

金融規制の影響によるドル調達コストの上昇

岡田 功太、吉川 浩史

■ 要 約 ■

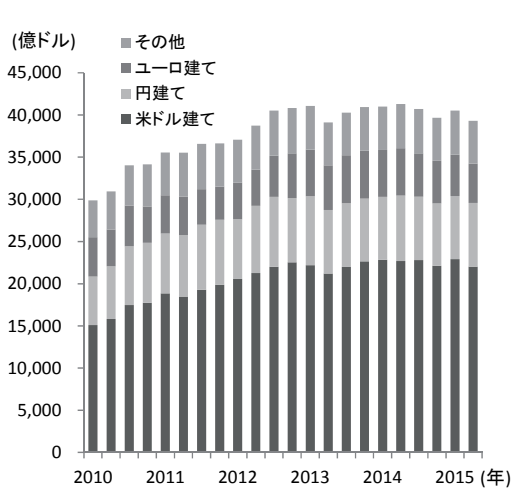
1. 邦銀を中心とする日系金融機関において、外貨建て資産が拡大している。特に米ドル建て資産が大きく、そのためにドル調達の重要性が増す中、調達コストが大幅に上昇している。ドル調達コスト上昇の一因として金融規制改革の影響が考えられる。
2. 邦銀による短期のドル調達手段として、①レポ取引、②コマーシャル・ペーパー（CP）及び譲渡性預金（CD）、③ドル預金、④通貨スワップが挙げられる。しかし、①から③は金融規制の影響で調達コストが高まっているため、低コストのドル調達手段が狭まっている。その結果、④にドル調達を目的とする取引が集まり、通貨スワップの спреッドが拡大し、調達コストが上昇していると考えられる。
3. 今後の展望について、ドル調達の代替手段としてドル建て債券発行が考えられるが、短期金融市場での調達に比してコストが高くなる上、投資家向けロードショーの実施や当局への登録などが必要となる。また、通貨スワップの спреッド拡大は、ドル調達だけでなく、生命保険会社の外債投資時の為替リスクヘッジや、通貨選択型投資信託の運用にも影響しうるため注意が必要である。
4. 2016年以降、金融規制の適用が本格化することを踏まえると、ドル調達コストは引き続き高い水準で推移すると推察される。日系金融機関としては、金融規制改革の間接的・複合的な影響も考慮して海外事業・投資を展開する必要がある。

I 邦銀のグローバル化と米ドル調達の重要性

近年、邦銀を中心とした日系金融機関による外貨建て資産の拡大が目立つ。わが国における近年の金融緩和政策と長期にわたる国内景気の低迷を背景に、金利水準および投資収益性の低下を受け、日系金融機関は相対的に収益性の高い外貨建て資産を積み上げている。特に邦銀は 2010 年以降、米ドル建てを中心に対外債権を増やし、足元では約 4 兆ドルに上る（図表 1）。直近では横ばいとなっているが、邦銀の海外支店では引き続き貸出残高

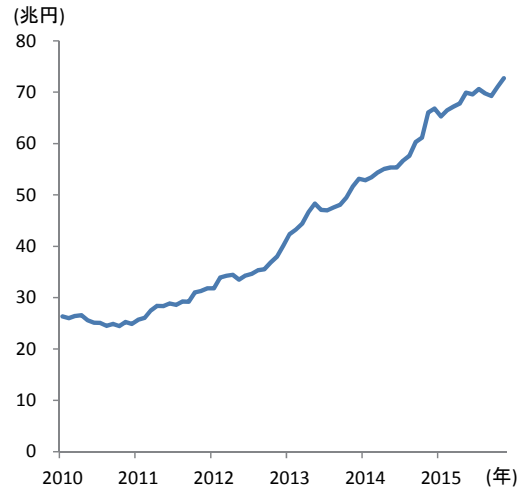
図表 1 邦銀による海外向け資金供給の拡大

邦銀の対外債権（通貨別）の推移



(出所) パーゼル委員会より野村資本市場研究所作成

邦銀の海外支店の貸出残高の推移



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より野村資本市場研究所作成

が伸びており、約 72 兆円（約 6,000 億ドル）¹に達している。

特にリーマンショック後は欧米の大手銀行が資産圧縮を進める一方で、邦銀は成長力の高い国々における日系・非日系企業向け融資の拡大や貸出債権等の買い取りなど海外ビジネスの拡大に注力している。例えば、2014 年 2 月、三菱 UFJ フィナンシャル・グループは同年 7 月 1 日付けで傘下のユニオンバンクと三菱東京 UFJ 銀行米州本部の統合を発表し、米国基盤の強化を図っている²。また、2015 年 2 月には、みずほフィナンシャルグループがロイヤルバンク・オブ・スコットランド（RBS）グループから北米の優良企業を中心とした 200 グループ向けの貸出資産や与信枠を取得する方針を発表した³。2015 年もメガバンク 3 行の海外投資・海外新規出店の流れは継続している（図表 2）。

そうした中、現在の邦銀にとって重要な経営課題の 1 つは、海外事業および外貨建て資産を維持・拡大するための恒常的な米ドル資金の確保といえる。邦銀の融資先がアジア諸国の場合でも、その際に必要な現地通貨は、ドル調達後に当該現地通貨に転換するケースが多い。

