

# ロシアへの制裁と準備通貨の選択

齋藤 智 美

はじめに

1. 近年の地政学的環境の変化と準備通貨
2. 世界の外貨準備の通貨構成の最近の変化
3. ドルのシェア低下の要因
4. 準備通貨の選択と地政学的な要因
5. 金準備の増加と制裁リスクの影響

終わりに

## はじめに

2022年のウクライナ危機による地政学的環境の変化は、世界の準備通貨の構成に影響を与える可能性があるとして注目を集めた。米国や西欧諸国をはじめとするロシアへの経済制裁は、地政学的に米国と連携していない国の中で、準備通貨をドルなどの制裁国通貨から分散させようとした国も出る可能性があるとして指摘された。

準備通貨に占めるシェア低下が顕著なのはドルである。ただしドルのシェアは低下しているが、その傾向はより長期的で1990年代後半から続くものである。近年は金保有の増加も注目を集めている。地政学的環境の変化は世界の外

貨準備の構成にどのような影響を与えたのかを本稿では探る。

## 1. 近年の地政学的環境の変化と準備通貨

2022年のロシアによるウクライナ侵攻で、ロシア中央銀行の外貨準備のほぼ半分の凍結<sup>(1)</sup>や、SWIFTからのロシアの銀行7行の排除<sup>(2)</sup>などの制裁がロシアに課された。さらに2024年7月には、凍結されたロシアの外貨準備の利子収入15億ユーロがウクライナへの支援のために欧州委員会に支払われた<sup>(3)</sup>。これらの制裁はドル準備金と決済の安全性に対する信頼を損なったとみられ、国際通貨システムにおけるド

(1) 2022年3月14日付ブルームバーグ「ロシア、外貨準備の半分へのアクセスを失った—シリアノフ財務相」

(2) 対象となったのは、ロシアで総資産シェア第2位のVTBの他、VEBバンク、バンクロシア、オトクリティ銀行、ノビコムバンク、プロムスビヤジバンク、ソブコムバンクの7行。最大手のズベルバンクは排除を見送られた。2022年3月2日付日本経済新聞「ロシア7銀行をSWIFTから排除 EU決定、最大手は対象外」

(3) European Commission, Directorate-General for Neighbourhood and Enlargement Negotiations, First transfer of €1.5 billion of proceeds from immobilised Russian assets made available in support of Ukraine today. News article 26 July 2024.

ルやユーロを含む制裁国の通貨の役割に広範な影響を与える可能性がある」と指摘された<sup>(4)</sup>。

また、第1次トランプ政権時における米中の経済摩擦の高まりにより、サプライチェーンの自国への回帰（リショアリング）や政治的な価値観を共有する友好国・地域への再編、再配置（フレンドショアリング）が進んだ。このような分断は、取引通貨の選択にも影響を与え、準備通貨の変更につながる可能性が生じる。中国の「一帯一路」による中国のアフリカなどへの経済的影響力の広まりは、人民元を貿易の建値通貨に使う国を増やしているとみられる。もっとも、貿易で人民元を使用する国は一部で、国際通貨の使用に大きな変化はまだ示されていない<sup>(5)</sup>。

このような近年の地政学的リスクの高まりが指摘されるなかで、それが準備通貨選択に与える影響を本稿では取り上げる。Eichengreen, Mehl and Chitu (2017) によると、国際通貨の選択について経済的動機を強調する見解（「水星仮説」）と軍事的・外交的動機を強調する見解（「火星仮説」）がある。「水星仮説」ではその通貨の安全性、流動性、ネットワーク効果、貿易の結びつきによってある通貨が国際通貨として使用されることを説明する<sup>(6)</sup>。それに対して「火星仮説」では、ある国が戦略的、外交的、軍事的力を持っている場合、他国の政府はその通貨を国際通貨とし

て使用することが地政学的な利益であるとみなす<sup>(7)</sup>。Eichengreen, Mehl and Chitu (2017) による第1次世界大戦以前の19か国についての研究では、軍事同盟は、パートナーの外貨準備ポートフォリオにおける通貨のシェアを30%近く押し上げたという<sup>(8)</sup>。また現代でも、安全保障を米国に依存する国（日本、韓国、台湾、サウジアラビア、ドイツ）は核保有国に比べ、ドルで外貨準備を保有するシェアが35%高い<sup>(9)</sup>。これに従うと、ウクライナ危機という地政学的環境の変化に際して、特に地政学的に米国と連携していない国の中で、準備通貨をドルなどの制裁国通貨から人民元など他の資産に分散させようとする国も出る可能性がある。次節以降では準備通貨の通貨構成の変化とその要因についてみていく。

## 2. 世界の外貨準備の通貨構成の最近の変化

外貨準備として最も保有される通貨はドルである（図1参照）。そのシェアは1999年にかけて上昇した後、約20年にわたり低下傾向にあり、2020年第4四半期以降は60%を下回っている。もっとも、1995年のドルのシェアは59%で、1999年の70%台というドルのシェアは、ユーロの登場が影響を与えたものである。その後ドルのシェアは低下傾向にあるが、クリ

(4) フィナンシャル・タイムズやウォール・ストリート・ジャーナルの2022年の記事。元出は Weiss(2022)注1, den Besten, Di Casola, Habib (2023) 表 A.1。また、実際に2014年のクリミア侵攻に伴うロシアへの制裁後、ロシアは外貨準備に占めるドル準備を顕著に引き下げた。

(5) SWIFTのデータによると、世界決済シェアに占める人民元は2024年3月に4.7%で、2022年11月の2.37%から倍増した。しかし人民元はドル、ユーロ、ポンドに続く4位であった。一方、ドルは2024年3月に47.4%で、2022年以降も40%台後半で推移している。2024年4月18日付ブルームバーグ「中国人民元の国際決済シェアが拡大、ユーロはシェア縮小—SWIFT」

(6) Eichengreen, Mehl and Chitu (2017) p. 2。代表的な研究としては、Krugman (1980) など。

(7) Eichengreen, Mehl and Chitu (2017) pp. 2-3。代表的な研究としては、Kindleberger (1970) など。

