

Renminbi allocations continue to rise, as Russia reserves freeze catalyses soul-searching about dollar reserves

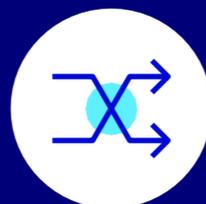
ロシアの外貨準備が凍結される中、人民元への配分が増加し続けており、ドル建て外貨準備の再考を促す



中央銀行の63%が人民元を保有しており、準備金の全体的なシェアが上昇していますが、ロシアの制裁にもかかわらず、米ドルのポジションはしっかりと保持されています。



インフレは懸念事項であり、71%がインフレに対抗するための措置を講じているか、計画を立てています。多くは預金から非伝統的な資産クラスに移行したり、国債に戻っています。



新しい資産クラスへのさらなる多様化が続いています。中央銀行の35%は、今後2年間で新しい資産クラスへの移行を検討しており、これにより、外部マネージャーの専門知識について確認するケースが増加しています。



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)



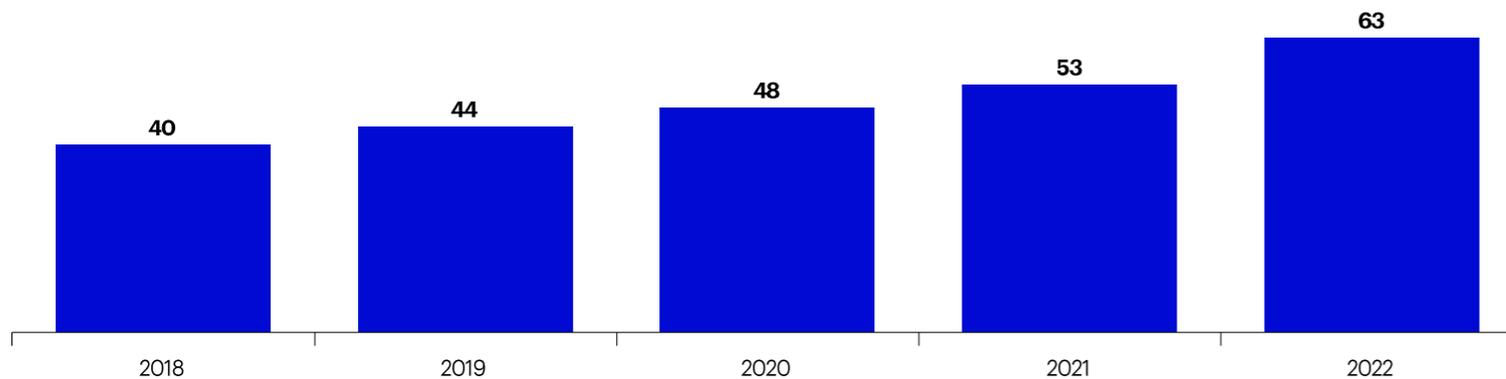
中央銀行の外貨準備高が 2022年に脚光を浴びるようになった主な理由は2つあります。

1つ目は、欧米諸国政府による準備金の兵器化です。ロシアのウクライナ侵攻を受けて、ロシアの約6億ドルの準備金のほぼ半分が、米国、ヨーロッパなどによる制裁によって凍結されました。これらの制裁は、主要な準備通貨としての米ドルの役割について議論を引き起こしましたが、本調査の回答者は、その見解にほとんど動じていません。

2つ目は、インフレの進展です。中央銀行の準備金は、預金为非伝統的な資産に割り当てられたため、近年、上昇するインフレにさらされるようになっていきます。中央銀行が準備通貨を発行し始めたため、国債への回帰とデフレの短いエクスポージャーへのシフトがありました。政策金利を引き上げ、量的引き締めを開始し、債券利回りをより魅力的にしています。

これらのより不安定な市場をナビゲートする一方で、中央銀行は新しい資産クラスを用いることで、さらに多様化してきました。その結果、彼らは外部の専門家をますます求めており、現在81%がマンダートや既存の商品（主にETF）で、外部のマネージャーを利用しています（図 5.13）。

図 5.1
人民元を保有する中央銀行（% 引用、中央銀行のみ）



To what extent do you have any allocations to Renminbi? に対する回答数 : 2018=56, 2019=44, 2020=55, 2021=53, 2022=49.

人民元を保有する中央銀行の数は増加傾向にあるものの...

人民元は、世界の外国為替ポートフォリオに占めるシェアを着実に伸ばしており、世界経済における重要な貿易パートナーとしての中国の地位の重要性が高まっていることを浮き彫りにしています。2016年末の外貨準備高の1.1%から2021年末には2.8%に増加しました。⁶

IMFの年末データによると、2021年末時点で中央銀行の外貨準備の約58.8%が米ドル建てでした。これは、2020年末の58.9%の数値からほとんど変化していません。このように、準備通貨市場におけるドルのシェア下落よりも人民元への市場シェアと関心の速度が速いことを考えると、人民元はドルよりも多様化する準備通貨において市場シェアを獲得しているようです。

中央銀行全体で、基軸通貨として人民元が広く採用されています。現在、中央銀行の約63%が人民元を割り当てており、2018年の40%から増加しています（図 5.1）。ほとんどの中央銀行は自分たちのポジションをアンダーウェイトしていると考えており、今後5年間でさらに配分を増やしたいと考えています（図 5.2）。

しかし、中央銀行は、人民元が5年以内に真の準備通貨になるかどうかについて、中立・反対の見解が多い状況です（図 5.3）。人民元の流動性と兌換性に関する懸念は依然として残り、多くの中央銀行は依然として投資トランシェ内で人民元の割り当てを保持しています。中国に地理的に近い近隣諸国や貿易相手国の一部からは強い声が寄せられる一方、西側先進国の一部の中央銀行は「現在の人民元への配分は2%未満だが、今後10年間で最も重要な基軸通貨の1つになる可能性がある」と信じている。そのため、今後5年間は配分を増やす予定だ。」とコメントしています。

⁶ IMF COFER, as of 31 December 2021.

