

円キャリートレードの巻き戻しは続くか

～今後のリスクは米国景気の下振れと日銀の利上げ～

<要旨>

株式市場では、2月27日の中国株価急落をきっかけに世界の株価が大幅に下落し、外国為替市場では円相場が急上昇した。今回の世界的な株価下落は、投資家のリスクテイク行動を抑制するとともに、そうした行動の一つである円キャリートレードに影響を与え、円キャリートレードの巻き戻しが顕在化した。国際金融市場の混乱を受けて、円キャリートレードの巻き戻しが今後も続くかどうかに関心が高まっている。

そもそも円キャリートレードとは低金利通貨である円で資金を調達し、高金利の通貨に投資して運用する為替取引と言われる。もっとも、グローバルな投資家（ヘッジファンドなど）は直接、円を借り入れる必要はなく、スワップ市場における取引（直先スワップ取引）を通じて実質的に金利の高い外貨資産で運用することができる。これまで、日本と海外との金利差の拡大や為替相場の安定を背景に、先物の円売り・ドル買いが増加してきたが、今回の世界的な株価下落を背景にリスク回避的な傾向が急速に強まり、円キャリートレードの巻き戻しが進んだとみられる。

円キャリートレードの今後の見通しについては、巻き戻しが一段と進む可能性は低いとみられる（メインシナリオ）。その理由としては、日本と他の先進諸国との金利差が依然として大きいこと、日本よりも金利の高い国で追加利上げの可能性があり、日本と海外の金利差が一方向的に縮小していくわけではないこと、などがあげられる。

円キャリートレードの巻き戻しが加速するリスクシナリオとして2つの要因が注目される。第1は、米国の景気・株価の下振れリスクである。米国ではインフレ懸念が残存しているなかでFRBが利下げに踏み切る可能性は低い。しかし、設備投資の下振れや住宅市場の回復の遅れが一段と顕著になれば、米国株価が下落し、利下げの可能性も高まる。米国株価が下落すればリスクテイク行動（キャリートレードを含む）が抑制されることで、円高・ドル安圧力が強まることが考えられる。

第2は、日銀が利上げを急ぐリスクである。過去の例をみると、日銀の金融緩和は日本や米国の株価を押し上げるとともに、円安をもたらす効果があった。しかし逆に日銀が利上げすれば、日本株価や米国株価に下落圧力がかかる可能性は無視できない。試算によれば、2月の日銀の利上げは当面、日米株価に下押し圧力が残存する可能性がある。



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問い合わせ先】調査部 海外経済班

西垣(hideki.nishigaki@murc.jp)

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

1. 国際金融市場の混乱

(1) 世界的な株価急落と円相場の急上昇

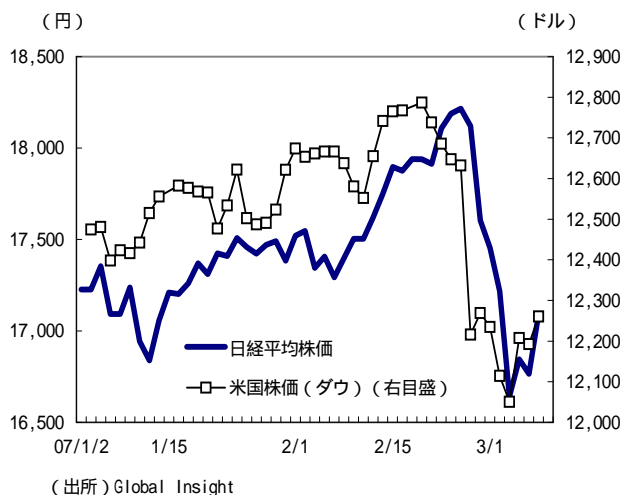
2月27日の中国及び米国の株価の急落を契機に世界的に株価が下落し、国際金融市場が混乱した。一方、外国為替市場では円高が急速に進行した(図表1、2)。

中国株価(上海総合指数)は、昨年1年間で2.3倍にまで上昇し、バブル的な色彩を強めていたが、今年に入ってから過熱感が一段と強まるなか、1、2月には乱高下していた。そして、2月27日には、当局がキャピタルゲイン課税の強化など規制を強めるのではないかという観測から、中国の個人投資家による株式売却の動きが加速した。この結果、上海総合指数は前日比で8.8%も下落した。中国株価はその後、当局が規制強化の可能性を否定したことから回復した。

