

みずほマーケット・トピック(2014 年 1 月 15 日)

円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は 5 年ぶりの水準へ～

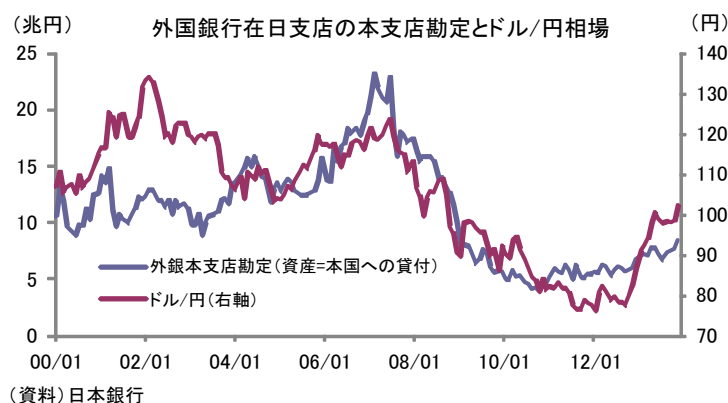
本欄 2013 年 5 月 1 日号『円キャリーの胎動を検証する』では外国銀行の在日支店における本支店勘定(外銀本支店勘定)の動きを捉えて「円キャリー取引の芽吹きがあるのではないか」との議論を行った。あれから 8 か月が経過したが、直近のデータを踏まえると、当時からその動きが加速している。外銀本支店勘定(≡本国への貸付)は昨年 11 月末時点で 8 兆 3437 億円と 2008 年 12 月末以来、5 年ぶりの高水準まで積み上がっている。その他、円キャリー取引に繋がり得る指標を最盛期であった 2007 年と比較すると、当時の状況までには至っていないものの、状況は明らかに当時に接近しつつあると言って良さそう。銀行等の対外純資産残高や家計の外貨運用など、当時よりも踏み込んだ円売りが進んでいそうな部分も見受けられる。

～需給は「円高に進まない理由」～

本欄2014年1月7日号『2014年の円相場見通し、論点おさらい』ではドル/円相場見通しを作るうえでの論点整理を行い、基本的に足許では全てのファンダメンタルズが円売りを示唆しているとの議論を行った。昨日は本邦11月国際収支が公表され、単月の経常赤字としては過去最大を更新したことがヘッドラインを賑わせているが、金額そのものだけを取り上げれば、1日の為替取引量の中では大した額ではない。理論的にも、需給は中長期の為替変動を説明するものとされ、11月の経常収支が11月の為替変動にビビッドに効いてくることは想定されていない。需給面の円売り傾斜は「円安が加速する理由」というよりも「円高に進まない理由」程度の理解に留め、円安相場の安定装置(スタビライザー)と考えれば良いのではないかとはいえ、円高に進んだ際に、輸出企業の(ドルの)投げ売りが出難くなったことは円相場の歴史を振り返れば、極めて大きな構造変化である。

～外銀本支店勘定は 5 年ぶりの高水準に～

短期的な値動きに限れば、やはり金利差動向がケアされることが多く、その象徴としてはキャリー取引の進展が気に掛けられ易い。本欄2013年5月1日号『円キャリーの胎動を検証する』では外国銀行の在日支店における本支店勘定(外銀本支店勘定)の動きを捉えて円キャリー取引の芽吹きがあるのではないかと指摘を行った。あれから8か月が経過した今、直近のデータを踏まえると、当時からさらにその動きが加速していることが分かる。具体的には、外銀本支店勘定(≡資



産側、本国への貸付)は昨年11月末時点で8兆3437億円と2008年12月末以来、5年ぶりの高水準をつけている。これら全てを捉えて円キャリー取引の原資だと断じるのは早計だが、無関係とも考え難い。円の先安観は非常に根強いものがあり、現時点から円キャリー取引に手をつけようという投資行動が強まっても全く不思議ではない。

～円キャリー取引に繋がり得る各種指標～

円キャリー取引につながり得る各種指標と金額のイメージ(兆円)

