

## 金融規制によるドル調達市場の構造的な変化

岡田 功太

### ■ 要 約 ■

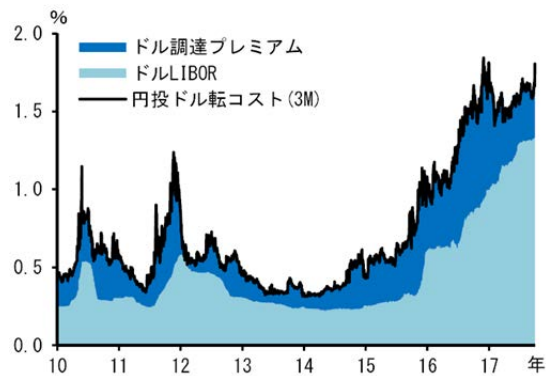
1. 近年、ドル調達コストは上昇傾向にある。日米の金利差の拡大だけでなく、2014 年以降、複数の金融規制が最終化または施行された結果、ドル資金の調達手段が制約されたためである。
2. SEC が 2014 年 7 月に MMF 規制を最終化したことを受けて、資産運用会社が、自身が運用するプライム MMF をガバメント MMF に転換したことによって、CP/CD の受け皿であったプライム MMF の規模は約 9,900 億ドル減少した。その結果、ドル調達主体は、CP/CD の発行を通じたドル資金調達を、従来通りに行うことができなくなった。
3. レポ取引については、バーゼルⅢのレバレッジ比率規制等によって、リーマンショック以降、米銀による同取引額は約 3 兆ドル減少した。米財務省及び FRB は、ドナルド・トランプ政権の下、レバレッジ比率規制の緩和を目指しているが、その内容は、バーゼル基準から逸脱し、国際協調を阻害するため、早期の実現可能性は低いといえよう。
4. CP/CD の発行及びレポ取引が、金融規制によって制約されたことを受けて、円資産を保有するドル調達主体は、為替スワップ取引を活発化し、ドル/円ベース・スワップ・スプレッドは上昇した。また、同主体は、為替スワップ取引だけではなく、従来よりも高い金利水準を提示することで、外貨建て顧客性預金を増加させた。
5. MMF 市場の構造的な変化が一巡したこと、レポ取引の縮小に寄与した金融規制改革が最終化したこと、為替スワップ取引を圧迫した金融規制改革に目途が立ったことを踏まえると、金融規制を理由に、ドル調達コストが、より一層上昇する可能性は低く、今後は FRB の利上げ等の金融政策の影響を注視する必要があると言えよう。

## I. ドル資金調達への逼迫を懸念する規制当局

近年、ドル調達コストは上昇傾向にある。日本銀行（日銀）は金融緩和政策を維持している一方で、米連邦準備制度理事会（FRB）は、2015年12月以降、フェデラルファンド金利の誘導目標を引き上げてきた。日銀の黒田東彦総裁は2017年5月、米国経済の回復に伴う金利上昇が、ドル調達コストを高める要因になり得ると述べており、今後、日米の金利差が拡大することによって、ドル資金の調達環境のタイト化は継続する可能性がある。

他方で、ドル調達コストのうち、ドルLIBORだけではなく、ドル調達プレミアムも上昇傾向にある（図表1）<sup>1</sup>。2014年以降、MMF規制、レバレッジ比率規制、G-SIBサーチャージ、ボルカー・ルール等が最終化または施行された結果、CP/CDの発行、レポ取引、為替スワップ取引等のドル資金の調達手段が制約されたためである。

図表1 短期のドル調達コストの要因分解



(注) 直近は2017年9月

(出所) 日本銀行「金融システムレポート」(2017年10月)より  
野村資本市場研究所抜粋

更に、3ヶ月物のドルLIBORは、2016年6月及び7月に、FRBが利上げをしていないにもかかわらず、約0.09%上昇した（図表2）。これは米証券取引委員会（SEC）が策定したMMF規制（詳細は後述）の施行が、2016年10月に迫る中、短期のドル資金の調達環境の逼迫が懸念されたためである。3ヶ月物のドルLIBORの上昇を受けて、日銀は2016年7月、金融政策決定会合において、企業・金融機関の外貨資金調達環境の安定のための措置を決定した<sup>2</sup>。連邦公開市場委員会（FOMC）は2016年9月、FRBの金融政策に対するMMF規制の影響について協議し、特定の短期金利の上昇をもたらした可能性を認めた<sup>3</sup>。国際決済銀行（BIS）は、邦銀が2007年以降にドル建て貸借を増加させたため、資金調達