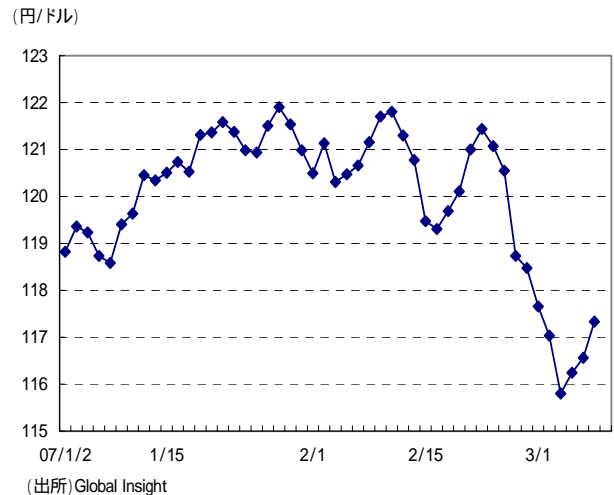
一方、同日の米国株価も前日比416.02ドル下落し、史上7番目の下げ幅を記録したが、中国株価の急落が米国株価の大幅安の主因だとは考えにくい。米国の対中株式投資は2006年でネット52億ドルにすぎないからである。今回の米国株価の下落は、基本的には米国要因、つまり、景気の下振れ懸念が急速に強まったことにある。具体的には、グリーンスパン前議長が景気後退の可能性を示唆したこと、1月の耐久財受注の実績(前月比7.8%減)が事前予想を大幅に下回ったこと、(信用度が低い借り手に対する)サブプライムの住宅ローンの不良化問題、地政学的リスクの高まりなどがある。このように悪い材料が重なったことで米国株価が急落し、その影響は世界の株価に波及した(図表3)。

世界的な株価急落は、グローバルな投資家の損失を拡大させるとともにリスクテイク余力を低下させることで、キャリートレードの巻き戻しにつながった。外国為替市場では、中国をはじめ世界的な株価下落を契機に円高が急速に進行した(図表4)。円高の急速な進行は企業利益の下振れ懸念を強め、日本株価の下落圧力を大きくした。

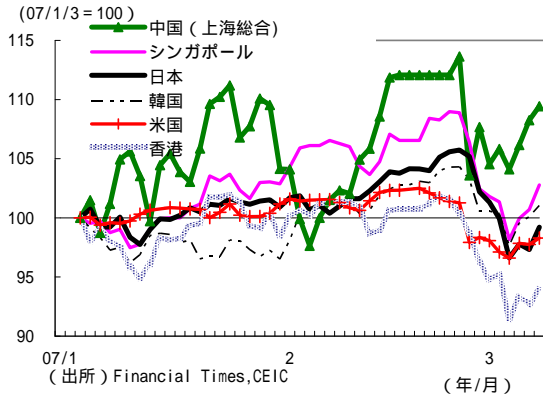
図表1 日米の株価



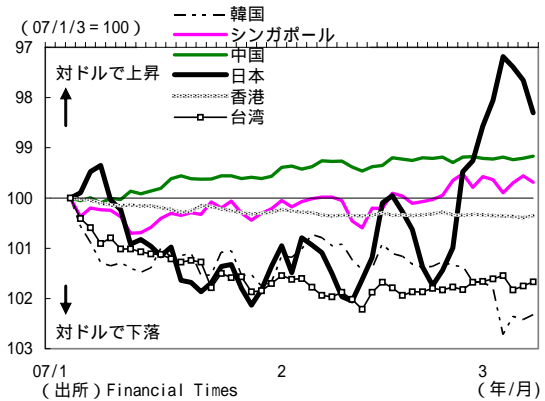
図表2 ドル円相場



図表3 主要国の株価



図表4 主要国の為替相場（対ドル相場）

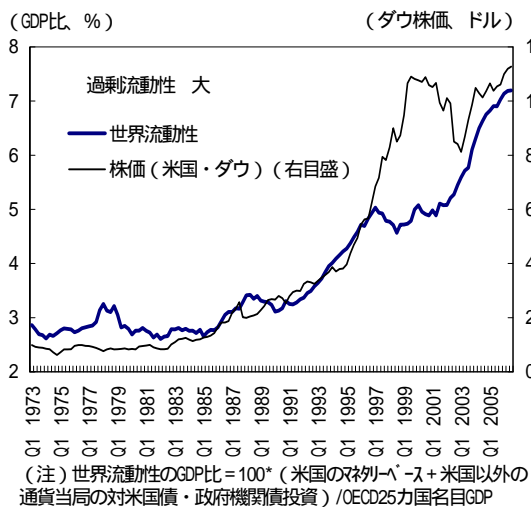


(2) 過剰流動性は高水準のまま、投資家はリスク回避の動きを強める

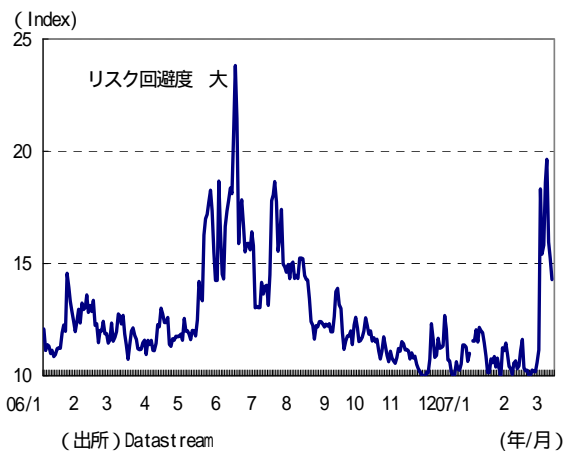
国際金融市場が混乱した背景には、世界的な流動性の過剰があったと考えられる。過剰流動性を計測することは厳密には難しいが、例えば、世界流動性（ドル）の水準を世界の経済規模（OECD加盟国のGDP規模）の水準と比較してみると、近年上昇トレンドで推移してきたことがわかる（図表5）。こうした過剰流動性の継続は、投資家のリスクテイク余力を拡大させる方向に寄与した可能性が高い。流動性が拡大するなかで、米国や世界の株価が上昇してきた。

