

Golden opportunities: central banks seek stability amid currency challenges

千載一遇の機会：
中央銀行は為替変動の中で安定を求める



中央銀行は、不安定な利回りやインフレリスクに対する舵取りを迫られる中で、セーフヘイブン資産としての金に目を向けた結果、2022年中に記録的な金購入が行われ、これが2023年第1四半期も続きました。



米ドルは依然として世界の基軸通貨としての優位を保っていますが、地政学的な懸念や新興国がもたらす機会に鑑み、中央銀行は保有通貨の分散を進めています。



米ドルは底堅く推移していますが、中央銀行は、より高いリスク調整後リターンや新興国の成長ポテンシャルを求め、外貨準備における新興国通貨への配分を増やしています。



[はじめに](#)[主な指標](#)[テーマ1](#)[テーマ2](#)[テーマ3](#)[テーマ4](#)[テーマ5](#)[付録](#)

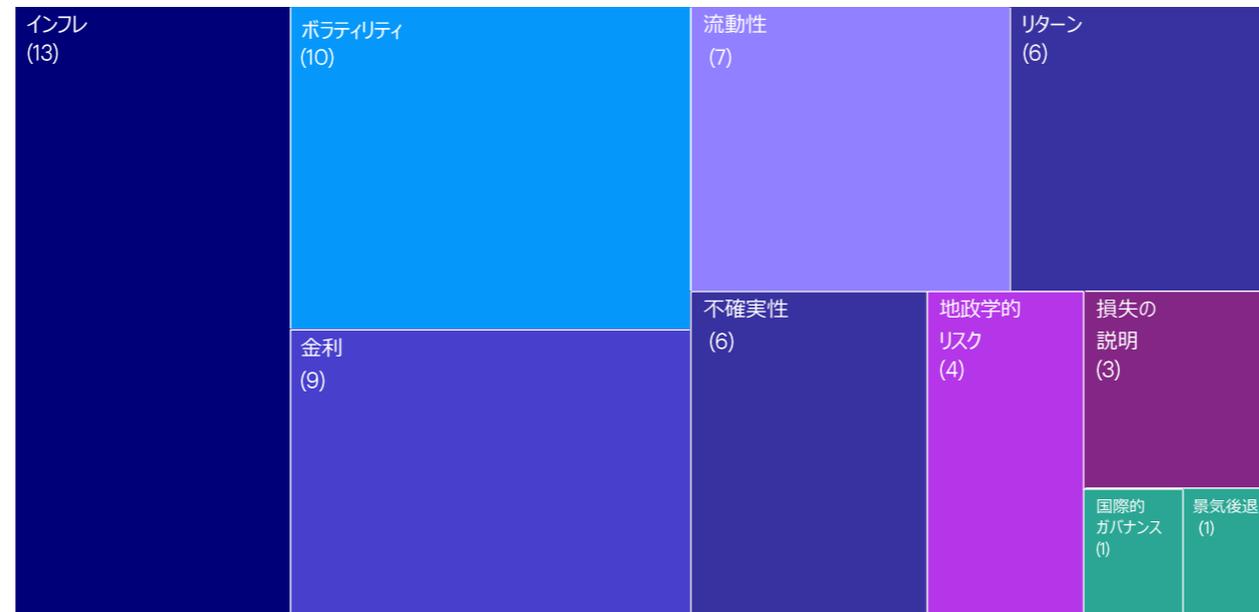
2022年は世界中の中央銀行が、前例のないほど高いボラティリティや、40年ぶりの記録的な高インフレ、金利の上昇に直面し、準備金を管理する上で困難な状況を経験しました。パンデミックにより生じた経済の混乱が地政学的なイベントにより悪化し、最適な戦略の決定が困難となったことから、年間を通じて継続的に戦略の見直しが行われるようになりました（図5.1）。



利回りの変動は投資価値のボラティリティの上昇を招き、リターン減少やリスク増大につながる可能性があります。

中央銀行
欧米

図 5.1
2022年中の準備金管理における最大の課題（引用数、中央銀行のみ）

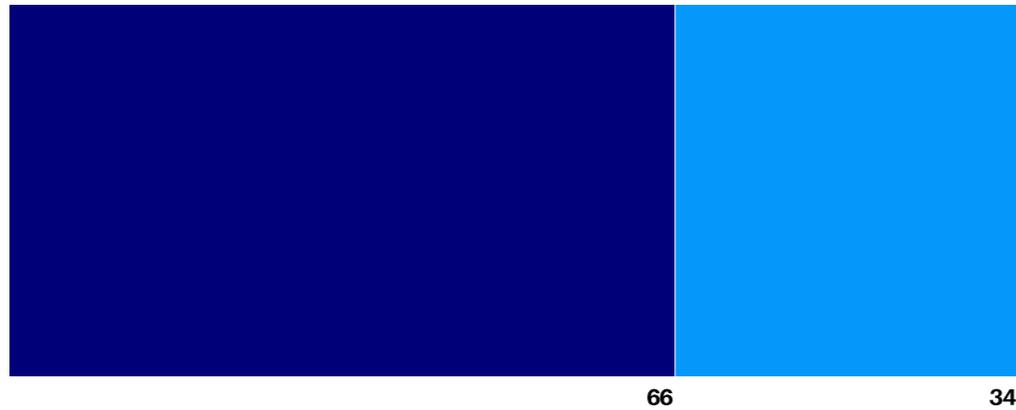


2022年中の準備金管理において最大の課題は何でしたか？に対する回答数：48。



図 5.2
グローバルなインフレのトレンドからポートフォリオを保護した (% 引用、中央銀行)