¹ 1 ドル=120 円で換算。

² 「三菱 UFJ、米事業の再編発表」日本経済新聞、2014 年 2 月 28 日。

³ 「みずほ、北米企業融資開拓 英 RBS の債権買い取り 4000 億円」日本経済新聞、2015 年 2 月 26 日。

図表 2 2015 年以降のメガバンク 3 行の主な海外投資・海外新規出店等

	公表時期	所在国	概要
みずほ銀行	2015 年 2 月	米国	RBS の北米における貸出資産等を取得
	2015 年 7 月	オーストリア	ウィーン支店を開設
	2015 年 8 月	ミャンマー	ヤンゴン支店を開設
三菱東京UFJ 銀行	2015 年 1 月	タイ	バンコク支店とアユタヤ銀行の統合
	2015 年 4 月	ミャンマー	ヤンゴン支店を開設
	2015 年 6 月	カナダ	カルガリー支店を開設
	2015 年 7 月	中国	福州支店開設の認可を取得
	2015 年 7 月	アラブ首長国連邦	ドバイ支店におけるイスラム金融兼業認可を取得
三井住友銀行	2015 年 3 月	香港	東亜銀行に追加出資
	2015 年 3 月	メキシコ	SMBC SOFOM (ファイナンス会社) を設立
	2015 年 4 月	コロンビア	Financiera de Desarrollo Nacional S.A.に出資
	2015 年 4 月	ミャンマー	ヤンゴン支店を開設
	2015 年 6 月	欧州	米国 GE グループの欧州の貸出資産等を取得
	2015 年 7 月	中国	大連支店開設の認可を取得
	2015 年 8 月	カンボジア	アクレダ・バンクに追加出資
	2015 年 9 月	フィリピン	マニラ支店を開設

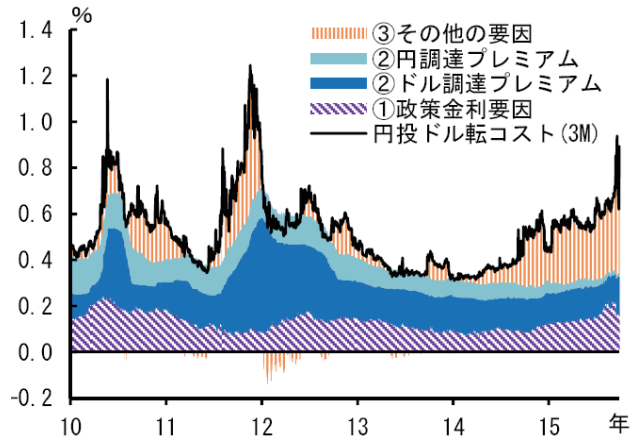
(出所) 日本銀行及び各社開示資料より野村資本市場研究所作成

II 利上げ期待要因以外の短期ドル調達コストの上昇

2014 年以降、短期のドル調達コストは上昇傾向にある(図表 3)。日本銀行の金融システムレポートによると、2015 年 9 月時点の短期ドル調達コスト(期間 3 ヶ月の円投ドル転コスト)は 1%に迫り、欧州ソブリン危機時の水準に近づいている⁴。その内訳を確認すると、2014 年以降、「①米国政策金利を巡る期待要因」および「②銀行間取引市場における資金調達プレミアム」はほぼ横ばいで推移し、米国の利上げ観測がドル調達コストに与える影響は微小である。その一方、「③その他の要因の押し上げ」が継続的に増加しており、その要因としてリーマンショック後に導入された各金融規制が複合的に作用したために、邦銀のドル調達コストを上昇させていると考えられる。次節以降では、邦銀の主要な短期ドル調達手段と金融規制の影響について説明する。

⁴ 2010 年 5 月以降、ギリシャ、アイルランド、スペイン、ポルトガル、キプロスが欧州連合および国際通貨基金(IMF)から金融支援を受け、2011 年 10 月にはベルギーの大手銀行(デクシア)が経営破綻し、市場がリスク回避的となった。

図表3 短期のドル調達コストの要因分解



(注) 1. 直近は2015年9月
 2. 円投ドル転コストを、円LIBORと通貨スワップの和と仮定⁵。
 (出所) 日本銀行「金融システムレポート」(2015年10月)より野村
 資本市場研究所抜粋

Ⅲ 金融規制により縮小するレポ市場

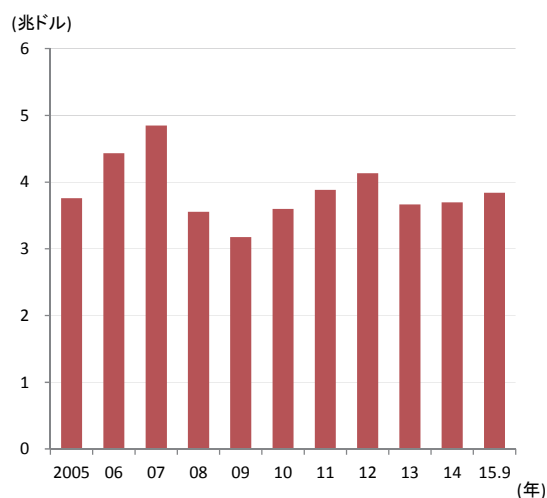
1. 金融危機後に約1兆ドル縮小した米国レポ市場

まず、短期資金調達に欠かせないレポ市場の動向を確認する。米国では、債券の買戻(売戻)条件付き売却(購入)が活発に行われており、保有証券を用いた資金調達(レポ取引)や、余資運用あるいは空売り等で受け渡す必要がある証券の手当て(リバース・レポ取引)として活用されている。レポ/リバース・レポ取引は経済的には有担保ローンと同様で、日系金融機関も在庫等で保有する証券(米国債等)を活用した資金調達に多用している。また、レポ取引を専門に行う大手銀行のレポデスクにおいて、個別の取引から得られるスプレッドは場合によっては1~2bpと低いが、活発に取引を行うことによって金融規制改革前は大きな収益を上げていた。

米国レポ市場の規模は2007年に4.8兆ドルまで拡大した後に、2008年の金融危機の影響を受け、2009年末には3.2兆ドルまで減少した。足元では約3.8兆ドルまで回復したが、ピーク時からは1兆ドル縮小している(図表4)。しかし、以下の各種金融規制の影響により、米国の銀行やブローカー・ディーラーのレポ取引は一層の減少が予想される。