<sup>1</sup> 詳細は、安藤雅俊（2012）「為替スワップを利用したドル資金の調達コストの動向について」日銀レビュー（No.12-J-3）を参照。

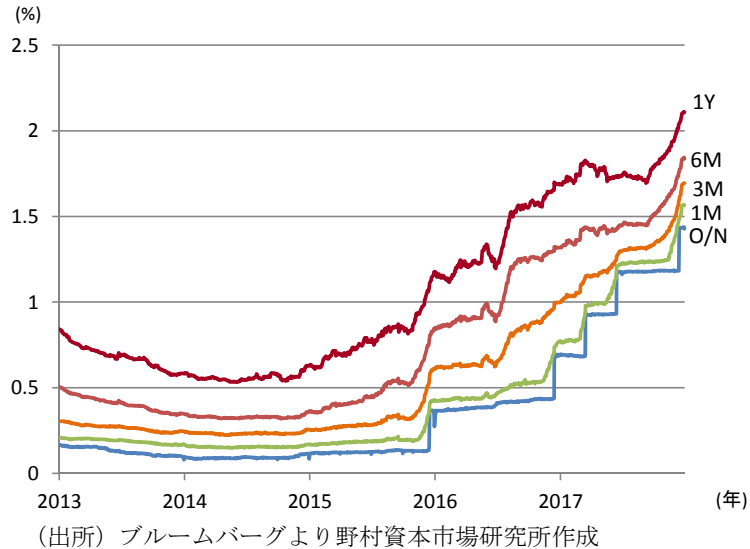
<sup>2</sup> 当該措置は、成長支援資金供給・ドル特則の総枠を120億ドルから240億ドルに拡大するものである。

<sup>3</sup> “Fed Officials Say Money Market Reforms Continue to Affect Short-Term Funding,” *Wall Street Journal*, October 12<sup>th</sup>, 2016.

の構造が脆弱になっている可能性を指摘した<sup>4</sup>。

本稿では、2014年以降にドル調達コストが高止まりする背景と、金融規制がドル調達市場に与えた複合的な影響について整理を図り、今後の注目点を考察する。

図表2 ドル LIBOR の推移 (2012年12月末から2017年12月末)



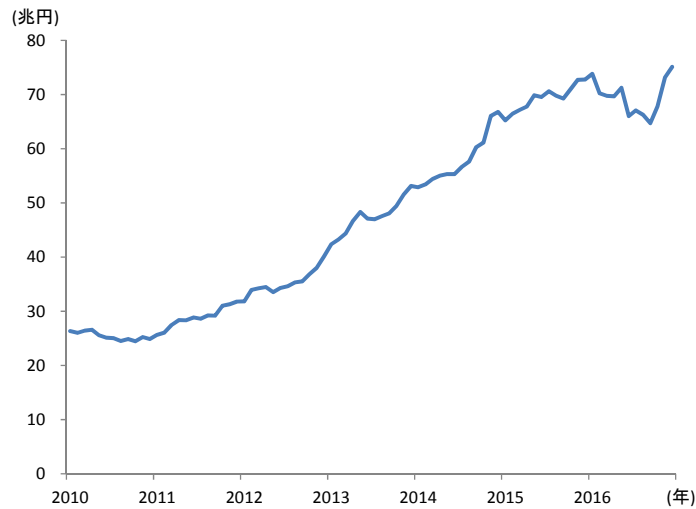
## II. 金融規制によって変貌を遂げた MMF

### 1. 海外事業展開を支える CP/CD の発行

リーマンショック以降、欧州の銀行が資産の圧縮を進める一方で、邦銀はアジア等の成長力の高い国々において、銀行に出資したり、企業向け融資を拡大する等、海外事業の展開を積極化した。そうした中、邦銀は、米国の MMF に CP/CD を発行することで、安定したドル資金を調達してきた。例えば、世界最大の MMF であるフィデリティ・キャッシュ・リザーブズは、日本の発行体に対するエクスポージャーを約 97.7 億ドル (2011 年 1 月末) から約 222.1 億ドル (2014 年 12 月末) に増加させた。これは、邦銀による海外支店の貸出残高増加が始まった時期と重なる。同期間において、邦銀の海外支店の貸出残高は、約 25.7 兆円 (2011 年 1 月末) から約 66.8 兆円 (2014 年 12 月末) に増加した (図表 3)。つまり、邦銀は、MMF 規制の影響が顕在化する 2014 年までの期間において、MMF に対して CP/CD を発行することで、ドル資金を調達すると同時に、ドル建ての融資を行うことで海外事業を拡大していたことが窺える。

<sup>4</sup> “Japanese Banks at Risk as Borrowing in Dollars Doubles, BIS Says,” *Bloomberg*, June 25<sup>th</sup>, 2017.

図表3 邦銀の海外支店の貸出残高の推移  
(2010年1月末から2016年12月末)



(出所) 日銀より野村資本市場研究所作成

## 2. ガバメント MMF への巨額の資金シフト

MMF は、安定したドル資金の調達源であったが、近年、大きな変貌を遂げている。SEC は 2014 年 7 月、MMF 規制を最終化した<sup>5</sup>。同規制は、米国の MMF を運用方法に基づき主に 2 種類に大別した。一つは、ガバメント MMF であり、ポートフォリオの 99.5% 以上を現金及び米国債等で運用するものである。もう一つは、プライム MMF であり、CP/CD 等の短期金融商品を保有するものである。SEC は、①機関投資家向けプライム MMF の基準価額の評価方法を「時価変動」とすること、②プライム MMF に「流動性手数料」及び「解約一時停止条項」を付与することを決定した<sup>6</sup>。