しかし、今回の世界的な株価急落を受けて、投資家のリスク回避傾向が急速に強まった。投資家のリスク選好度を示すとされるシカゴオプション取引所（CBOE）のVIX（変動性指数、S&P500ベース）は足元で大幅に上昇した（図表6）。この結果、安全資産である米国債への投資が拡大し、米国の長期金利が急速に低下した。

図表5 世界の過剰流動性と株価



図表6 米国株価のボラティリティ（CBOE Vix 指数）



2. キャリートレードについて

以下では、今回の国際金融市場の混乱のキーワードとされたキャリートレードについて振り返っておこう。

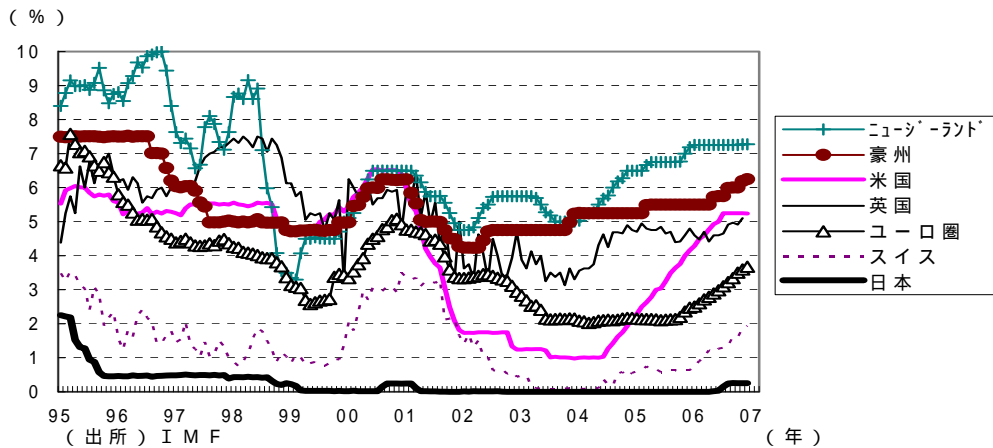
(1) キャリートレードと金利差、為替相場

キャリートレードとは低金利の通貨で資金を調達し、高金利の通貨で運用する為替取引と言われている。

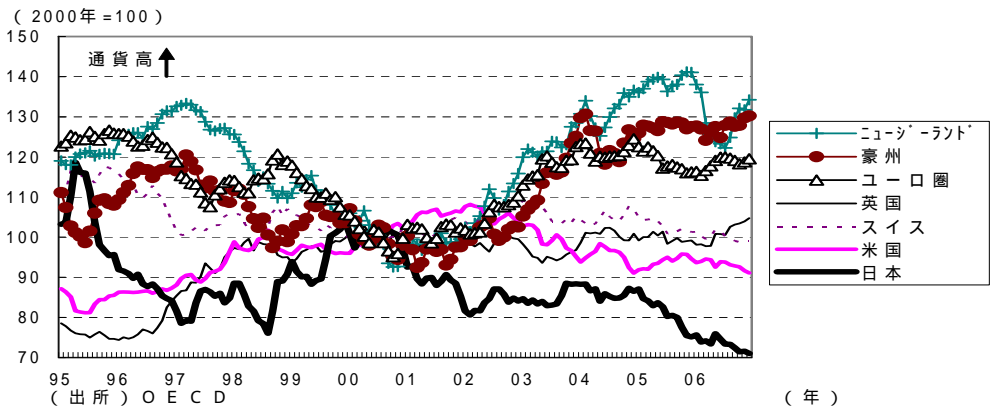
世界主要国の政策金利（2月末まで）をみると、日本はスイスとともに低い水準にある一方、ニュージーランド（7.25%¹）、豪州（6.25%）、米国（5.25%）の金利は高い水準にあった（図表7）。日本と他の先進国との金利差は2005、2006年に拡大した。

また、各国の為替相場の水準を実質実効ベースでみると、ニュージーランドドルや豪ドル、ユーロなどは2006年末にかけて上昇し、円は2005年から下落傾向が鮮明になった（図表8）。円相場は今回、急上昇する直前には、20年ぶりの低水準まで下落していた。