■ はい
■ いいえ



グローバルなインフレのトレンドからポートフォリオを保護しようとしたか？に対する回答数：50。

金が頼みの綱：ボラティリティと地政学的リスクに対するヘッジ

金のスポット価格は、現在のマクロ経済環境の不確実性を反映し、過去最高水準である1オンスあたり2,000米ドルを過去3年で3回上回りました。地政学的緊張の継続や景気後退懸念、銀行破綻および広範な銀行危機の脅威などが、経済の不確実性が持続するかもしれない兆しとなっています。

2022年に、中央銀行は純購入量1,136トン⁴もの記録的な金購入を行い、金保有量は12年連続で純増となりました。これらの純購入量の20%近くがトルコと中国の2つの中央銀行によるものであり、2023年1-3月期に入っても、両中央銀行が引き続き高い需要を牽引したことは注目に値します⁵。

ただ他の中央銀行、特に中東と新興国の中央銀行も2022年には注目すべき買い手となっており、私たちの調査対象のサンプルでは、金への配分をさらに増やそうとの機運が全体的に高まっています (図5.4、39ページ)。

準備金の管理者はインフレを主要なリスクと捉え、中央銀行の3分の2が、グローバルなインフレのトレンドからポートフォリオを保護しようとしています (図5.2)。その方法としては、金への配分を増やすことが最も広く採用されており、69%の中央銀行が、金への配分を通じてグローバルなインフレに対抗しようとしています (図5.3)。

⁴ ワールド・ゴールド・カウンシル： <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-full-year-2022/central-banks>。 ワールド・ゴールド・カウンシル： <https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-q1-2023/central-banks>。

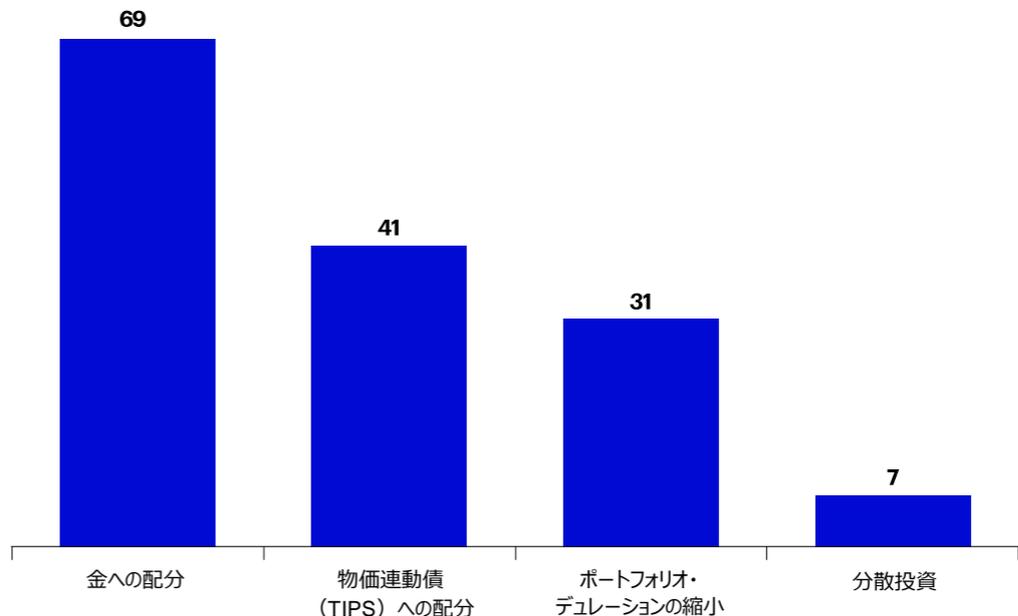
中央銀行によるバランス調整： 利回りの上昇、ボラティリティ、金への逃避

ゼロ金利の終焉は、中央銀行にとって機会と課題の両方をもたらします。債券利回りの上昇は、従来ウェイトの置かれてきた債券ポートフォリオのリターンを押し上げ、70%の中央銀行が、「利回りの上昇は中央銀行の準備金の管理を容易にする」との考え方に同意しています。アジアのある中央銀行は、デレレーションを拡大する一方で分散投資を減らし、低利回り市場から撤退して、米国や新興国などの高利回り国に集中することを計画しています。中央銀行の中には、今後2年間でポートフォリオのデレレーションを拡大するとしているところもあります (拡大30%、中立63%) が、対照的に過半数 (57%) の中央銀行は、マクロ環境の変化の中で分散投資の増加を見込んでいます。

利回り上昇はリスク上昇を示唆している可能性があり、これは分散投資への意欲を促します。欧米のある中央銀行は、「利回りの上昇は借入コストの上昇につながり、投資に使える資金を減らす可能性があります。さらに、利回りの変動は投資価値のボラティリティの上昇を招き、リターン減少やリスク増大につながる可能性があります」と説明しました。そのため、多くの中央銀行は利回りの動きを注視し、必要に応じて適切な措置を講じています。

