

みずほマーケット・トピック(2024 年 10 月 2 日)

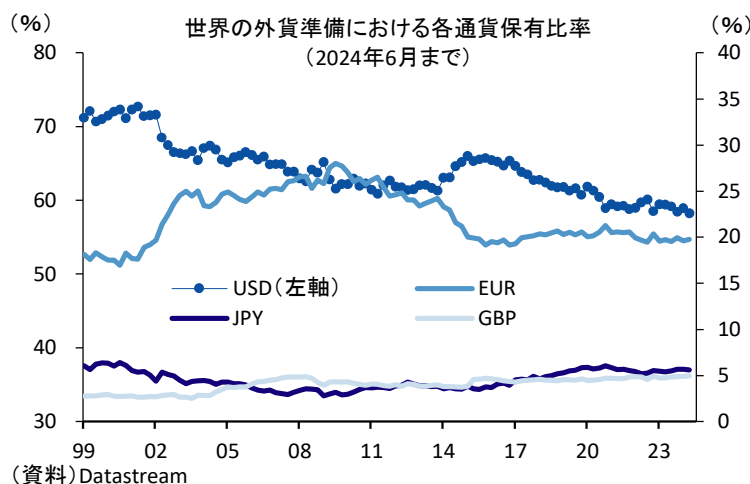
外貨準備構成通貨の近況について(2024 年 6 月末時点)

24 年 6 月末時点のドル比率は 58.22%と史上最低値を更新。ドル比率は 20 年 12 月末以降、22 年 9 月末を除いた 14 四半期で 60%を割り込んでいる。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。ドル比率の低下は基本的に 99 年以降続いてきた長期トレンドであり、この背景には恐らく世界 GDP における米国のシェアが低下している事実などが指摘できそう。統計開始来、ドル比率は▲12.97%ポイント低下。この差分を埋めているのはユーロや円などのレガシー通貨に属さない「その他」の通貨群。24 年 6 月末時点の「その他」比率は 11.30%で、ドル、ユーロに次ぐ第三勢力。もっとも、だからドル相場が暴落するという話にはならず。価値保蔵手段(外貨準備)という観点に立てば、ドルおよびユーロの 2 大通貨のプレゼンスは徐々に、しかし確実に弱まっている。しかし、交換手段および価値尺度手段としてのドルには旺盛な需要がある。実際、ドルの名目実効為替相場は過去 10 年程度、上昇基調にある。

～ドル比率は過去最低を更新～

9 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 2024 年 6 月末で前期比▲36.2 億ドルの 12 兆 3474 億ドルと微減であった。今年 4～6 月期に関し、3 月末と 6 月末で比較すると名目実効ドル相場(NEER)は約+1.8%上昇した。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嵩上げされた可能性が推測される。

しかし、実際は今回の COFER データで目を引いたのは、ドル比率の低下であった。2024 年 6 月末時点のドル比率は前期比▲0.70%ポイントの 58.22%と 2023 年 12 月末時点に記録した史上最低値(58.42%)を更新している。2020 年 12 月末以降、ドル比率は 2022 年 9 月末を除いた 14 四半期で 60%を割り込んでいる。2020 年 12 月末時点で 60%を初めて割り込んだ際は大きなニュースになったものだが、もはやそれが新常态になっている



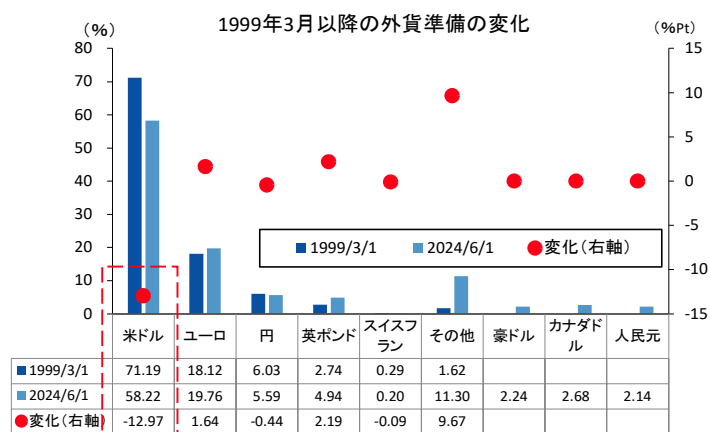
感はある。常に 80%弱を誇っていた 2000 年代初頭と比較すれば、四半世紀を経て外貨準備運用の世界に新しい潮流が根付いているのは間違いない。この背景として「ロシアのウクライナ侵攻以降、西側陣営による各種制裁が長期化することで外貨準備運用における非ドル化の機運が定着している」という説は常々指摘されているが、それだけとは言い切れない。図で示すように、ドル比率

