

金融不安下の円・ドル相場の規定因

——ジャパン・プレミアムの拡大と円キャリー・トレード——

奥 田 宏 司

要 旨

(1) 1997年・第4四半期における三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券の破綻は、国内短期金融市場のシュリンク、ジャパン・プレミアムの拡大をもたらし、日本の国際収支構造を「異常」に変化させることになった。すなわち、国内短期市場の混乱は対外証券投資の中断、引き揚げを引き起こし、ジャパン・プレミアムの拡大は、邦銀本店による海外支店への多額の送金を余儀なくさせた。かかる状況のなかで円安が進行した。

(2) 邦銀による海外支店への外貨送金のかかなりの部分はスワップ為替取引によって行われたが、これはジャパン・プレミアムの存在の下で金利裁定メカニズムに変調をもたらし、「余分」の直先スプレッドを発生させ、邦銀にとってはジャパン・プレミアムと「余分」のスプレッドとの裁定となり、ジャパン・プレミアムを存続させることになった。

(3) 金融不安下の日米金利差と円安の進行は、ヘッジファンド等によるアウトライト先物為替・オプション取引の利用、ユーロ円借入等による「円キャリー・トレード」だけでなく、国内機関投資家等による円をドルに替えての邦銀への外貨預金を増大させ、これが邦銀による海外支店への外貨送金の原資の一部を構成した。

(4) また、邦銀から海外支店への円送金は、海外支店によるドルへの転換により外貨資金調達の前資となるとともに、海外の投機家等へのユーロ円貸付（「円キャリー・トレード」に利用）の前資になった。

(5) 小論第3図は、以上の資金フローに関連する為替取引を概括し、97年・第4四半期における円安の主要因を明らかにしている。

目 次

はじめに

- I. 1997年・第4四半期の国際収支の諸特徴とそれをもたらした諸要因
- II. 邦銀の送金とスワップ取引—古島義雄氏の所説の検討—
 - 1. 古島義雄氏の所説
 - 2. 直先スプレッドの規定因と邦銀の対内・外貨建債務の増加—古島氏の所説の利点と問題点—

III. 総合的な為替需給の実際と為替相場

- 1. 通貨別貿易収支と証券投資の状況
- 2. 短期貸付・借入
- 3. 邦銀による海外支店への円資金の送付

IV. 円キャリー・トレードについて

はじめに

1997年・第4四半期の日本経済はまさに悪夢のようなものであった。三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券の破綻、それによって生じた国内短期金融市場のシュリンク・混乱、ジャパン・プレミアムのかつてない幅への拡大等である。このような状況の中で、この四半期の国際収支構造も「異常」に変化し、当局による低金利誘導の下、円安が進行していった。円安の進行と日本が超低金利の事態から脱却できないと見た内外の投資家・投機家はいわゆる「円キャリー・トレード」¹⁾と言われる投機を活発化させ、これが円安をさらに進行させた。

小論は、97年・第4四半期の国内短資市場のシュリンク、ジャパン・プレミアムの拡大が如何にして国際収支構造を変化させたかを、また、それが為替需給にどのような変化を与えて円安をもたらしたかを、さらに、低金利下の円安の進行がどのようにして円キャリー・トレードの盛行につながっていったかを、これらの問題についての興味ある論文を批判的に検討し、また、私の視点を提示しながら明らかにしたい。この期におけるこれらのことを明らかにすることに

よって、それ以降における円相場の大きな変化の究明も可能となろう²⁾。

I. 1997年・第4四半期の
国際収支の諸特徴とそれ
をもたらした諸要因

1997年・第4四半期における日本の国際収支構造、とりわけ投資収支構造はかなり特異であった(第1表)。その特異性は、とくに、証券投資収支と銀行部門の対外短期収支に見られる。証券投資収支は96年から97年・第3四半期まで四半期毎に1兆円強程度の赤字で続いていた。すなわち、95年の「円高是正」、円安の進行のなかで海外へ円をドルに替えて行なう海外証券投資(=「円投」型証券投資)が順調に伸びてきた。しかし、97年・第4四半期に証券投資収支はこの四半期だけで一気に7兆5000億円の黒字になり、「円投」は97年・第4四半期に完全に消滅してしまった。第4四半期の黒字は対外投資の消滅と海外からの対日投資の増大によって生じている。