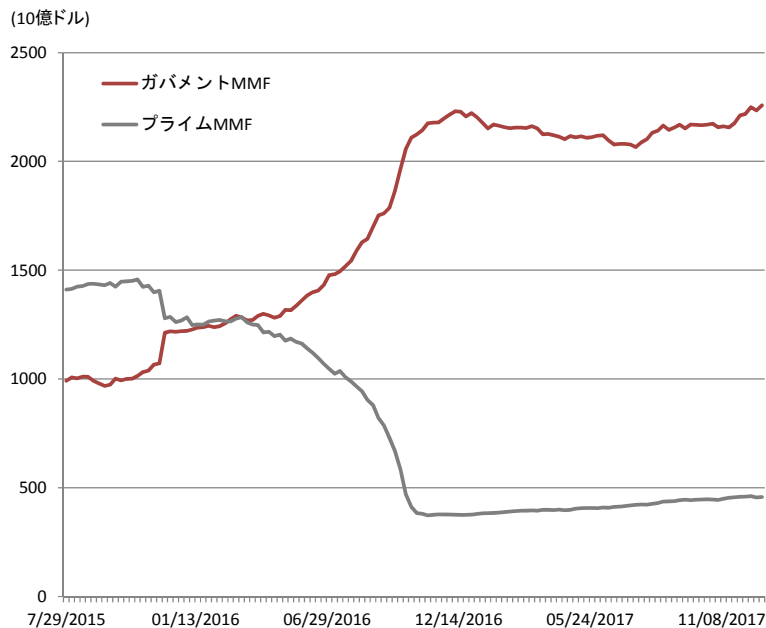
これを受けて、プライム MMF の投資家が、金融危機時に流動性が枯渇した際に、運転資金を同 MMF から引き出すことができなくなる可能性を懸念した。また、資産運用会社が規制対応を避けるために、自身が運用するプライム MMF をガバメント MMF に転換したことによって、巨額の資金シフトが発生した。2015 年 7 月から 2017 年 7 月にかけて、ガバメント MMF は約 1 兆ドル増加し、対照的にプライム MMF は約 9,900 億ドル減少した(図表 4)。

当該資金シフトが一巡した 2016 年 10 月以降、運用資産総額は、プライム MMF が約 4,400 億ドルでガバメント MMF が約 2.2 兆ドルとなり、比較的安定して推移している。その間、FRB は利上げを実施しているが、プライム MMF への資金回帰は生じていない。つまり、MMF 規制による構造的変化は一時的なものではなく、今後も継続する可能性がある。

<sup>5</sup> 詳細は、岡田功太「米国の MMF 最終規則の公表とその影響」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号(ウェブサイト版)を参照。

<sup>6</sup> 流動性手数料とは、MMF が保有する資産の流動性が、ある一定水準以下になった場合、投資家の解約を抑止するために解約額に対して追加的に課す手数料のことを指す。詳細は前掲脚注 5 論文を参照。

図表4 ガバメントMMF及びプライムMMFの残高推移  
(2015年7月末から2017年12月末)



(注) 週次で残高の推移を表示。  
(出所) ICIより野村資本市場研究所作成

### 3. 日本の発行体向けエクスポージャーの減少

MMF市場の構造変化の引き金は、フィデリティ・キャッシュ・リザーブズによるガバメントMMFへの転換であった。同MMFは、2015年4月末から2016年4月末にかけて、米国向けエクスポージャーを約770億ドル増加させた一方で、日本向けエクスポージャーについては約160億ドル減少させた(図表5)<sup>7</sup>。つまり、同MMFは、ガバメントMMFに転換する際、米国債を中心とした運用に切り替え、非米系金融機関が発行したCP/CDに対するエクスポージャーを大幅に削減した<sup>8</sup>。

大手邦銀は、フィデリティ・キャッシュ・リザーブズにCP/CDを発行することで、従来のようにドル資金を調達することが困難になった。例えば、大手邦銀Aは、同MMFに対してCP/CDを発行できなくなった代わりに、レポ取引を開始したが、調達額はピーク時の半分以下となった。大手邦銀Bは、同MMFがガバメントMMFに転換して以降、CP/CDを発行することができなくなり、ドル資金をほぼ調達できなくなった(図表6)。

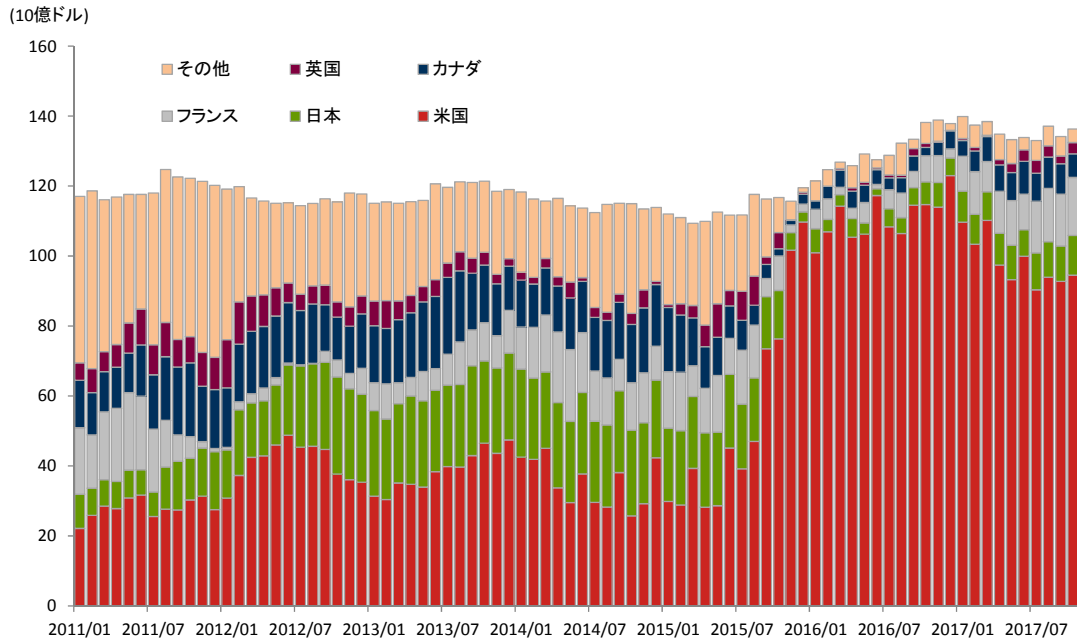
フィデリティ・キャッシュ・リザーブズの日本の発行体に対するエクスポージャーは、2011年1月末から2016年6月末にかけて、大手邦銀が占める割合は平均96%であったが、