の低下は基本的に 1999 年以降続いてきた長期トレンドであり、この背景としては恐らく世界の GDP における米国のシェアが低下して事実などが指摘できそう。

もっとも、後述するように、ドル比率の低下傾向とドル相場下落傾向が必ずしも一致しているわけではないため、巷説で囁かれるようなドル暴落説に与(くみ)するつもりは全くない。ただ、為替・債券・株式市場において米国が依然圧倒的な存在感を示している現実と照らすと、世界の外貨準備で起きていることは若干不気味でもある。統計で可視化されにくい部分で着々と非ドル化が進み、世界経済の分断も合わせて進んでいると考えておいた方が良いでしょう。

～第三勢力としての「その他」～

遡及可能な 1999 年 3 月末以降からの変化幅で見た場合、ドル比率は▲12.97%ポイント低下している。この裏側で最も大きく上昇しているのはユーロ(+1.64%ポイント)や英ポンド(+2.19%ポイント)、円(▲0.44%ポイント)などではなく、そうしたレガシー通貨に属さない「その他」の通貨群だ。「その他」は 1999 年 3 月末から 2024 年 6 月末の間に+9.61%ポイントも比率を伸ばしている。2024 年 6 月末時点の「その他」比率は 11.30%で、

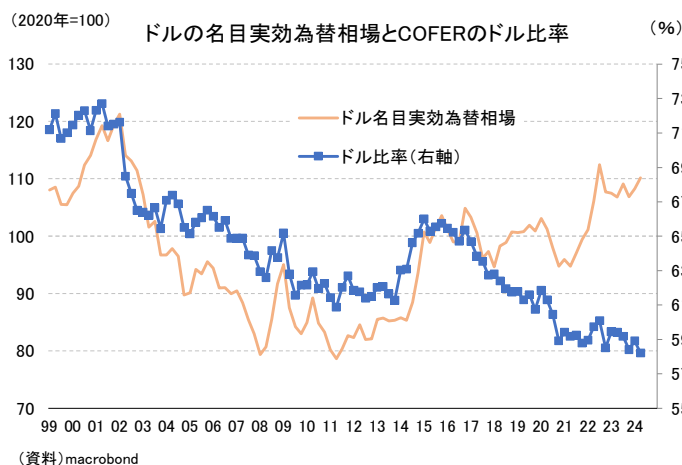


※豪ドル・加ドル・元は99年3月時点で未公表。表中の「その他」はこれら3通貨を含む。
(資料)IMF、Datastream

米ドル、ユーロに次ぐ第三勢力である。その内訳が判明しているのは今のところ 3 通貨だけで大きい順にカナダドル(2.68%)、豪ドル(2.24%)、人民元(2.14%)となる。まだ、単独で円や英ポンドの比率を超えることは無いが、スイスフランよりは大きい存在である。もっとも、非西側陣営に属している国々では IMF の COFER データに内訳を報告していないケースも多々あるだろう。そうだとすると、推測の域を出ない話だが、世界の外貨準備における人民元の比率はもっと多いかもしれない。

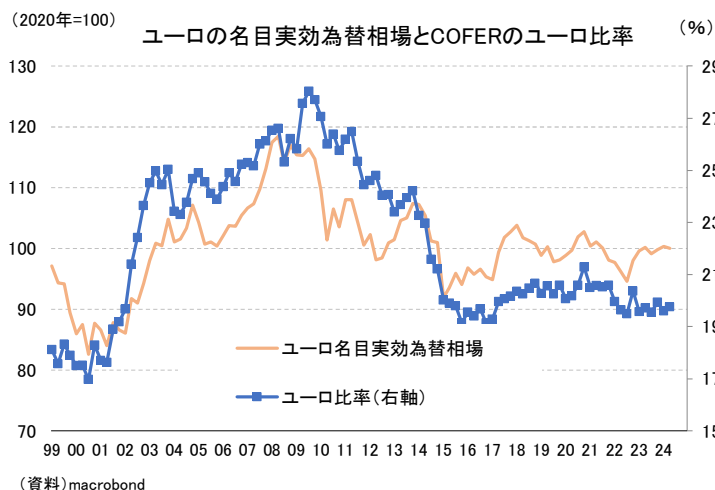
～ドル比率とドル相場は今や乖離～

通貨には価値保蔵・交換・価値尺度という 3 つの機能がある。上述した、世界の外貨準備の潮流を見る限り、価値保蔵手段に関しては、ドルおよびユーロの 2 大通貨のプレゼンスは徐々に、しかし確実に弱まっていることは間違いない。とはいえ、依然として交換手段および価値尺度手段としてのドルには旺盛な需要があり、それゆえにドル相場の価値は底抜けせずに済んでいるという解釈もできる。右図に示すように、ドルの名目実効為替相場(NEER)は 2001～02 年頃から 2007～08 年頃まで一方的な下落に直面している