⁵ 政策金利要因：ドルOIS、ドル調達プレミアム：(ドルLIBOR-ドルOIS)、円調達プレミアム：(円LIBOR-円OIS)と置いている。詳細は、安藤雅俊「為替スワップを利用した米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(2012年3月)を参照。

図表 4 米国レポ市場の規模（取引残高ベース）



(出所) FRB より野村資本市場研究所作成

2. トライパーティ・レポを中心とした改革

2008年の金融危機後、米国レポ市場の規模が縮小した最大の要因は、米当局が推進してきたレポ市場改革である。米国レポ市場はバイラテラル (bilateral) 形式と、米国独自の取引の仕組みであるトライパーティ (tri-party) 形式から構成されている⁶。前者は一般的なレポ取引で、取引当事者間で証券と資金を同時に受け渡す DVP (Delivery Versus Payment) によって決済される。一方、後者は銀行 (Clearing banks) が第三者としてレポ取引に介在する仕組みで、クリアリング・バンクに設けられた取引参加者の口座間でレポ取引の決済が行われる⁷。米国では、バイラテラル形式と比べてオペレーションが簡素化されたトライパーティ形式が発展・普及し、現在では資金調達を目的とする GC (General Collateral) 取引ではトライパーティ形式が活用され、空売り等に伴う証券の手当てのための SC (Special Collateral) 取引ではバイラテラル形式が活用されている。金融システムの安定性という観点から、特に当局がトライパーティ・レポを問題視した理由は、クリアリング・バンクがレポ取引の当事者に多額の与信をし、取引当事者がその借入に大きく依存していたためである。トライパーティ・レポ取引の特徴として、タム物であっても毎営業日の朝に、アンwind (ポジションの解消) を行って一度資金を返済し、夕方までに再び資金と担保を返済する慣習がある⁸。そのため、資金の借り手は日中の時間帯に資金を手当てする必要がある、その間はクリアリング・バンクが与信を提供していた。

クリアリング・バンクによる日中与信は多い時には 1,000 億ドルにも上ったため⁹、金

⁶ 米国レポ市場に関する本節の説明について、小立敬「シャドーバンキングの発展とそのリスクの蓄積、日本のシャドーバンキング・セクター」金融庁金融研究センターディスカッションペーパー DP 2013-6 (2013年7月)を参照、一部引用している。レポ市場の仕組みと改革について詳細は同論文を参照。

⁷ 現在、米国のトライパーティ・レポにおいて、JP モルガン・チェースとバンク・オブ・ニューヨーク・メロンがクリアリング・バンクとしてサービスを提供している。

⁸ ニューヨーク連銀資料 (Tri-Party Repo and General Collateral Finance Repo Intra-day Timeline) を参照。

⁹ 前掲脚注 6 参照。

融危機後、金融システム安定化の観点からニューヨーク連銀は日中与信の削減をクリアリング・バンクに求めた。日中与信の規模が 2012 年 9 月末から 2014 年末にかけて、それまでの 10%程度まで縮小したため¹⁰、トライパーティ・レポ取引が減少し、米国レポ市場全体の縮小につながった。

3. レポ取引に影響を及ぼすレバレッジ比率規制

トライパーティ・レポ改革の他、既に米国レポ市場に影響を及ぼし始めている金融規制として、バーゼルⅢのレバレッジ比率規制を挙げることができる。レバレッジ比率規制とは、資産規模に応じて一定比率以上の資本を保有することを対象金融機関に義務付ける規制で、2018 年からの適用（最低所要資本の水準の適用）が予定されている¹¹。

自己資本比率規制では保有資産のリスクに応じて定められたリスク・ウェイトを用いて所要資本の計算を行うが、レバレッジ比率規制ではリスク・ウェイトを用いず（ノンリスク・ベースで）計算する。特に、ソブリンは自己資本比率規制においてリスク・ウェイトがゼロに設定されているため、リーマンショック前は大手銀行を中心に、個々の取引の収益性は低くても国債を用いたレポ取引を拡大し、バランスシートと収益を拡大させた。その結果、レポ取引は、金融危機後の大規模なデレバレッジの過程では金融市場の価格形成、流動性、信用供与等に多大な影響を与えた。そうした経験からレバレッジ比率規制が導入されることとなった。

現在、レバレッジ比率規制は、グローバルには暫定的に最低基準が 3%に設定されているが、大手行に対しては 2018 年 1 月 1 日の適用開始までに引き上げられる可能性がある¹²。また、米当局は米国の銀行持株会社に対して 5%、子会社の銀行に対して 6%という一層厳格な水準を求めている。したがって、大手米銀のバランスシートには規模を圧縮するプレッシャーが一層かかっており、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いる。日系金融機関はレポ取引を米銀とも活発に行ってきたが、今後は取引相手が取引量の抑制やコストの引き上げが想定され、一層減少するとみられる。

4. リバース・レポ取引に影響を及ぼす安定調達比率

他方、バーゼルⅢで導入された流動性規制の安定調達比率（NSFR：Net Stable Funding Ratio）は、大手行のリバース・レポ取引の抑制に作用する¹³。リーマンショック前、大手

¹⁰ ニューヨーク連銀による推計（FRBNY Estimate of the Path of Clearing Bank Intraday Credit Risk Reduction in the Tri-Party Repo Market）を参照。

¹¹ バーゼルⅢのレバレッジ比率規制について詳しくは、小立敬「バーゼルⅢ：レバレッジ比率の計測方法の見直し」『野村資本市場クォーターリー』2014 年冬号を参照。

¹² 2016 年 1 月 10 日に開催された中央銀行総裁・銀行監督当局長官グループ（GHOS）会合において、レバレッジ比率の最低基準を 3%とするが、グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）に対してはより高い最低基準を導入する方向で検討された。

