

円安圧力をもたらす外貨建て投資信託

～家計マネーで押し上げられるドル円相場～

<要旨>

為替市場で円安が進行する背後で、わが国の対外証券投資が拡大している。とりわけ金融機関の対外証券投資ストックをみると、2006年末時点で投資信託が45兆円と、銀行（58兆円）に次ぐ規模であり、保険の44兆円、年金基金の29兆円を上回っている。投資信託（ストック）は数年前までは保険や年金基金を大きく下回っていたが、足元では低金利の継続もあって増加基調となっている。最近の投資信託の保有主体では家計部門の投資拡大が顕著である。

外貨建て投資信託（純資産）は2007年4月末時点で32.3兆円であるが、前年比47%と引き続き伸びが高い。通貨別にみると、米ドル建てが12兆円で全体の約4割を占め最も大きい。ユーロ建て（8兆円）、豪ドル建て（3兆円）、英ポンド建て（2兆円）を合計すると、ほぼ米ドル建て資産の規模に匹敵する。

本稿では米ドル建て投信とドル円相場の関係を定量的に分析した。一般に、為替相場の動きは金利差で説明されることが多いが、ドル円相場については、過去のデータをみると、「日米金利差の拡大 ドル高・円安」という関係がそれほど明瞭に確認できない。近年、米国景気が弱い中でもドル高・円安が進んだ原因としては、トレンド的に拡大している家計の外貨建て投信信託が無視できないと考えられる。ドル円相場は2005年初の円高ピーク時（1ドル＝103円台）から17円程度ドル高円安となっているが、試算によれば、このうち半分程度（8円）はドル建て投資信託の拡大によるものである。

今後については、仮に内外金利差が多少縮小したとしても、家計のリスク資産（投資信託）が全体のポートフォリオに占める割合が低いことなどを考慮すると、外貨建て投信の拡大基調が続く可能性が高い。このため、今後も基調的な円安圧力が続くと思われる。もっとも、世界的な株価の調整などのショックを背景に、家計の投資スタンスが慎重化すれば、ドル建て投信の伸びが低下し、ドル円相場が円高に振れることも考えられる。

円高リスクとしては、為替証拠金や通貨先物など短期的なオフバランスの取引の動向も無視できない。投資家は株価が上昇している間は比較的风险をとりやすいが、株価が調整すれば、投資家のリスクテイク余力が低下して円高圧力がかかることも懸念される。



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

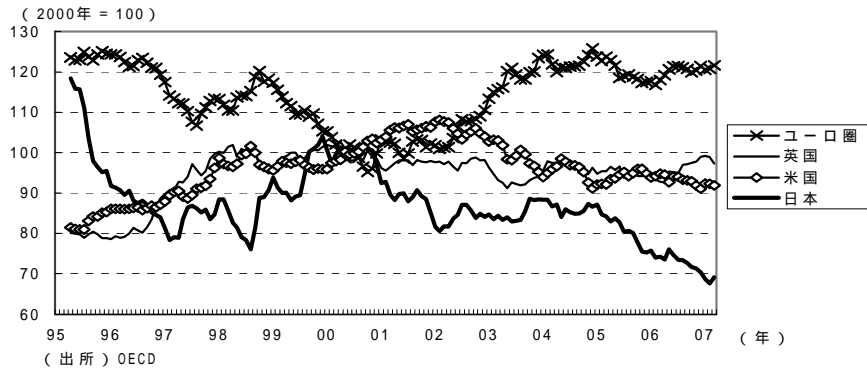
西垣秀樹(hideki.nishigaki@murc.jp)

