか上昇しておらず、世界の外貨準備運用においてユーロは「ドルの受け皿」にはなれていない。同じ期間の英ポンドは約+2.1%ポイント、スイスフランは横ばい、円は約▲1.0%ポイントであることを踏まえると、世界の外貨準備の変化はもはや主要通貨だけでは全く説明できない状況にある。表に示すように、同期間に豪ドル・カナダドル・人民元を含むその他通貨は約 2% から約 11% へ約+9%ポイントも増えている（※COFER で豪ドル・カナダドル・人民元の公表が始まったのは 2013 年以降であるため、比較のためその他に含んでまとめて比較している）。毎回の本欄で確認している事実だが、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」という事実は明らかである。



※豪ドル・カナダドル・人民元は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

こうしたトレンドの背景は諸説あるが、やはり西側陣営と非西側陣営の対立が深まっている現状を踏まえれば、「ドル覇権への対抗」という文脈から読み解くのが妥当なのだろう。象徴的には 2022 年 2 月にロシアが SWIFT から排除されて以降、予想(懸念?)された通り、ロシアが中国の通貨圏に取り込まれるような動きが相次いでいる。COFER 上、ドル比率低下と人民元比率上昇に結び付く動きである。ちなみに COFER における人民元比率は 2016 年 10～12 月期の公



表開始時に 0.85% だったものが 2023 年 1～3 月期には 2.58% と 3 倍近くに上昇している。この背景は 1 つではないだろうが、中ロ接近が大きく作用していそうなことは想像に難くない。図はロシアの純輸出(輸出-輸入)における決済通貨の構成を見たものである。図を一瞥すれば分かるように、たった 1 年でドルとユーロの存在感がほぼ消滅してしまったことが分かる。今年 5 月に発行されたロシア中銀『Financial Stability Review』においてこの状況が解説されており、2022 年 2 月から 2023

年 3 月までの 1 年間でロシアの輸出代金における決済通貨は「人民元が 53 倍の 70 億ドルに急増する一方、ドルは▲58%の 110 億ドル、ユーロは▲75%の 40 億ドルに急減した」と記述されている。片や、輸入代金も「友好的な通貨、主に人民元への移行が進んでいる (transitioning to settlements in friendly currencies(primarily the Chinese yuan))」と明記され、8 倍の 80 億ドルへ急増したとされている。ちなみに、ロシア中銀は今年 4 月、3 月のモスクワ取引所における人民元の取り扱い割合は通貨取引の 39%を占め、これが過去最高となった一方、ドル/ルーブルの取引割合が 34%と過去最低だったことを発表している。過去 1 年でロシア外為市場における人民元の存在感が急激に大きくなったことは数字上、確認できる事実である。

こうした統計を裏付ける経済活動の実態は日々報じられている。例えば 2023 年 3 月 1 日の WSJ 日本版は『ロシアに浸透する人民元、制裁で「脱ドル化」加速』と題した記事の中で、ロシアのエネルギー輸出業者が人民元で代金を受け取るケースが増えていること、ロシアの政府系ファンド (SWF) が石油収入を元建てで運用する比率を高めていることなどを紹介している。また、既報の通りだが、ロシア大手企業が元建て資金調達を進める動きも目立ち始めており、例えば 2022 年 7 月 29 日、ロシアのアルミ大手企業であるルサルがロシア国内で初めての人民元建て社債を発行している。そのほか同国における家計部門で人民元預金が増えているとの事実も報じられており、ロシアの「人民元」化は徐々に、しかし確実に進んでいると言える。

～シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～

ウクライナ侵攻を契機とする各種制裁を通じて西側陣営の主要通貨 (ドル、ユーロ、ポンドなど) で保有すること自体がロシア居住者のリスクとなったのは間違いなく、ロシアルーブルと非西側陣営通貨で資産を保有することがロシアにとって合理的な選択となった。消去法として人民元しかないというのが実情と見受けられる。なお、「反米だが、やむを得ずドルを保有している国」は世界中には存在するため、COFER データにおけるドル比率低下は中口関係だけからでは語れないものがあるだろう。日々の生活の中で「人民元の国際化」は西側陣営からすれば絵空事にしか見えないかもしれないが、ロシアの「人民元」化に背中を押される格好でかなり進捗しているという事実は否めない。

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 遮断を通じて「ドル抜きの世界」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、それなりにロシア経済が回っている姿を横目にしつつ、今後も世界の外貨準備運用の姿は大きく変わっていくと考えられる。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いる以上、その意味を多面的に理解しようとする姿勢は引き続き重要になる。

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

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005－07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遥か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の資金・物価情勢～資金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがらる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
2023年5月16日	4月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版(米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～)
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版(インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～)
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年3月分)
2023年4月14日	週末版(FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか？～)
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバライゼーション(slowbalization)
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～)
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か？～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数(HICP)の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まりらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・資金情勢
2023年3月24日	週末版(鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～)
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年2月分)
	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(資金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は資金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と替え見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～