<sup>7</sup> 詳細は、岡田功太「米国MMF最終規則の施行に向けた資産運用会社の動向」『野村資本市場クォーターリー』2015年春号を参照。

<sup>8</sup> 詳細は、岡田功太、吉川浩史「短期金融市場に幅広く影響する米国MMF規制改革」『野村資本市場クォーターリー』2016年秋号、同「金融規制の影響によるドル調達コストの上昇」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号を参照。

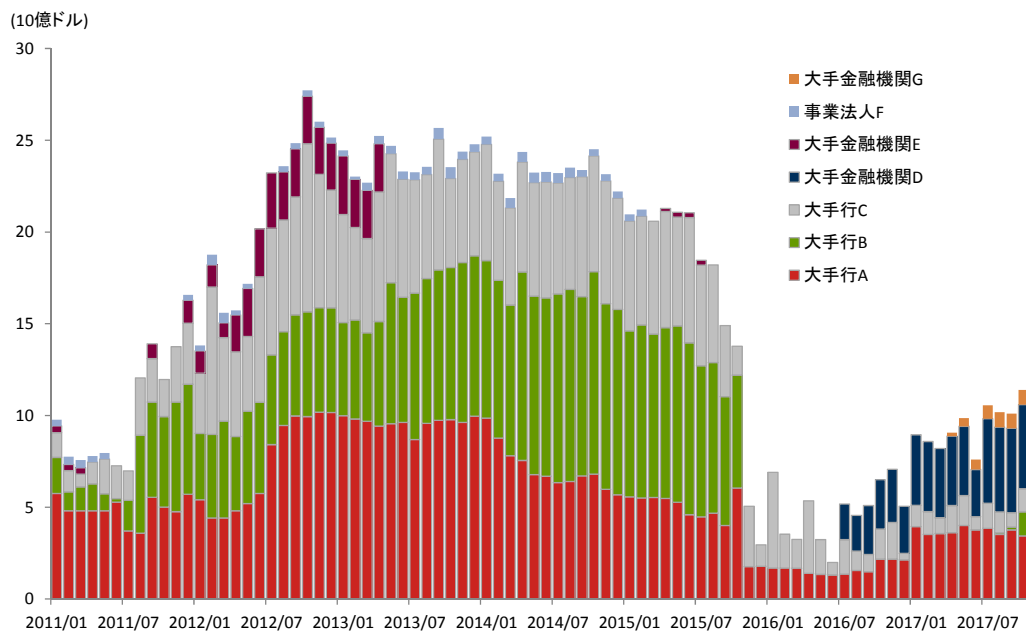
それ以降は平均 54%まで低下しており、2016 年 6 月及び 7 月のドル LIBOR の上昇要因の一つになった。

図表 5 フィデリティ・キャッシュ・リザーブズの国別エクスポージャー（金額ベース）



(出所) OFR (Office of Financial Research) より野村資本市場研究所作成

図表 6 フィデリティ・キャッシュ・リザーブズの日本向けエクスポージャー（金額ベース）



(出所) OFR より野村資本市場研究所作成

#### 4. CPの保有者として台頭する私募MMF

ニューヨーク連銀は2017年6月、MMF規制に対する投資家の反応について調査結果を公表した<sup>9</sup>。その中で、2015年1月から2017年2月にかけて、ガバメントMMFが市場全体に占めるシェアは約40%上昇したが、その主な要因は、プライムMMFによるガバメントMMFへの転換であったことを指摘した。他方で、MMF規制が施行された2016年11月から2017年2月にかけて、プライムMMFからガバメントMMFへの資金シフトは限定的であったことに加えて、過去数年にわたって、MMF全体の市場規模は約3兆ドルを維持している。つまり、当該資金シフトは、主に規制対応によるものであると言える。

また、ニューヨーク連銀は、プライムMMFからガバメントMMFへの資金シフトの大半は、同一のファンドファミリー（運用・サービス面で同一のファンド群）において発生したことを指摘した。同一のファンドファミリー内での資金シフトは、投資家が、同じスポンサーが運営するMMFの中でも、プライムMMFよりガバメントMMFを選好していることを意味しており、常に運転資金を引き出すことができるという利便性を求めていることを表している。2008年のMMF元本割れに伴う取り付け騒ぎにおいて、投資家は、同一のファンドファミリーから一斉に資金を引き揚げており、今般の資金シフトは、過去の金融危機時に見られた動きとは異なる。そのため、ニューヨーク連銀は、約1兆ドルの資金シフトは、MMFが有する安全性が毀損されたことを意味しないと評価した。