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. 円安の進行と金利差の推移

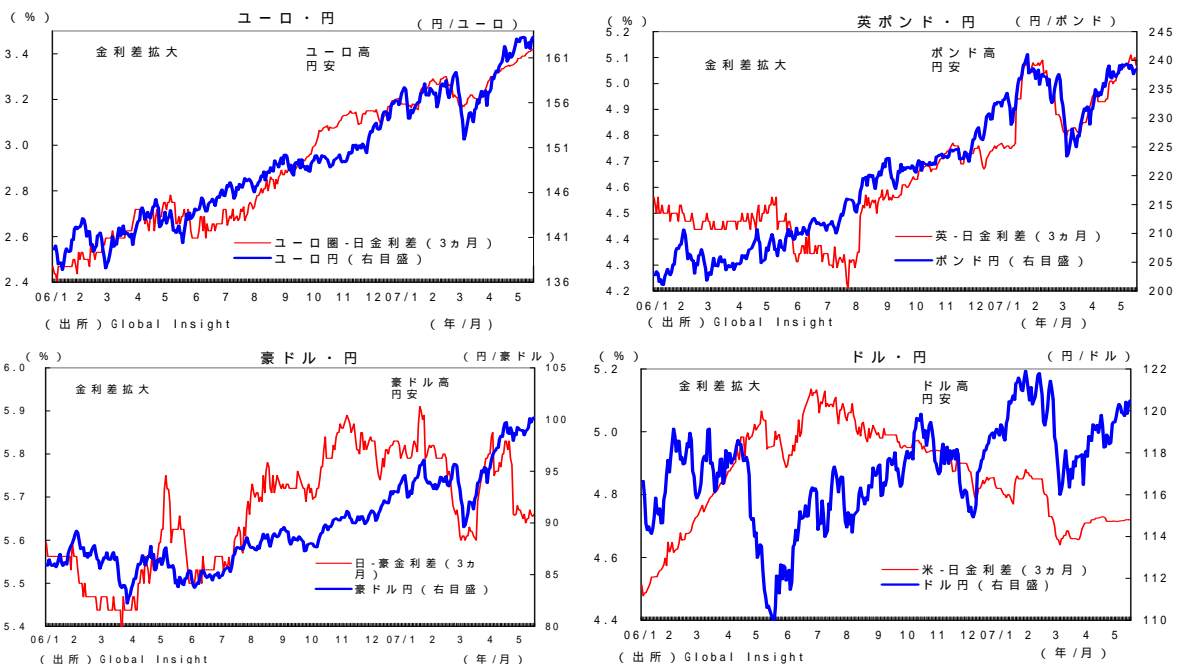
為替市場で円安が進行している。円の総合的な価値を示す実質実効相場をみると、2005年頃から下落基調で推移しており、中長期的にみても、ユーロやポンドなど欧州の通貨との価値はかい離する傾向にある（図表1）。

図表1 主要国の為替相場（実質実効ベース）



円安の進行の背景にはわが国で低金利が長期化し、内外金利差が拡大したことがある。例えば、主要国の政策金利と比較すると、わが国の政策金利（無担保コールレート）は0.5%と、ニュージーランド（7.75%）、豪州（6.25%）、英国（5.5%）、米国（5.25%）、ユーロ圏（3.75%）の政策金利に比べてかなり低い水準にある。金利差と円相場の推移をみると、ユーロや英ポンド、豪ドルとの間では金利差拡大と円安の連動関係が鮮明にみられる。ただし、ドルと円の間では必ずしも明確でない（図表2）。ドル円については後で触れることとする。