	項目	残高(A)		残高(B)	変化額(A-B)
		(兆円)	最新時点	2007年	
①	(a) 銀行等の対外純資産残高(資産－負債)	68.0	(2013年9月)	44.0	24.0
	(b) 外貨建て	58.1	(2013年9月)	30.5	27.6
	(c) 邦貨建て	9.9	(2013年9月)	13.5	- 3.6
②	在日外銀本支店勘定(資産=本国への貸付)	8.3	(2013年11月)	21.9	▲13.6
③	BIS国際資金取引統計(資産－負債)	47.9	(2013年6月)	27.6	20.3
	(a) 日本国外での金融機関向け円建て債権	▲3.6	(2013年6月)	▲7.2	3.6
	(b) 日本国外での非金融機関向け円建て債権	7.9	(2013年6月)	11.5	▲3.7
	(c) 日本から外国所在の金融機関向け円建て債権	11.3	(2013年6月)	7.7	3.7
	(d) 日本から外国所在の非金融機関向け円建て債権	32.3	(2013年6月)	15.6	16.7
④	家計部門の外貨建て資産運用残高	54.4	(2013年9月)	45.4	9.0
⑤	外為証拠金取引(円売りをプラス表示)	2.3	(2013年12月)	2.6	▲0.3
⑥	IMMポジション(円売りをプラス表示)	1.6	(2014年1月)	2.2	▲0.6
	合計(①+②+③+④+⑤+⑥)	182.5		143.7	38.9

(注) 1.銀行等の対外純資産残高に関し、2007年は3月末時点を使用。

2.在日外銀本支店勘定に関し、2007年は3月末時点を使用。

3.BIS国際資金取引統計についてはBloombergのドル/円相場(四半期末値)から円換算。2007年は3月末時点を採用。

4.家計部門の外貨建て資産運用残高に関し、2007年は3月末時点を使用。

5.外為証拠金取引に関しては東京金融取引所から主要7通貨のネットポジションを試算し、これが全取引の20%程度と想定し、試算したもの。13年は12月末時点、07年はピークだった7月末時点を使用。

6.IMMポジションに関しては14年は1月7日時点、07年はピークだった1月30日時点を採用。(資料)BIS、日本銀行、東京金融取引所、米CFTC

事あるごとに市場で話題になる円キャリー取引ではあるが、その実態を掴むのは容易ではなく、出来ることと言えば、限られたソースから計数を把握し、その変動から何らかの含意を汲み取るくらいである。上表は円キャリー取引に繋がり得る指標を列举し、各々の最新の数字を示したものであり、比較のため円キャリー取引の最盛期であった2007年の数字を加えている。

合計だけを見れば、円キャリー取引に繋がり得る動きは2007年よりも強まっているが、冒頭述べたような、ドル/円相場と強い連動性のある外銀本支店勘定は依然として往時の半分以下に留まっている。絶対的な金利差水準の不足感が拭えない以上、2007年と同様の水準を望むのは無理筋だろう。また、当時は韓国などにおいて円建て住宅ローンが流行ったとも言われるが、恐らくこれが反映される「③-(b) 日本国外での非金融機関向け円建て債権」は2011年9月以降、当時の7割弱に留まったまま横這いが続いている。「円だけがゼロ金利、円を手放して、外貨を買えば大体儲かる」といった安直な認識が海外における住宅ローンにまで浸透するにはまだ至っていない。

一方で、「①-(b) 銀行等の対外純資産残高(資産－負債、外貨)」や、「③-(c)/(d)の日本から外国所在の金融機関or非金融機関向け円建て債権」に表れるように、海外向け貸出の魅力が増す状況下、本邦銀行部門において外貨建て資産の保有が勢いづいていることは目を惹く¹。広義には、これも円キャリー取引と言えなくもないだろう。さらに、注目される家計部門の資産運用(④)

¹ なお、①-(b)や③-(c)/(d)は重複する取引もあろうが、参考のため双方を提示している。

を見てみると、2007年当時よりも外貨運用が進んでいるし、外為証拠金取引(⑤)も2007年に伍する円売りが膨らんでいるように見える。

肝心要の絶対的な金利差が不足する状況にあって、円キャリー取引が最盛期を迎えていた2007年当時の状況を再現するのは依然として難しそうである。だが、当時よりも踏み込んだ円売りが行われている取引もあることは確かで、少なくとも状況は明らかに2007年当時に接近しつつあると言って良いだろう。

以 上

国際為替部
マーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すればいいのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウエイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いつく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくとも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かしのパターン」を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそうな新興国通貨は・・・東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジアンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はテイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について
2013年8月13日	法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」
2013年8月12日	本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～
2013年8月9日	週末版(ECBバランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)
2013年8月8日	2013年上半年国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～
2013年8月7日	実質ドル/円相場から考察する水準感
2013年8月6日	消費増税を巡る円相場の反応:3つのシナリオ
2013年8月5日	米7月雇用統計について～気掛かりな賃金の減少～
2013年8月2日	週末版(ECB理事会を終えて～フォワードガイダンスを巡る「理解の溝」も～)
2013年8月1日	FOMC声明文及び米4～6月期GDPの読み方
2013年7月30日	ECB理事会プレビュー～現状維持も気になる論点は複数あり～
2013年7月29日	「名目ドル高・実質ドル安」の“ねじれ”が強まるドル相場
2013年7月26日	週末版(ユーロ圏6月マネーサプライ統計などについて～銀行貸出も日本の後追いか～)