しかし、MMF規制の施行が、私募MMFの台頭につながったという側面もある。私募MMFのCP保有額は、約610億ドル（2016年4月末）から約1,030億ドル（2017年3月末）に増加し、CP保有者としてプライムMMFの役割の一部を代替した<sup>10</sup>。MMF規制は、1940年投資会社法に基づく公募MMFが対象であり、私募MMFは対象外である。つまり、私募MMFは、募集対象を適格機関投資家等に限定する必要があるが、公募MMFのように幅広い投資家に提供できないという制約がある一方で、基準価額を1ドルに固定した形で組成することができる。そのため、万が一、私募MMFが元本割れした際には、MMF規制導入前の（プライム）MMFと同様に、取り付けリスクが顕在化する可能性がある。私募MMFの運用資産総額は約6,000億ドルと、公募MMF市場の約5分の1（2017年3月末時点）の市場規模であるが、公募MMFから私募MMFへのシステムック・リスクの移転の可能性には留意する必要がある。

<sup>9</sup> Federal Reserve Bank of New York, “Investors’ Appetite for Money-Like Assets: The Money Market Fund Industry after the 2014 Regulatory Reform,” June, 2017.

<sup>10</sup> 私募MMFのCP保有額は、SEC公表データに基づく推定値。

### Ⅲ. 金融規制改革によるレポ取引の縮小

#### 1. バランスシートの規模を圧縮するレバレッジ比率規制

CP/CD の発行以外のドル調達手法として、レポ取引が挙げられる。リーマンショック以降、米銀による米国債等を担保としたレポ取引額は、約 3 兆ドル減少した<sup>11</sup>。その要因として、第一に、バーゼルⅢのレバレッジ比率規制が挙げられる。同規制は、Tier1 資本に対するレバレッジ・エクスポージャーの割合であり、グローバルには最低基準が 3%に設定されている。他方で、大手米銀に対しては、ドッド=フランク法 165 条の下、グローバル基準より厳格な追加的レバレッジ比率（SLR: Supplementary Leverage Ratio）規制が課されており、銀行持株会社ベースで最低基準が 5%に設定されている。その結果、特に、大手米銀には、相対的に収益性が低いレポ取引を縮小するインセンティブが生じており、同取引によるドル供給に影響した。

現在、米国ではドナルド・トランプ政権の下、米財務省が金融規制の見直しを進めている。スティーブン・ムニューシン米財務長官は、2017 年 6 月に公表した金融規制改革提言の中で、SLR について、分母のレバレッジ・エクスポージャーから、①中央銀行への預金、②米国債、③清算機関に差し入れる当初証拠金を控除することを提言した<sup>12</sup>。提言通りに米国債の控除が実現すれば、大手米銀がレポ取引を活発化する可能性がある。

しかし、同改正はバーゼル基準から逸脱しており、国際協調を阻害することに加えて、自己資本比率規制の補完として、金融機関の国債レポ取引等によって肥大したバランスシートを制限するという SLR の本来の意味が失われることにもつながり得る。ランダル・クォールズ FRB 副議長氏は 2018 年 1 月、SLR の緩和を最優先事項として取り組んでいると述べているが、同規制からの米国債の控除については、早期に実現する可能性は低いと言ってよい<sup>13</sup>。

#### 2. 長期の流動性を要請する安定調達比率

第二に、バーゼルⅢの安定調達比率（NSFR: Net Stable Funding Ratio）である。NSFR は、大手銀行の保有資産の流動性に依りて、長期の安定調達をすることを求めるものであり、保有資産の流動性が低ければ、より長期で安定した調達構造にする必要がある。例えば、金融機関向けのレポ取引に関しては、債権として残存期間 6 か月以内でウェイト 10~15%、同 6 か月超から 1 年以下で 50%、同 1 年超で 100%が適用され、それに見合った長期安定調達が求められる。そのため、大手銀行には、従来よりも、当該取引の規模を縮小するインセンティブが働く。

実は、NSFR については、グローバル基準は策定済みである一方で、米国基準は規則案

<sup>11</sup> William C. Dudley, "Market and Funding Liquidity: An Overview," May, 2016.

<sup>12</sup> 詳細は、岡田功太「米財務省による金融規制改革提言に関する考察」『野村資本市場クォーターリー』2017 年夏号（ウェブサイト版）を参照。

<sup>13</sup> Randal Quarles, "Early Observations on Improving the Effectiveness of Post-Crisis Regulation," January, 2018.



が公表された段階であり、最終化されていない。米財務省は、トランプ政権下の金融規制の見直しにおいて、適切な評価が行われるまで、NSFR の米国基準の策定を延期することを提言した。これを受けて、米国銀行協会のロブ・ニコルズ CEO は 2017 年 11 月、クォールズ FRB 副議長宛ての書簡において、NSFR の目的は他の規制によって達成されており、米国基準を策定する必要はないと主張した<sup>14</sup>。

米財務省の提言通りに、NSFR の米国基準の策定が延期された場合、より一層のレポ取引の縮小は回避されよう。しかし、FRB をはじめとする米当局が同基準を策定しなかった場合、それはバーゼル基準からの逸脱であり、国際協調の阻害を意味する。