図表2 金利差と円相場



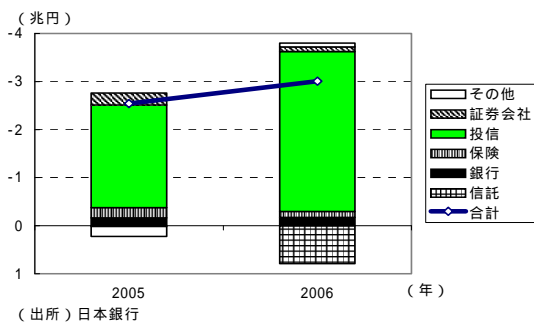
2. 投資信託を通じた対外証券投資の拡大（マネーの動き）

為替相場の動きを決める重要な要因として資本の動きがある。以下では最近のわが国の対外証券投資の動向をフロー面とストック面からみておきたい。

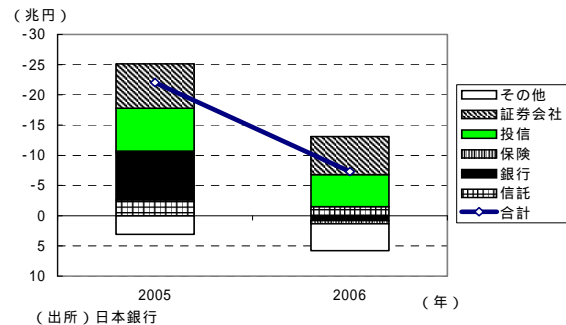
（1）フロー面

まず、対外証券投資をフローの面からみておこう。最近の特徴としては、対外証券投資において投資信託の存在感が高まっていることがあげられる。対外株式投資は2006年には3兆円と前年から取得超過幅が拡大したが、主体別にみると、投資信託は3.3兆円の取得超過となり、前年の2.1兆円から大きく増加した（図表3）。ちなみに、対外株式投資を地域別にみると、対米国向けが前年とほぼ同じで、対EU向けが縮小したが、アジアや豪州向けや中南米向けは増加した。一方、対外債券（中長期債）投資をみると、2006年の投資信託は前年水準から縮小したとはいえ、5.3兆円の取得超過となり、引き続き海外への主要な資金供給主体となっている（図表4）。

図表3 日本の対外株式投資



図表4 日本の対外債券投資



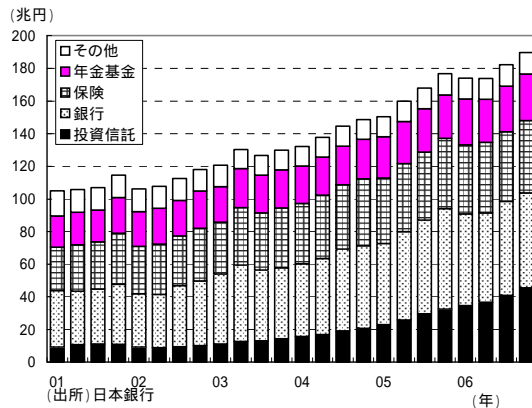
（2）ストック面

次に、対外証券投資をストックの面からみておこう。日銀の資金循環勘定によると、対外証券投資（ストック）は2006年末で355兆円であるが、内訳をみると、金融機関が190兆円と最も大きく、政府114兆円、非金融法人が43兆円となっている。

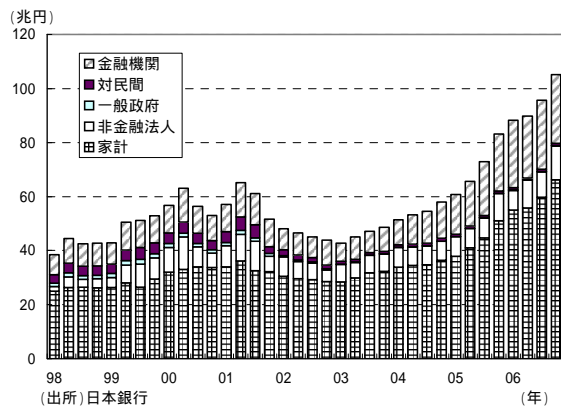
金融機関の対外証券投資を子細にみると、2006年末時点で、銀行が58兆円、投資信託が45兆円、保険が44兆円、年金基金が29兆円となっている（図表5）。とりわけ投資信託は数年前までは保険や年金基金を大きく下回っていたが、足元では保険を上回る水準まで拡大している。