(8) Eichengreen, Mehl and Chitu (2017) p. 18。

(9) Eichengreen, Mehl and Chitu (2017) Figure 7 参照。

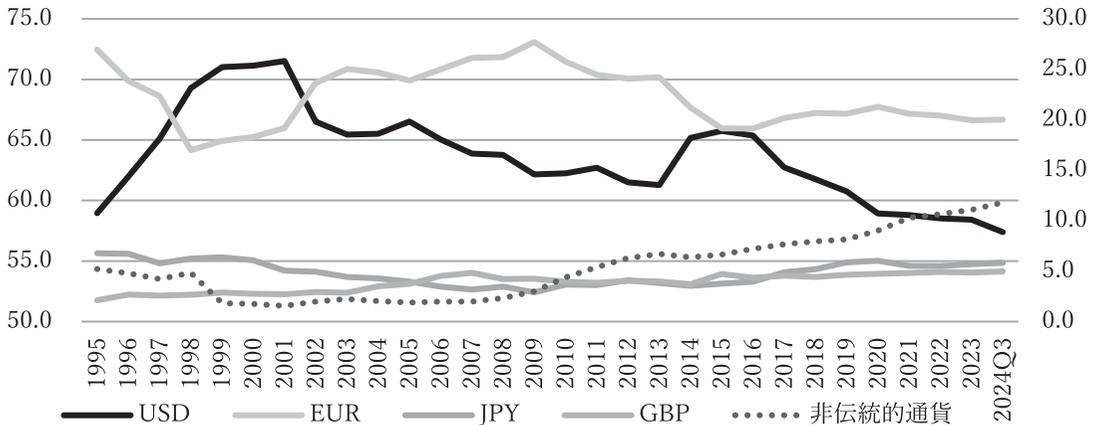


図1 世界の外貨準備の通貨内訳 (%)

出典：IMF, COFER より作成。

注：各年のQ4の値。2024年はQ3の値。ドルは左軸，ユーロとその他通貨は右軸。1995～1998年のEURは、DEM, ECU, FRF, NLGの合計。

ミア侵攻やウクライナ侵攻に伴う経済制裁の実施を直接の要因とするのは、この時系列データを示すだけでは困難である。

次に保有される通貨はユーロである。そのシェアは20%前後で安定している。円とポンドが5%前後で続く。

この中で増加傾向にあるのはドル，ユーロ，円，ポンド以外の通貨（非伝統的通貨）である。非伝統的通貨のシェアは2009年以降増加傾向

にあり，近年10%を超えた。非伝統的通貨の内訳をみる（表1参照）と，豪ドル，加ドル，人民元，スイス・フランで非伝統的通貨の70%を占め，残りはスウェーデン・クローナ，ノルウェー・クローネ，デンマーク・クローネ，韓国ウォン，シンガポール・ドル，NZドル，香港ドルで構成されるという<sup>(10)</sup>。

制裁国の通貨ではない人民元は，統計のある2016年から増加傾向にあるが，2022年以降で

表1 世界の外貨準備通貨 非伝統的通貨の内訳 (%)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
USD	65.7	65.4	62.7	61.8	60.7	58.9	58.8	58.5	58.4	57.4
EUR	19.1	19.1	20.2	20.7	20.6	21.3	20.6	20.4	19.9	20.0
JPY	3.8	4.0	4.9	5.2	5.9	6.0	5.5	5.5	5.7	5.8
GBP	4.7	4.3	4.5	4.4	4.6	4.7	4.8	4.9	4.9	5.0
非伝統的通貨	6.6	7.2	7.7	7.9	8.2	9.0	10.3	10.7	11.1	11.8
CAD	1.8	1.9	2.0	1.8	1.9	2.1	2.4	2.4	2.6	2.7
AUD	1.8	1.7	1.8	1.6	1.7	1.8	1.8	2.0	2.1	2.3
CNY		1.1	1.2	1.9	1.9	2.3	2.8	2.6	2.3	2.2
CHF	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Other	2.8	2.3	2.4	2.4	2.5	2.7	3.1	3.5	3.9	4.5

出典：IMF, COFER より作成。

(10) Eichengreen (2023) Table 1 より。

は減少している。増加傾向にあるのは、加ドルや豪ドル、その他通貨である。このように世界の外貨準備に占めるドルのシェアの低下は、人民元へのシフトによってもたらされたのではなかった。

人民元を除く非伝統的通貨のシェアが上昇した要因として、いくつかあげられる。まず、非伝統的通貨発行国が開放的な資本勘定と健全かつ安定的な政策をとっており、透明で予測可能で安定した経済及び政策決定であること<sup>(11)</sup>がある。また、これら諸国の経済ファンダメンタルズは強固で、国債格付けはAAAである<sup>(12)</sup>。さらに非伝統的準備通貨発行国はFRBと二国間スワップラインを設定している<sup>(13)</sup>。これらのことで非伝統的通貨のドルに対する価値が維持されるという信頼があることも部分的に寄与したとみられる。

さらには中央銀行準備管理者がリターンの追及に積極的になっていることがある。近年、外貨準備の規模は拡大し、新興市場国の超過外貨準備高も増大した。超過準備金を持つ国は2008年までに約30か国に達し、それ以来ほぼ続いている<sup>(14)</sup>。規模が拡大するにつれ準備金

のポートフォリオの運用に積極的になり、流動性は低い魅力的なリターンを示す多くの非伝統的通貨へシフトしていったこともあった<sup>(15)</sup>。

このように非伝統的通貨へのリバランスは、これら諸国の政策決定の安定性、FRBとの二国間スワップラインの設定によるドルに対する価値維持の信頼、これら通貨のリターンの高さ、中央銀行の積極的な準備の運用により説明される。

### 3. ドルのシェア低下の要因

準備通貨でのドルのシェア低下には、2022年以降のドル高の影響もある。新型コロナ危機後のインフレに対してFRBは2022年から急速な利上げを行い（図2参照）、他の主要国との間での金利差はドル高の要因となった（図3参照）。2022年のようにドルが大幅に上昇すると、ドルのシェアは増加する。しかし、米国の政策金利の上昇は米国債の利回り上昇と価格の低下につながり、評価効果はドルにとってマイナスとなった。

