

## 経済レポート

## 悪化する邦銀の外貨調達環境

### 国内の投資機会の創出と極端にフラットなイールドカーブの是正が必要

調査部 主席研究員 廉了

足元、邦銀の外貨調達環境が悪化している。邦銀がドル調達において活用する外貨スワップ取引における上乗せ分となるベーススワップの推移を見ると、2014年半ば以降上昇し、直近では100bp近くに達している。この水準は過去最高水準であり、こうした事態を憂慮する声が近年強まっている。

外貨調達コスト上昇の背景は下記の4点

**日本企業の旺盛な外貨資金需要**: 近年日本企業による海外進出が活発化し、海外企業の買収が目立つ。また、邦銀においても、海外での外貨貸出を積極的に取り組んだ結果、海外貸出残高が増加している。日本の一般事業法人のみならず、邦銀についても、外貨資金需要が旺盛だったことが、外貨調達コストを上昇させる要因として働いたと思われる。

**長期間に渡る低金利政策・量的緩和政策によるイールドカーブのフラット化に伴う国内投資機会の喪失**: 日本では、早い時期に低金利政策や量的緩和政策が導入され、今日に至るまで長期間続けられているため、イールドカーブは世界でも異例なぐらいフラット化が進んだ。この結果、銀行のみならず保険や年金といった機関投資家は、国内での投資利回りの確保が難しくなっている。

**米MMFへの新規制導入**: 米証券取引委員会(SEC)はMMFに関する新たな規則を導入したが、MMFの基準価額への変動制導入と、解約手数料の賦課・解約制限の設定の影響が大きく、当該規制の対象となったプライムMMFと非課税MMFから規制対象外である政府債MMFへの大量シフトが発生している。特に、プライムMMFは、運用先の約8割が銀行発行のCD・CPであり、邦銀のドル資金調達にとって重要なルートである。従って、今回のMMFの新規制導入は、邦銀のドル調達ルートを細めている。

**国際金融規制**: バーゼル3や欧米諸国独自の規制がこれまで導入されているが、基本的には、自己資本規制・流動性規制強化、デリバティブズ規制強化を通じてリスクをとりにくくしている。つまり、米銀等は総与信を増大させにくくなり、海外にドル資金を供給しにくくなっている。

2016年に入り、米国の中長期金利が著しく低下している。特に長期金利の低下が著しく、中長期のスプレッドが著しく縮小しているため、中期での調達が多い通貨スワップで調達した場合の採算確保が難しい状況である。同様に、格付け別のスプレッドを見ると、AAA格、BBB格やハイイールドのスプレッドがすべて急速に低下している。調達コストの上昇に見合うだけの運用利回りの確保は、リスクをとったとしても難しい環境にある。

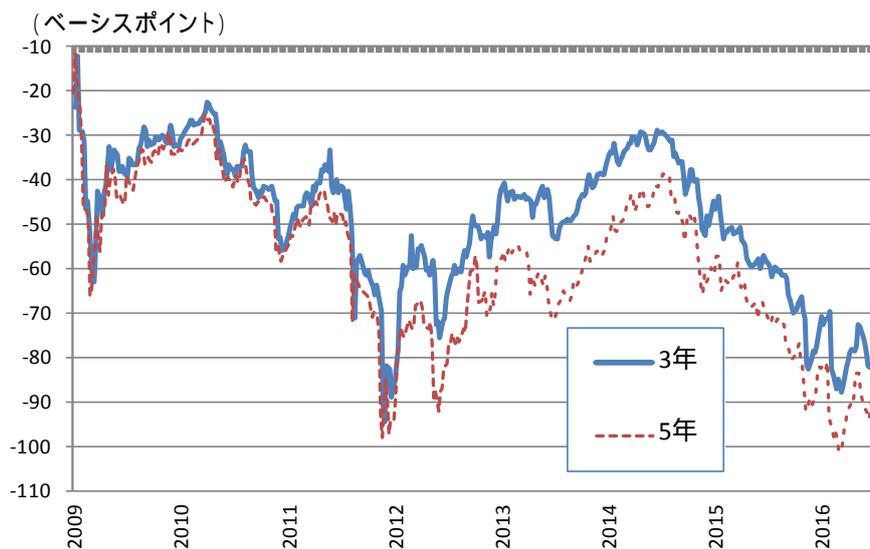
ドル市場での運用利回りの確保が難しい中での調達コストの上昇は邦銀にとっては痛手である。通貨スワップでの調達コストは、規制など構造的要因も働いており簡単には低下しないため、ドル市場での収益環境の悪化した状態はしばらく続こう。