この投資信託の事実上の資金源となっているのが家計部門である。家計部門の投資信託（ストック残高）は66兆円と、全体（105兆円、資金循環統計ベース）の63%を占めている（図表6）。このように、投信信託を経由する形で多くの家計資産が海外に向かっていると考えられる。

図表5 金融機関の対外証券投資



図表6 投信信託の保有主体

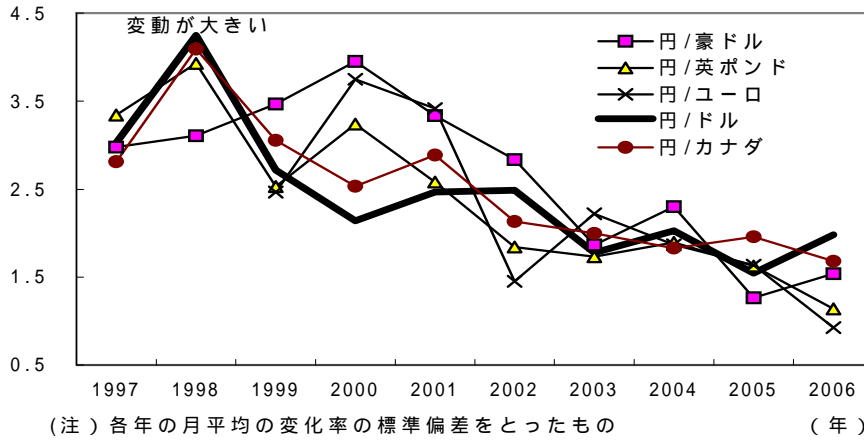


(3) 家計部門の投資動向

家計の金融資産の動きに注目してみよう。家計の金融資産の総額は 2006 年末で 1,541 兆円であるが、このうち、現預金が 779 兆円と、全体の 51% (定期性が 33%、流動性が 15% など) を占めている。これに対して、家計の外貨預金は 4.3 兆円 (シェア 0.3%)、対外証券投資は 7.9 兆円 (同 0.5%) にすぎない。投資信託 (66 兆円) については金融資産全体に占める割合が 4.3% にとどまっているが、シェアは徐々に高まっている¹。家計部門の投資信託への投資が拡大している要因として、景気拡大などを背景に、家計が従来に比べて金融資産の運用でより高い利回りを求めるようになってきたことも指摘できよう。金融広報中央委員会の『家計の金融資産に関する世論調査』によれば、金融資産の選択基準の中で、「安全性」の回答割合が 2004 年から 2006 年にかけて、51.1% から 46.2% へ縮小する一方、「収益性」の割合は 13.9% から 17.3% へ上昇した。また、為替のボラティリティが低下してきたことも、家計のリスク資産への投資を促したとみられる。月次ベースの為替相場 (円ベース) の標準偏差をみると、多くの主要通貨で小さくなり、為替相場が比較的安定した推移を続けてきたことがわかる (図表 7)。