図 5.2
中央銀行における現在および今後予測される人民元配分（% 引用、中央銀行のみ）

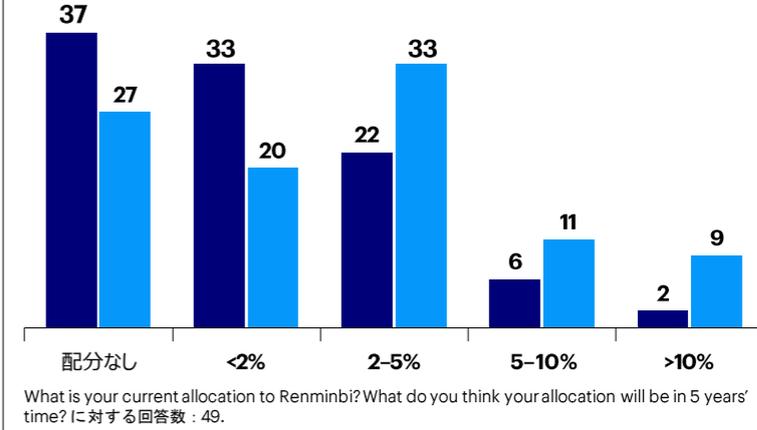
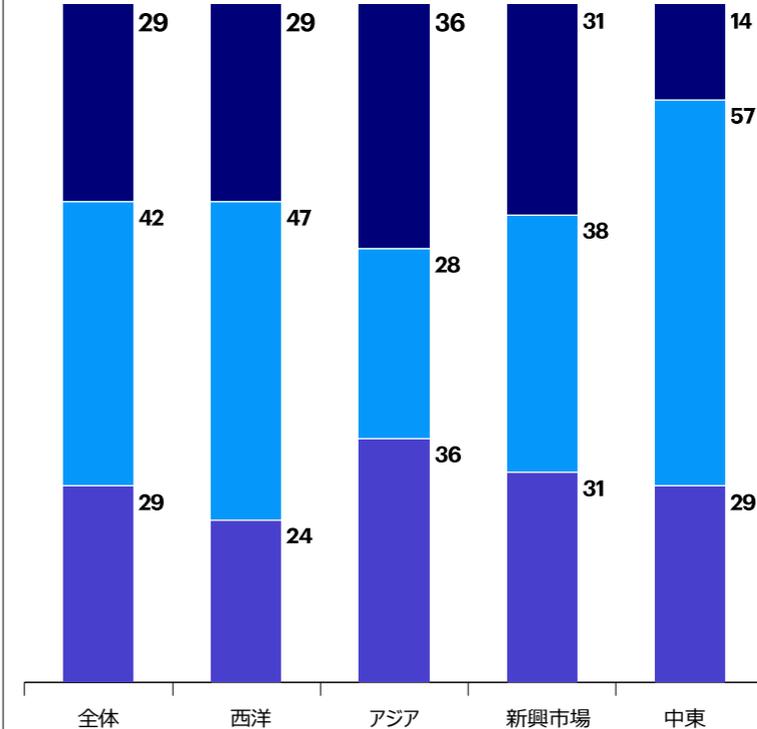


図 5.3
中央銀行は人民元が真の準備通貨になると信じている（% 引用、中央銀行のみ）



To what extent do you agree with the following statement: the Renminbi will become a true reserve currency in the next 5 years? に対する回答数 : 52.



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)





人民元は今後5年間でより優れた基軸通貨になると思いますが、この期間に米ドルに取って代わるとは思いません。

中央銀行
アジア

…しかし、ドル終焉の報告は誇張されている – 今のところ

人民元の成長にもかかわらず、少なくとも今後5年間の展望としては、人民元を世界準備通貨としての米ドルに代わるような脅威と見ている中央銀行はほとんどありません。(図5.4)。さらに、より大きな不確実性があります。中央銀行がより大規模な通貨分散を求めていることから、世界の中央銀行の準備金において占める米ドルの配分は、2016年末の65.4%から2021年末には58.8%に減少しました。⁷