利回りが変動する中で、2022年は金への逃避、世界の基軸通貨としての米ドルの今後に対する疑念、保有通貨の分散化が起きました。

図 5.3
グローバルなインフレのトレンドからポートフォリオを保護する方法 (% 引用、中央銀行)



グローバルなインフレのトレンドからどのようにポートフォリオを保護しようとしていますか？に対する回答数：29。



[はじめに](#)

[主な指標](#)

[テーマ1](#)

[テーマ2](#)

[テーマ3](#)

[テーマ4](#)

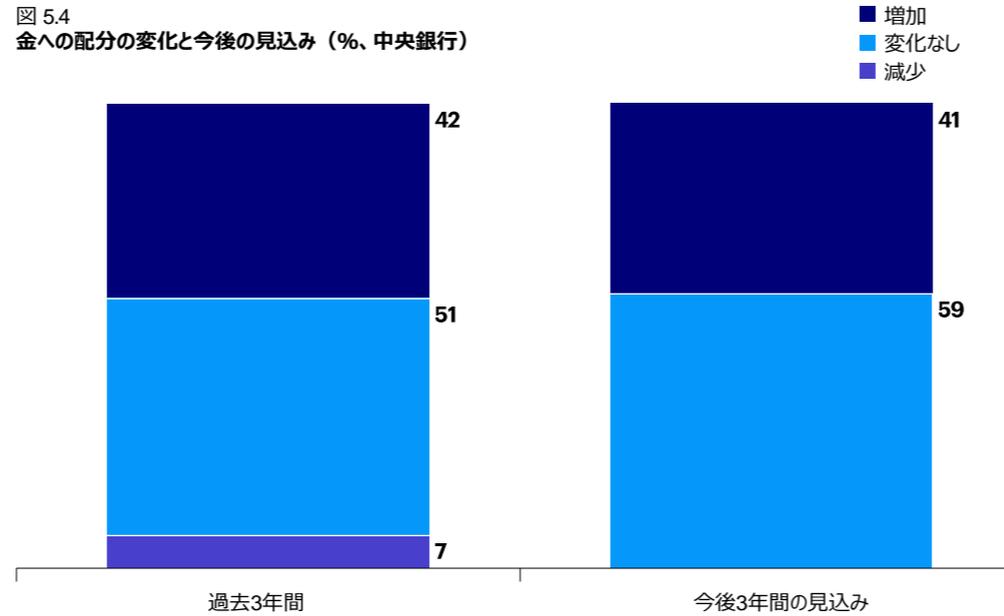
[テーマ5](#)

[付録](#)

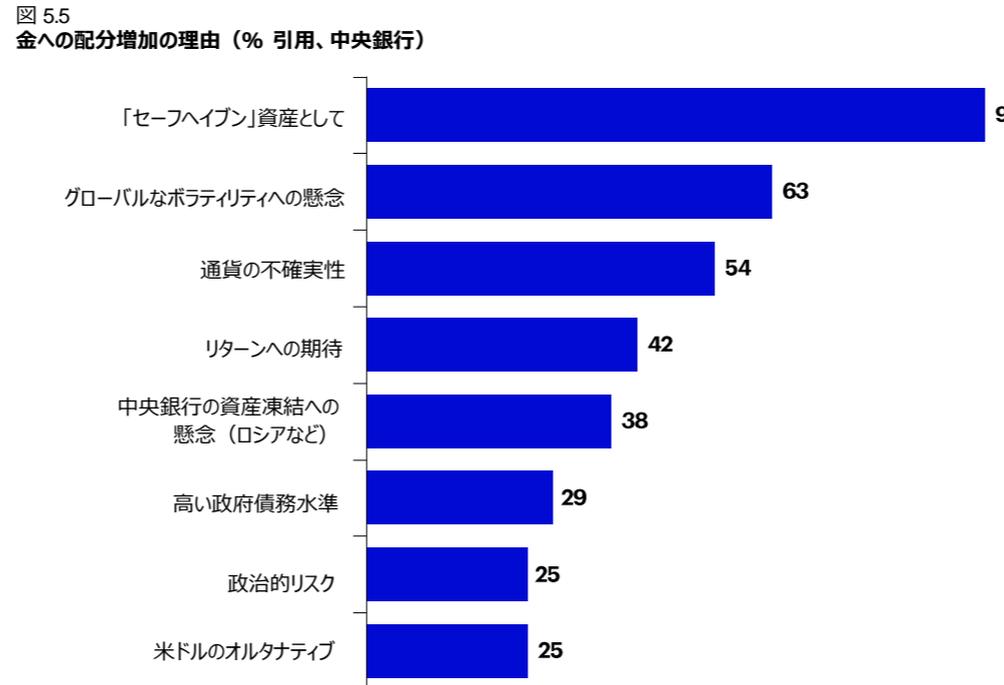


伝統的に金は、多くの中央銀行が好む効果的なインフレヘッジの手段とされてきました。ある欧米の中央銀行は、「金はインフレから守られている資産の1つであり、私たちの分散投資戦略の主要な部分を占めています」と述べました。準備ポートフォリオの流動性、リスク・リターン、更にレピュテーション面での制約の観点から、ヘッジのための代替的な選択肢が限られるため、金の魅力はさらに増すこととなります。