¹ 株式・出資金が 183 兆円 (同 11.9%)、投資信託が 66 兆円 (同 4.3%)、国債・財融債は 32 兆円 (同 2.1%) である。

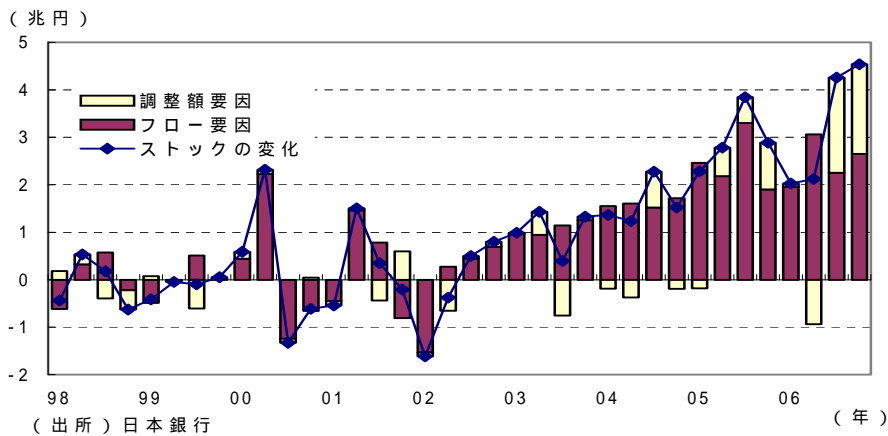
図表7 為替相場のボラティリティ



家計の投資信託への投資を通じた外貨建て資産が拡大してきた要因としては、上に挙げた要因のほかにも、銀行による窓口販売の拡充や、個人投資家のニーズに合致した商品設計の普及など、供給サイドにおける取り組みも指摘できよう。

なお、わが国の投資信託のストックの変化をフロー要因と価格変化などの調整要因に分けてみると、近年の投資信託資産の拡大はフロー要因が大きかったことがうかがえる(図表8)。もっとも足元では、こうした投資の積み増し(フローの増加)だけでなく、値上がりによってもストックは増加している。

図表8 投資信託のストック残高の変化の要因分解

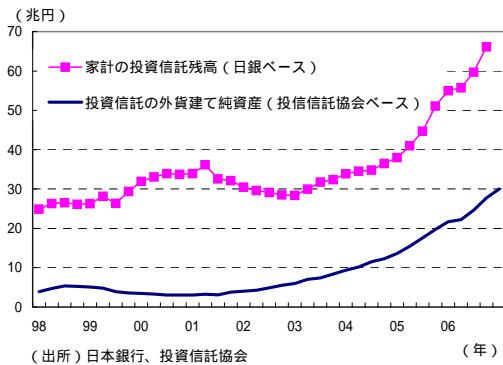


(4) 拡大する外貨建て投資信託

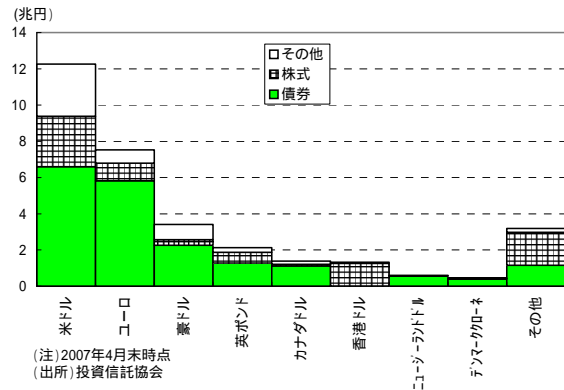
家計部門の外貨建て投資信託の規模そのものは公表されていないが、家計部門の投資信託の拡大に伴って、投資信託の外貨建て資産（大部分は家計部門とみられる）の規模は拡大している（図表9）。特に、内訳として近年では株式投信が拡大している。

外貨建て投資信託の純資産総額は2007年4月末で32.3兆円（前年比47%増）であるが、通貨別にみると、米ドル建てが12.2兆円と最も大きい。米ドル建て以外では、ユーロ建てが7.5兆円、豪ドル建てが3.4兆円、英ポンド建てが2.1兆円と続いている（図表10）。ユーロ建て、豪ドル建て、英ポンド建ての3つを合計すると、米ドル建て資産の規模にほぼ匹敵する。

図表9 家計の投資信託と外貨建て投信



図表10 外貨建て投資信託



ちなみに、投資信託だけでなく、わが国の外貨建て資産全体（外貨準備を除く）に目を向けると、2005年末時点で193.5兆円である。このうち、米ドル建て資産は115.9兆円（債券が89.2兆円、株式が26.7兆円）であり、これに次いで大きいのがユーロ建て資産の46.5兆円（債券が39.8兆円、株式が6.7兆円）である。外貨建て資産に占める米ドル建てのシェアを計算してみると、資産全体ベースでは60%程度となるが、投資信託についてみると40%程度と相対的に小さいのが特徴である。