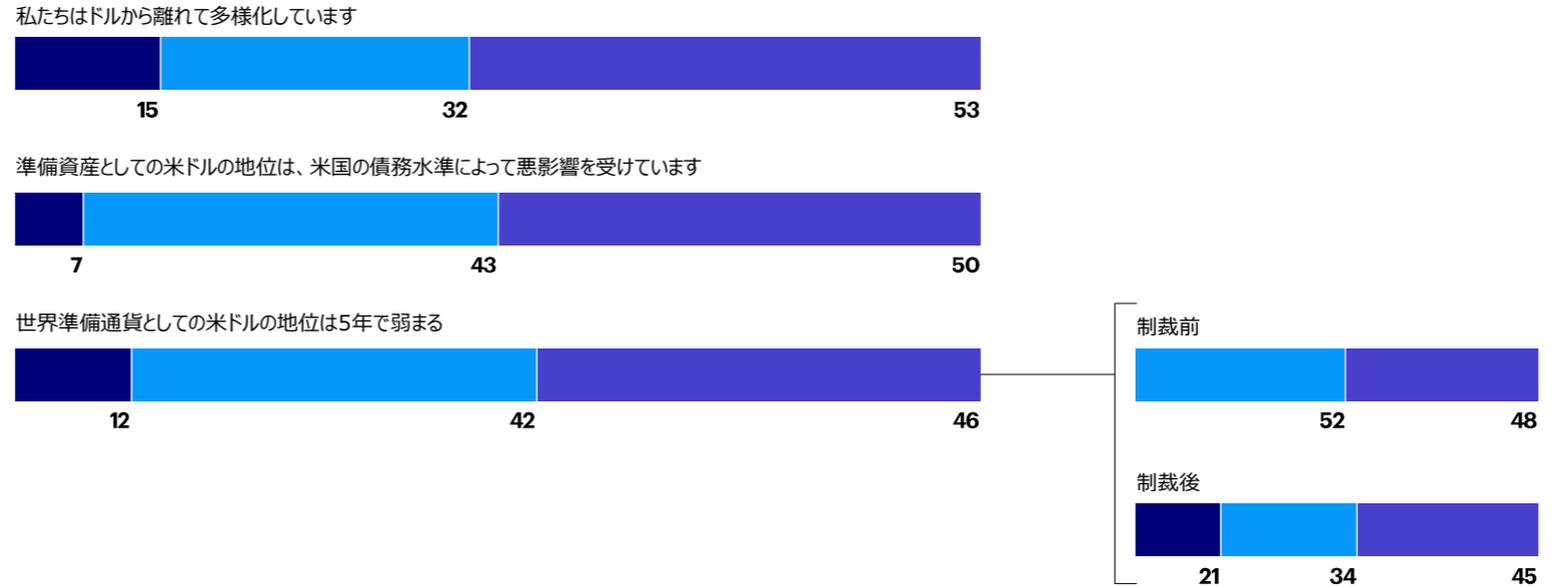
我々のインタビューによれば、ロシア/ウクライナ戦争は、ポートフォリオにおける米ドルの役割に関する見解に大きな影響を与えていません。しかし、2月24日の侵略とそれに続く制裁の後、5年後には弱体化する可能性があることに同意するすべての人がインタビューを受けました。直接的または二次的な制裁を受けるリスクが高いと考えている国の中央銀行は、米ドルの保有を再検討している可能性があります。現実には、主要な代替手段はありません。

さらに、ロシアの制裁に多くの西欧の政府が参加し、ロシア中央銀行の外貨準備が凍結されたことは、制裁のリスクを回避するためにドルの多様化を望むなら、従来の多様化した準備通貨よりも人民元への関心が高まる可能性があることを示唆しています。いずれにせよ、米ドルからの分散投資は、すでに進んでおり、その傾向を継続するよう見えます。

欧米のある中央銀行は、「現在、米ドルの地位は強いと考えているが、特に今後10年間で中国が経済大国として台頭することで、その地位は大きく変化する可能性がある」と述べ、アジアに本拠を置く中央銀行は、「人民元は今後5年間でより良い準備通貨になると思うが、この期間に本当に米ドルに取って代わるとは思わない」と示唆しました。

⁷ IMFCOFER, as of 31 December 2021.

図 5.4
米ドルの役割についての見解 (% 引用、中央銀行のみ)



To what extent do you agree with the following statements? に対する回答数 : 52.



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)