かなりの割合の中央銀行が、今後3年間で金への配分が増加すると見込んでおり、減少すると見込んだ中央銀行はありませんでした（図5.4）。金の信頼性が証明されつつある中で、ロシア・ウクライナ戦争や、準備金をある種武器のように用いる動きが続き、グローバルなボラティリティや通貨の不確実性が高まって安全資産への逃避を促しました。金への配分を増やしていると回答した中央銀行の96%が、その理由として、金が「セーフヘイブン」資産であることを挙げました（図5.5）。



過去3年間で、金への配分はどのように変化しましたか？今後3年間については、どう変化すると見込まれますか？に対する回答数：53。



金への配分を増やした／増やしている理由は何ですか？に対する回答数：24。



[はじめに](#)

[主な指標](#)

[テーマ1](#)

[テーマ2](#)

[テーマ3](#)

[テーマ4](#)

[テーマ5](#)

[付録](#)



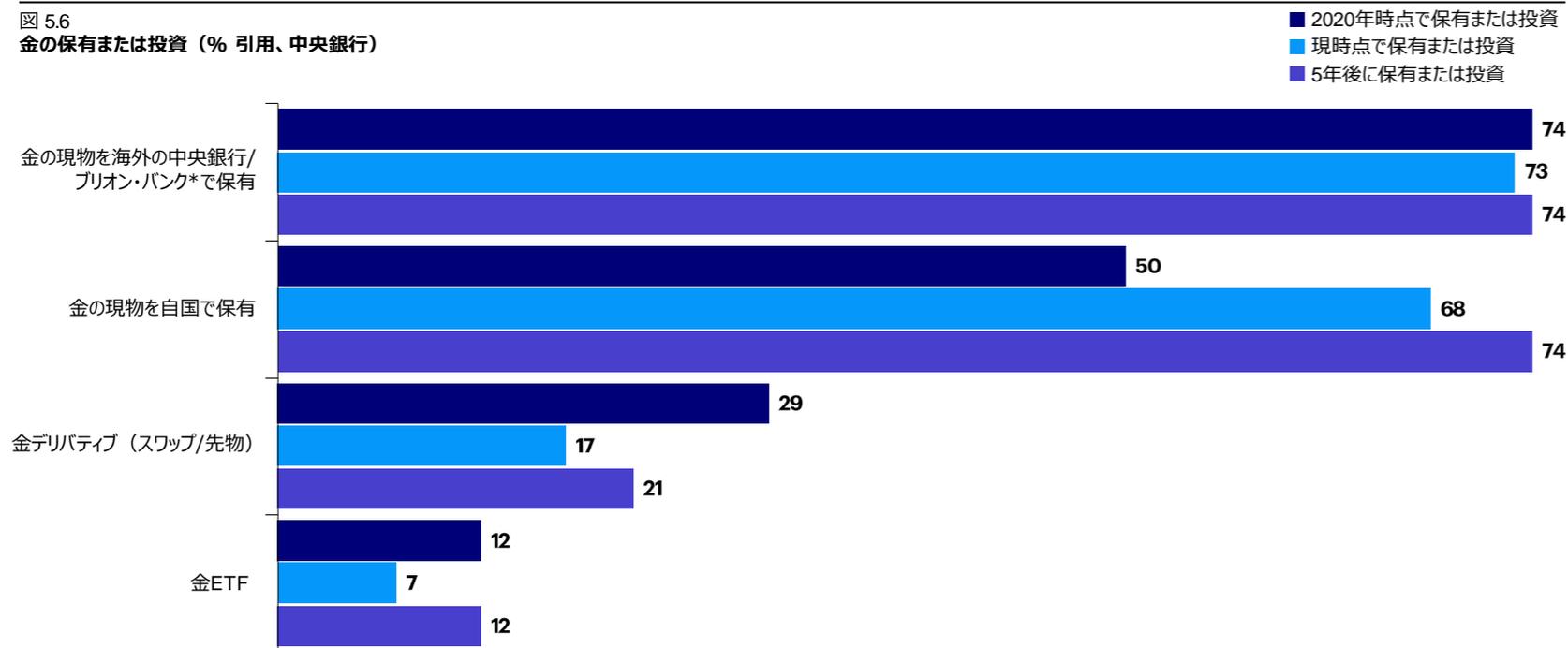
かなりの割合の中央銀行が、米国によるロシア中央銀行資産の凍結という前例ができたことに懸念を抱いており、過半数（58%）がこの出来事により金の魅力が増したと回答しました。その結果、中央銀行は現在、金のETFやデリバティブよりも、現物の金の保有を選好しています（図5.6）。2020年と比べて、現物の金を保有しているとの回答が最も多く増えており、金ETFの活用は減少しています。「ここ1～2年、金は重要な役割を果たしてきました：私たちは、8～10年前に金へのエクスポージャーを増やし、スワップに活用したり利回りを高めるためにロンドンで保有していましたが、現在は金準備を自国に戻し、安全に保管しています—金の現在の役割は、セーフハイブン資産であることです」と、ある欧米の中央銀行は述べました。ワールド・ゴールド・カウンシルの報告によれば、2022年に金の延べ棒や金貨に対する需要が増加した一方、金ETFの保有量は減少しました⁶。この変化は、地政学的リスクが高まっている状況を反映しており、中央銀行の57%が、金が地政学的な混乱に対するヘッジのツールであることに同意しています。



