

国内金融機関の

ドル資金調達ルートの構造変化

外貨調達の観点も含めた米商業銀行買収を採る展開も

近年、邦銀のドル調達環境は悪化している。この背景には、新興国のソブリン・ウェルス・ファンドや外貨準備高等の資金力低下、規制強化による米国プライムMMFの激減、国際金融規制の強化など、これまでの邦銀の主要ドル資金調達ルートが細ったことがある。足もと、米国金利急騰で保有外債に含み損が発生した邦銀が売却を進めているため調達コストは落ち着いているが、米国が利上げ局面に入っていることから今後調達コストは上昇すると思われる。安定的かつ低利のドル預金獲得力の重要性が一段と増そう。本稿では、邦銀のドル調達環境悪化の大きな要因として働いているドル資金調達ルートの構造変化について説明し、邦銀のドル調達環境について展望する。

三菱UFJリサーチ&コンサルティング
調査部 主席研究員 廉了



上昇する邦銀のドル調達コスト

近年、邦銀のドル調達環境が悪化している。邦銀がドル調達で活用する為替スワップ取引において支払う上乘せ分であるベイススワップ（上昇すれば上乘せ幅拡大）の推移をみると、2014年半ば以降上昇し、16

年初めに5年物で一時100bpに達した（図表1）。この水準は過去最高レベルで、とくに1年以下の期間の短い取引の上昇が著しいが、短期のスワップ取引は、大手行より地域金融機関が活用するケースが多い。17年に入り、ベイススワップは短期を中心に低下する動きもみられるが、米国では17年内に3月も

含め3回の利上げが想定されており、ドル調達環境は今後も厳しいと思われる。したがって、こうした状況悪化を憂慮する声が強まっている。

もちろん、この背景には、日本企業の旺盛なドル資金需要がある。日本国内は少子高齢化やデフレ脱却が困難な状況にあり、投資機会が乏しくなっているた

め、日本企業の海外進出が活発化し、海外企業の買収が目立つ。13年以降、日本の対外直接投資が急増し、16年には18兆円に達している。また、日銀によるマインナス金利政策が導入され、邦銀が海外への投資や外貨貸出を積極的に取り組んだ影響もある。しかし、こうした日本企業の旺盛な海外進出意欲や、日本国内

市場が恐れる FRBのバランスシート正常化

追加利上げを決めた3月FOMCの会見で、FRBのイエレン議長は「バランスシート正常化」への意欲を強くにじませた。堅調に推移する米国経済に対し、FRBの資産保有による長期金利の抑制効果が強すぎるためだ。FRBスタッフのレポートでは、バランスシート正常化に動いた場合、今年だけでFF金利の利上げ2回分、または15bpの長期金利押し上げ効果があるという。今夏にも正常化への道筋が示されるとみられるなか、市場は急激な金利上昇に戦々恐々としている。

バランスシート正常化に 意欲燃やすイエレン議長

「(FRBによる)資産購入はあくまで景気悪化が深刻化した時に頼るものであって、日常的に使う政策手段にはしたくない」――。前回の利上げからわずか3カ月で追加利上げを決めた3月14、15日の連邦公開市場委員会(FOMC)で、連邦準備制度理事會(FRB)のイエレン議長はバランスシート正常化への意欲を強くにじませた。バランスシートの正常化とは、リーマンショック以降、3次にわたる量的緩和政策(資産購入プログラム)で積み上がったFRBの資産規模を徐々に「適正な規模」に小さくしていくプロセスだ。2008年半ばに約9000億^{ドル}だったFRBの総資産は、14年10月に5倍の約4・5兆^{ドル}にまで膨張。14年10月に量的緩和(QE3)終了

を発表して以降、償還期限が到来した米国債や住宅ローン担保証券(MBS)の金額分を再投資し、今日まで残高を維持している(図表)。だが、1月のFOMCでは、この再投資を見直す議論を進めていくことに合意した。

その背景には、追加利上げに迫られるほど堅調な米国経済がある。FRBは、短期金利であるフェデラル・ファンド・レート(FF金利)を利上げして「金利の正常化」を進めているが、バランスシートは放置してきた。この異常なまでに拡大したバランスシートは長期金利を押し下げる効果があり、このまま放置しておけば、金融政策を引き締める局面において過度な金融緩和効果が働いてしまう。「短期金利だけでなく(バランスシート縮小によって)長期金利でも引締めを行うことにはメリットがある」(ボストン連銀ローゼングレン総裁、

1月10日)との発言にみられるように、FRBには住宅ローン金利をはじめ、低位で推移する長期金利を押し上げたい意図がある。

脳裏をよぎる

テーパー・タントラム

こうしたなか、バランスシート正常化のアナウンスに戦々恐々としているのが市場関係者だ。脳裏をよぎるのは13年5月の「テーパー・タントラム(緩和縮小に対する^{たんとく}癩癩)」。当時のバーナンキFRB議長が量的緩和政策縮小に言及しただけで、米長期金利が急上昇した。FRBのバランスシート正常化を「市場はまだ織り込んでいない」(野村証券・松沢中チーフ金利ストラテジスト)とみられ、ただでさえトランプ政権が大規模な税制改革を実現すれば長期金利が上昇するところに、このアナウンスが流れれば「長期金利のボラティリティの顕著な上昇をもたらす可能性がある」(野村総研・井上哲也金融ITイノベーション研究部長)。

FRBスタッフのレポートによれば、償還期限が到来した資産金額分の再投資を行わない(自然減に委ねる)バランスシートの正常化に動いた場合、「2017年であれば、その効果は10年債金利を15bp引き上げるが、それはFF金利の25bpの利上げ2回分に相当する」という。1年間で利上げ2回分といえ、かなりのインパクト

巡航速度の米国経済に 利上げで応える米金融政策

イエレン議長を翻弄するトランプノミクス

米国経済が巡航速度で推移するも、世界経済拡大の追い風もあり、連邦準備制度(Fed)は2017年に合計3回の利上げを志向している。Fedに経済を冷え込ませる意図はなく、金融引締めによる米国経済の失速を心配する必要はないだろう。ただ、トランプ大統領が講じる財政政策が生産性上昇率を押し上げず、需要を追加するのみにとどまれば、Fedが利上げペースの加速を迫られ、結果として米国経済と世界経済に悪影響が及ぶリスクがある。

FOMC参加者の過半が 3回の利上げを支持

米国の中央銀行である連邦準備制度(Fed)は北東部が寒波に見舞われた3月14~15日に金融政策を討議する連邦公開市場委員会(FOMC)を開催し、金融市場の想定どおりに、またイエレンFRB議長を含むきわ

めて多数のFOMC参加者が事前示唆したとおり、25bpのFF金利誘導目標の引上げを決めた。新たなFF金利誘導目標は0.75~1.00%である。Fedによる利上げは、今回の引締めサイクルにおいて2015年末、16年末に続き3回目になる。

追加利上げがほぼ確実視されるも、金融市場の注目は17年の利上げペースに集中していた。FOMC参加者の利上げペースに関する認識を端的に示すドット・プロット(図表)では、17年末の政策金利見通しの中央値が今回の3月会合を含め年内に3回の利上げを意味する1.375%と前回12月時点から変わらなかったが、中央値を予想

するFOMC参加者が6名から9名へ大幅に増加した。FOMC参加者が明確に17年について3回の利上げペースが妥当と考えている旨が示されている。

3月会合前、17年末の政策金利見通しの中央値が17年中に4回の利上げを意味する1.625%へ引き上げられる可能性が金融市場ではささやかれていた

SMB C日興証券
チーフマーケットエコノミスト

丸山 義正