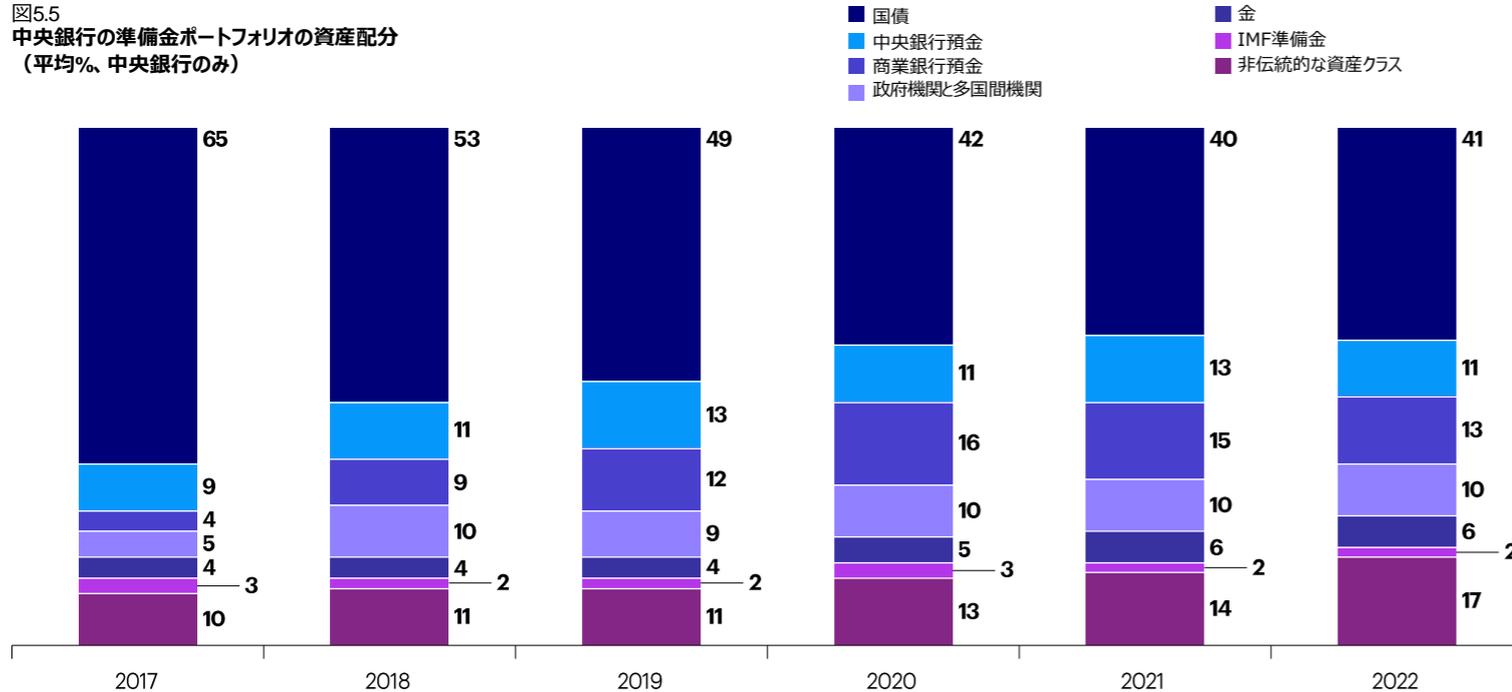
インフレ傾向が中央銀行に現預金からの離脱を促す

新型コロナウイルス感染症の発生後、多くの中央銀行が流動性を求め、現金預金が2019年の25%から2021年には28%に増加しました。2022年（図 5.5）は、準備金の流動性を高めるための需要が新型コロナウイルス感染症の影響が薄れてきたことで枯渇したため24%に減少しています。

進展する世界的なインフレ環境と中央銀行による金利引き上げの動きは、現在、アセット・アロケーションに最も影響を与えています。現預金への配分は、新しいクーポンの利回りが上昇するにつれて国債に再配分され、株式、新興市場国債、不動産を含むオルタナティブ資産などの非伝統的な資産クラスにも再配分されています（図 5.6）。

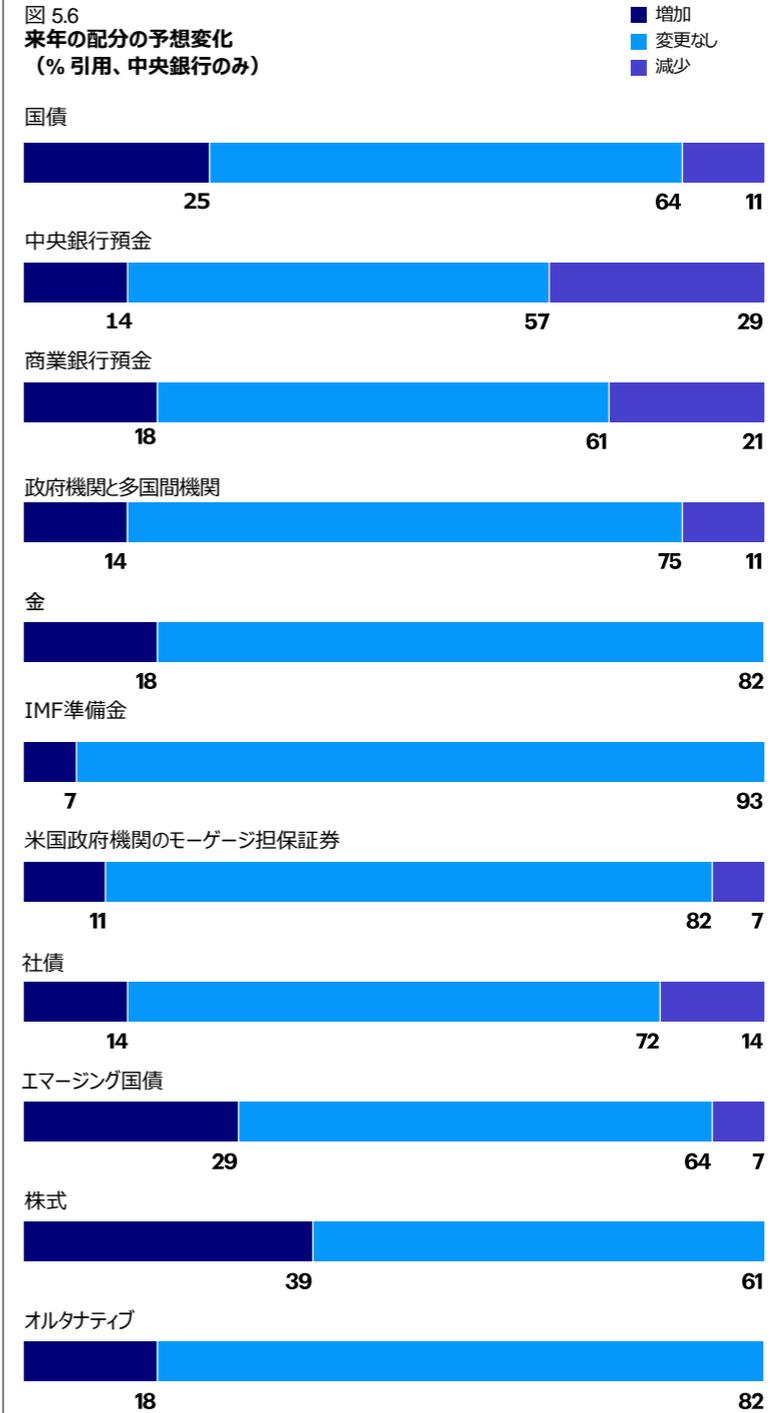
ヨーロッパの中央銀行は、「特にヨーロッパの実質金利がマイナスであるため、新しい資産クラスへの多様化を検討しており、預金や現金を保有しても、良い結果は得られません。」と語っています。

図5.5
中央銀行の準備金ポートフォリオの資産配分
(平均%、中央銀行のみ)



For the total reserves portfolio, what is your allocation across asset classes? に対する回答数 : 2016=15, 2017= 33, 2018= 55, 2019= 36, 2020 = 36, 2021 = 38, 2022 = 40.

図 5.6
来年の配分の予想変化
(% 引用、中央銀行のみ)



How are these allocations likely to change over the coming year? に対する回答数 : 28.