私たちは8～10年前に金へのエクスポージャーを増やしましたが、金準備を自国に戻しました—かつてはロンドンに保管し、利回りを高めたりスワップに活用したりしていましたが、現在はセーフハイブン資産として安全に保管するため、自国に戻したのです。

中央銀行
欧米

図 5.6
金の保有または投資（% 引用、中央銀行）



現在、金にどのように投資していますか？5年後、どのように金に投資していると思いますか？に対する回答数：43。

* 主として欧米の大手銀行で、貴金属市場において金を含めた貴金属取引を幅広く行う部門を持つ銀行を、金市場のサイドから、プリオン・バンク（Bullion Bank）と呼んでいます。代表的なプリオン・バンクとして、パークレイズ（英）、ドイツ銀行（独）、スコシアバンク（加）、HSBC（英）、ソシエテ・ジェネラル（仏）などが挙げられます。

⁶ ワールド・ゴールド・カウンシル：
<https://www.gold.org/goldhub/research/gold-demand-trends/gold-demand-trends-full-year-2022>



[はじめに](#)

[主な指標](#)

[テーマ1](#)

[テーマ2](#)

[テーマ3](#)

[テーマ4](#)

[テーマ5](#)

[付録](#)





人々は長い間、米ドルやユーロに代わる通貨を探し求めてきたので、適切な代替通貨があれば、既にそちらに流れているはずです。

中央銀行
新興国

脱ドル化のジレンマ：代替となる通貨は見当たらない

欧米諸国によるロシア資産の凍結は、基軸通貨としての米ドルへの世界の依存を浮き彫りにし、米国の債務が高水準にある中で、米ドルの長期的な実効性に対する疑問を投げかけました。米国の債務水準が米ドルにマイナスの影響を及ぼしていると考えられる中央銀行の割合は年々増加しています（図5.7）。しかし、世界の基軸通貨として米ドルに代わる明確な代替通貨が存在しないという点では、中央銀行の意見は概ね一致しており、全体の53%が、5年後に基軸通貨としての米ドルの位置づけが弱まっているの見方に同意しないと、これは昨年の46%を上回りました。新興国のある中央銀行は、「人々は長い間、米ドルやユーロに代わる通貨を探し求めてきたので、適切な代替通貨があれば、既にそちらに流れているはずです」と説明しました。

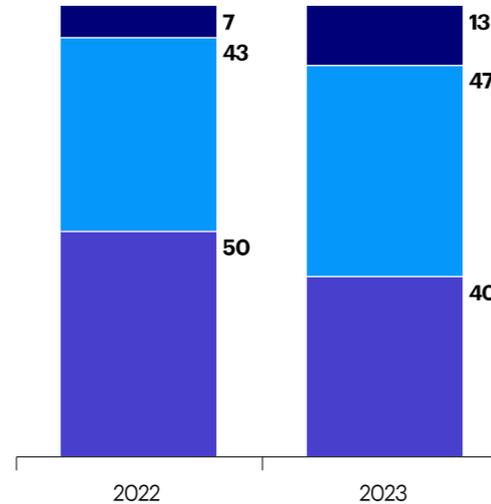
別の新興国の中央銀行もこの見方に同意し、「真に代替通貨となるものが存在しないので、米ドルの存在が脅かされるような世界が来るとは考えていません」と述べました。

中国人民元は、近年世界の外貨準備総額に占める割合が増加しており、将来的な代替通貨となる可能性について度々取沙汰されています。世界の外貨準備総額に占める割合は、2016年末の1.1%から2021年末には2.8%に上昇しました（2022年末には2.69%）⁷。しかし、人民元が真の基軸通貨になることをめぐるセンチメントは年々低下しており、人民元が5年以内にその地位に達するとの見方に同意しない中央銀行の割合は、大幅に増加しました（図5.8）。