こうした事態を解消するためには、経済対策により国内投資機会を創出し、過剰な外貨需要を引き下げること、マイナス金利の深堀を回避しつつ、限界を迎えつつある量的緩和政策の若干の縮小により、極端なイールドカーブのフラット化を是正すること、は外貨調達コストの低下に寄与しよう。

## 1. 上昇する邦銀の外貨調達コスト

足元、邦銀の外貨調達環境が悪化している。邦銀がドル調達において活用する外貨スワップ取引における上乘せ分となるベーススワップ（マイナス幅が拡大すれば、上乘せ幅拡大）の推移を見ると、2014年半ば以降上昇し、直近では100bp近くに達している。この水準は過去最高レベルであり、こうした事態を憂慮する声が近年強まっている（図表1）。そこで本稿では、近年の外貨調達コスト上昇の背景と対応策について考察した。

図表1. ドル円ベーススワップの推移



(出所) Bloomberg

## 2. 外貨調達コスト上昇の背景

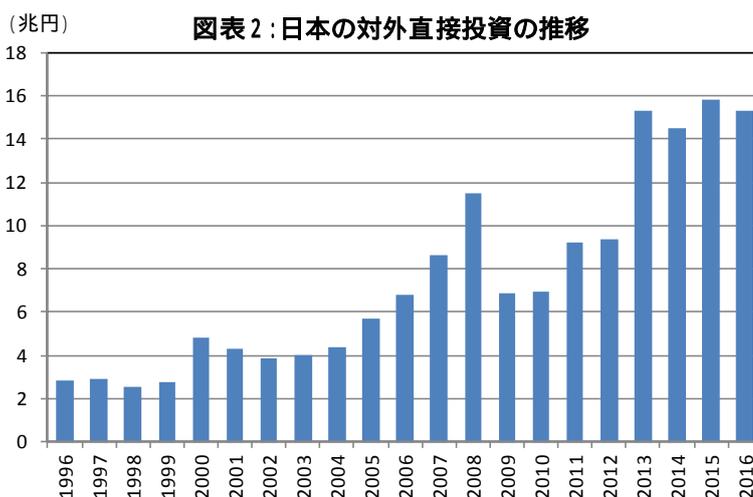
### (1) 日本企業の旺盛な外貨資金需要

近年日本企業による海外進出が活発化し、海外企業の買収が目立つ。2013年以降、日本の対外直接投資が急増し、14-16兆円という高い水準の投資が続いており（図表2）、その結果、外貨需要が高まっている。

また、邦銀においても、国内の投資機会が乏しいことや金利水準が低いこともあり、海外での外貨貸出を積極的に取り組んだ結果、海外貸出残高が増加している。地域的には近年米国向けの増加が目立つ（図表3）。

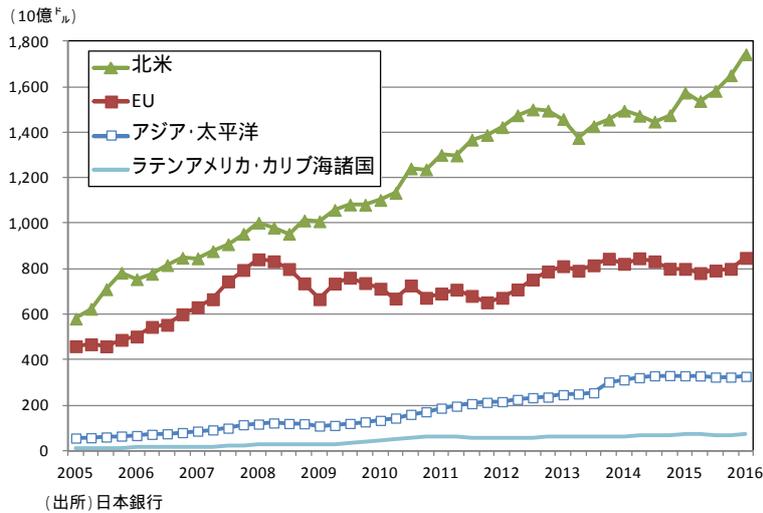
一方、2015年頃から、中国株の暴落も加わり、新興国の景気減速や新興国からの資本流出が目立つ。また、欧州についても南欧諸国を中心に景気が低迷し、金融システム不安が燻り続け、足元では、英国がEUを離脱するという問題が出てきている。その結果、相対的に景気が堅調だったことやドル高なども手伝って、邦銀の米国への投資が伸びたと思われる。