資産について見ると、中長期債のネットでの買は97年・第1～第3四半期までに6兆円であり、そのうち、「その他部門」が6兆5000億円となっている(第2表)。しかし、第4四半期

第1表 日本の国際収支

(億円)

	1996	1997 I ~ III	1997 IV	1997
経常収支	71,579	77,765	36,598	114,363
うち貿易収支	90,966	83,858	39,245	-123,103
投資収支	-29,934	-91,462	-52,007	-143,469
直接投資	-25,236	-22,064	-5,484	-27,548
証券投資	-45,140	-37,743	74,954	37,211
資産	-125,227	-108,469	24,435	-84,034
負債	80,087	70,726	50,519	121,245
その他投資	40,442	-31,656	-121,477	-153,133
貸付・借入収支	12,514	10,265	-106,237	-95,972
長期	4,958	11,045	-603	10,442
短期	7,557	-780	-105,634	-106,414
貸付	-11,643	-50,455	-147,125	-197,580
借入	19,200	49,675	41,491	91,166
その他	27,922	-41,921	-15,240	-57,161
その他資本収支	-3,537	-4,358	-521	-4,879
外資準備	-39,424	-13,353	5,693	-7,660
誤差脱漏	1,317	31,408	10,237	41,645

出所：日本銀行『国際収支統計月報』より作成。

第2表 日本の対外証券投資収支

(億円)

	1997 I ~ III	1997 IV	1997
収支	-37,743	74,954	37,211
資産	-108,469	24,435	-84,034
株式	-14,173	-2,274	-16,447
債券	-94,296	26,709	-67,587
中長期債	-60,793	32,524	-28,269
証券売買	-59,859	22,331	-37,528
公的部門	2,200	508	2,708
銀行部門	2,891	7,078	9,969
その他	-64,950	14,745	-50,205
円建外債の発行等	-5,518	832	-4,686
短期債	-13,229	3,209	-10,020
公的部門	3,602	157	3,759
銀行部門	-14,010	6,985	-7,025
その他	-2,821	-3,934	-6,755
金融派生商品	-20,273	-9,024	-29,297
負債	70,726	50,519	121,245
株式	38,506	-6,537	31,969
債券	32,180	57,096	89,276
中長期債	15,890	21,582	37,472
証券売買	34,613	21,588	56,201
公的部門	4,284	14,556	18,840
銀行部門	8,460	3,176	11,636
その他	21,869	3,856	25,725
外債の発行等	-14,505	-10,912	-25,417
短期債	-2,375	29,073	26,698
公的部門	-2,494	29,151	26,657
銀行部門	-31	-3	-34
その他	0	-75	75
金融派生商品	18,706	6,401	25,107

出所：第1表と同じ。

にはネットで2兆2000億円の売になり、そのうち、3分の2が「その他部門」で「円投」が消滅したことを示している。残りの3分の1は「銀行部門」であり、また、銀行部門は第4四半期に短期債も約7000億円のネットでの売になっている。一方、負債の方も97年・第1～第3四半期までの増加に引き続き、第4四半期にさらに増加し、この四半期だけで5兆円にのぼっている。そのほとんどが国債への投資である(約4兆4000億円)。とりわけ、海外から短期国債への投資が目立っている(2兆9000億円)。

以上の資産と負債の変化によって、97年全体の収支は3兆7000億円の黒字になり、97年の1年を通しての証券投資収支は、まさに97年・第4四半期の証券投資収支によって規定づけられている。