図表7 主な先進国の政策金利



図表8 主な国の実質実効為替相場～円安が顕著～



(2) 円キャリートレードの実態～円を直接借りなくてもスワップで

キャリートレードには多くの形態がある。例えば、日本の機関投資家が円建てで資金を借り入れて、外国資産にヘッジなしで投資するケース、個人投資家が外貨建て投信を購入したり、外国為替証拠金取引（FX）（担保の証拠金を運用会社に預けることでその10倍超の取引を可能とするもの）を行うケースも広い意味ではキャリートレードとされる。しかし、重要なことは、グローバルな投資家（ヘッジファンドなど）は直接、円を借り入れる必要はなく、スワップ市場（オフバランス）における取引（直先スワップ取引）を通じて実質的に金利の高い外貨資産で運用することが可能であるということである²。ここでいう為替の直先スワップとは、ドルを直物で売り、先渡（先物）で買うという組み合わせ取引である。

キャリートレードの具体的な例を図表9でみることにしよう。

ここでは1,000万円相当額を円資産でなくドル資産で1年間運用するケースを考える（取引コストは無視する）。前提条件として、利回りは円資産が0.5%、ドル資産が4.5%、現在のドル円レートを1ドル=120円（1年後も同じとする）、先渡レートを1ドル=115.2円³とする。円資産1,000万円はドル建てでは8.3万ドルに相当する。

投資家は1,000万円をドル資産で運用すれば、円資産での運用に比べて1年間で40万円（ $=1,000 \text{万円} \times (4.5 - 0.5)\%$ ）多くのリターンを得ることができる。

一方、投資家は先渡市場で、1年後に先渡プレミアムにある通貨（円）を売却し、先渡ディスカウントにある通貨（ドル）を購入するという取引を組み合わせることができる。先渡プレミアム（ドル円レートと先渡レートの差）は4.8円/ドルとなる。したがって、投資家はスワップを用いることで40万円（ $8.3 \text{万ドル} \times 4.8 \text{円/ドル}$ ）の利益をあげることができる。このリターンは円を借りなくても発生する。

このように、投資家は為替スワップ取引を行うことで、実質的に円資金を調達した場合と同じ利益をあげることができる。

¹ 2007年3月8日に0.25%引き上げられ7.5%となった。

² 直物取引とは契約時点と決済時点がほぼ同時であるが、先渡取引は契約時点と決済時点が異なるものである。例えば、3ヶ月の先渡取引は3ヶ月後に決済する外貨の売買契約を現時点で実施することであり、先渡レート（Forward rate）は現時点で決まる。スワップ取引の代表として直物と先物のスワップがある。先物レート（Futures rate）と区別するために「先物」ではなく「先渡」レートということが多い。先渡取引では指定期日に契約を履行することが義務づけられるが、先物取引では指定期日の外貨受け渡しを待たずに契約が売買されるのが一般的だといわれている。