以上のように、日本の一般事業法人のみならず、邦銀についても、外貨資金需要が旺盛だったことが、外貨調達コストを上昇させる要因として働いたと思われる。



(出所) 財務省

図表3：邦銀の地域別対外与信の推移

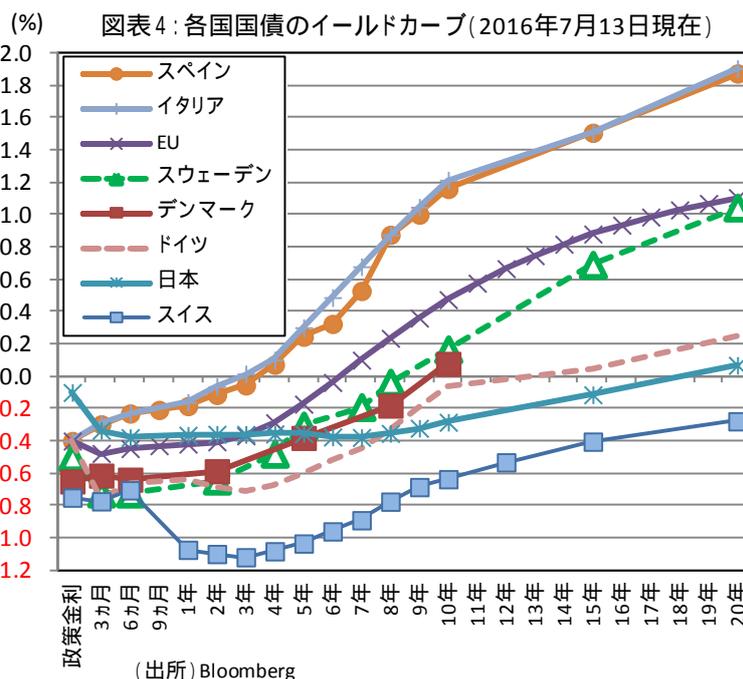


(2) 長期間に渡る低金利政策・量的緩和政策・・・イールドカーブのフラット化による投資機会の喪失

日本において、事実上のゼロ金利政策と言われる無担保コール翌日物金利を0.15%へ誘導する政策を決定したのが1999年2月と早く、以降マイナス金利政策が導入されるまで長期間に渡りゼロ金利政策がとられた。また、主に長期金利の低下(=イールドカーブのフラット化)を狙い、2001年3月に量的緩和政策が導入された。黒田総裁就任後は、量的・質的金融緩和政策、マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策と次々に異次元の金融緩和策が導入され、今日に至っている。

以上のように、日本では、早い時期に低金利政策や量的緩和政策が導入され、今日に至るまで長期間続けられているため、イールドカーブは世界でも異例なぐらいフラット化が進み、足元では、15年物の国債利回りもマイナスとなっている(図表4)。この結果、銀行のみならず保険や年金といった機関投資家は、国内での投資利回りの確保が難しくなっている。

このようにイールドカーブのフラット化が極端に進んだことに加え、マイナス金利が導入されたため、特に金融機関は国内の投資機会が乏しくなり、海外投融資を活発化させることとなったと思われる。



(3) 米国MMFへの新規制導入…邦銀のドル資金調達ルートが細る結果に。

米国MMFは、従来基準価額（NAV）の算出方法を一律1ドルの固定制としており、投資家はいつでも解約したいときに投資額と同額を引き出すことが保証されていた。そのため運用対象は、格付けも高く、短期で、価格変動の小さい債券（国債や政府保証債、格付けの高い企業のCPなど）であり、固定制を前提として、機関投資家の資金が集まった。しかし2008年、一部のMMFがリーマン・ブラザーズ発行のCPを大量に保有していたため、ファンドの基準価額が1ドルを割り込むという「元本割れ」に陥り、MMFの金融危機時の構造的な脆弱性を露呈した。そこで、米証券取引委員会（SEC）はMMFに関する新たな規則を2014年7月に発表した。ただし、完全遵守期限は2016年10月14日である。

MMFの新規制の概要は以下の通りで、大量資金流出の回避措置が盛り込まれている。中でも、プライムMMFと非課税MMFの機関投資家向けに対し、  
を導入した影響は大きい（図表5）。

基準価額（NAV）への変動制導入：従来、1株当たり1ドルに固定NAVから市場価格の変動を反映した変動NAVへ移行。対象は、機関投資家向けのプライムMMFと非課税MMFのみで、個人投資家向けのプライムMMFと非課税MMF、政府債MMFは従来の固定NAVを維持。

解約手数料の賦課、解約制限期間の設定：米国債を中心とする1週間以内で換金可能な証券が一定水準を下回った場合、解約に伴う手数料を賦課する他、一定期間解約が制限される。規制対象はプライムMMF及び非課税MMFで政府債MMFは対象外。

