

みずほマーケット・トピック(2024年4月3日)

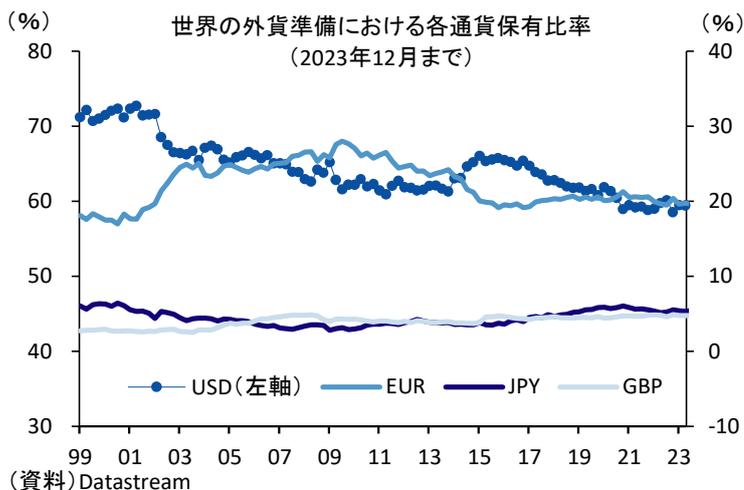
外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)

先週末公表された23年12月末時点の外貨準備構成通貨(COFER)データによればドル比率は58.41%と史上最低値を更新。21年6月末以降、ドル比率は4四半期平均で見ても60%を割り込んでおり、外貨準備運用の世界に新しい潮流が根付いているのは確か。ドル比率の60%割れが定着する中、ドル安や米金利上昇が問題視されるような地合いにはなっておらず、それゆえに米国の通貨当局(端的には政治)がこの動きを問題視するような状況にもなっていないが、今後もそうである保証はない。また、22年6月末以降、円比率が基調的に上昇していることも目を引く。これは今次円安局面がちょうど始まった時期と符合する。同じ時期に人民元比率が低下し始めており、互いに関連のある動きなのかは注目。理由は判然としないが、リザーブマネーの世界で円に対する選好が強まっているのは事実。需給構造の変容が長引く円安の背景という理解が浸透しつつある中、円にとっては嬉しい誤算であり、心強い援軍だろう。

～ドル比率低下はいつか政治問題化するか?～

先週3月29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12月末で前期比+4868億ドルの12兆3325億ドルと2期ぶりに増加している。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4.6%程度から3.9%程度へ▲70bps程度下落し、名目実効ドル相場(NEER)は約▲3%下落した。その分、世界の外貨準備に占めるドル比率は価格効果もあって目減りした可能性が推測される。

実際、今回のCOFERデータではドル比率の低下が目を引いており、前期比▲0.74%ポイントの58.41%と2022年12月末時点に記録した史上最低値(58.52%)を更新した。2021年6月末以降、ドル比率は4四半期平均で見ても60%を割り込んでいる。常に80%弱を誇っていた2000年代初頭を思い返せば、四半世紀を経て外貨準備運用の世界に新しい潮流が根付いているのは間違いない。ちなみに2022年6月末以降の累積変化幅は計▲0.56%



ポイントで、ロシアのウクライナ侵攻以降、西側陣営による各種制裁が長期化することによって、外貨準備運用における非ドル化の機運が定着している可能性は疑われる。

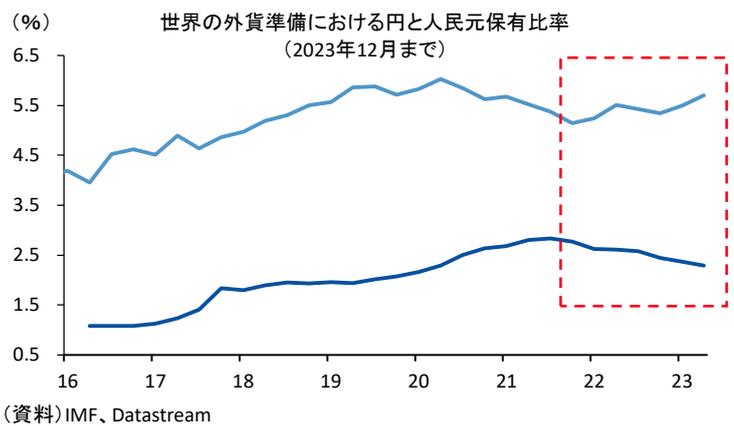
もともと、ドル比率の60%割れが定着する中でドル安や米金利上昇が問題視されるような地合い

にはなっておらず、それゆえに米国の通貨当局(端的には政治)がこの動きを問題視するような状況にもなっていない。しかし、今後、例えば「意外にも下がらない米金利」が関心を引くような局面が到来すると、外貨準備運用の世界における「ドル離れ」はテーマとして台頭する可能性もある。「意外にも下がらない米金利」を力業でねじ伏せようとするれば無理な利下げ、資産価格の高騰、バブルの醸成などにも繋がる。これは頭の体操に過ぎないが、中国・ロシアを基軸として対西側陣営との勢力分断が鮮明化かつ長期化する中、「ドル離れ」を新常态と捉え直した時、経済・金融情勢にどのような影響が考えられるのか。少しずつシナリオを検討しておく価値はあるだろう。