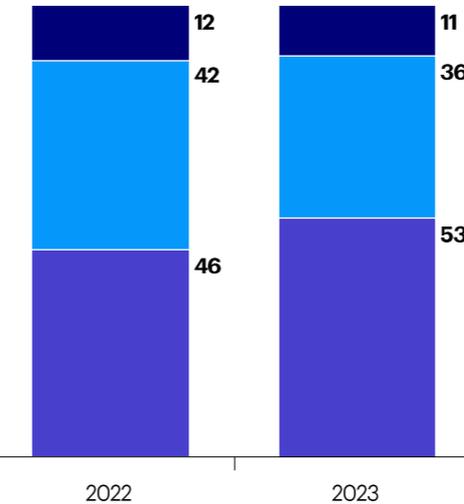
図 5.7
以下の内容に同意する（% 引用、中央銀行）

■ 同意
■ 中立
■ 反対

米ドルは米国の債務水準からマイナスの影響を受けている



世界の基軸通貨としての米ドルの地位は5年後には弱まっているだろう

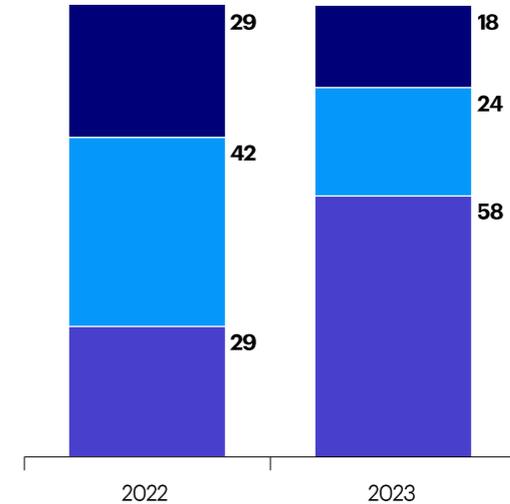


以下の内容にどの程度同意しますか？に対する回答数：55。

図 5.8
以下の内容に同意する（% 引用、中央銀行）

■ 同意
■ 中立
■ 反対

人民元は5年以内に真の基軸通貨になるだろう



以下の内容にどの程度同意しますか？に対する回答数：55。

⁷ IMF COFER: <https://data.imf.org>.



[はじめに](#)

[主な指標](#)

[テーマ1](#)

[テーマ2](#)

[テーマ3](#)

[テーマ4](#)

[テーマ5](#)

[付録](#)

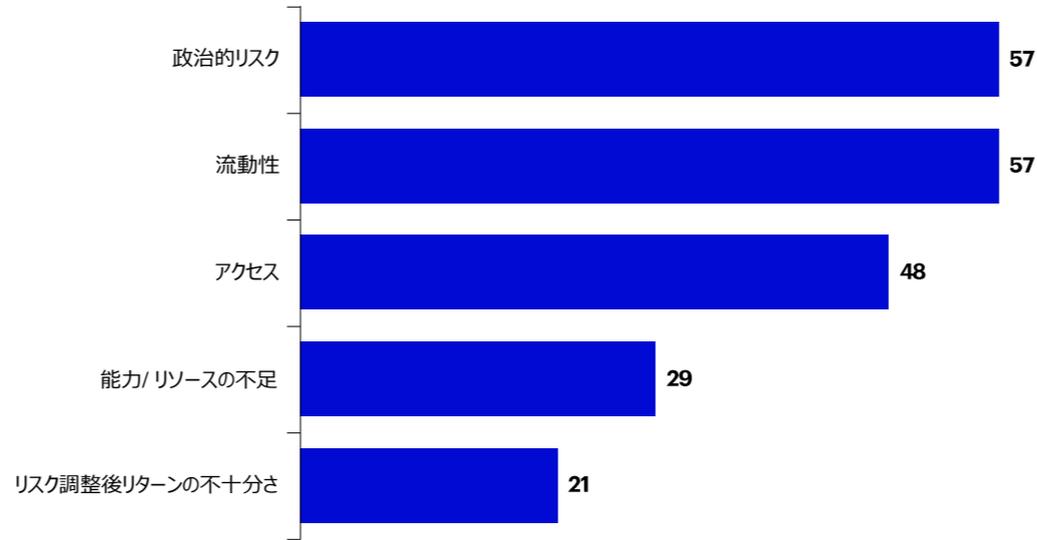


こうした懸念にもかかわらず中央銀行は、好調なパフォーマンスと無相関リターンに後押しされ、徐々に人民元の保有が増加すると予想しています。しかしながら、流動性、不動産セクターにおける負債、政治的リスクといった障壁が、人民元が米ドルに成り代わって世界の基軸通貨となる可能性を阻んでいます（図5.9）。中央銀行は5年後の人民元保有比率について、昨年予測ほどには強気な見方を示しませんでした。

さらに先（10年以上先）を見据えた場合、ほとんどの中央銀行は、世界の貿易取引通貨に大きな変化はないと予想しています（図5.10）。かなりの割合の中央銀行が人民元へのシフトを予想していますが（中央銀行の27%）、地域によって予想が異なります。ブラジル、アルゼンチン、ロシアなどが中国との貿易決済を自国通貨または人民元で行える協定を結んだように、新興国の方が、グローバル貿易で人民元を活用する傾向がより強くなっています。