³ 先渡（先物）レート = 直物レート \times (1 - (金利差)) = 120円 \times (1 - 0.04) = 115.2円

図表9 キャリートレードのリターン（具体例）

1,000万円相当額を円資産でなくドル資産で1年間運用するケース

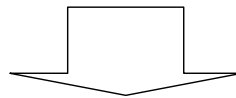
【前提となる条件】

資産の種類	年利回り
円資産	0.5%
ドル資産	4.5%

現在の資産価値
1000万円 = 8.3万ドル

市場	時点	為替レート	
直物市場	現在	120円/ドル	
	1年後	120円/ドル	ドル売却レート
先渡市場	現在決定	115.2円/ドル	ドル購入レート

為替レートが変化しないものと仮定
金利差から理論的に決まる



【キャリートレードの例】

1.円資産でなくドル資産で運用する

市場	時点	売却資産	購入資産	為替レート
直物市場	現在	円	ドル	120円/ドル
	1年後	ドル	円	120円/ドル

2.為替スワップを利用する

市場	時点	売却資産	購入資産	為替レート
直物市場	現在	ドル	円	120円/ドル
先渡市場	現在決定	円	ドル	115.2円/ドル

ドルを担保に円資金を調達できる

キャリートレードの利益

1.金利差による利益（投資額×金利差）

$$1000万円 \times (4.5 - 0.5)\% = 40万円$$

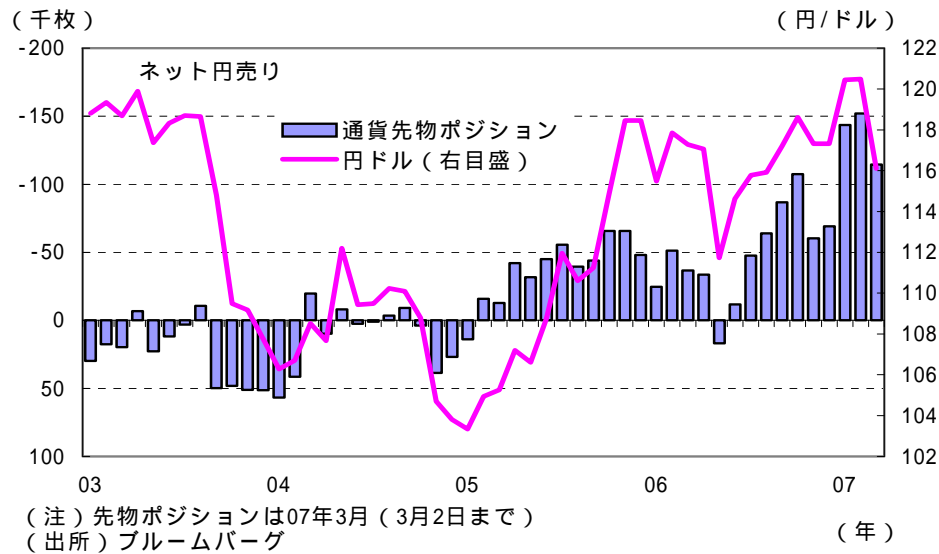
2.為替スワップを用いることに伴う利益

投資額×先渡プレミアム

$$8.3万ドル \times (120 - 115.2)円/ドル = 40万円$$

キャリートレードの実態を映す正確な指標はないが、ここではヘッジファンドの投資動向が反映されるといわれる通貨先物のドル円の売買動向に注目してみよう。シカゴ商業取引所（CME）の通貨先物（IMM,非商業部門）のポジションをみると、2005年から2007年2月にかけて円の先物売りが大幅に拡大してきたことが確認される（図表10）。これは投資家が円安予想のもとにリスクを積極的にテイクしてきたことを示唆している。2月27日の世界的な株価急落を受けて円の売り圧力はやや小さくなったが、依然としてネットで円売りポジションとなっている。

図表 10 I M M の先物動向とドル円相場



(3) リスクを伴うキャリートレード

キャリートレードはなぜ行われるのだろうか。そもそも、基本的な金利平価説によれば、国際金融市場では裁定が働くため、金利差があっても投資した通貨は将来的に減価することで相殺されるため、外国資産で運用しても国内資産で運用するのに比べて追加的な利益は発生しないと考えられる。

それにもかかわらず、キャリートレードの人気が高い理由の一つとして、先渡ディスカウントにある通貨(高金利通貨、ニュージーランドドルや米ドル)は平均的には減価でなく、増価するという傾向があげられる。同様に、先渡プレミアムにある通貨(低金利通貨)は、平均的にみると増価ではなく、減価する傾向にある。こうした傾向は、金利平価説に矛盾しているため、「先渡プレミアムパズル」といわれる。先渡プレミアムパズルとは為替市場のアノマリー(理論で説明できない現象)と考えられてきた。

先渡プレミアムパズルが存在する限り、投資家としては金利の相対的に高い通貨で運用した方が、長期的には大きい利益を上げることができる。

既に図表9でみたように、先渡レートの水準は理論上、金利差で決まり、ドルと円で考えた場合、ドルの方が円よりも金利が高いため、ドルが先渡ディスカウントとなる。しかし、投資家が将来(満期)の直物(スポット)レートが金利差を打ち消すほどドル安・円高にならないと予想する(つまり円安期待が非常に強い)場合には、先渡で割高にある円を売却し、ドルで運用するのが有利である。

もっとも、実際には為替レートは投資家の期待通りの水準になるとは限らず、変化することがあり得る。このため、キャリートレードの収益は為替レートの変化に左右されるという点でリスクがある。

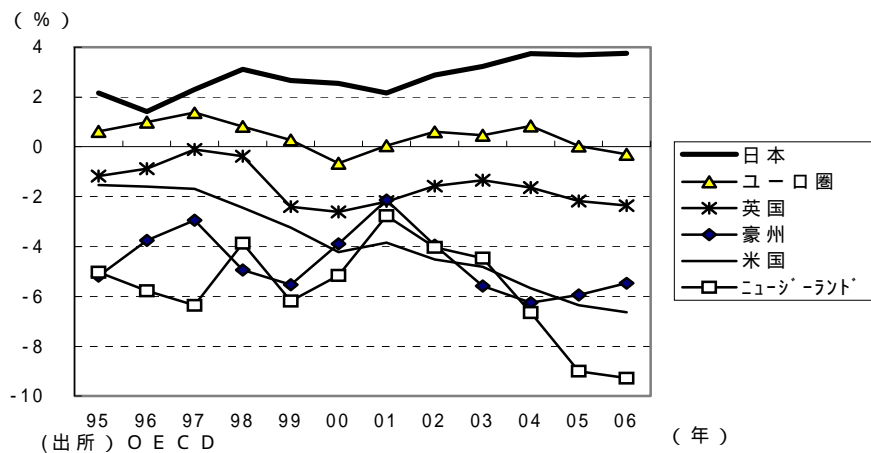
たとえば、高金利通貨(ターゲット通貨といわれる)であるドルが減価(ドル安・円高)