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)



[Welcome](#)[Key metrics](#)[Theme 1](#)[Theme 2](#)[Theme 3](#)[Theme 4](#)[Theme 5](#)[Appendix](#)

銀行は引き続き新しい資産クラスへの多様化を進めている

最近の低利回り環境は、過去5年間に中央銀行を新しい資産クラスへの投資に導いてきました（図 5.8）。株式や実物資産を含む非伝統的な資産クラスの外貨準備の割合は、2017年の10%から 2022年には17%に増加しました（図 5.5、36 ページ）。2021年にはさらなる採用と新しい資産クラスへのシフトが起こり、金利が上昇し始めたとしても、この傾向は2022年も続くと考えられます。

より高いリターンに加えて、中央銀行は分散化の利点のために非伝統的な資産を評価しており、債券と預金から離れることでインフレと金利上昇の嵐を乗り切るでしょう。

中央銀行の約35%が、今後2年間で準備金ポートフォリオに新しい資産クラスを導入することを検討しています（図 5.9）。これは、昨年の調査でそうすると回答した40%に比べてわずかに減少しており、2021年中に資産クラスの多様化を遅らせるトリガーを一部の機関が引いたと考えられます。不動産は、債券のような配当と株式に比べて低いボラティリティで評価されています（図 5.10、38ページ）。

株式は間違いなく現在、中央銀行の間で主流の資産クラスであり、インタビューを受けた回答者の半数以上が準備金ポートフォリオ内で投資しています（図 5.11、38ページ）。少量の投資を始めた中央銀行も、ターゲット・ウェイトまで配分を増やすことを検討しています（図 5.12、38ページ）。

新型コロナウイルス感染症のパンデミックに関連した市場の下落とそれに続く不確実性により、株式への投資を躊躇していた多くの中央銀行が、この資産クラスへの投資を検討しています。振り向ける資金源としては、蓄積された現預金から得られる可能性が高いことを考えると、インフレ環境がこれに対する抑止力になるとは考えられていません。

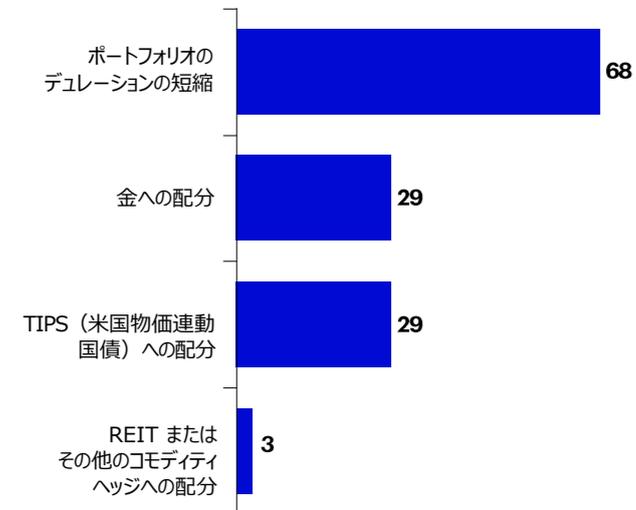
内部の専門知識の欠如は、採用への課題としてしばしば挙げられます。そのため、中央銀行は通常、グローバル市場または先進国市場のインデックスを購入し、その資産クラスの特徴とポートフォリオにおける役割についてさらに学習するにつれてエクスポージャーを増やすことから始めます。最近の株式市場のボラティリティは懸念事項として指摘されていましたが、株式への配分に青信号を受け取った多くの中央銀行は、その追加のリスクを許容できるようになりました。

多くの中央銀行は、2月と3月にインタビューが行われたとき、インフレの予測についてまだ結論に達していませんでしたが、インフレの脅威に対抗するために短期的な資産配分に戦術的な変更を加えることを検討していました。中央銀行の約71%は、準備金ポートフォリオについてインフレから保護するための措置を既に講じているか、検討していると述べています。ポートフォリオのデレートを短縮することが最も一般的な戦略であり（68%）、中央銀行は金利上昇と国債金利の上昇を利用しようとしています（図 5.7）。3分の1弱がインフレ・ヘッジとして金に投資を行い、さらに同様に29%が米国物価連動国債（TIPS）への配分を進めています。

これらの変化は、準備金ポートフォリオ全体に広まっているわけではありません。多くの中央銀行は様子見の状況であり、2022年後半にはインフレの中長期的な見通しに関するデータがより明確になると期待されています。これらの予測は、より幅広いポートフォリオの資産配分の決定に影響を与えます。

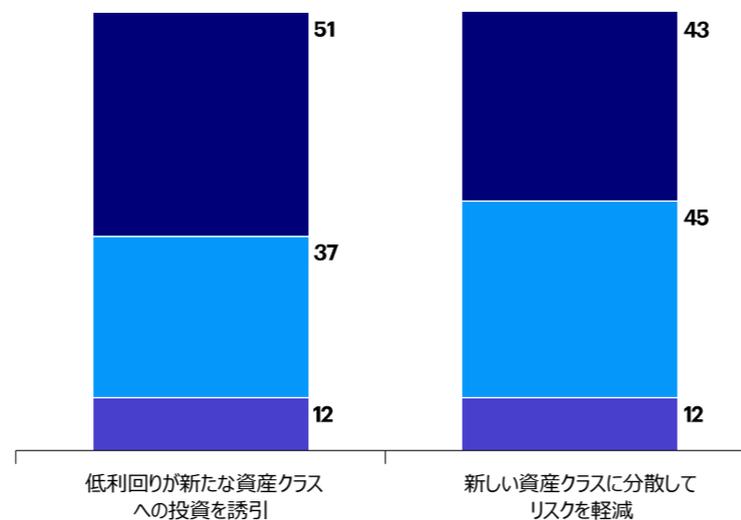
また、あるアジアの中央銀行は、「高インフレは金融政策の正常化につながると考えている。利回りが高いということは、デレートを短いものになることを意味している。TIPS（米国物価連動国債）への配分を増やし、またコモディティ通貨への配分をオーバーウェイトに移しています。」と述べています。