### 3. 短期調達依存度を考慮する米国の G-SIB サーチャージ

第三に、G-SIB サーチャージである。同規制は、グローバルなシステム上重要な銀行 (G-SIB: Global Systemically Important Bank) について、①規模、②相互関連性、③代替可能性、④複雑性、⑤国際業務の 5 つの指標に基づいて計測されるスコアに応じた追加的な資本の上乗せである。G-SIB サーチャージのグローバル基準は 1.0~2.5% であるが、米国基準は、前述の 5 つの指標のうち、代替可能性の指標に代えて、短期調達への依存度を考慮しており、1.0~4.5% に設定されている。その理由として、米国 G-SIB の短期調達依存度が高い場合、ストレス状況下において、マージン・コールやレバレッジの解消等の負のサイクルが発生する可能性があると考えられたためである。つまり、米国 G-SIB は、他の銀行よりも、レポ取引等の短期調達への依存度を低下させる必要があった。

それに対して米財務省は、トランプ政権下の金融規制の見直しにおいて、G-SIB サーチャージの米国基準は、米国経済への副作用が考えられるとして再検証することを提案した。これが実現した場合、米国 G-SIB はレポ取引を活発化することができる。しかし、当該提案は、あくまでもグローバル基準に比べて追加的に厳格化してきた米国基準の見直しであり、レポ取引がリーマンショック以前の水準まで回復することに繋がる可能性は低い。

## IV. 為替スワップ市場への影響の波及

### 1. バランスシートの規模を圧縮するレバレッジ比率規制

CP/CD 及びレポ取引が制約された影響は、為替スワップ市場に波及した。為替スワップとは、期初と期末の交換比率（為替レート）を予め合意した上で、一定期間、異なる通貨を交換する取引であり、経済的には、ある通貨を担保とした別の通貨の借入を意味する。為替スワップ市場において、円を担保にドルを調達する際に、ドル LIBOR に上乗せされる金利幅はベーススと呼ばれる。これは、邦銀等が為替スワップによってドルを借りる際、米銀等にコストを支払っているということを意味しており、ドル/円ベースス・スワップ・

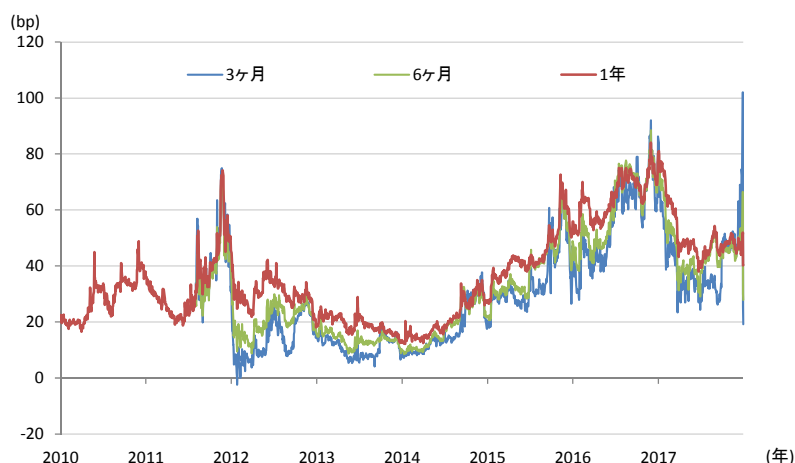
<sup>14</sup> “Basel concession strengthens US opposition to NSFR,” *Risk*, November 27<sup>th</sup>, 2017.

スプレッド、またはドル資金調達プレミアムを呼称される。

3ヶ月物のドル/円ベース・スワップ・スプレッドは、2016年12月末時点で85ベースポイントを上回り、2011年の南欧を震源とするソブリン危機の水準を超えた(図表7)。その後、同スプレッドは、2017年に25ベースポイント付近まで低下したが、同年12月末に突如として急激に変動し、100ベースポイントを超えた。ドル/円ベース・スワップ・スプレッドは、短期的な需給によって大きく変動しているが、中長期的なトレンドとしては、2014年以降に上昇し、2倍以上の水準となり、高止まりしたと言える。

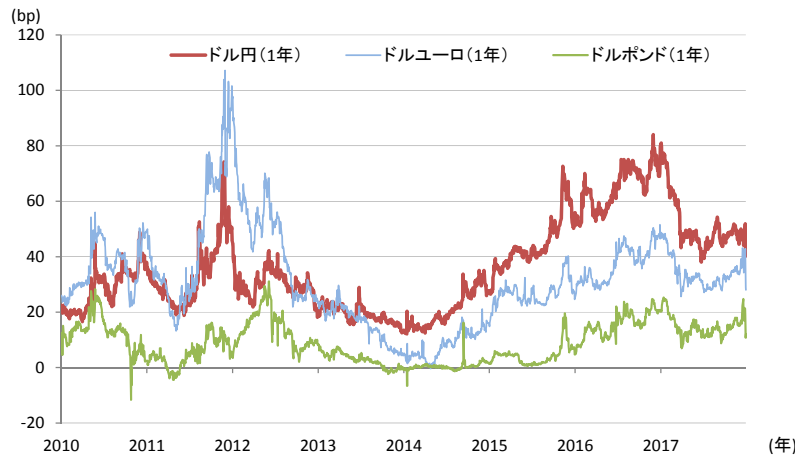
ベース・スワップ・スプレッドを通貨別に見ると、2011年の南欧ソブリン危機時にドル/ユーロ(1年物)は100ベースポイントを超えたが、その後、低下し、2014年以降に上昇傾向に転じた。その際に、ドル/ユーロ(1年物)に比べて、ドル/円(1年物)の方が上昇していることから、ドル調達ニーズがある円資産の保有者が為替スワップ取引を活発化したと言える(図表8)。