すれば、低金利通貨（ファンディング通貨といわれる）である円で借りた負債価値は（ターゲット通貨ベースで）拡大することになるため、キャリートレードのコストは上昇する。また、低金利通貨の価値でみれば、高金利通貨で運用することで得られる運用益は少なくなる。今回のキャリートレードの巻き戻しも円が投資家の想定以上に上昇したことで、キャリートレーダーの収益は大幅に減少した可能性がある。

こうしたリスクのあるキャリートレードの拡大に対して通貨当局は警戒を強めてきた。2月27日にはIMF（国際通貨基金）のラト専務理事は、キャリートレードの拡大で市場が動揺し、ドルの急落を招きかねないとして強い警告を発していた。

ところで、キャリートレードは、低金利の国から高金利の国に対する資本移動を促進するため、経常収支の不均衡にも影響を与えている可能性がある。特に金利が高いニュージーランドや豪州、米国では海外からの資本流入（投資の受け入れ）の拡大によって経常収支の赤字（すなわち資本収支の黒字）の水準が低金利の国に比べて大きいという特徴がある（図表11）。

図表11 主な国の経常収支
～高金利の国は資金流入の増加で経常赤字が拡大～



3. 円キャリートレードの今後の見通し

円キャリートレードの巻き戻しの動きが今後強まれば、円高は一段と進むことになる。以下では円キャリートレードの今後の見通しについて考えたい。

(1) メインシナリオは円キャリートレードの巻き戻しが加速する可能性は小
キャリートレードの巻き戻しが一段と進行する可能性は以下の理由から小さいとみられ
る。

第1に、日本と他の先進国との金利差は依然として大きいとみられることである。

第2に、日本よりも金利が高い国では利上げが実施されており、ニュージーランドや豪
州、ユーロ圏などをみても当面、利下げの可能性がほとんどないことである。

ニュージーランドの政策金利は先進国で最も高いが、3月8日には0.25%引き上げられ、
7.5%となった(2005年12月以来、1年3カ月ぶりの利上げ)。ニュージーランド経済
は個人消費と住宅投資の好調を背景に拡大が続いている。

豪州の政策金利は2006年11月に0.25%引き上げられた後、6.25%で推移しているが、
中銀総裁は、インフレリスクを警戒しており、2月21日にも、今後の政策金利について
下落するより上昇する可能性の方が高いと述べている。3月に入って発表された2006
年10-12月期の実質GDP成長率は前期比1%増と市場予想を上回る伸びを記録した。
ユーロ圏の政策金利は3月8日に0.25%引き上げられ、3.75%となった。ユーロ圏は英
国とともにマネーサプライの拡大が顕著になっており、当局はインフレ圧力を抑制する
ために今後も追加利上げに踏み切る余地は大きいものと予想される。ユーロ圏の景気は
堅調であり、欧州委員会は2月に今年の実質GDP成長率を2.1%から2.4%に上方修正
した。

ところで、米国については、足元景気が減速しているものの、メインシナリオとしては、
所得が底堅く推移していることや企業収益の拡大が続いていることなどから景気の大
幅な落ち込みは回避されるとみられる。金融政策についても据え置き(FFレート
5.25%)が続くと予想される。特に足元で長期金利が低下しており、それによって需要
が支えられる(実質的な利下げ効果)面もあろう。

(2) リスクシナリオは米国景気の下振れと日銀の利上げ

米国景気と株価の下振れリスク(リスク要因)

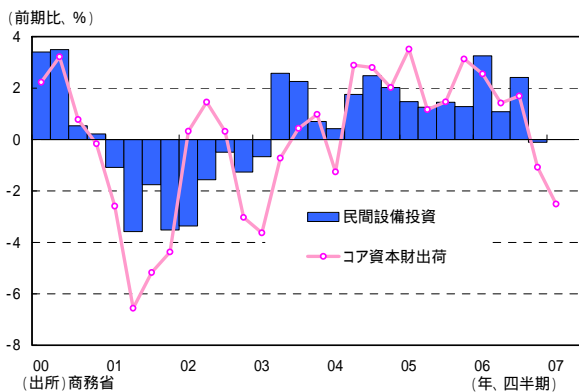
以上のメインシナリオに対するリスク要因としては、第1に、米国の景気と株価の下振
れがあげられる。米国の実質GDP成長率は2006年10-12月期に前期比年率2.2%と潜
在成長率を下回っており、減速傾向が続いている。