いずれにせよ、外貨建て投資信託（純資産）は海外との金利差などを背景²に、近年、トレンド的に拡大している。こうした家計を中心とする外貨建て投信信託への投資拡大は為替相場にも大きな影響を与えるようになってきているとみられる。

² もっとも、外貨建て投信の伸びは金利差に瞬時に比例して高まるわけではない。例えば、過去1年をみると、日本とユーロ間で金利差が拡大したが、ユーロ建て投信信託の伸びはむしろ鈍化した（2006年3月の前年比56% 2007年4月同39%）。このため、外貨建て投資信託（純資産）と金利差（政策金利ベース）の相関係数をドル円、ユーロ円について調べると、高くないという結果が得られた（過去10年＝1998年1月～2007年3月の期間）。

3. 外貨建て投資信託の拡大がもたらす円安圧力の大きさ

～ドル円相場の中期的な行方は金利差よりも投信の投資動向が重要～

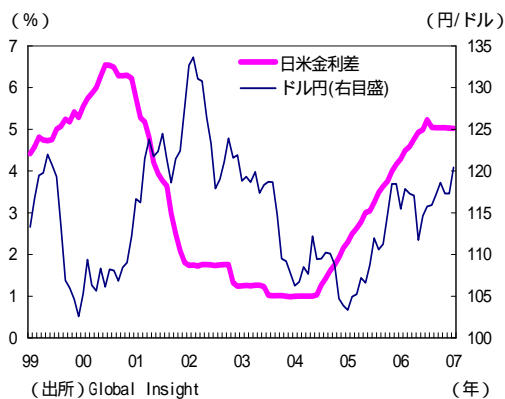
家計の外貨建て投信信託の拡大は、円安圧力になっているのだろうか。ここでは比較的簡単なモデルを用いて計測してみる³。

具体的には、ドル円相場を左右すると考えられる代表的な要因として、日米の政策金利差、日本の経常収支、ドル建て投資信託の3つの要因に着目し、最小2乗法により推計した。これらの要因とドル円相場の関係については、一般に、日米金利差の拡大（縮小）、日本の経常収支黒字の縮小（拡大）、外貨建て投資信託の拡大（縮小）は、（そのインパクトの大きさはさておき）いずれもドル高円安（ドル安円高）方向に影響を与えると予想される⁴。

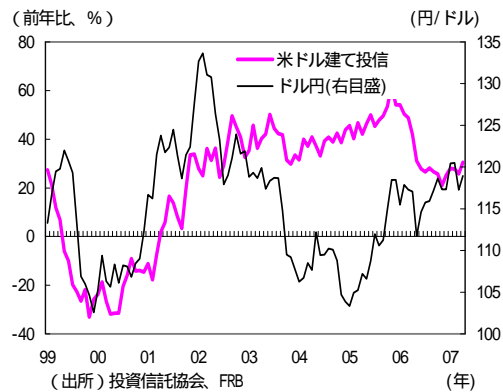
もっとも、ドル円相場と日米政策金利差の推移（過去約10年の期間）を振り返ってみると、冒頭でもみたように、両者の連動関係はそれほど強くない（図表11）。これはドル円相場が金利差（＝日米の景気格差）で決まっているわけではなく、その他の要因にも左右されやすいことを示唆している。一方、ドル建て投資信託は2001年末以降、5年以上にわたって前年比2桁の伸びを持続しており、中長期的にドルを押し上げる（円を押し下げる）要因になってきたことが示唆される（図表12）。

図表13は推定されたモデルからドル円相場の変化を要因分解したものである⁵。円高のピークとなった2005年1月を基準時点とし、基準時点とのかい離を描いたものである。図表13に示されるように、例えば、経常収支黒字の拡大は円高圧力として効いているが、寄与は小さいことがうかがえる。