加えて、2022年のドル高に対し、中国と日

(11) アーсланalp, アイケングリーン, シンプソンベル (2022年)。

(12) ECB (2025) 1.1 節。

(13) 危機時にドル調達が困難になるため、FRBはスワップラインを導入した。2008年、2009年の金融危機の際に、FRBはいくつかの外国銀行に一時的スワップラインを導入し、それは2013年に恒久的になった。2020年3月の新型コロナ危機の間、FRBはスワップラインの運用頻度を増やし、追加的に外国中央銀行に対し一時的スワップラインを導入した。また2021年にニューヨーク連銀に口座を持つ外国及び国際通貨当局が利用できるレポファシリティを導入した。2008年から2009年の金融危機には5850億ドル、2020年の新型コロナ危機の間は4500億ドルのスワップラインが利用された。欧州中央銀行や他の中央銀行が提供するドル以外のスワップラインはほとんど利用されていない。Bertaut, von Beschwitz and Curcuru (2021)。

(14) IMFによる準備金の妥当性の尺度は、国の経済的柔軟性、金融統合、債務満期に基づく。輸入や短期債務のカバレッジ等の指標で国際収支危機の可能性を減らし、為替レートや市場への圧力から経済と金融の安定を保護し、政策の自立性を強化するレベルを評価する。Arslanap, Eichengreen, and Simpson-Bell (2022), p. 12, 脚注13。

(15) Arslanap, Eichengreen, and Simpson-Bell (2022), p. 7, pp. 22-23。

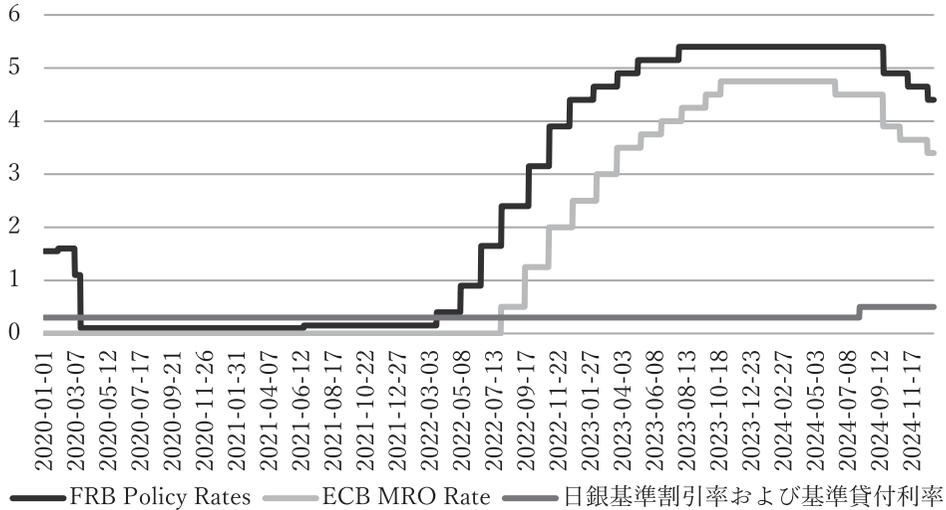


図2 日米欧の金利差

出典：FRB, ECB, 日本銀行のデータより作成。

本、さらに多くの新興国の公的準備運用者は通貨の減価を防ぐための為替介入を行い、ドルを売却した。例えば日本当局は2022年9月から10月にかけてドル準備金を9兆1881億円売却した<sup>(16)</sup>。中国や他の多くの新興市場国でも自国通貨の対ドル為替レート安定化のための為替介入でドル建て準備資産を売却した<sup>(17)</sup>。保有するドル準備を大幅に減らしたのは最大のドル準備保有国である中国と日本であり、これがドルのシェア低下に影響を与えたとみられる。

ただし米国のデータでは、報告されている中国の米国債保有高は2012年からほぼ持続的に減少しているが、中国の米国資産保有額はオフ

ショア証券保管機関の保有を含めると1.8兆ドルから1.9兆ドルの間で安定しているとの見方もある<sup>(18)</sup>。中国が保有する米国債の量の評価は、オフショア証券保管機関の利用によって困難になっている。中国はベルギーのユーロクリアなど保管機関の利用を増やしているが、米国財務省国際資本TICデータでは、米国以外の保管機関が保有する米国債は中国として登録されない。よって中国が表に出ない形での保有もあるとみられている。さらに中国人民銀行は外貨準備を中国の政府系ファンドに売却することで報告準備金から外貨を除外することもある<sup>(19)</sup>。また、中国の国営金融機関への融資や

(16) 2022年10月31日付日本経済新聞「円買い介入6.3兆円、21日含む1カ月分 過去最大を更新」。また、2024年の円買い・ドル売りの為替介入は累計15兆円となった。2025年1月10日付日本経済新聞「24年末の外貨準備高、5%減 為替介入で2年ぶり減少」

(17) ECB (2023) pp. 11-12.

(18) 以下は、Setser (2023b) に基づく。McCauley, Chinn and Ito (2024) 脚注2によると、ルクセンブルクと英国における米国債保有量の急増をSetserは指摘し、これは中国のドルからの分散化ではなく、米国債保有に関してオフショア証券保管機関への依存を高めていることと一致するとみている。

(19) 以下は、Setser (2023a) に基づく。

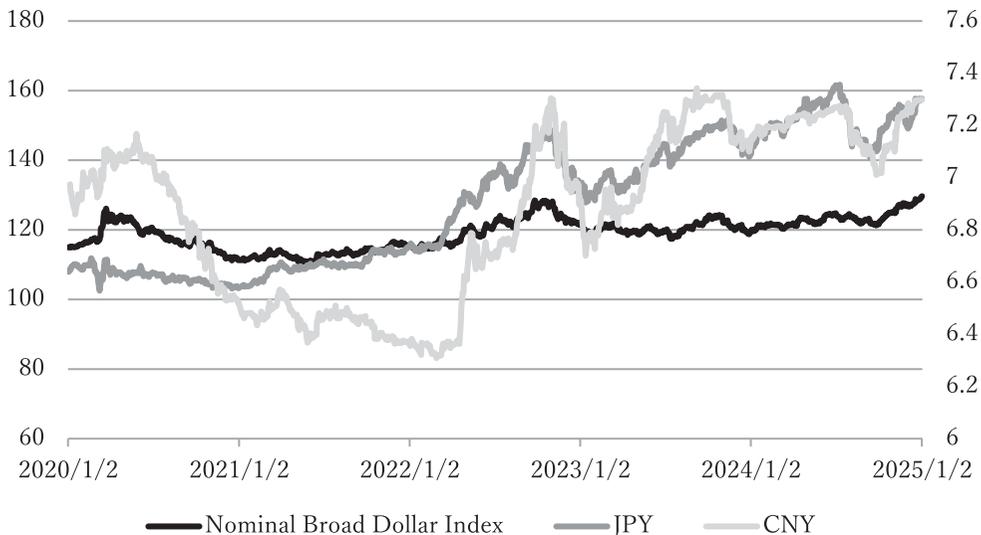


図3 ドルの名目実効レートと日本円、人民元の対ドルレート

注：左軸は日本円（1ドル=x円），右軸はドルの名目実効レート，人民元（1ドル=x人民元）。広義ドル指数には，米国との二国間貿易が米国の二国間貿易総額の少なくとも0.5%を占める26か国の通貨が含まれている。右軸，左軸とも上に行くほどドル高を示す。