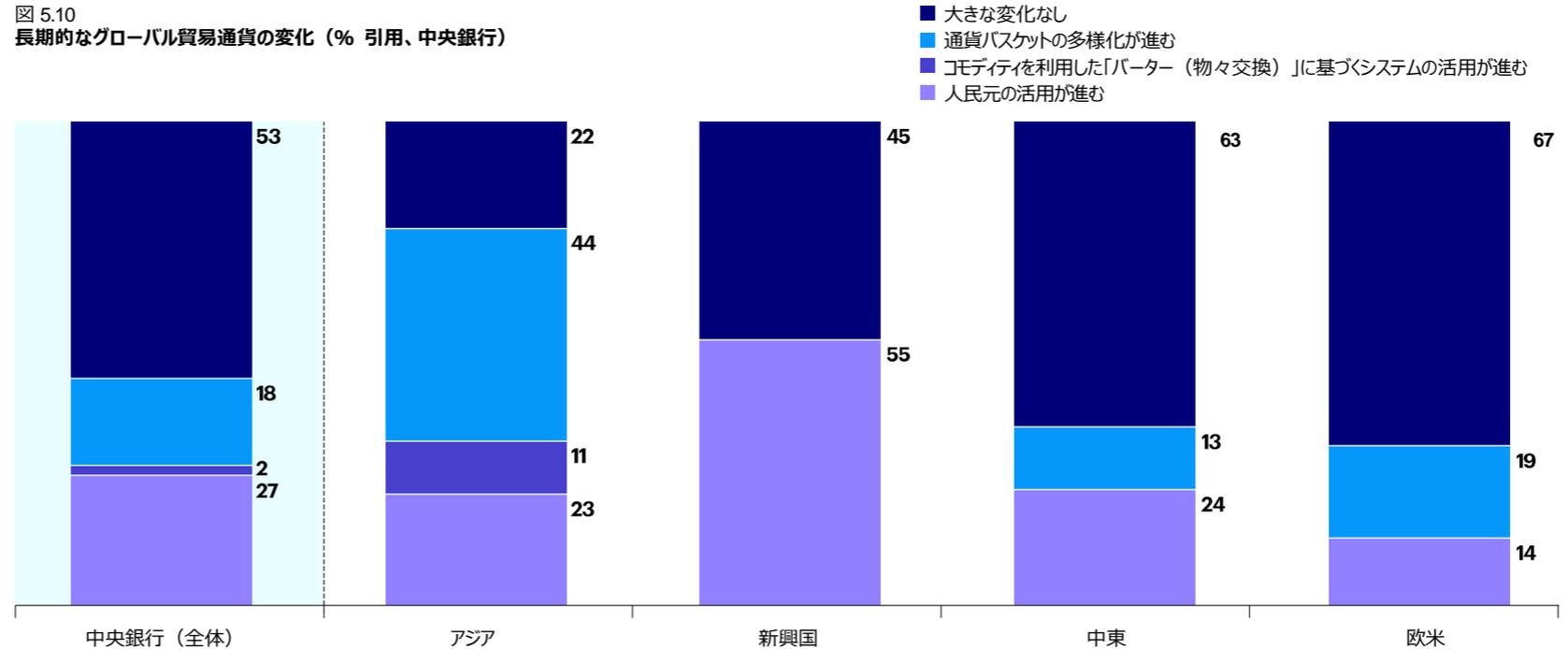
脱ドルや代替的な基軸通貨探しがヘッドラインを賑わしていますが、米ドルほど安定的で流動性の高い他の通貨がないことから、中央銀行は引き続き、米ドルが世界の基軸通貨の地位を保つと確信しているようです。

図 5.9
人民元への配分を増やす上での障壁（% 引用、中央銀行）



人民元への配分を増やす上での障壁は何ですか？に対する回答数：42。

図 5.10
長期的なグローバル貿易通貨の変化（% 引用、中央銀行）



長期的（10年以上）にみて、グローバル貿易・決済において、米ドル/欧米通貨からのシフトが予想されますか？に対する回答数：48。



[はじめに](#)

[主な指標](#)

[テーマ1](#)

[テーマ2](#)

[テーマ3](#)

[テーマ4](#)

[テーマ5](#)

[付録](#)