米国景気・株価の下振れリスク要因としては、特に、設備投資の減少と住宅市場の回復

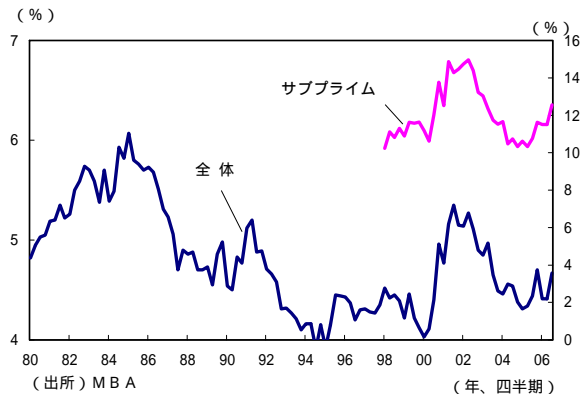
の遅れがあげられる（図表 12、13）。すでに指摘したように、キャリートレード自体、為替変動リスクをテイクする行動であるため、株価（資産価格）の下落は、リスクテイク余力を低下させることになる。住宅市場に関しては、サブプライムローンの不良化が問題になっている。これについては、サブプライムローンが住宅ローン市場全体に占める割合は 10% 台にとどまっていることや、住宅ローンの延滞率の水準は過去に比べて低いという点からみて、景気を大きく下押しする可能性は小さいと判断される。しかし、フレディマックがサブプライムローンの買い取りを抑制すると見込まれており、今後の影響を注視する必要がある。

米国および世界の株価については、地政学的リスクや原油価格の動向も重要である。地政学的リスクの高まり（イランの核開発をめぐる懸念）や原油価格の上昇は株価下落の要因になりやすい。また、今回の世界的な株価下落によって損失を発生させた可能性が高いヘッジファンド等の投資家の経営動向にも今後特に注意していく必要がある。

図表 12 米国の設備投資と資本財出荷



図表 13 住宅ローンの延滞率



日銀の利上げ（リスク要因）

第 2 のリスク要因として、日銀が利上げを急ぐ場合があげられる。

日銀は 2 月 21 日、無担保コールレートを 0.25% 引き上げ、0.5% とした。当面インフレ率の低下が予想される中で、日銀は「金融政策の正常化」のために利上げを実施した。その後発表された 1 月の消費者物価上昇率（コアベース）は前年比 0.0% に鈍化した。日銀は今後の利上げペースが緩やかなものになると強調している。しかし、仮に、日銀がインフレ率の動向よりも内外金利差の拡大を防ぐことや「金融政策の正常化」を重視して利上げを優先する場合には、キャリートレードの巻き戻しを誘発するリスクは大きくなると考えられる。

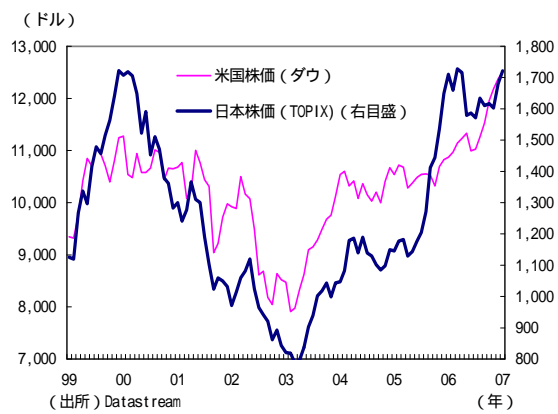
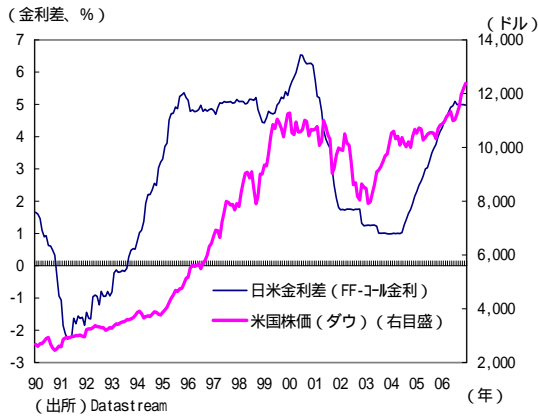
過去の例をみると、日米の金利差が拡大すると、米国株価が上昇しやすいが、逆に金利差が縮小すると米国株価が下落するといった正の相関関係が存在したことが概ね確認できる（図表 14）。こうした関係は、「日本の金利上昇（日米金利差の縮小） キャリートレーダーの資金調達コストの上昇 リスクテイク余力の低下（米国株価の下落） キ

「キャリートレードの巻き戻し」という流れを示唆しているかもしれない。米国株価が下落すれば日本の株価も下落する可能性が高い（図表 15）。

なお、日銀が実際に利上げをしなくても、当局が今後、利上げないし「金融政策の正常化」に意欲的であるとみられると、キャリートレードの巻き戻しが進み、円高圧力が強まることも予想される。

図表 14 日米金利差と米国株価

図表 15 日本と米国の株価



4. 補論：日銀の利上げが日米株価、ドル円相場に与える影響（推計結果）

以下では、日米間の政策金利、為替レート、株価の間にどのような連関関係があるのかを検証するために、日本の無担保コールレート、米国の FF 金利、通貨先物のドル円の売買動向（IMM（非商業目的）ポジション）、ドル円相場、米国株価（ダウ）、

日本株価（TOPIX）の 6 つの変数を用いて、構造 VAR（ベクトル自己回帰モデル）で検証した⁴。分析の推計期間は先物市場のデータが入手できる 1993 年 6 月から 2006 年 12 月までとした。