出典：FRBのデータより作成。

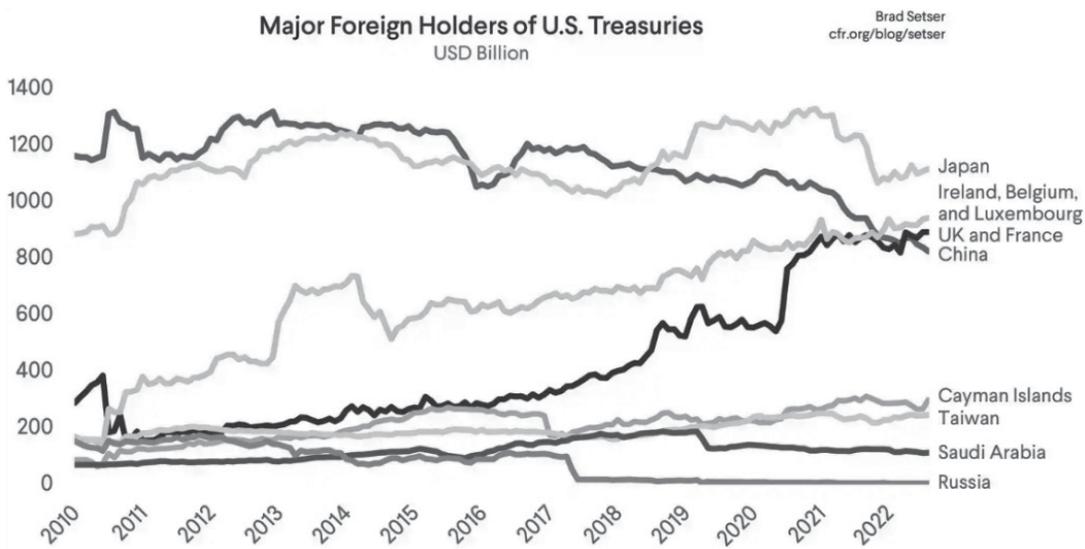


図4 米国債の主要保有国・地域

出典：Setser (2023b) の図を転載。



図5 欧州の保管機関による米国債保有

出典：Setser（2023b）の図を転載。

スワップにより、中国の外貨準備としてカウントされていないかなりの外貨資産を保有するとみられる。

さらにスイスがドルのシェア低下に影響を与えたとみられる。スイスは欧州債務危機でのスイス・フラン高へ対抗するため、2011年に対ユーロで1EUR=1.2CHFの上限を設定し、それを超える場合には無制限のスイス・フラン売りをしたため、外貨準備高が急増した。スイスの外貨準備はユーロのシェアが高いため、外貨準備高増加はドルのシェア低下に影響を与えた<sup>(20)</sup>。

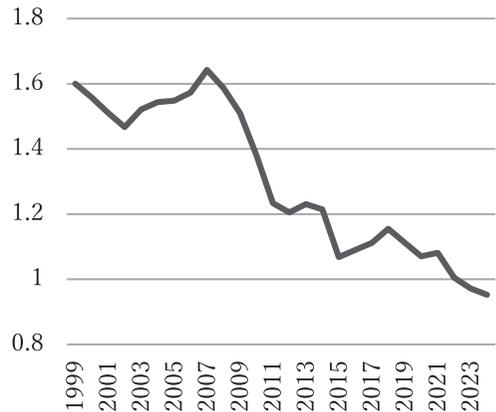


図6 スイス・フラン為替レート (1EUR=XCHF)

出典：スイス国立銀行より作成。

#### 4. 準備通貨の選択と地政学的な要因

ウクライナ危機を受けて、中央銀行が保有する

<sup>(20)</sup> Goldberg and Hannoui (2024) pp. 11-12。

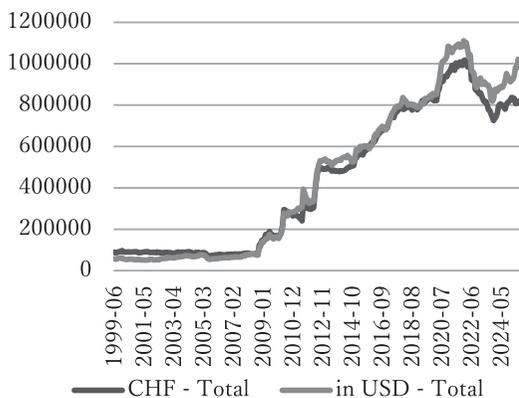


図7 スイスの外貨準備高

出典：スイス国立銀行より作成。

準備通貨の決定因に地政学的近接性が影響を与えているかに関する研究は、近年多くある。地政学的近接性は、国連総会の決議で米国に同意して投票する頻度で測ることが標準的な指標となっている<sup>(21)</sup>。地政学的な理由でドル準備が短期的にこれ以上減少するとみる研究はほとんどない。

地政学的環境の変化が準備通貨としてのドルのシェア低下につながらない要因として、米国

との政治的・軍事的関係が深い国がドルを準備通貨として保有していたということがある。2021年12月に外国が保有する米国の短期資産の55%は米国と相互防衛協定を結んでいる国や主要な非NATO同盟国が持っており、ロシアのウクライナ侵攻と経済制裁後の数か月もほとんど変化しなかった<sup>(22)</sup>。

また、米国と地政学的距離が遠く、米国と対立する票を投じる国を見ると、準備保有量が低く、最も流動性の高いドルから分散する余裕がないことが指摘される<sup>(23)</sup>。こういった諸国は信頼できる国内通貨を持たない新興国・途上国であることが多く、国際決済にグローバルな媒介通貨であるドルを使用する可能性が高いこと、これらがコモデティの輸出国なら、ドルでの価格設定は国際的な支払いにおけるドルの使用につながることを理由である<sup>(24)</sup>。