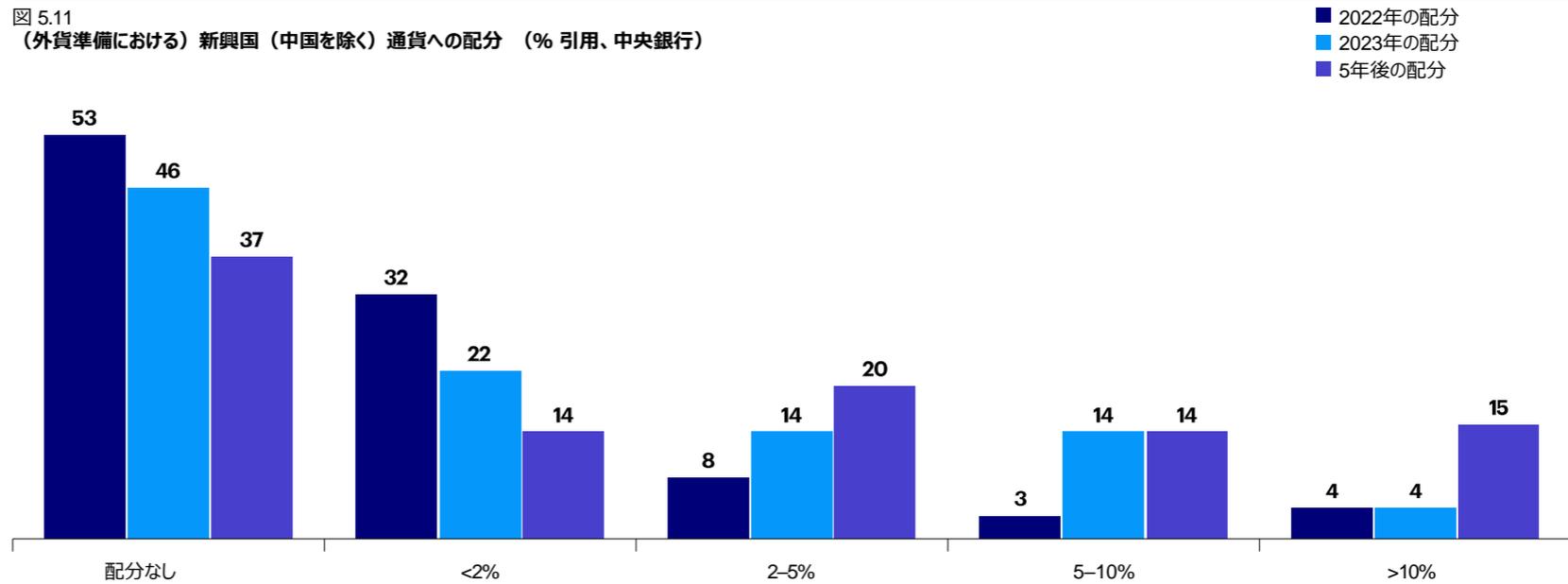
新興国市場への通貨分散

米ドルが引き続き優位性を維持すると予想されつつも、中央銀行は、オゾンライズされた資産クラス内でボラティリティをヘッジするために、新興国通貨への分散保有を模索する傾向が強まっています。より広範な新興国に配分を行う方向への機運は、2022年の間に劇的に変化しました—2022年には、47%の中央銀行が、人民元以外の新興国通貨に配分を行っているとしていましたが、2023年にはこれが54%に上昇しました（図5.11）。さらに、63%の中央銀行が、5年後に人民元以外の新興国通貨に配分を行っているだろうとし、またその保有規模が顕著に増加すると予想しています。

欧米のある中央銀行は、新興国の魅力を強調し、「新興国はリターンが高く、より高い成長ポテンシャルがあることから魅力的です。現在、これらの国々は経済発展を続けています」と述べました。現時点で新興国通貨への配分を行っていない別の中央銀行もこれに同意し、「今のところ、新興国通貨への配分は行っていません。しかし今後数年は、これらの地域の経済成長と高いリターンから、投資を検討しています」と述べました。ほとんどの中央銀行が投資トランシェに新興国通貨を組み入れていることから、リスク調整後リターンが原動力となり、本調査で前述した、債券サブセクターとしての新興国債券への関心とも整合的となっています（テーマ1、図1.7、12ページ）。

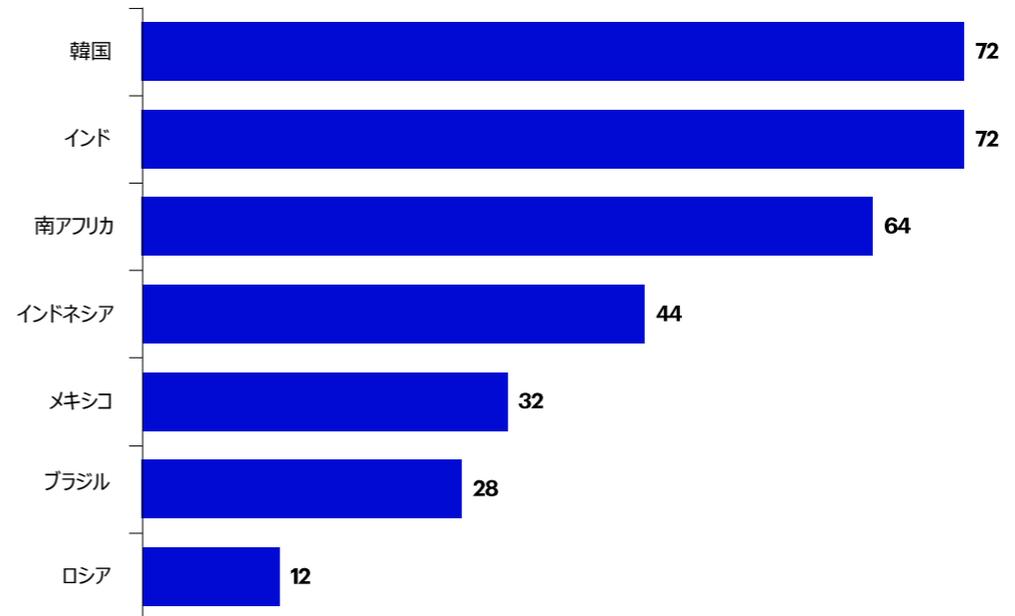
インドと韓国は引き続き、エクスポージャーを拡大する上で最も魅力的な投資先となっています（図5.12）。欧米のある中央銀行は、新興国債券へのエクスポージャーの拡大を検討しており、特に不動産やインフラ、その他の多様な産業を対象とする債券に注目していると説明しました。

図 5.11
（外貨準備における）新興国（中国を除く）通貨への配分（% 引用、中央銀行）



現在、外貨準備における新興国（中国を除く）への配分はどの程度ですか？5年後の配分はどうなっていると思いますか？に対する回答数：50。

図 5.12
エクスポージャーを拡大する上で魅力的な新興国（% 引用、中央銀行）



以下の新興国のうち、エクスポージャーを拡大する上で魅力的な国はどこですか？に対する回答数：25。



[はじめに](#)

[主な指標](#)

[テーマ1](#)

[テーマ2](#)

[テーマ3](#)

[テーマ4](#)

[テーマ5](#)

[付録](#)



[はじめに](#)[主な指標](#)[テーマ1](#)[テーマ2](#)[テーマ3](#)[テーマ4](#)[テーマ5](#)[付録](#)

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 2023」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

3060068-JP