既存の規制の厳格化：分散投資、情報開示、報告義務、ストレステスト実施等。全てのMMFが対象。

図表5：米MMFの新規制

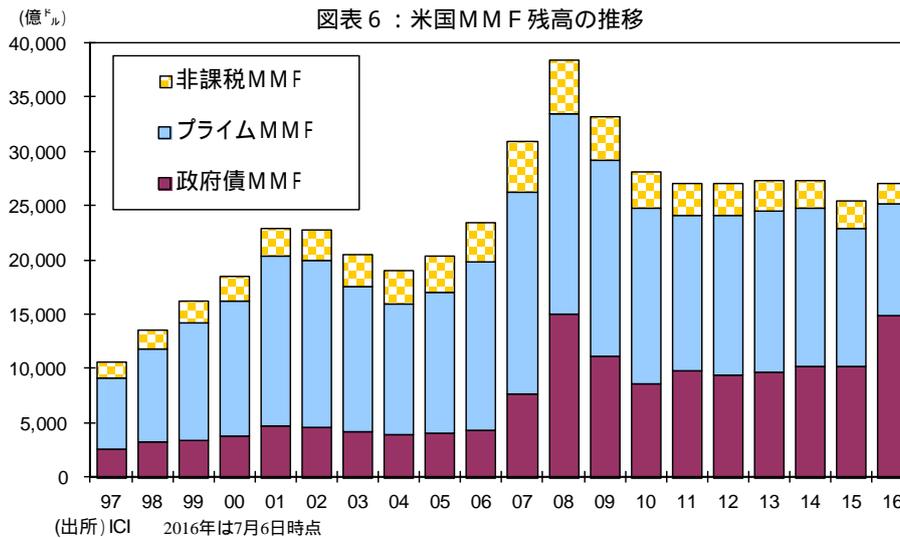
分類名		定義	変動NAV導入	解約手数料	規制厳格化
政府債MMF	個人投資家向け	米国債、米政府機関債、国債担保レボ等が	固定	対象外	対象
	機関投資家向け	組入れ証券の99.5%以上を占める	固定	対象外	対象
プライムMMF	個人投資家向け	金融機関や民間企業の発行するCP・CD	固定	対象	対象
	機関投資家向け	等を主に組入れ。	変動	対象	対象
非課税MMF	個人投資家向け	短期地方債等を中心に組入れ	固定	対象	対象
	機関投資家向け		変動	対象	対象

注) 個人投資家向け…個人投資家に限定するような運用方針や手順で運営されているMMF

(出所) SEC資料より作成

の規制が導入されたプライムMMFや非課税MMFは、投資基準を満たさない機関投資家が多い。また個人投資家も の規制を避けようとしている。従って実際、2016年10月14日の完全遵守を控え、機関投資家・個人投資家ともにプライムMMF・非課税MMFから の規制対象外である政府債MMFへの大量シフトが発生している（図表6）。

特に、プライムMMFについては、運用先の約8割が銀行発行のCD・CPであり、邦銀や欧銀のドル資金調達にとって重要なルートである。従って、今回のMMFの新規制導入は、邦銀のドル調達ルートを細め、外貨預金や通貨スワップ調達への依存度を高める結果となっており、外貨調達コストを高める事態をまねく要因として働いていると思われる。



#### (4) 国際金融規制

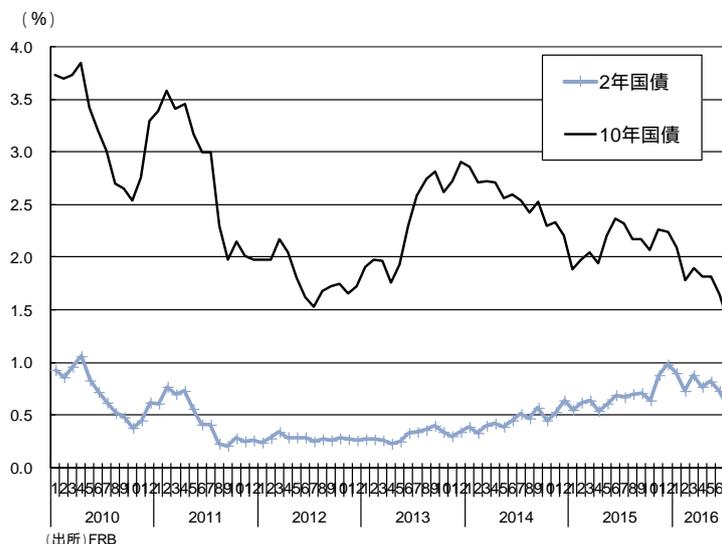
バーゼル3や欧米諸国独自の規制がこれまで導入されているが、基本的には、自己資本規制・流動性規制強化、デリバティブズ規制強化を通じてリスクをとりにくくしている。つまり、オンバランスのみならずオフバランスについても規制強化対象となっているため、米銀等は総与信(エクスポージャー)を増大させにくくなり、海外にドル資金を供給しにくくなっている。その結果、邦銀のドル資金調達コストが膨らんでいると考えられる。