¹³ バーゼル委員会が 2014 年 10 月に公表した NSFR 最終規則を参照（<http://www.bis.org/bcbs/publ/d295.htm>）。

行はレポ取引等で短期資金を低コストで調達し、証券化商品等の低流動資産に投資することで収益を上げてきた。しかし、金融危機時に市場流動性が枯渇すると、資産の投げ売りを行って市場の混乱を増幅させた経緯があることから、NSFR が導入されることとなった。

当該規制は、具体的には大手行の保有資産の流動性に依拠して、長期の安定調達を行うことを求めるものである。つまり、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。金融機関向けのリバース・レポ取引に関しては、債権として残存期間 6 ヶ月未満でウェイト 10~15%、同 6 ヶ月以上 1 年未満で 50%、同 1 年以上で 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、米銀としては、長期安定調達コストを踏まえてリバース・レポ取引を行う必要があり、従来よりも当該取引の規模を縮小したり、より高い取引コストを賦課したり、あるいは取引期間の短い契約に移行することが想定されるため、日系金融機関との取引にも影響を与えよう。

5. グローバルなシステム上重要な銀行 (G-SIBs) 特定回避と資本サーチャージ引き下げのインセンティブ

さらに、G-SIBs に対する追加的な規制コストを上げることができる¹⁴。G-SIBs には、金融システムに与える影響の大きさに応じた追加的な資本賦課、ストレステストの実施、再建・破綻処理計画の策定といった負担が生じる。そのため、銀行には大規模な G-SIBs とみなされることを避けるインセンティブがある。G-SIBs の査定項目に規模 (Size) や他の金融機関向け債権・債務があるため、大手米銀では規制のコストに見合わないレポ取引等を削減する方向で事業が見直されている (図表 5)。実際、JP モルガンは 2015 年第 4 四半期決算において、前年同期比でバランスシートを 2,200 億ドル縮小し、G-SIBs サー

図表 5 G-SIB の査定項目

カテゴリー	指標
規模 (Size)	総エクスポージャー
法域を越えた活動 (Cross-jurisdictional activity)	法域を越える債権等 法域を越える債務等
相互連関性 (Interconnectedness)	金融システム内の資産 (他の金融機関向け債権等) 金融システム内の負債 (他の金融機関向け債務等) 証券発行残高
代替可能性 / 金融機関インフラ (Substitutability / financial institution infrastructure)	カストディ資産 決済金額 (主な決済システムで決済した金額) デット・エクイティの引受金額
複雑性 (Complexity)	OTCデリバティブの想定元本 レベル3資産 トレーディング証券、売買可能証券

(出所) BCBS より野村資本市場研究所作成

¹⁴ FSB は 2015 年 11 月 3 日に更新した G-SIBs のリスト (30 行、うち米銀は 8 行) を公表 (<http://www.fsb.org/wp-content/uploads/2015-update-of-list-of-global-systemically-important-banks-G-SIBs.pdf>)。

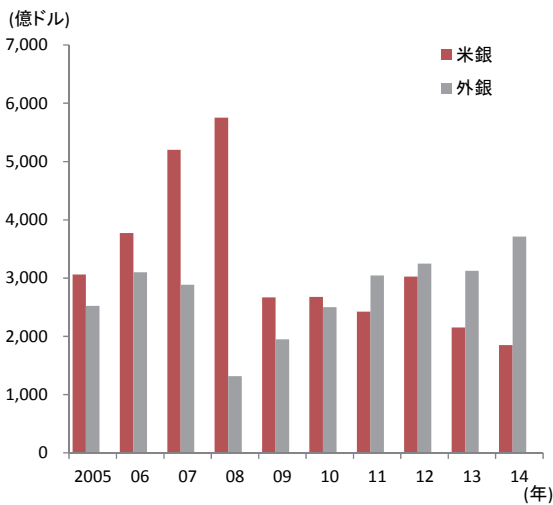
チャージの水準もバーゼル委員会基準で 2.5% から 2.0%、米国当局基準で 4.5% から 3.5% に低下する見込みであることが示された¹⁵。

6. 米国レポ市場に現れ始めた顕著な変化

以上の規制改革を受け、特に米銀はリバース・レポ取引（キャッシュの運用・貸出）の規模を足元で 2008 年のピーク時に比して約 4,000 億ドル縮小している（図表 6）。モルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスでは 2010 年以降、リバース・レポ取引が縮小傾向にあり、2013 年から 2014 年にかけてそれぞれ 30%、21% 減少しており（図表 7）、レポ／リバース・レポ取引で収益を上げるビジネス・モデルの衰退と言える。金融危機前のレポデスクは収益部門であったが、現在はコスト部門になっているとされ、銀行の短期資金の調達手段としての活用や、担保管理の最適化¹⁶を目的とする部署への統合を進めている銀行もある¹⁷。

一方で、日系金融機関によるレポ取引（保有債券を用いた短期の米ドル調達等）は拡大基調にあるが、米銀に代わるキャッシュの供給者が現れないと次第に取引が難しくなり、レポ取引に伴うドル建て短期資金の調達コストは上昇していくことが予想される。