図 5.7
準備金ポートフォリオをインフレから保護するために講じられている措置
(% 引用、中央銀行のみ対応)



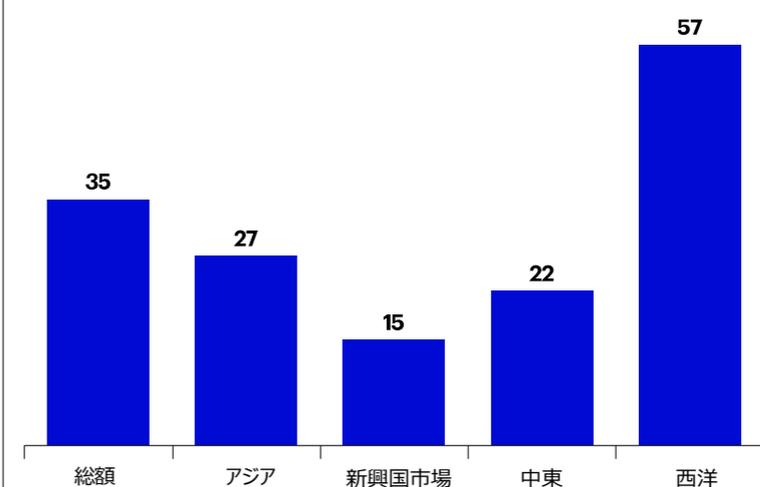
How are you protecting/considering protecting the portfolio value from global inflationary trends? に対する回答数 : 32.

図 5.8
新しい資産クラスに多様化する中央銀行
(% 引用、中央銀行のみ)



To what extent do you agree with the following statements? に対する回答数 : 49.

図 5.9
今後2年間で新しい資産クラスの導入を検討する中央銀行
(% 引用、中央銀行のみ)



Are you considering introducing any new asset classes into the portfolio over the next two years? に対する回答数 : 54.

欧米に本拠を置く中央銀行は、株式への投資を開始する決定について、これは「リスクとリターンのプロファイルを改善し、準備金の保有コストを削減するための長期戦略であり、より幅広い資産市場のノウハウと感覚を得るのに役立つだろう。」と述べました。

これは、中東を拠点とする中央銀行も同様に「リスク選好度を高め、よりリスクの高い資産への配分を増やしたいと考えていました。現在では、ETFや、よりリスクの高い資産に配分することができるようになり、ここ数年は例外的で、通常の年とは異なり、多少の変更と戦術的な配分に取り組みました。」と述べています。

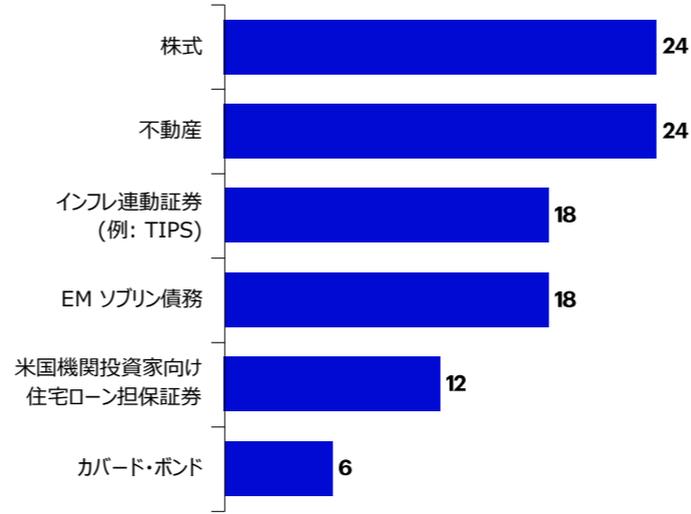
欧米、アジア、中東の中央銀行は、いずれも準備資産の投資トランシェの中で株式をほぼ採用しており、欧米と中東の中央銀行の多くは2022年に向けて株式配分をさらに増やそうとしています（図 5.12）。中東の中央銀行は、ロシアのウクライナ侵攻に伴う原油価格の高騰の恩恵を受けており、その結果、外貨準備高が増加することになります。一方、新興国の中央銀行は株式への投資意欲が低く、今後1年間は導入する意欲がない、という結果も出ています。

“

リスク選好度を高め、よりリスクの高い資産への配分を増やしたいと考えていました。現在では、ETFや、よりリスクの高い資産に配分できるようになりました。

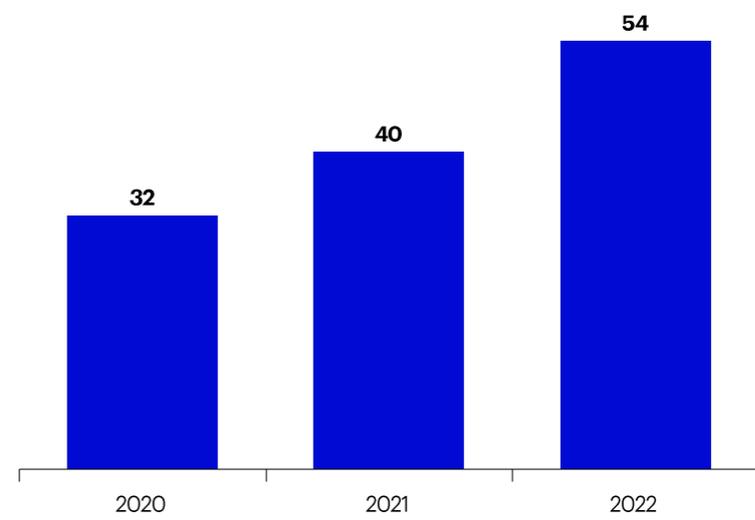
中央銀行
中東

図 5.10
新たな資産クラスを検討中
(% 引用、中央銀行は新たな資産クラスのみを導入)