しかし、証券投資よりも「その他投資」により大きな変化が生じている。「その他投資」では96年の第4四半期から資産が銀行部門で増加していたが、97年・第4四半期に「その他投資」収支は全体で12兆1500億円の赤字となった。とりわけ、大きな変化は「貸付・借入」であり、しかも、短期が変化の大宗を占めている。さらに、その中でも銀行部門が中心である。銀行部門の対外短期収支を詳細を見てみよう。第3表である。96年には貸付はプラスとなっていて、

貸付が回収されており、また、借入はマイナスで返済が進んでいる。そして、収支は若干(9000億円)の赤字となっている。また、97年の第1四半期から第3四半期までは貸付が進み、また、借入も進んで収支はほぼ均衡している(6600億円の赤字)。しかし、97年・第4四半期に貸付は12兆6000億円という未曾有の額にのぼり、収支も8兆2000億円の赤字になった³⁾。

この8兆2000億円は、この四半期の証券投資収支黒字(7兆5000億円)よりも大きく、同じ四半期の貿易収支黒字(3兆9000億円)をはるかに超過し、2倍強となっている。97年・第4四半期における銀行部門の対外短期収支の規模がいかに大きいかがわかる。まさに、97年・第4四半期の銀行部門の対外短期収支が、この四半期の国際収支構造を決定しており、また、97年の1年間の国際収支構造を左右していると言っても過言ではない。それ故、97年・第4四半期までの円安をもたらした要因と第4四半期の円安をもたらした要因は異なるのである。

それでは、なぜ、97年・第4四半期における銀行部門の対外短期収支と証券投資収支がこのように「特異」なパターンをとったのであろうか。それは、言うまでもなく97年11月に相次いだ金融破綻(3日に三洋証券、17日に北海道拓殖銀行、24日に山一証券のそれぞれの破綻)に

第3表 日本の対外短期貸付・借入収支

(億円)

	1996	1997 I～Ⅲ	1997Ⅳ	1997
短期貸付借入収支	7,537	-780	-105,634	-106,414
銀行部門	-9,021	-6,592	-81,988	-88,580
貸付	13,444	-31,089	-126,223	-157,312
借入	-22,465	24,497	44,235	68,732
その他部門 ¹⁾	16,558	5,813	-23,647	-17,834
貸付	-25,087	-19,366	-20,902	-40,268
借入	41,645	25,179	-2,745	22,434

注1：公的部門を除く。

出所：第1表と同じ。

よるものである。これらの破綻によって2つのことが生じた。1つは国内短期金融市場のシュリンク・混乱、もう1つはジャパン・プレミアムの拡大である。北海道拓殖銀行が破綻した直接の要因は、国内短期市場からの資金調達が可能になったことであると言われている。三洋証券の破綻によって同社が調達していた無担保コールはデフォルトに陥り、これ以後、市場では信用リスクがきつめに評価され、拓殖銀行は資金調達難から準備預金不足状態になったのである⁴⁾。短期市場の混乱・シュリンクは拓殖銀行、山一証券の破綻によって12月まで続く。これによって銀行の貸出スタンスは決定的に変わり、大手企業さえも資金繰りのために特別の対策を余儀なくされたし⁵⁾、非銀行・金融機関も短期市場からの資金調達に気を配る必要が出てきた。これが、非銀行部門の海外証券投資の中断・回収に走らせた要因である。

他方、ジャパン・プレミアムの拡大（後掲第2図）は本邦銀行（以下では邦銀）による海外での資金調達をむずかしくさせた。とりわけ、ドル等の外貨資金を調達しそれを運用している海外支店の資金繰りはきわめて窮屈なものになっていった。そのために、邦銀本店は海外支店へ巨額の送金を余儀なくされ、これが97年・第4四半期の異常な対外短期銀行収支に表われているのである⁶⁾。そのような中で円・ドル相場は97年10月末に120.29円であったのが、12月中旬には130円を上回るまでに円安が進行した。