さらに個別の国の状況より、今後さらにドルのシェアが低下するかをみる。国際通貨としてのドルの使用から離れる可能性があり、ドルのシェアに影響を与えうるのは、米国と密接な外

(21) den Besten, Di Casola, Habib (2023) では、中国とロシア、米国のどちらからより制裁を受けたか、軍事輸入をしているか、「一帯一路」構想に参加しているかの3つの指標も用いた。また、Arslanalp, Eichengreen, and Simpson-Bell (2022) や Eichengreen, Mehl and Chitu (2017) は米国と防衛協定を結んでいるかどうかとも反映している。

(22) Weiss (2022) pp. 9-10. Weiss (2022) p. 2注3では、強固な地政学的な関係を、米国との相互防衛条約、または米国政府による主要な非NATO同盟国の指定と定義する。相互防衛協定を持つ国は、ベルギー、デンマーク、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイスランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ノルウェー、ポルトガル、スペイン、トルコ、英国、クロアチア、スロベニア、アルバニア、チェコ共和国、スロバキア、エストニア、ハンガリー、ラトビア、リトアニア、ポーランド、ルーマニア、カナダ、日本、韓国、フィリピン、オーストラリア、ニュージーランド、アルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、コスタリカ、ドミニカ共和国、エルサルバドル、グアテマラ、ハイチ、ホンジュラス、パナマ、パラグアイ、ペルー、トリニダード・トバゴ、ウルグアイ。主要な非NATO同盟国（相互防衛協定なし）は、バーレーン、イスラエル、ヨルダン、クウェート、マレーシア、パキスタン、カタール、シンガポール、台湾、タイ、モロッコ、チュニジア、エジプト。ただしラテンアメリカ諸国は米国と相互防衛協定を結んでいるが、中国との関係を深めている。近年の中国のブラジルとチリへの武器輸出は、米国からの武器輸出とほぼ同等である。Weiss (2022) p. 15, 脚注23。

(23) Goldberg and Hannoui (2024) p. 32。

(24) Koosakul, Zhang, and Zia (2024) pp. 13-14。

交関係を持たない新興市場国が想定される。具体的には東南アジアを除く多くの新興市場国である<sup>(25)</sup>。また、国別の外貨準備額は以下の表で示した通りである。外貨準備保有上位国にドル離れの傾向がないか、以下で見る。

中国はウクライナ侵攻後もロシアとの貿易関係を維持し、国連安全保障理事会でのロシアによるウクライナ侵攻を非難する決議案に棄権するなど、ロシアとの密接な関係を維持している。

表2 外貨準備上位20（2023年第4四半期、100万ドル）

中国	3,301,320
日本	1,238,541
スイス	794,931
インド	574,509
台湾	570,595
ユーロ・エリア	552,535
サウジアラビア	436,527
ロシア	442,537
香港	425,416
韓国	414,005
シンガポール	344,581
ブラジル	346,424
米国	234,111
タイ	208,281
メキシコ	206,351
UAE	184,551
イスラエル	204,661
ポーランド	169,999

出典：WGC, Quarterly times series on World Official Gold Reserves 2024 より作成。

注：金保有額は含まない値。

一方で中国は世界で最大の外貨準備保有国で、日本に次ぐ米国債保有国である。中国が外貨準備に占めるドルの割合を大幅に下げ、他の通貨建て資産に分散させることは、短期的には難しい。その理由としては、他の主要準備通貨の安全資産市場が中国の巨額の外貨準備高に対応するほどの規模と厚みを欠いており、他の主要準備通貨発行国が米国の緊密な同盟国であるために、ドルと同様の地政学的リスクをもたらす可能性があるためである<sup>(26)</sup>。ただし、中国の外貨準備は膨大であるため、外貨準備に占めるドルの割合のわずかな減少であっても、絶対額では大きくなる可能性がある。

インドは伝統的なロシアの友好国であるが、中国とは長年、国境地帯で紛争を抱える。2020年6月には国境地帯の係争地で死者が出た軍事衝突を起こした。インドの貿易での人民元利用の報道もあるが、国境紛争を背景に、インド政府は銀行や貿易業者に対して、ロシアからの輸入代金支払いに中国人民元を使わないよう働きかけているとの報道もある<sup>(27)</sup>。

サウジアラビアはドルに対するリヤルのペッグ制を終わらせなければならないし、サウジアラビアが輸出する原油は通常ドル建てで請求される。

ロシアは2014年のクリミア進行に伴うロシアへの制裁後、外貨準備に占めるドル準備をすでに顕著に引き下げている。

香港はカレンシーボード制を採用し、香港ドルをドルにペッグさせているため、現状の通貨制度のままで外貨準備をドルから多様化させることは困難である。

(25) 東南アジアの新興市場諸国は、中国との経済的な結びつきが強い一方、中国と南シナ海で領有権紛争を抱えており、米国との軍事的・外交的なつながりも強い。Weiss (2022) p. 16。元出は Lin et al., (2020)。

(26) Weiss (2022), pp. 12-13。

(27) 貿易決済ではUAEディルハムを使うよう勧めている。2023年3月14日ロイター「インド政府、貿易決済に人民元を使わないよう要請＝消息筋」

ブラジルは輸出入ともに中国が最大の貿易相手国となっている。中国との貿易拡大を背景に人民元建て貿易が増加したが、外貨準備に占めるドルは80%前後、ユーロと人民元が5%前後となっている<sup>(28)</sup>。依然、為替レート介入はドルで行われており、ドル準備は必要とする。

このように、短期的には地政学的考慮からこれ以上準備通貨としてのドルから離れる傾向はあまりないとみることができる。

## 5. 金準備の増加と制裁リスクの影響

近年、準備資産としての金の蓄積は増加していると推計される。WGCによると、中央銀行による金の購入は、2024年に1045トンと、過

去最高の2022年の1082トンに続き、3年連続高い水準が続いた<sup>(29)</sup>(図8参照)。

また2024年10月31日に金価格が1トロイオンス当たり2790ドルの史上最高値となったこともあり、外貨と金を含む外貨準備高全体に占める金のシェアは、2024年末に20%と、米ドルに次いで第2位の準備資産となり、16%のユーロのシェアを上回った<sup>(30)</sup>。