図表7 年限別のドル/円ベース・スワップ・スプレッド  
(2009年12月末から2017年12月末)



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

図表8 通貨別の1年物ベース・スワップ・スプレッド  
(2009年12月末から2017年12月末)



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

## 2. 為替スワップ取引を抑圧する金融規制

ドル/円ベース・スワップ・スプレッドの上昇要因として、第一に、レバレッジ比率規制が挙げられる。同規制はレポ取引の縮小に寄与したが、分母のレバレッジ・エクスポージャーに為替スワップ取引も算入されるため、同取引にも影響する。レバレッジ比率規制の最低基準はグローバルで3%とされている一方で、SLRは銀行持株会社に対して5%とされており、特に大手米銀にとって、為替スワップを行おうとする需要が相対的に小さい。また、トランプ政権下の金融規制の見直しにおいて、SLR算出式から為替スワップ取引を控除するという提言は示されていないため、一連の金融規制緩和が実現したとしても大手米銀の同取引の活発化は期待できない。

第二に、ボルカー・ルールである。米当局は、ボルカー・ルール最終規則を2013年12月に公表し、2015年7月から適用を開始した<sup>15</sup>。同ルールは、米銀及び米国に営業支店を有する銀行等に対して、①自己勘定取引の禁止、②プライベート・エクイティ・ファンドやヘッジファンドの出資等の制限を要請している。同ルールが禁止する自己勘定取引とは、対象金融商品の短期間の売買等を指し、「短期間」とは60日間が妥当とされている。例えば、銀行がドル建て融資を行って、そのブックを為替スワップ取引によってヘッジした場合、融資についてはボルカー・ルールの対象外である一方で、為替スワップ取引については60日基準が適用される可能性があり、制約を受けることになる。これを受けて、国際銀行協会は2017年9月、米当局に対して、ドル資金調達を目的とした為替スワップ取引をボルカー・ルールの対象から除外することを提言した<sup>16</sup>。

<sup>15</sup> 詳細は、岡田功太「ボルカー・ルールの簡素化と見直しを巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号を参照。

<sup>16</sup> Institute of International Bankers, “Re: Proprietary Trading and Certain Interests in and Relationships With Covered Funds (Volcker Rule); Request for Public Input, Docker ID OCC-2017-0014,” September, 2017.

### 3. ドルの供給主体として存在感を増すノンバンク

ドル/円ベースス・スワップ・スプレッドの上昇は、ドル資産の保有主体にとって、高いプレミアムの獲得を意味する。つまり、金融規制の制約を受けないノンバンクにとって、2014年以降の為替スワップ市場には魅力的な投資機会があった。実際に、日銀は金融システムレポート（2017年4月公表）において、ソブリン・ウェルス・ファンドや新興国の外貨準備当局等が、ドルの供給者として存在感を相対的に高めたと言及しており、フィナンシャル・タイムズは、中国のソブリン・ウェルス・ファンドと PIMCO が活発に為替スワップを行っていたと報じている<sup>17</sup>。

実は、近年、日本国債の保有者として、海外投資家（非日系投資家）が存在感を高めている。日銀によるマイナス金利政策にも関わらず、非日系投資家の保有比率は、日本国債については約8%（2014年6月末）から約10%（2017年6月末）に上昇し、国庫短期証券については約30%（2014年6月末）から約50%（2017年6月末）となった。ノンバンクが、ドル資金調達プレミアムが高水準であったことから、為替スワップ取引をすることでドル資産を放出し、日本国債を購入したと考えられる。

## IV. ドル調達コストに関する今後の注目点

### 1. レポ市場と策定プロセスが一巡した金融規制改革

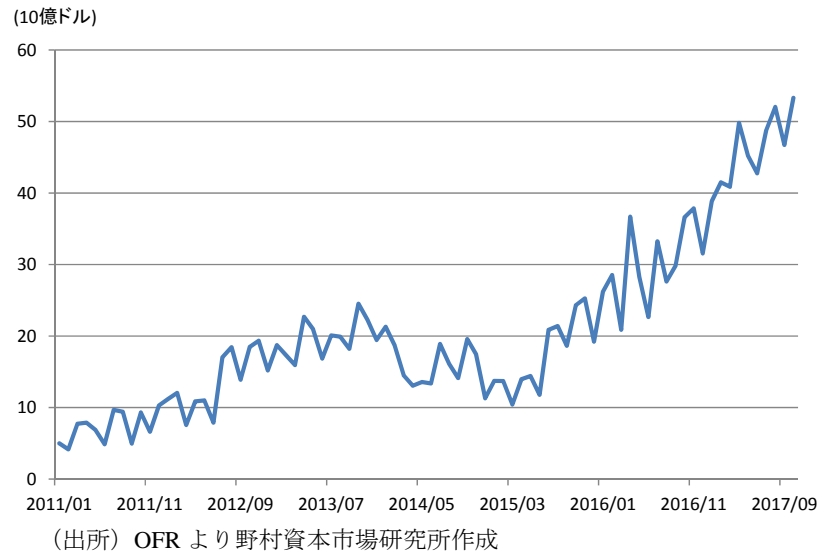
ドル調達コストに関する注目点として、第一に、レポ市場の参加者の動向が挙げられる。ドルの調達主体である大手銀行は、他の金融機関とのレポ取引の縮小を余儀なくされた一方で、ガバメント MMF との同取引を増加させた（図表 9）。ところが、バーゼル銀行監督委員会が 2017 年 12 月、バーゼルⅢを最終化し、①レバレッジ比率規制の最低基準を 3% として 2018 年から正式導入すること、②G-SIB を対象に 2022 年から G-SIB サーチャージの 50% の水準を上乗せすることなどを決定した<sup>18</sup>。今後、レバレッジ比率規制の最低基準が引き上げられることから、大手銀行とガバメント MMF のレポ取引に制約が生ずる可能性がある。