### ～円比率上昇の裏に人民元比率低下?～

ドル比率が低下する一方、受け皿になっているのがユーロで、同比率は前期比+0.39%ポイントの19.98%に上昇している。2023年10～12月期のユーロは対ドルで+4%弱上昇しているため、この動きは不思議ではない。しかし、ユーロの次に比率を伸ばしているのが円で同+0.20%ポイントの5.70%に上昇している。同じ期間に円は対ドルで+5%も上昇している(昨年、この四半期だけは顕著に上昇した)、円比率についても価格効果を受けて上昇するのは論理的ではある。

だが、円比率の上昇は今期に始まったものではなく、図示するように、2022年6月末以降、基調的に上昇している。これは今次円安局面がちょうど始まった時期と符合する。COFERデータが基本的にドル建ての議論である以上、今次円安局面を受けて円比率は本来低下しそうなものだが、逆に上昇しているのは興味深い。「円の安値を拾いたい」というリザーブプレイヤーが存在

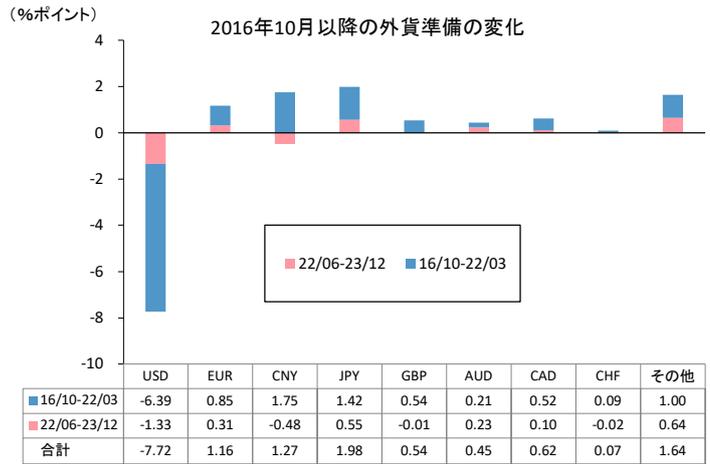


するのだろうか。真相は分かりかねるが、現状、この円比率の動きを読み解く上で注目したいのが人民元比率の動きである。実は円比率の上昇が始まった時期から人民元比率は低下している。今期、人民元は前期比▲0.09%ポイントの2.29%であり、7期連続で比率が低下している。2022年6月末から2023年12月末の変化幅を見た場合、円は+0.55%ポイントであるのに対し、人民元は▲0.48%ポイントの低下だ。邪推だが、代替需要としての円が評価されている可能性はある。

### ～人民元の SDR 採用後の動き～

ちなみに人民元が IMF の特別引き出し権 (SDR) 構成通貨として採用され、COFER データにおける数字公表が始まったのが 2016 年 10 月 1 日以降だ。そこから 2022 年 3 月末までの間にドルは▲6.39%ポイントも低下した一方、人民元を筆頭とする公表通貨全てで比率が上昇した。上昇幅が大きかった順に人民元 (+1.75%ポイント)、円 (+1.42%ポイント)、ユーロ (+0.85%ポイント) だった。中国の要望を受けて SDR 構成通貨に採用されたので人民元比率の上昇幅が特に大きいのは自然である。しかし、ロシア・ウクライナ戦争以降となる 2022 年 6 月末以降はドル (▲1.33%ポイント)

も人民元(▲0.48%ポイント)も比率を低下させており、円、ユーロ、豪ドル、カナダドルが続伸しており、特に円の上昇幅(0.55%ポイント)が大きい。2016年10月末から2023年12月末の変化幅を通算すると、円の伸び幅(+1.98%ポイント)が抜きんでいる(図)。ロシアのウクライナ侵攻を契機に人民元を保有していた西側陣営が他通貨に振り返るとしても、その第一選択肢がドルやユーロではなく円となっていたのであれば、興味深い話である。



(資料)IMF、DataStream

る。また、非西側陣営からすれば、即時凍結の恐れがあるドルやユーロよりも、西側陣営の中ではまだ対口関係に改善の余地がありそうな日本の円を選んだということだろうか(結局、日銀に保管されるロシア中銀の資産は凍結されているのでこの理由は説得力がない)。理由は判然としないが、巨額のフローが動きリザーブマネーの世界で円に対する選好が強まっているのは統計上、確認できる事実だ。需給構造の変容が長引く円安の背景という理解が浸透しつつある中、日本にとっては嬉しい誤算であり、心強い援軍と言えるだろう。

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](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
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場への「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか？～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の資金・物価情勢～妥結資金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～進む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分)
	「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雷」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分)
	FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジングの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナール発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の目名実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分)
	1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか？～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBプレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスリスク～ユーロ安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も濃う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版