金は輸送、保管に費用が掛かり、取引で使用するにも費用がかかる。一方で金自体に価値があり、インフレに抵抗できる。また、過去20年間のリターンはS&P500指数をわずかに下回る程度で、金を担保としたETFも台頭している<sup>(31)</sup>。金は不確実性が高くリターンが低いとき、また金融制裁の可能性がある場合、安全

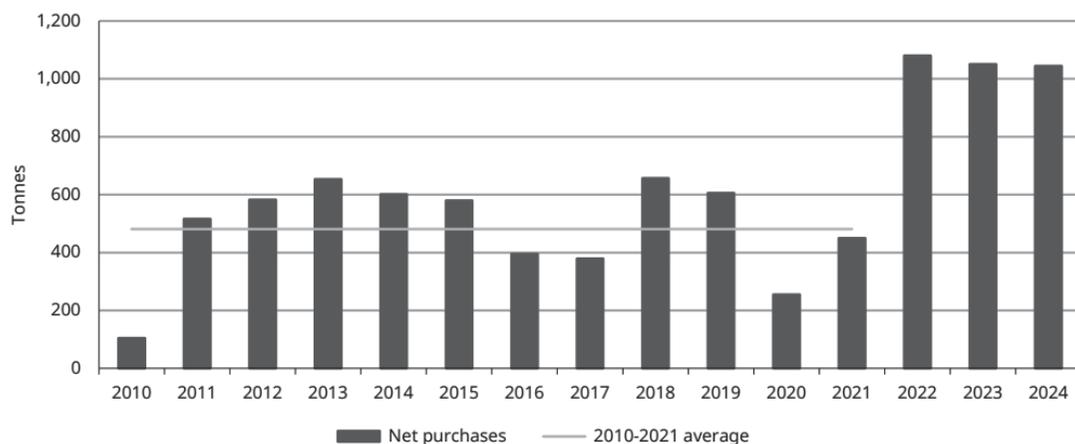


図8 中央銀行の年間純購入量 (トン)

出典：World Gold Council (2025) figure 9を転載。

元出：Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council

元注：2024年12月31日までのデータ。

(28) 2023年時点。2024年3月28日付ロイター「ブラジル中銀外貨準備、ドルの比率が9年ぶり低水準に」

(29) 2023年は1037トン。

(30) ECB (2025) 図7より。なお、金価格はその後も上昇を続け、2025年10月に1トロイオンス当たり4000ドルを突破した。

(31) Paulus, Torres, Kaushik, Tsui and Cheung (2025) p. 26。

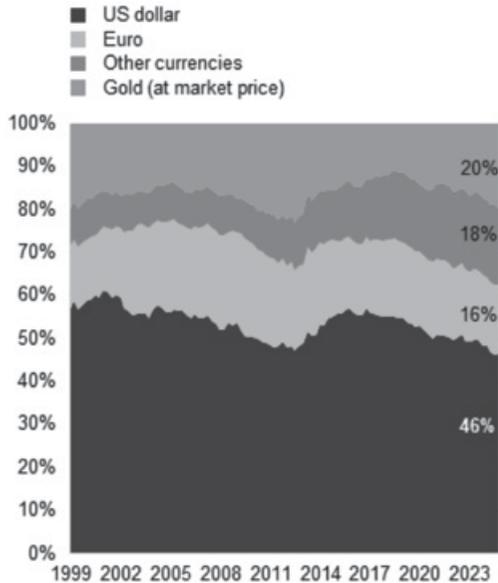


図9 世界の外貨準備高の構成 (2024年Q4, %) 出典: ECB (2025) Box1 図7を転載。元出: IMF, WGC, ECBスタッフによる算出。元注: 最新データは2024年第4四半期のもの。金準備高と公式外貨準備高の通貨構成は、対象国が異なる。

で望ましい準備資産とみなされる<sup>(32)</sup>。2節で取り上げた外貨準備の通貨構成多様化は、先進国・新興市場国ともに見られたが、金への積極的な分散はもっぱら新興市場国で生じた。新興市場国では2008年の世界金融危機以降、金準備が増加傾向にある。これは、金融危機後に主要通貨の金利が下落したことに加え、世界経済の不確実性、制裁リスク、地政学的出来事によって説明されるとの見方もある<sup>(33)</sup>。

今後の金保有に対する中央銀行の見方は、2024年のWGCのサーベイによると今後12カ月間で金保有が増加すると回答した中央銀行は2024年に81%で、2022年から増えるとの回答の

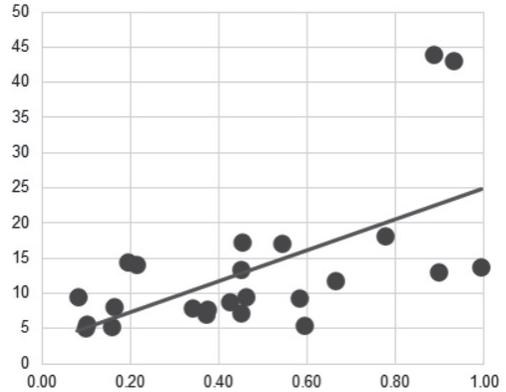


図10 地政学的な連携と2021年以降に金への投資が積極的な国との相関関係

出典: Brügggen, Habib, Gomis and Vallin (2025) 図C b)を転載。

元出: ワールド・ゴールド・カウンシル, FRED, セントルイス連邦準備銀行, 世界制裁データベース, SIPRI 武器移転データベース, 国連, IMF, ECBスタッフによる算出。

元注: X軸は2022年の地政学的連携指数で、値が高いほど、その国は地政学的に米国よりも中国・ロシアに近いことを示す。Y軸は2021年第4四半期から2024年第4四半期までの金のシェアの%ポイント変化。金への投資が積極的な国は、外貨準備に占める金の割合が各国平均の変化率を上回る増加を示した国。

割合が上昇している。今後も金準備が増えると予想する中央銀行が多い。今後12カ月間で金保有を増やす計画がある中央銀行は29%と、2018年の調査開始以来最も高い水準となった<sup>(34)</sup>。先進国と新興国途上国ではこの割合に顕著な差があり、金保有を増やす計画があるとの回答は、先進国で約13%、新興国途上国は約38%と高い。さらに今後5年で準備に占める金のシェアが上昇するかについて、69%が上昇すると回答した。先進国で2023年の38%から上昇して57%となったのに対し、新興国途上国は75%と

<sup>(32)</sup> Arslanalp, Eichengreen, and Simpson-Bell (2023) p. 26.