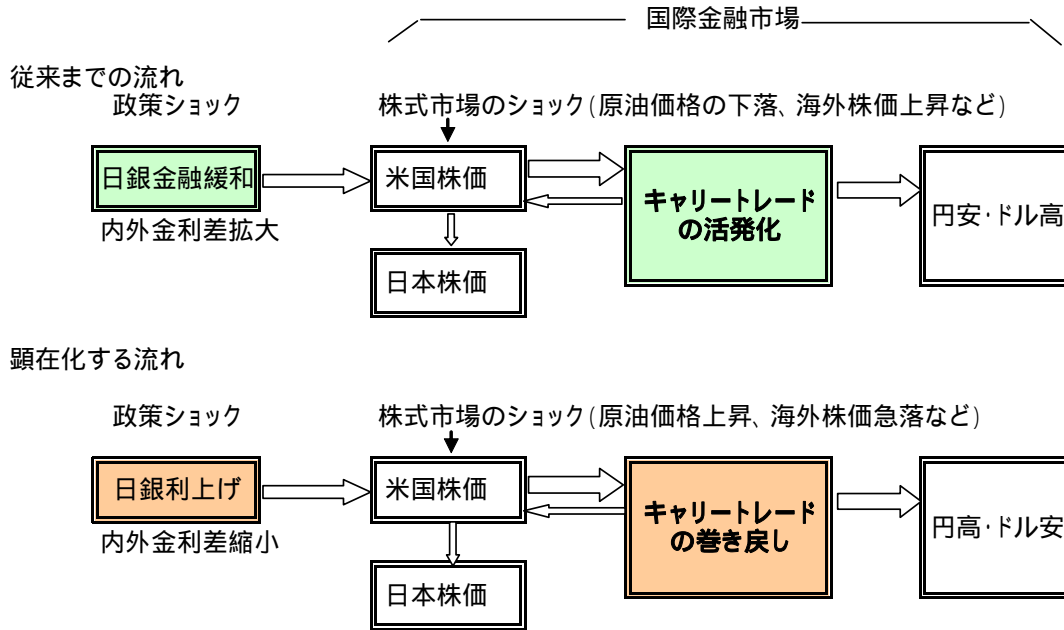
分析結果によると日銀の政策金利の低下（上昇）は米国株価や日本株価を押し上げる（押し下げる）可能性が高いこと（米国株価が下落すると日本株価も下落）や、米国株価の下落は先物円売りを抑制する可能性があることが確認できた（図表 16）。米国株価が下落すると、投資家のリスクテイク余力が低下するとみられる。

FF 金利を一定とした場合、無担保コールレートの 0.25% の上昇は、（政策金利の変更ショックがない場合に比べて）1 年経過後ベースでダウ株価を 4.3%、日本株価（TOPIX）を 6.2% 押し下げると試算される（いずれも当初からの累積ベース）。また、政策金利の上昇による株価の下押し圧力は、日本の場合 10 ヶ月程度残存する可能性がある（図表 17）。

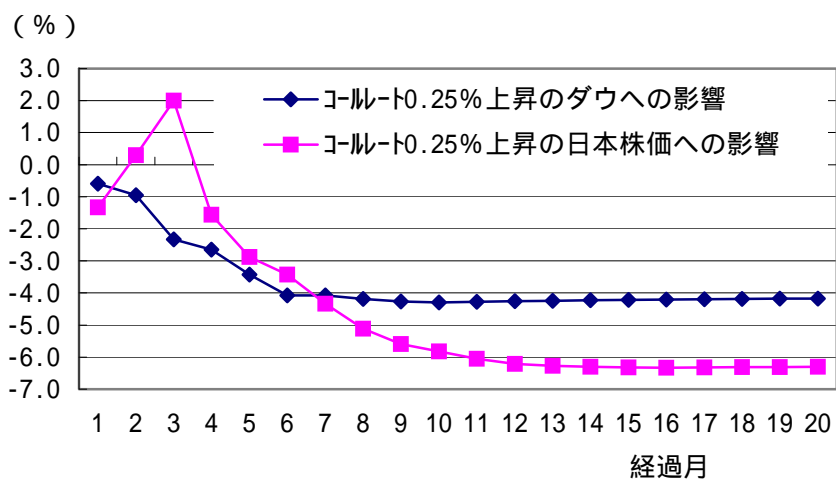
⁴ IMM データはレベル定常、その他は 1 階差で定常となった。ラグは当てはまりなどを考慮して 3 ヶ月とした。FF 金利は外生変数としてその他の変数を内生変数とした。

推計結果によると、日銀の金融政策の変更は、ダイレクトにキャリートレードの巻き戻しを誘発するとは限らないが、日米の株価に影響を与えやすいため、結果的にキャリートレードを左右する可能性がある。

図表 16 モデルの推計結果から支持されるフローチャート



図表 17 日本の利上げが日米株式市場に与える影響 (インパルス反応、累積ベース)



本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点での判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。