### 3. 運用環境の悪化

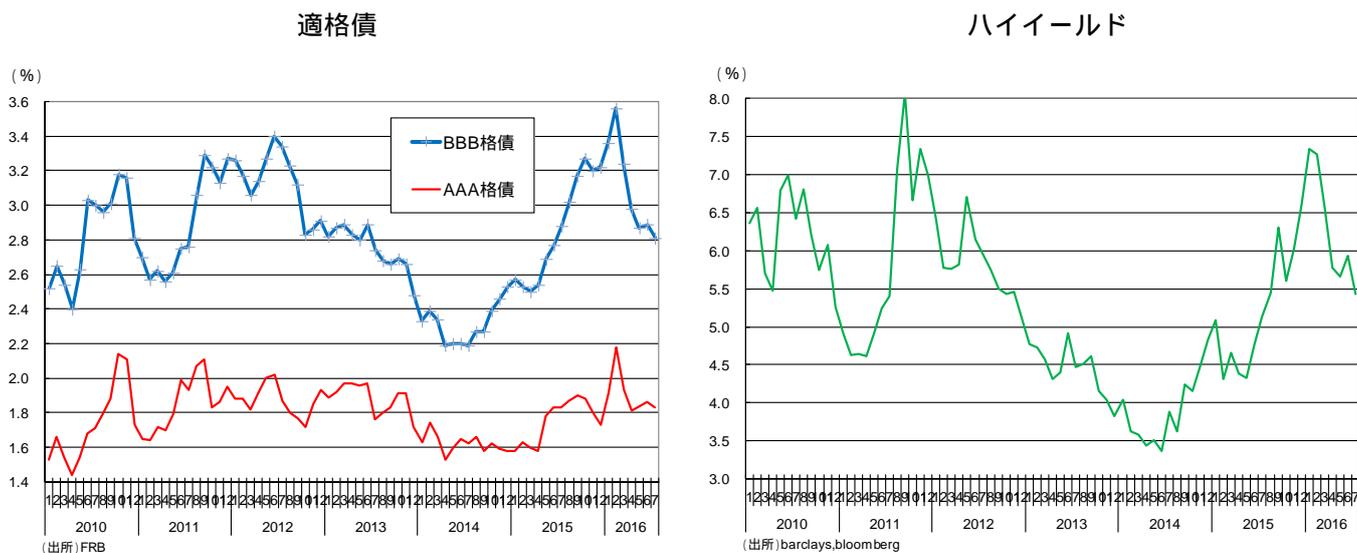
2016年に入り、米国の利上げペースアップが期待されたが、英国のEU離脱等の海外市場の混乱もあり、当初見込まれていた利上げが難しくなっている。その結果、米国の中長期金利が著しく低下している。特に長期金利の低下が著しく、中長期のスプレッドが著しく縮小しているため、中期での調達が多い通貨スワップで調達した場合の採算確保が難しい状況である(図表7)。また、米国の長期金利が長い時間軸で見ると、長期金利の水準自身が低下傾向にあり、今後絶対的な高い運用利回りも期待しにくい。

同様に、格付け別のスプレッドを見ると、AAA格、BBB格やハイイールドのスプレッドがすべて急速に低下している(図表8)。調達コストの上昇に見合うだけの運用利回りの確保は、リスクをとったとしても難しい環境にある。

図表7：米国の中長期金利の推移



図表8：米国の格付け別スプレッドの推移



#### 4 国内の投資機会の創出と極端にフラットなイールドカーブの是正が外貨調達コスト低下に有効

以上のように、ドル市場での運用利回りの確保が難しい中での調達コストの上昇は邦銀にとっては痛手である。通貨スワップでの調達コストは、規制など構造的要因も働いており簡単には低下しないため、ドル市場での収益環境の悪化した状態はしばらく続こう。

こうした事態を解消するためには、経済対策により国内投資機会を創出し、過剰な外貨需要を引き下げること、マイナス金利の深堀を回避しつつ、限界を迎えつつある量的緩和政策の若干の縮小により、極端なイールドカーブのフラット化を是正すること、は外貨調達コストの低下に寄与しよう。

##### - ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。