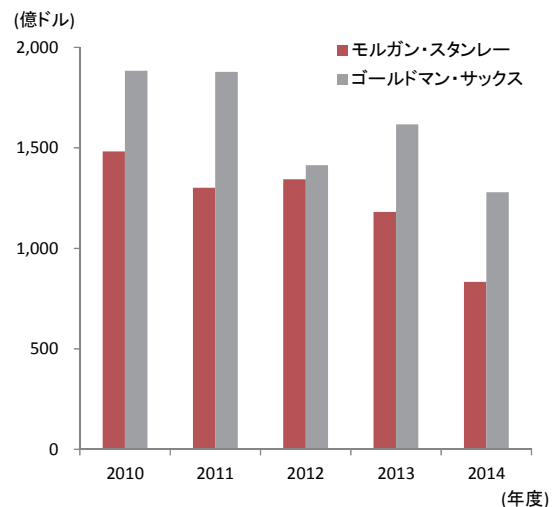
図表 6 米銀の貸出・運用と外銀の調達状況



(注) 米銀（預金保険対象機関）のリバース・レポ取引と、外銀のレポ取引の推移。

(出所) FRB, “Financial Accounts of the United States” より
野村資本市場研究所作成

図表 7 米大手行のリバース・レポ取引の推移



(注) 取引残高ベース

(出所) 開示資料より野村資本市場研究所作成

¹⁵ JP モルガンの決算発表（2016 年 1 月 14 日）参照。ここでの米国当局基準とは、バーゼル委員会基準よりも厳格でホールセール・ファンディングへの依存度を考慮してサーチャージを算出するもの（Method 2）を指す。

¹⁶ 清算機関への担保差入等の需要で高品質流動資産（HQLA）が必要な投資家に対し、例えば社債を受け取り、担保資産になりうる国債を供給するという証券対証券のレポ取引を行うビジネスもある（collateral transformation）。

¹⁷ ICMA, “Perspectives from the eye of the storm – The current state and future evolution of the European repo market,” November 2015.

IV CP 及び CD 発行を圧迫する米国 MMF 規制

1. MMF が有する調達・運用の仲介機能の低下

ドル建て短期資金調達手法として、前述のレポ取引の他、CP 及び CD などの短期金融商品の発行が挙げられる。当該金融商品の主な投資家は米国の MMF である。例えば、米国における CP の発行残高は約 1 兆ドルあるが、そのうち MMF による保有分は約 3,400 億ドルと約 35%を占める（2015 年 11 月末時点）¹⁸。つまり、MMF はドル資金調達ニーズがある邦銀等と、資金運用ニーズがある事業会社等を仲介している。しかし、今後、MMF が有する当該仲介機能が低下する可能性がある。

2014 年 7 月、米国証券取引委員会（SEC）は、米国 MMF に関する最終規則（米国 MMF 規制）を公表した¹⁹。米国 MMF 規制は、リーマンショック時に MMF が元本割れした結果、短期金融市場においてシステミック・リスクを誘発したことを受け、当該リスクを低下させることを目的としている。主な変更点は以下の 2 点である²⁰。

- ① 機関投資家向けプライム MMF（主に民間企業が発行する短期金融商品で運用する MMF）の価格評価方法を「時価評価」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²¹

その結果、プライム MMF は「元本の保全」と「高い流動性」を事業会社等の投資家に提供することが困難になった一方で、ガバメント MMF（主に国債等で運用する MMF）は米国 MMF 規制が課されないため従来と変わらない。つまり、米国 MMF 規制が施行される 2016 年 10 月までに、プライム MMF の資産がガバメント MMF またはその他の金融商品にシフトし、邦銀等の資金調達主体と運用主体を仲介するプライム MMF の規模が減少する可能性を示唆している。一方で、拡大が見込まれるガバメント MMF は民間企業が発行する CP 及び CD を投資対象としない。そのため、米国 MMF 規制は、邦銀等の短期金融商品の発行を通じたドル資金の調達に影響を及ぼす可能性がある。

2. 鮮明となるガバメント MMF への資金シフト

米国投資会社協会（ICI）によると、2015 年 10 月 28 日から 2015 年 12 月 2 日までの 5 週間において、プライム MMF は約 1,800 億ドル（運用資産総額（AUM）の 9%に相当）減少し、ガバメント MMF は約 1,980 億ドル（AUM の 14%に相当）増加しており、過去

¹⁸ FRB, “Financial Accounts of the United States”.

¹⁹ SEC, “Money Market Fund Reform; Amendments to Form PF,” Release No. 33-9619, 2014/07/23.

²⁰ 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。

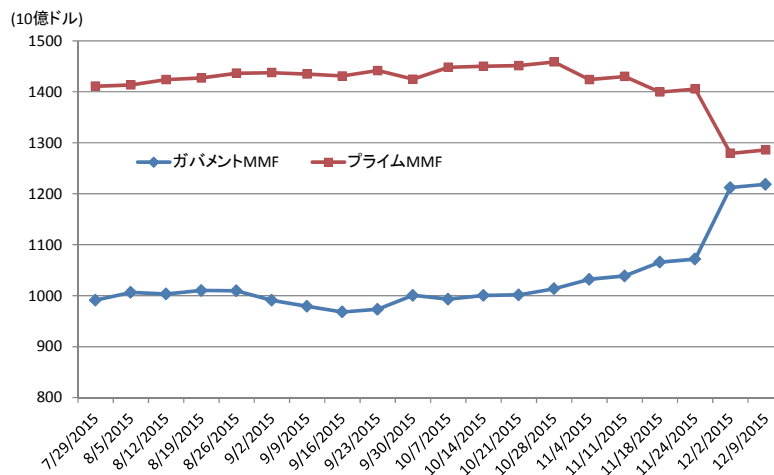
²¹ 流動性手数料とは、MMF が保有する資産の流動性が、ある一定水準以下になった場合、投資家の解約を抑止するために解約額に対して追加的に課す手数料のことを指す。詳細は脚注 23 論文参照。

には見られなかった規模で資金がシフトしている²²（図表 8）。

その要因として、規制対象となったプライム MMF に対するニーズが減少することを予測した資産運用会社が、ガバメント MMF への転換等の対応策を実施したことが挙げられる²³。例えば、フィデリティは、ガバメント MMF へ転換後、同社のプライム MMF の AUM を約 50% 減少させる方針を示した²⁴。そして、世界最大の MMF であるフィデリティ・キャッシュ・リザーブ・ファンド（2015 年 11 月時点の AUM：約 1,150 億ドル）は、2015 年 12 月 1 日までにガバメント MMF に転換した。その他にも複数の資産運用会社がフィデリティの動きに追随している。ブラックロックは 2016 年 1 月 4 日までに傘下のプライム MMF をガバメント MMF に転換する予定で、ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメントは 2015 年 7 月に新たにガバメント MMF（Goldman Sachs Financial Square Federal Investments Fund）を設定することと、既存のプライム MMF（VIT Government Money Market Fund）をガバメント MMF に変更する方針を示した²⁵。