図表11 日米政策金利差とドル円相場



図表12 ドル建て投信とドル円相場



³ そもそも外貨建て投資信託と為替相場（ドル円相場）の両者の間には、「外貨建て投信資産の増加 円安」と、「円安 外貨建て投信資産の増加」の両方の因果関係が考えられるが、統計的な観点（グレンジャー検定）からみると、最近では「外貨建て資産の増加 円安」という先後関係が支持される。

⁴ 推計では経常収支のデータは12ヵ月移動平均を用いた。

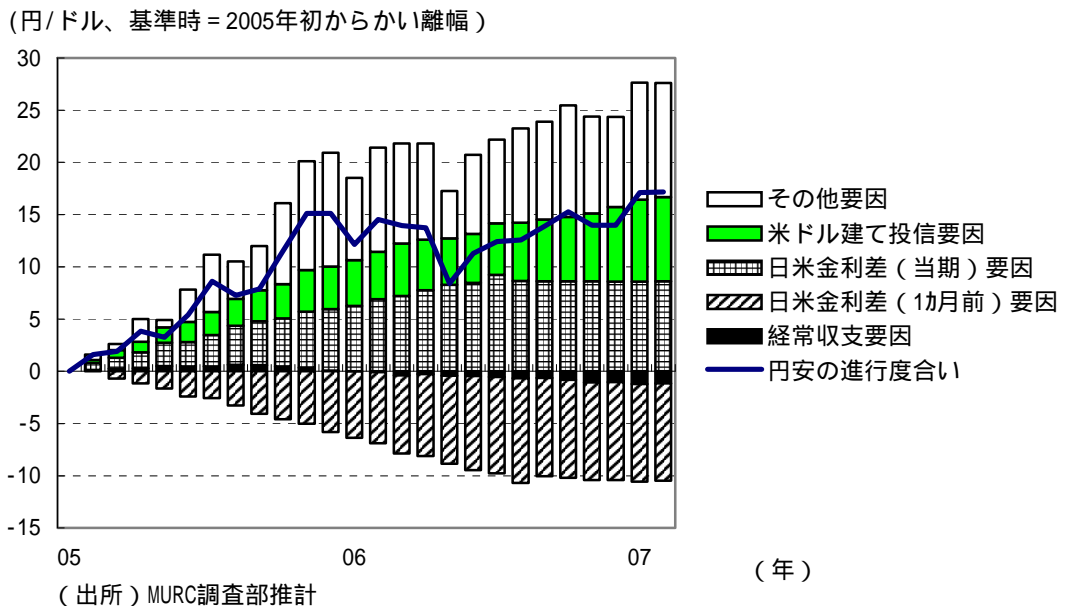
⁵ 推計期間はモデルのフィット、構造変化の可能性を考慮して1998年1月から2007年2月までとした。

やや意外な結果を示したのが金利差要因である。時差相関を考慮してラグを変数に入れているが、日米金利差が拡大すると、為替相場は当期（その月）にはドル高・円安方向に寄与するが、1ヵ月後には逆にドル安・円高になるという有意な相関関係が確認できた。もっとも、推定式から金利差が変化した当期と1ヵ月後のドル円相場の変動を合算するとほぼゼロとなり、日米金利差の変化がドル円相場に与える影響は中立的であるとみることできる。

ここで最も注目したいのは、ドル建て投信の拡大が統計上有意にドル高円安要因となっていることである。ドル円相場は、米国景気が弱い（過去1年間、潜在成長率を下回る1~2%台の成長率に低迷）にもかかわらず、2005年初の円高ピーク時（1ドル=103円台）から17円程度、ドル高円安となっている。推定式をもとにその時点からかい離要因を計測してみると、そのうち8円程度はドル建て投信が拡大したことによる試算される。推定結果は幅をもってみる必要があるものの、足元でドル建てを含めた外貨建て投信の伸びが加速していることを踏まえると、相当な円安圧力がかかっているものと判断される。