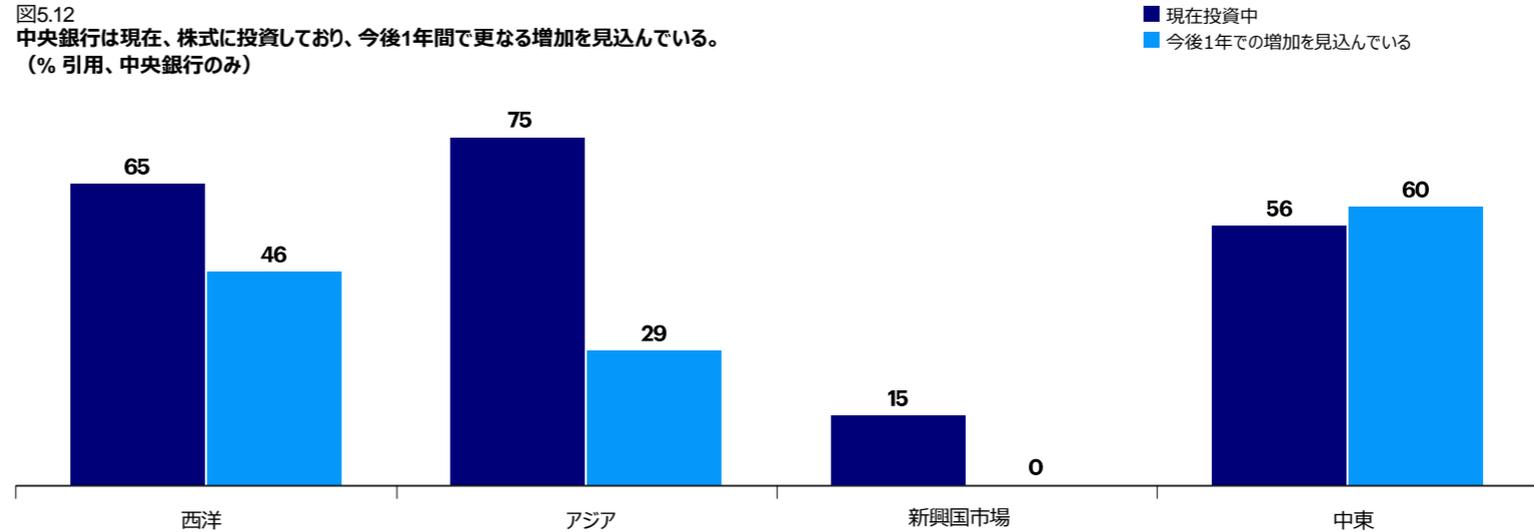
Which asset classes are you considering introducing over the next two years? に対する回答数 : 19.

図 5.11
現在株式に投資している中央銀行
(% 引用、中央銀行のみ)



Do you currently invest in equities? に対する回答数 : 2020 = 48, 2021 = 47, 2022 = 54.

図5.12
中央銀行は現在、株式に投資しており、今後1年間で更なる増加を見込んでいる。
(% 引用、中央銀行のみ)



Do you currently invest in equities? How are these allocations likely to change over the coming year? に対する回答数 : 45.



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)



多様化により、外部専門家の活用を促進

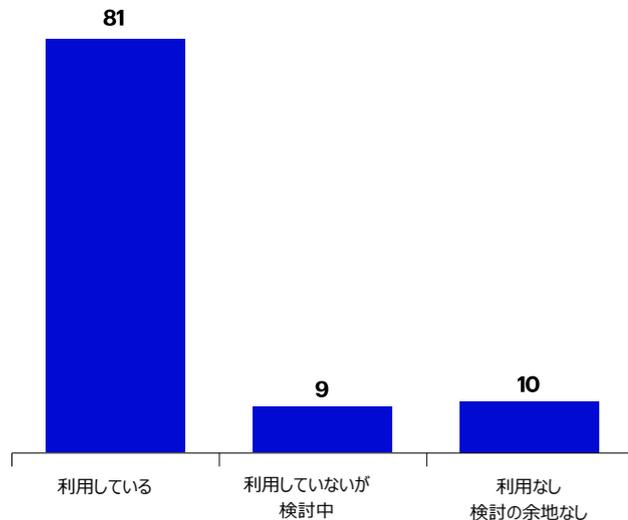
株式、新興国債券、モーゲージ証券、オルタナティブなどの非伝統的な資産を組み入れたいという要望から、中央銀行による外部運用会社の活用が進んでいます。

外部の運用会社は、その専門性ととも、委託の範囲内で厳しいリスク要件を設定する能力が評価されています。ETFは、広く利用されており、多くの場合、大規模な配分を行うのに十分な流動性があることが選択の重要なポイントになります。

中央銀行の約81%が外部の運用会社を利用しており（図 5.13）、そのほとんどがマナデートと既存商品を組み合わせる株式への配分を行っています。住宅ローン担保証券（MBS）など、中央銀行が自社で管理するのが難しいその他の資産クラスも、通常、外部の運用会社によって管理されています（図 5.14）。