資産運用関連の調査会社であるイグナイツによると、2015 年 11 月時点でガバメント MMF への転換を公表したプライム MMF の AUM の合計額は約 2,300 億ドルに達しており²⁶、その分 CP 及び CD への需要が減少する可能性がある。

図表 8 ガバメント MMF 及びプライム MMF の AUM 推移



(注) 2015 年 7 月 29 日から 12 月 9 日の週次データ。

(出所) ICI より野村資本市場研究所作成

²² ICI, “Changes to Money Market Funds Are Showing Up in Data,” November 2015.

²³ 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。

²⁴ “Money Funds Clamor for Short-Term Treasuries,” *The Wall Street Journal*, 2015/10/19.

²⁵ “Goldman Changes Money Fund Lineup to Comply With Regulations,” *Bloomberg Business*, 2015/7/29.

²⁶ Crane Data, “ICI on Prime to Govt Reclassifications; Ignites Recaps Shifts To-Date,” November 2015.

3. 利上げによるプライム MMF への資金回帰の可能性

他方で、米国 MMF 規制が施行される 2016 年 10 月以降、事業会社等の投資家がプライム MMF の変動基準価額 (NAV) オペレーションに馴染み、さらに 2015 年 12 月、FRB が短期金利の指標であるフェデラル・ファンド (FF) 金利の誘導目標を年 0 - 0.25% から 0.25 - 0.50% に引き上げたことによってプライム MMF のイールドがガバメント MMF のイールドを大幅に上回った場合、プライム MMF を選好する投資家も増えてくるという指摘がある²⁷。つまり、米国 MMF 規制を受け、一時的にプライム MMF から資金流出するものの、将来的にはプライム MMF に資金が回帰し、従前と同様に短期金融商品の主要な運用主体となるという見方である。

しかし、それはプライム MMF の NAV がどの程度変動するのか、さらに、プライム MMF のイールドがどの程度上昇するかに依存し、しかもプライム MMF のイールドの上昇スピードに多大な期待はできない。ICI によると、資産運用業界は 2009 年から 2014 年にかけて MMF の手数料 (信託報酬) を約 300 億ドル免除した²⁸。また、2015 年は、更に 56 億ドルの手数を免除したと推定している。これはゼロ金利環境の下において、手数料を徴収することによる MMF の元本割れを防ぎ、僅かなイールドを捻出するための措置である。

そのため、FRB の利上げを受け、MMF は手数料を回収し、今までの赤字分にある程度充当した後に、プライム MMF は投資家に対するイールドを上昇させると考えられる。MMF の著名な運用会社であるフェデレーテッド・インベスターズの最高運用責任者であるデボラ・カニンガム氏によると、プライム MMF のイールドが上昇するのは「おそらく 2017 年になる」と述べている²⁹。したがって、当面はプライム MMF への資金回帰は期待できず、邦銀等の CP 及び CD 発行によるドル資金調達を逼迫すると考えられる。

V 苦肉の策としてのドル預金金利引き上げ

金融規制の影響を受け、各ドル調達手法に関するコストが上昇する中、邦銀をはじめとする非米系金融機関は、ドル預金の金利を引き上げることで調達を試みている。みずほ銀行、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、BNP パリバ、ビルバオ・ビスカヤ・アルヘンタリア (BBVA) 銀行などの金融機関が、米銀の 2~3 倍の金利を支払うことで企業からドル預金を獲得しているとの報道もある³⁰。それによると、テネシー州ノックスビルの長距離輸送トラック休憩所運営会社パイロット・トラベル・センターは、みずほ銀行に年率 0.69% で 5,000 万ドルを 3 ヶ月間預けた。また、年率 0.72% で 5,000 万ドルを 4 ヶ月間預けたが、これは競合の米銀の 2 倍の水準であった。

²⁷ 前掲脚注 26 参照。

²⁸ “BlackRock to buy Bank of America's \$87 billion money-market fund business,” *Reuters*, 2015/11/3.

²⁹ 前掲脚注 26 参照。

³⁰ “Foreign Banks Pay Up for U.S. Deposits,” *The Wall Street Journal*, 2015/11/5.

米銀に対して 2~3 倍の金利を付与することは、ドル建て短期資金調達の有力な手法である反面、コスト増となるため継続的な手法ではなく、一時的なドル資金不足を補うための苦肉の策とも言える。その結果、残されたドル建て短期資金調達手段は通貨または為替スワップとなる。

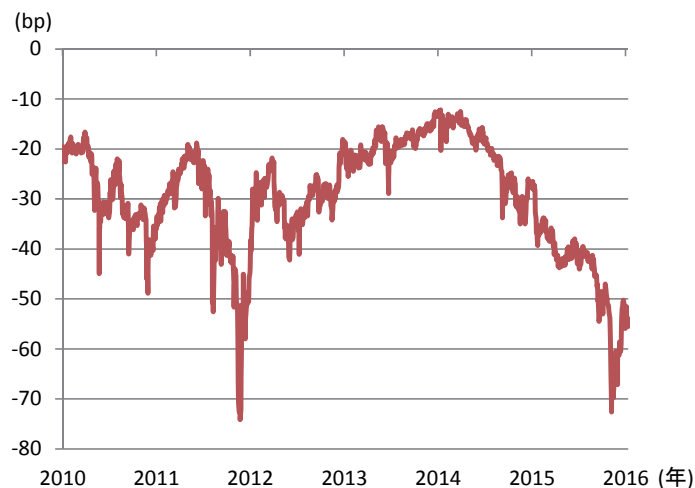
VI 金融危機時の水準に達したドル円ベースス

1. 為替デリバティブ取引の増加

近年、邦銀の通貨または為替スワップ市場は活況を呈している。邦銀による為替スワップの出来高は、過去 20 年間増加傾向にあり、2015 年 9 月時点では約 550 億ドル（東京外国為替市場の 1 日当たり出来高の月中平均）に達し、過去最高水準に迫っている³¹。