今後については、（仮に日米金利差が変化しても）家計のリスク資産（投資信託）が全体のポートフォリオに占める割合が依然低いことなどを考慮すると、外貨建て投信は拡大傾向を続ける余地が大きく、この結果、円安基調も続く可能性が高いと予想される。ただし、何らかのショック（例えば世界的な株価調整など）により、家計部門の投資スタンスが慎重化し、わが国の外貨建て投信の伸びが減速したとすれば、ドル円相場には円高圧力がかかるというリスクがある点にも注意が必要である。

図表 13 ドル円相場の変化の要因分解（推定結果）



4. オフバランスの面からの円安圧力が強まっている可能性

～反動リスクに注意が必要

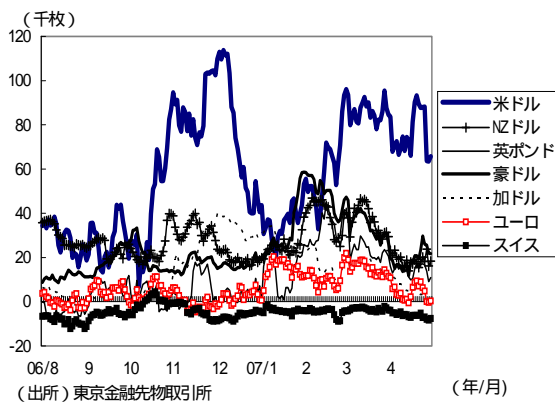
以上の分析より、2002年頃から高い伸びを続けてきた外貨建て投資信託は中長期的にみて円安要因となってきた可能性が高いことが示唆される。一方、為替相場の短期的な動きに影響を与える要因としては、オフバランスの取引（バランスシートに現れず、現物の元本決済を伴わない取引）も重要である。図表13では「その他要因」（3つの説明変数では説明できない要因）のドル高・円安方向への寄与が大きい。これにはオフバランス取引によるドル高・円安圧力が含まれている可能性がある。

実際、為替証拠金取引をみると、最近ではネットの円売りポジションが高水準で推移している。特に、米ドルは他の通貨に比べて買い比率が最も高い（図表14）。

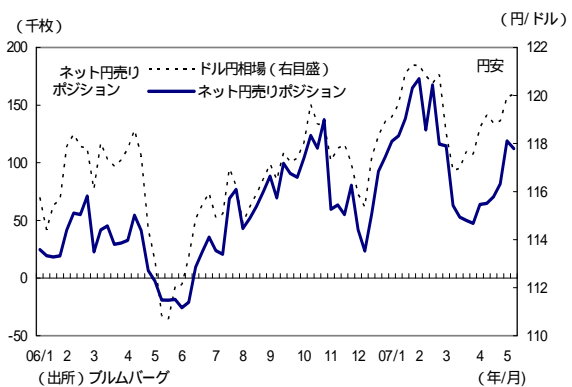
また、通貨先物取引（円ドル）についても、シカゴ商品取引所（CME）の非商業目的の持高はネット円売り（円ショート）となっている。3月には世界同時株安を受けて円キャリートレードの巻き戻しが発生したが、その後は再び投機的な円売り圧力が強まっている。こうしたポジションを背景にドル高・円安が進んでいる（図表15）。

概していえば、オンバランス取引は、（外貨建て投資信託の動向が示すように）比較的、中長期にわたって緩やかに変動する傾向が強いのに対して、オフバランス取引はいずれ反対売買を伴うものであり、短期的な変動要因となるといったように区別することができよう。投資家にしてみれば、株価の上昇が見込まれるうちはリスクをとりやすいが、株価が調整すれば、リスクテイク余力が低下することになる。この場合、円高圧力が強まることも懸念される。

図表14 為替証拠金取引
（ネットの円売りポジション）



図表15 シカゴ通貨先物取引
（ネットの円売りポジション）



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。