<sup>(33)</sup> Arslanalp, Eichengreen, and Simpson-Bell (2023) p. 4.

<sup>(34)</sup> WGC (2024) p. 1. 調査は2024年2月19日から4月30日まで実施され、回答を得た中央銀行は70行、先進国が34%、新興国・途上国が66%であった。

高い。さらに地政学的連携と金保有が増加した国の相関関係を示す図10に見られるように、地政学的環境が金保有の動機となっていることを示唆する研究もある<sup>(35)</sup>。

ただし2009年以降の金の保有増加はロシアと中国で増加量の半分を超える。金保有が増加した国にはユーラシア経済連合のキルギス、ウズベキスタン<sup>(36)</sup>に加え、ロシアの友好国（インド）や米国などから制裁を受ける国<sup>(37)</sup>（トルコ、エジプト、カタール、UAE、イラク）に加え、ウクライナに近接する中東欧のポーランド、チェコ、ハンガリー<sup>(38)</sup>といった制裁や地政学的不安定性の影響も考えられる国もある。一方で表3に示したように、タイやメキシコ、シンガポールのようにそれ以外の要因であろう国もある。このように、金準備の増加に関して、地政学的な環境の変化に影響を受けた中央銀行の行動もあるが、金準備増加全体を地政学で説明できるわけではない。

## 終わりに

本稿では、世界の外貨準備の構成に地政学的環境の変化が与える影響を取り上げた。近年のロシアによるウクライナ侵攻に伴い、準備通貨

表3 金保有増加国（2009年第1四半期と2024年第1四半期の比較）

	増加量（トン）
ロシア	1800.9
中国	1662.5
インド	464.3
トルコ	454.2
ポーランド	255.8
カザフスタン	238.6
タイ	150.5
イラク	139.8
メキシコ	114.9
シンガポール	109.2
アゼルバイジャン	104.8
ブラジル	96.0
ハンガリー	91.4
韓国	90.1
カタール	90.1
日本	80.8
UAE	75.0
BIS	54.9
ヨルダン	53.9
エジプト	50.8

出典：WGC, Quarterly times series on World Official Gold Reserves 2024 より作成。

注：アゼルバイジャンは、アゼルバイジャン国家石油基金（SOFAZ）の値。

としてのドルの地位が低下するとの懸念がみられた。しかし外貨準備に占めるドルのシェア低下は最近に限ったものではなく、過去20年にわたり続くものである。ドルのシェア低下に伴い増加した通貨は人民元ではなく、豪ドル、加

<sup>(35)</sup> Brügggen, Habib, Gomis and Vallin (2025)

<sup>(36)</sup> ユーラシア経済連合（EAEU）はロシア、ベラルーシ、カザフスタン、アルメニア、キルギス。ロシア、ベラルーシ、カザフスタン、アルメニア、キルギスで2014年に設立。2018年にモルドバ、2020年にウズベキスタン、2024年にキューバがオブザーバーとなった。

<sup>(37)</sup> トルコは米国人牧師拘束で米国から2018年に制裁を受け、東地中海沖ガス田採掘でEUから2019年に制裁を受けた。エジプトは2019年にロシア製戦闘機の購入で制裁発動を米国から警告された。カタールは2017年から21年にサウジアラビアなどから渡航・経済禁輸措置の対象となり、UAEの企業は米国から制裁を受けた。イラクの前政権高官も米国から金融資産の凍結をうけた。ハンガリーも2022年末にEUからの補助金を凍結された。

<sup>(38)</sup> 中央銀行のうち、2024年の金購入が最大であったのは、ポーランド国立銀行であった。また2021年3月以来初めて金準備を増加させたハンガリー中央銀行は、金購入の主な理由として、経済の不確実性の高まりをあげた。World Gold Council (2025), p. 15。

ドル、スイス・フランといった非伝統的準備通貨であった。

人民元を除く非伝統的準備通貨が増加した要因としては、これら通貨のドルに対する価値が維持される信頼があることや、多くの中央銀行の準備金運用でリターンの追及に積極的になったこと、2022年以降のドル高に際し、通貨の減価を防ぐための為替介入でドル資産が売却されたといった経済的な要因がある。

地政学的な要因から準備通貨の構成が変更された可能性は、実際には大きくはない。地政学的環境の変化が準備通貨としてのドルのシェア低下につながる要因として、米国との政治的・軍事的関係が深い国がドルを準備通貨として保有していたということがある。また、米国と地政学的距離が遠い国は信頼できる国内通貨を持たない新興国・途上国であることが多く、外貨準備保有額が低く最も流動性の高いドルから分散する余裕はない。さらに外貨準備保有上位国をみてもドル離れの傾向は短期的には見られない。

近年、準備資産としての金の蓄積は増加していると推計され、ドルに次ぐ第2位の準備資産となった。今後、金準備を増やす計画を持つ中央銀行は新興市場国に多い。また、金への投資を積極的に増やしている国と地政学的な連携の相関関係が見られる。このように、金準備の増加には制裁リスクや地政学的な不安定性が影響していると予想できる。ただし、金保有増加が地政学的環境の変化で説明できる中央銀行は限られている。

このように世界の外貨準備構成でドルのシェア低下や金保有の増加がみられるが、地政学的環境の変化が世界の外貨準備構成に与えている影響は限定的である。

#### 参考文献

Arslanalp, Serkan, Barry Eichengreen, and Chima

Simpson-Bell (2022) *The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies*. WP/22/58 IMF Working Papers.

Arslanalp, Serkan, Barry Eichengreen, and Chima Simpson-Bell (2023) *Gold as International Reserves: A Barbarous Relic No More?* WP/23/14 IMF Working Papers.

Arslanalp, Serkan and Barry Eichengreen, Chima Simpson-Bell (2024) *Dollar Dominance in the International Reserve System: An Update*. June 11, 2024 IMF.

Bertaut, Carol, Bastian von Beschwitz and Stephanie Curcuru (2021) *The International Role of the U.S. Dollar*. Fed FEDS Notes.

von Beschwitz, Bastian (2024). *Internationalization of the Chinese renminbi: progress so far and outlook*, FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, August 30, 2024, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3592>.

den Besten, Tamar, Paola Di Casola and Maurizio Michael Habib (2023) *Special Features A Geopolitical fragmentation risks and international currencies*. in ECB (2023) *Review of the international role of euro*.