が、その後は現在に至るまで上昇基調にある。片や、COFER におけるドル比率も 2001～02 年頃から 2007～08 年頃にかけて低下基調にあったし、その後、2016 年頃までは上昇する期間もあった。もちろん、これらは単なる相関で因果はないのかもしれないが、1999～2016 年頃の時代はリザーブマネーがドル相場に持つ影響力が相応に強かったのではないかと思います状況証拠である。

ちなみに 1999～2016 年頃という期間はユーロ誕生により「第二の基軸通貨」期待が過熱し、収束していった局面に相当する(右図)。ラフに 2000 年代最初の 15 年間は、各国中銀の外貨準備において「ドルからユーロ」、そして「ユーロからドル」というリバランスが相場に影響していた時代なのかもしれない。では、2016 年以降、ドル相場とドル比率の相関が薄れたのはなぜか。2016 年 10 月 1 日から人民元が IMF の特別引き出し権(SDR)



構成通貨として採用されたことが少なからず関係しているのだろう。人民元が SDR に入ってきたため、COFER における「比率」としてのドルは低下を余儀なくされるが、中国の問題ある立ち振る舞いもあって、人民元が国際経済の舞台において存在感を高めることにはならなかった。結果、価値尺度や交換の手段としてのドルは依然強大な存在であり続け、2015 年以降はリーマンショック後の傷痕が癒えて、金融正常化に向かう過程でドルの価値が見直される局面に入っていたというのが無難な理解ではないか。事実、もう 10 年以上、ドルの NEER は上昇基調にある。

この点、円比率だけに着目すると前期比▲0.1%ポイントの 5.59%で、4 四半期ぶりに前期比で低下している。しかし、4～6 月期と言え、円の対ドル相場が 151 円付近(3 月末)から 161 円付近(6 月末)まで急落した時間帯であり、価格効果に鑑みれば、比率は大幅に低下しても不思議ではなかった。わずか▲0.1%ポイントの低下幅にとどまったという印象はある。過去の本欄でも論じたように、円比率は 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している。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、逆に概ね上昇しているのは興味深い。やはり「円の安値を拾いたい」というリザーブプレーヤーの存在などが疑われるところである。ドル比率が低下する中でドル相場は堅調であるのに対し、円比率が堅調である中で円相場は下落しているという差異は興味深い。その通貨の価値というのは外貨準備構成通貨における存在感、言い換えれば価値保蔵機能だけからでは決定されないということがよく分かる状況である。

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版
2024年8月29日	日銀の自然利子率推計について～「中立金利1%」説～
2024年8月27日	ドル売りの持続性は？～買われるユーロ、英ポンド、円～
2024年8月26日	パウエル講演を受けて～気になる労働市場への評価～
2024年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～ユーロ相場の先行きについて～)
2024年8月21日	円ロングの積み上げが続くリスクはあるのか
2024年8月20日	企業買収を通じた対内直接投資の現状について
2024年8月19日	財PPP vs. サービスPPP～正しいのは円安か、円高か～
2024年8月16日	週末版(欧州経済の現状について～人手不足から需要不足へ～)
2024年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年7月分)
	ポスト岸田の考え方～金融政策の大勢に影響なし～
2024年8月14日	24年上半期の需給環境について～ほぼ均衡～
2024年8月13日	投機が去った円相場～注目は「家計の円売り」へ～
2024年8月9日	週末版(「円安バブル」報道について②～2005-07年との比較分析～)
2024年8月8日	「円安バブル」報道について①～05-07年との比較分析～
2024年8月2日	週末版(「日銀は変わった」はいつまで続くか～「やっぱり変わっていないかった」の怖さ～)
2024年8月1日	日銀会合を受けて～ドル/円相場の考え方～
2024年7月25日	週末版
2024年7月24日	インバウンド、「量」から「質」の意味するもの
2024年7月23日	バイデン撤退も市場動かず～円ショートは依然膨大～
2024年7月19日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「賃金は必ず下がる」という自信～)
2024年7月18日	日銀会合プレビュー～円高だからこそ利上げ～
2024年7月17日	進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘」のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敗れて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結賞金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしたう」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想バスのについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が「回避した為替との戦い」、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～