その一方で、通貨スワップ（ドル円）のスプレッド（ドル円ベースス・スワップ・スプレッド）³²の水準は、一時は 2008 年の金融危機や 2011 年の南欧危機と同等の水準まで高まった（図表 9）。レポ取引及び CP や CD の発行が以前より困難になっていることを予想した市場参加者が、為替のデリバティブ取引によるドル調達に集中した結果、当該市場のコスト増につながっている可能性がある。

図表 9 ドル円ベースス・スワップ・スプレッド（1 年物）の推移



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

³¹ 日本銀行「金融システムレポート」（2015 年 10 月）参照。

³² 通貨スワップ取引において、2 通貨の金利差に上乗せして支払う・受け取る部分をベースス・スワップ・スプレッドと呼ぶ。この場合、スプレッドが負の方向に大きくなるほど、ドル調達側（例えば邦銀）が追加的に負担するコストが高まる。

2. デリバティブ取引の需給に影響を及ぼすレバレッジ比率規制

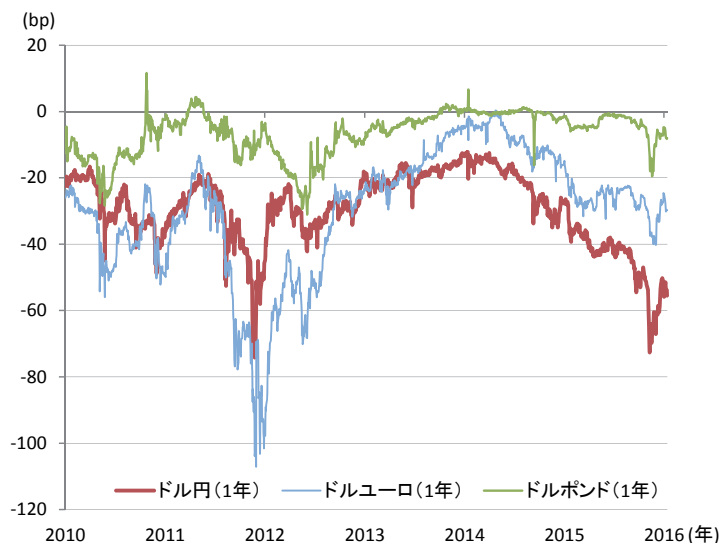
ドル円ベースス・スワップ・スプレッドの拡大の要因としてレバレッジ比率規制も考えられる。前述の通り、本規制の最低基準はグローバルには暫定的に 3%とされている一方で、米銀には銀行持株会社に対して 5%、子会社の銀行に対して 6%とされ、規制のコストは非米系の銀行よりも米銀の方が高い。ドル調達ニーズが高く通貨または為替スワップを行う必要がある非米系の銀行と、規制コストが高いために為替スワップを行うインセンティブが弱い米銀のニーズの差が、ドル円ベースス・スワップ・スプレッドの水準に反映されているといえる。つまり、レバレッジ比率規制は前述の通りレポ取引縮小に寄与しているが、通貨または為替スワップにも影響を及ぼしている。

3. ドル円ベースス・スワップ・スプレッドの水準と乖離する他の通貨ベースス

邦銀だけではなく、グローバルにビジネスを展開する欧州銀にもドル建て短期資金の調達ニーズがある。しかし、通貨間のベースス・スワップ・スプレッドを比較すると、調達コストが高騰しているのはドル円のみである（図表 10）。ドルポンド、またはドルユーロのスプレッドは、ドル円と同様に 2014 年以降増加傾向にあるが、過去の金融危機の水準には遠く及ばない。

上記の差異は、日欧の銀行のバランスシートの構造の差異に起因すると考えられる。2015 年 6 月末時点の邦銀のドル建て債権（運用側）と債務（調達側）のギャップは+1.1

図表 10 通貨別のドルベースス 1 年物の推移



(出所) ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

兆ドルであった³³。それに対して英銀は+0.1兆ドル、独銀は-0.1兆ドルと当該ギャップは小さい。当該値はオンバランスの数値であることから、ギャップを埋めるためにはオフバランスの取引（デリバティブ取引）を行わなければならない。つまり、邦銀のバランスシートは、ドル建て短期資金調達に関してデリバティブ取引をせざるを得ない構造を有している可能性が高く、ドル円ベース・スワップ・スプレッドのみがコスト高になっている要因であると考えられる。

VII 邦銀・日系生保・資産運用会社への今後の影響

1. 邦銀のドル建て債券発行の可能性

短期金融市場での調達やドル預金の獲得によって十分に資金調達できない場合、あるいは調達コストが上昇する場合、ドル建て債券発行も選択肢の一つである。ただし、ドル建て社債を米国で発行する場合、SEC への発行登録や投資家向けロードショー等を別途行う必要があることに加え、定期的に社債発行していない発行体はクレジット・プロフィールが市場参加者に周知されておらず、社債投資家が容易に見つからないケースもある。本来、円滑な社債の消化には定期的に発行し、クレジット・アナリストの調査対象になることが重要であるため、短期金融市場での調達とは少し状況が異なる。