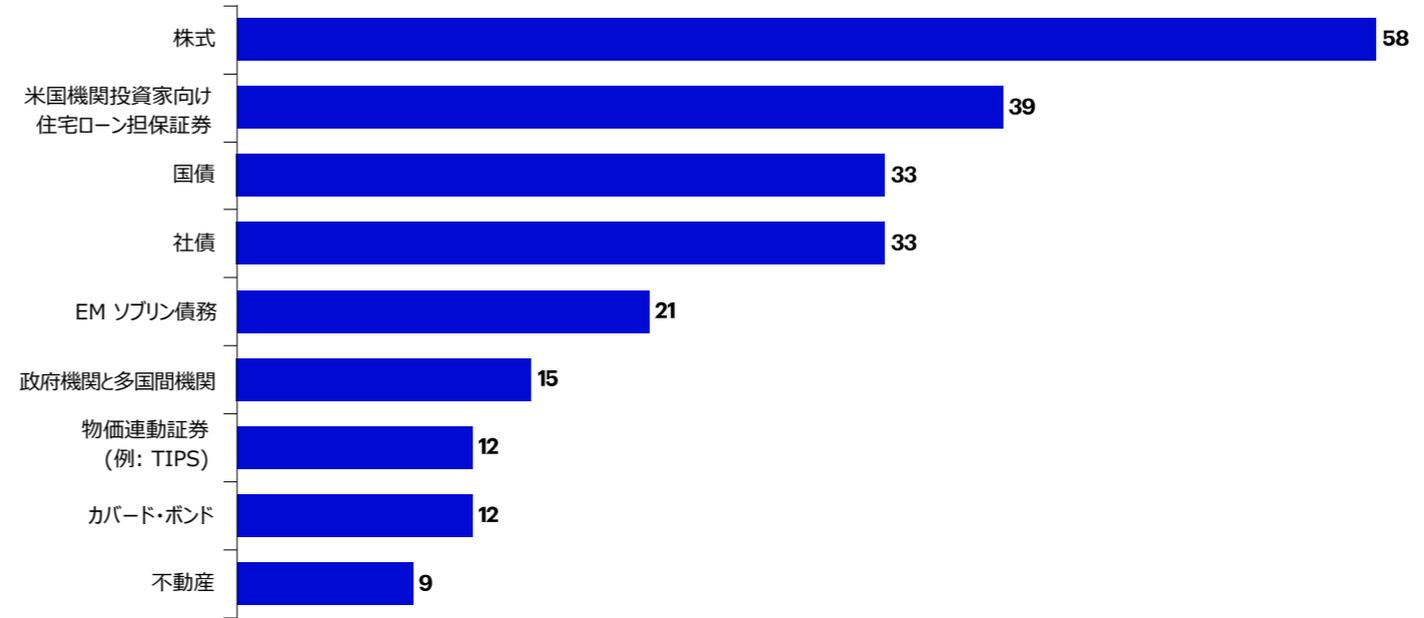
中東のある中央銀行は、よりリスクの高い資産クラスについては外部の運用会社を利用することを決定し、「リスクが高い資産クラスほど、当初は外部委託する傾向が高いです。これにより、リスク管理を自分たちだけで実施するよりもコントロールできるようになります。外部の運用会社を雇った方が、どのように運営されているのか、正確な目標を設定できるため、より明確に定義されています。」と総括しています。

図 5.13
外部の運用会社の活用（% 引用、中央銀行のみ）



Do you use external asset managers to manage parts of your portfolio? に対する回答数 : 47.

図 5.14
外部の運用会社を利用している資産クラス（% 引用、外部の運用会社を利用する中央銀行のみ）



For which asset classes do you use external managers? に対する回答数 : 19.

マクロおよび地政学的な逆風にもかかわらず、多様化は継続へ

2022年の中央銀行の準備金担当者にとっての大きな問題は、インフレ環境がどの程度持続するのか、中央銀行はどの程度まで利上げに反応するのか、世界の株式市場にどのような打撃を与えるのかということです。大多数の人は、ポストコロナの世界では外貨準備高が変わらないか、増えると考えており、この余剰資金の多くは株式など中央銀行が過去投資してこなかった資産クラスに向かっているようです。

多くの中央銀行がパンデミックにより流動性を高め、一部のアジアや中欧の中央銀行では、ウクライナやロシアに端を発した商品価格ショックを乗り切るために、再び流動性が必要となりました。しかし、このような状況やインフレの上昇にもかかわらず、中央銀行は通貨や資産クラスの多様化をさらに進める道を歩み続けています。



[Welcome](#)

[Key metrics](#)

[Theme 1](#)

[Theme 2](#)

[Theme 3](#)

[Theme 4](#)

[Theme 5](#)

[Appendix](#)



本書お取り扱い上のご注意

本書は一般もしくは個人投資家向けに作成されたものではありません。本書は、情報提供を目的として、インベスコ・グループの海外拠点において作成され、英文でリリースされた”Invesco Global Sovereign Asset Management Study 2022”をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社が入手し、抄訳したものであり、法令に基づく開示書類でも特定の金融商品の投資勧誘を目的としたものでもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を保証するものではなく、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。本書に記載されたデータや記述等は過去の事実や実績を示したものであり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。本書で詳述した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。分析の際の仮定は変更されることもあり、それに伴い当初の分析の結果と重要な差異が生じる可能性もあります。本書に記載された経済・市場等に関する見解や予測は情報提供を目的とするものであり、投資助言の提供を意図するものではなく、将来の動向を保証・示唆するものでもありません。市場の見通しに関するコメントは、本書作成時における見方を反映したものであり、将来の時点において予告なく変更される可能性があります。本書について事前の許可なく複製、引用、転載、転送を行うことを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306号
加入協会 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会