他方で、ドル供給主体である大手米銀は、①トランプ政権が金融規制の見直しを開始したこと、②既に SLR の最低基準を満たしておりバーゼルⅢ最終化の影響は軽微であることから、今後、より一層のレポ取引の縮小を余儀なくされる可能性は低下した。つまり、レポ取引によるドル資金の調達環境は、2014 年以降の金融規制改革の進展により圧迫された分だけタイト化した状況が継続する可能性がある。

<sup>17</sup> “The alchemists who turn negative bond yields into profit,” *Financial Times*, September 15<sup>th</sup>, 2016.

<sup>18</sup> Basel Committee on Banking Supervision, “Basel III: Finalising post-crisis reforms,” December, 2017.

図表9 大手邦銀によるMMFとのレポ取引額



## 2. 急増した外貨建て顧客性預金

第二に、大手邦銀の負債構造の変化である。日銀によると、大手邦銀（国際統一基準行）は、外貨建て顧客性預金を4,630億ドル（2016年3月）から5,720億ドル（2017年7月）に増加させた。（図表10）。その結果、大手邦銀の安定性ギャップは、23.9%（2014年4月末）から9.5%（2017年7月）に低下した<sup>19</sup>。安定性ギャップとは、外貨資金の運用・調達構造の安定性を示す指標であり、その低下は、金融規制改革が安定化に寄与したという間接的な証左である。ただし、大手邦銀の外貨建て顧客性預金のうち、約25%は金融機関から預かったものであり、それを除くと、安定性ギャップは23.8%になる。

一方で、大手米銀はドル預金を削減してきた。JPモルガンは、2015年にFRBが金利を引き上げた際、ノン・オペレーショナル預金の金利を据え置くことで、預金総額を約2,000億ドル削減した<sup>20</sup>。これは、流動性カバレッジ比率に対応するための措置である<sup>21</sup>。同規制において、ノン・オペレーショナル預金はホット・マネー（危機時に企業が引き出す可能性が高い）と定義され、高い適格流動資産の保持が要請される。このような日米の銀行の動向から、外貨建て顧客性預金に関する安定性については、顧客属性に留意する必要があることが見て取れる。

また、大手邦銀が、外貨建て顧客性預金を1,000億ドル以上増加させた際、顧客に対して、競合他社の2~3倍の金利水準を提示するケースもあった<sup>22</sup>。レポ及び為替スワップによるドル資金の調達コストが高止まりしており、ドルLIBORも上昇傾向にあること等を踏まえると、今後、外貨建て顧客性預金の獲得競争は激化し、それに伴ってコスト負担は増大する可能性がある。

<sup>19</sup> 日本銀行「金融システムレポート」（2017年10月）を参照。

<sup>20</sup> “J.P. Morgan to Increase Deposit Rates for Some Big Clients in January,” *Wall Street Journal*, December 28<sup>th</sup>, 2015.

<sup>21</sup> 流動性カバレッジ比率だけでなく、G-SIBサーチャージのスコアの低下も目的としている。

<sup>22</sup> “Foreign Banks Pay Up for U.S. Deposits?” *Wall Street Journal*, November 5<sup>th</sup>, 2015.

図表 10 大手邦銀の外貨建てバランスシートの負債構造 (10 億ドル)

	2016年3月	2016年10月	2017年2月	2017年7月	変化幅 (2016年3月-2017年7月)
顧客性預金	463	530	559	572	109
社債等	97	106	116	118	21
短期円投	59	66	67	64	5
レポ	231	257	189	221	-10
CP/CD	268	206	230	237	-31
中長期円投	168	160	156	136	-32

(出所) 日本銀行より野村資本市場研究所作成

### 3. 金融政策に焦点が移る為替スワップ市場

第三に、為替スワップ市場の参加者の動向である。中国のソブリン・ウェルス・ファンドや PIMCO 等のノンバンクが、2017 年に高いドル調達プレミアムを獲得するために為替スワップを活発させた結果、ドル/円ベース・スワップ・スプレッドは低下したが、これらのノンバンクは、運用実績を確定するために為替スワップ取引を手仕舞う必要がある。その際には円資産の放出とドル資産の取得という取引が発生し、ドル/円ベース・スワップ・スプレッドの上昇に寄与するため、ノンバンクの投資行動は同スプレッドの短期的な変動要因であると言える。

他方で、①MMF 市場の構造的な変化が一巡したこと、②レポ取引の縮小に寄与した金融規制改革が最終化したこと、③為替スワップ取引を圧迫した金融規制改革に目途が立ったことを踏まえると、金融規制を理由に、同スプレッドが、より一層上昇する可能性は低い。つまり、ドル/円ベース・スワップ・スプレッドの中長期的なトレンドに関する留意点としては、金融規制の影響よりも、FRB の利上げ等の金融政策の影響を注視する必要があると言えよう。