Brüggen, Anja, Maurizio Michael Habib, Roger Gomis and Alessandro Vallin (2025) *Box 1 Gold demand: the role of the official sector and geopolitics*. in ECB (2025) *The international role of the euro*, June 2025.

Chahrour, Rosen and Ryan Valchev (2024) *The Dollar in an Era of International Retrenchment*. IMF Working paper. June 13, 2024.

Chinn, Menzie D., Jeffrey A. Frankel and Hiro Ito (2024) *The Dollar versus the Euro as International Reserve Currencies*. Faculty Research Working Paper Series March 2024 RWP23-005. Harvard Kennedy School.

Douglass, Patrick, Linda S. Goldberg and Oliver Z. Hannaoui (2024) *Taking Stock: Dollar Assets, Gold, and Official Foreign Exchange Reserves*. Liberty Street Economics, Federal Reserve

- Bank of New York May 29, 2024.
- ECB (2023) Review of the international role of euro.
- ECB (2025) Review of the international role of euro.
- Eichengreen, B, A Mehl and L Chitu (2017), “Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice”, NBER Working Paper 24145.
- Eichengreen, Barry, Arnaud J. Mehl and Livia Chitu (2018) Mars or Mercury? The Geopolitics of International Currency Choice. VoxEU CEPR.
- Eichengreen, Barry (2023) Is de-dollarisation happening? VoxEU CEPR.
- Goldberg, Linda S. and Oliver Hannaoui (2024) Drivers of Dollar Share in Foreign Exchange Reserves. Staff Reports No. 1087. Federal Reserve Bank of New York.
- Koosakul, Jakree and Longmei Zhang and Maryam Zia (2024) Geopolitical Proximity and the Use of Global Currencies. IMF Working Paper No. 24/189.
- Lin, Bonny, Michael S. Chase, Jonah Blank, Cortez A. Cooper III, Derek Grossman, Scott W. Harold, Jennifer D.P. Moroney, Lyle J. Morris, Logan Ma, Paul Orner, Alice Shih, and Soo Kim. (2020). “Regional Responses to U.S.-China Competition in the Indo-Pacific: Study Overview and Conclusions,” RAND Corporation Report.
- McCaughey, Robert N., Menzie David Chinn and Hiro Ito (2024) The Russian sanctions and dollar foreign exchange reserves. 29 Jul 2024 VoxEU CEPR.
- Nölke, Andreas (2022) The weaponization of global payment infrastructures: A strategic dilemma. SAFE White Paper No. 89 | June 2022.
- Paulus, Michael, Alberto Torres, Sunil Kaushik, Natalie Tsui and Tobias Cheung (2025) The Changing Role of Gold in Central Bank Reserve Management. In CITI 2025 Public Sector Perspectives.
- Setser, Brad W. (2023a) How to Hide Your Foreign Exchange Reserves-A User’s Guide A deep dive into the techniques China used to hide its foreign exchange reserves over the last twenty years. Council on Foreign Relations. June 29, 2023.
- Setser, Brad W. (2023b) China Isn’t Shifting Away From the Dollar or Dollar Bonds. Council on Foreign Relations. Council on Foreign Relations. October 3, 2023.
- Weiss, Colin (2022). “Geopolitics and the U.S. Dollar’s Future as a Reserve Currency, ” International Finance Discussion Papers 1359. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/IFDP.2022.1359>.
- Weiss, Colin R. (2023). “Financial Flows to the United States in 2022: Was There Fragmentation?,” FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, August 04, 2023, <https://doi.org/10.17016/2380-7172.3322>.
- World Gold Council (2024) Central Bank Gold Reserves Survey, June 2024.
- World Gold Council (2025) Gold Demand Trends: 2024.
- サーカン・アースランアルプ, バリー・アイケングリー, チャー・シンプソンベル (2022年) 「ドルの優位性と非伝統的な準備通貨の台頭」 IMF BLOG 2022年6月6日
- インベスコ (2024年) 「グローバル・ソブリン・アセット・マネジメント・スタディ」

### 参考ウェブサイト

- FRB Data Download Program  
<https://www.federalreserve.gov/datadownload/default.htm>
- IMF, COFER  
<https://data.imf.org/en/datasets/IMF.STA:COFER>
- OMFIF (the Official Monetary and Financial Institutions Forum)  
<https://www.omfif.org/>
- Swiss National Bank  
<https://data.snb.ch/en/topics/ziredev/cube/devkua>
- World Gold Council, Gold Hub  
<https://www.gold.org/goldhub/data>
- 日本経済新聞  
<https://www.nikkei.com/>

## Sanctions against Russia and Selection of Reserve Currency

Tomomi Saito

## Abstract

This paper examines the impact of changes in the geopolitical environment on the composition of global foreign exchange reserves. Following Russia's recent invasion of Ukraine, concerns have emerged that the dollar's status as a reserve currency may decline. However, the decline in the dollar's share of foreign exchange reserves is not a recent phenomenon; it has been ongoing for the past 20 years.

The likelihood that geopolitical factors have altered the composition of reserve currencies is not significant. One factor that may prevent changes in the geopolitical environment from leading to a decline in the dollar's share as a reserve currency is that countries with close political and military ties to the United States hold the dollar as a reserve currency. Furthermore, countries geopolitically distant from the United States are often emerging and developing countries without reliable domestic currencies, and therefore have low foreign exchange reserves and little room to diversify away from the dollar, the most liquid currency. Furthermore, even among countries with the largest foreign exchange reserves, there is no short-term trend toward a shift away from the dollar.

Gold reserves are estimated to have increased in recent years, becoming the second-largest reserve asset after the dollar. Many central banks in emerging markets plan to increase their gold reserves in the future. Furthermore, a correlation has been observed between countries that have actively increased their gold investments and geopolitical ties. As such, it is likely that sanctions risks and geopolitical instability are influencing increases in gold reserves. However, only a limited number of central banks can explain the increase in gold holdings by changes in the geopolitical environment.

While the dollar's share of the global foreign exchange reserves has declined and gold holdings have increased, the impact of changes in the geopolitical environment on the composition of global foreign exchange reserves is limited.