一方、G-SIB に特定されているメガバンク 3 行は、総損失吸収力（TLAC : Total Loss-Absorbing Capacity）対応として、損失吸収が可能な TLAC 適格債務を一定以上備えることが求められるため、社債を発行する必要がある³⁴。TLAC は本稿執筆時点において、規定上、発行する社債の通貨は問われない。そのためドル建て債券を発行することにより、メガバンク 3 行は規制対応とドル調達を並行して進めることができよう。

2. 生保のヘッジ付き外債投資への影響

前述のドル円ベース・スワップ・スプレッドの拡大は邦銀のドル調達だけではなく、日系生命保険会社の運用にも影響を及ぼす可能性がある。そもそも、近年の低金利環境により、日系生保において保険料を長期運用し、保険金等の形で支払う生命保険商品では十分な運用利回りを確保することが困難になっている。日本生命は、保険の契約者に対する予定利率を引き下げたため、2015年2月から一時払い終身保険の保険料を1~2%程度引き上げた³⁵。また、一時払い養老保険や個人年金保険を販売停止にする生命保険会社も相

³³ 邦銀、英銀、独銀の対外債権・債務ギャップについて詳しくは、小清水直和「なぜドル円ベースの拡大が突出しているのか？」野村証券『金融市場情報 No.3209』を参照。

³⁴ 小立敬「最終化された総損失吸収力（TLAC）の枠組み - TBTF の終結を図る新たな G-SIB 規制の概要 -」『野村資本市場クォータリー』2016年冬号及び、小立敬「FRB が明らかにした米国版 TLAC に関する提案」『野村資本市場クォータリー』2016年冬号を参照。

³⁵ 「日本生命、一時払い終身保険料1~2%上げ 2月から」日本経済新聞、2015年1月9日。

次いでいる³⁶。

日系生保は運用難への対応として相対的に投資収益の高い外貨建て資産を積み上げてきた。全生保41社の主要資産運用状況において、「外国証券」の残高は約75兆円と国債の次に大きな規模で、総資産の約20%を占める（2015年9月末時点）³⁷。また、日系大手生保9社（日本生命、第一生命、住友生命、明治安田生命、朝日生命、三井生命、太陽生命、大同生命、富国生命）については、2015年9月末の外債の残高（簿価）を、2015年3月末対比で1.9兆円増加と8半期連続で増やしている³⁸。

外債もしくは外貨建て証券投資は為替リスクを負うため、各生保は為替ヘッジを行っている。ヘッジ比率や通貨別の内訳などの詳細は開示されていないが、外債もしくは外貨建て証券への投資額から、ヘッジ付き外債への投資額はある程度の規模であると推察される。しかし、ドル円ベースス・スワップ・スプレッド（1年物）のコスト水準は一時過去の金融危機時に近い水準まで上昇し、為替ヘッジコストも高騰したため、今後の日系生保の資産運用のあり方が注目される。

3. 資産運用会社が運用する通貨選択型投信への影響

さらに、同スプレッドの拡大は日系資産運用会社にも影響を及ぼす。近年、通貨選択型投信の組成・運用に注力してきた日系資産運用会社において通貨選択型投信の運用資産総額は約8兆2,400億円（2015年10月末時点）と、日本の追加型公募投信の約10%に達している³⁹。

背景には、金融危機後の先進国における大規模な金融緩和の影響を受け、先進国と新興国の金利差は拡大し、両者の金利差から生じる収益を獲得することを目的とした為替運用の魅力が高まったことがある。そこで、「投資対象資産の運用」と「為替運用」の両方の期待収益を内蔵した商品として、通貨選択型投信が開発された。当該商品の収益要因（損失要因）は、①投資対象資産による収益（損失）、②金利差相当分による収益（損失）、③為替変動による収益（損失）の3つである。②と③に関しては投資対象が新興国通貨の場合に、ノン・デリバブル・フォワードが活用される⁴⁰。しかし、前述の日系生保によるヘッジ付き外債投資と同様に、為替ヘッジコストが高騰している影響を受け、個人投資家に提供している通貨選択型投信の円換算リターンは減少する可能性があり、その影響の規模が注目される。

³⁶ 「明治安田や第一、貯蓄保険の販売停止 低金利で運用難」日本経済新聞、2015年1月11日。

³⁷ 生命保険事業概況（平成27年4月1日～平成27年9月末日）を参照。

³⁸ 但し、当該数値は円安の影響が考慮されている。

³⁹ 「「通貨選択型」投信が縮小、残高3割減 新興国通貨安で」日本経済新聞、2015年11月17日。

⁴⁰ 詳細は岡田功太「外国為替指標の規制改革を巡る動向 - NDF市場および通貨選択型投信への影響の可能性 -」『野村資本市場クォーターリー』2014年春号（ウェブサイト版）を参照。

VIII 結びにかえて

リーマンショック後の金融危機を教訓に、金融システム安定化を目的に導入された金融規制は、邦銀のレポ取引、CP 及び CD の発行、為替デリバティブ取引に影響を及ぼし、ドル調達コストの上昇を招いている。レバレッジ比率規制の最低基準は、グローバルには暫定的に 3% に設定されているが、大手米銀を含む G-SIBs に対しては 2018 年 1 月 1 日の適用開始までに 4~5% に引き上げられる可能性がある。また、米国 MMF 規制は、2016 年 10 年の施行まで FF 金利の動向次第では、プライム MMF からのさらなる資金流出の可能性も否定できない。短期のドル調達コストは年末を越えて落ち着きつつあるようにも見えるが、上昇もしくは高止まりすることもありうる。日系金融機関の海外ビジネスや、為替ヘッジ付きの外債もしくは外貨建て証券投資の収益に及ぼす影響に注意する必要がある。米国 MMF 規制は資産運用会社に対する規制であるが、結果的に邦銀や日系生保にも影響していることから、今後、日系金融機関は金融規制の直接的な影響だけではなく、間接的・複合的な影響や副作用を踏まえて、海外事業・投資を展開する必要があるといえよう。