II. 邦銀の送金とスワップ取引

— 古島義雄氏の所説の検討 —

97年11月からの円安は、特異な国際収支構造とそれをもたしたジャパン・プレミアム、金融不安下における当局の超低金利誘導等が関連し

ている。この時期の円安をもたらしした諸要因と為替需給の全体状況については次の節で詳しく論じる。本節ではジャパン・プレミアムと円キャリー・トレードを円安の特別の要因であると論じた興味ある論稿⁷⁾を検討しよう。

1. 古島義雄氏の所説

古島義雄氏は、日本の金融不安下におけるジャパン・プレミアムの拡大によって邦銀が海外で資金調達することが困難となり、そのこととヘッジファンド等の円をめぐる投機的な動きが結びついて97年11、12月の円安がもたらされたと主張する。氏は次のように述べられる。「昨年（97年）暮れの円安は、日本の金融不安の結果、邦銀の海外での資金調達が難しくなり、円で調達し海外に送金する際、為替レートの変動をヘッジする最終的な相手方が、例えばヘッジファンドが、為替の先物で、円を売り、ドルを買うなどの取引を、付随して行なうことによって起きたのではないかと考えられる」（『国際金融』1998年9月15日、36ページ）。この文章はやや理解しにくい、ここで言われていることは次の諸点である。①97年11、12月の日本の金融不安によってジャパン・プレミアムが拡大し、邦銀の海外での資金調達が困難になり、邦銀本店が海外支店に送金する額が増加した。②その際、邦銀は円をドルに替えて送金するのであるが、ヘッジのためにそれは直物で円売・ドル買、先物でのドル売・円買のスワップ取引となる。③その邦銀のスワップ取引の「最終的な」相手方としてヘッジファンド等による円売の先物取引が存在した。④このヘッジファンド等の投機的な円売の先物取引が円安をもたらしした。

上の第1点は前節で少し触れた。また、第2点については第3点を論じながら触れよう。さ

らに、第3点が把握できれば第4点もたやすく理解できる。そこで、第3点に関連して邦銀が、海外支店へドルを送金するために行なうスワップ為替取引を主に検討すればよいであろう。

古島氏によれば、邦銀が海外支店へ送金するのは次の3つのケースである。①海外での外貨貸出に充当する資金を、円をドルに替えて送金する。②海外でのユーロ円貸付に充当する円資金を国内で調達して送金する。③これまでに海外から調達していたドル資金を返済するために、国内で円を調達しそれをドルに替えて送金する。

氏は、第1のケースでは邦銀は為替リスクをヘッジするために通常、直物でドルを買うと同時に先物でドルを売るスワップ取引を行なうが、その相手方が外銀になる場合、邦銀の外貨運用に見合って外銀の円運用が生じ、収支ではゼロになってしまう。また、スワップ取引は為替レートの決定に中立であるとされる。第2のケースでは、氏は「国際収支上は、本邦資本の流出になるが、円-円取引であり、外貨の買いがないので、為替レートには中立である」(34ページ)と言われる。第3のケースでは、「借り入れの返済は、負債の減少として処理され、統計上の別勘定として表示されるので、本件には該当しない」(35ページ)と言われ、また、「過去の資金調達時に、ドルの直物売り、先物買いのスワップを行なっており、その為替予約の先物を実行するだけなので、為替レートには影響がない」(同)と言われる。

上のように氏は邦銀の海外支店への資金送付の3つのケースを指摘し、いずれのケースも為替レートに影響を与えないと一応結論される。しかし、このことよりも氏が主張したいことは邦銀のスワップ取引の発生の仕方如何では、為替レートに影響が出てくるということであろう。

前述の引用の次の箇所である。「為替レートの変動をヘッジする最終的な相手方が、例えばヘッジファンド等が、為替の先物で、円を売り、ドルを買うなどの取引」(36ページ)を行なえば、為替レートに影響が出てくる。つまり、氏は邦銀が海外支店へ送金するために外銀とスワップ取引を行なっても為替レートに影響が出てこないが、ヘッジファンド等が円の先物売りを行なえば、それが邦銀の行なうスワップ取引の「最終的」な相手方となり、為替レートに影響が出てくるというのである。

この所を氏の説明に私なりの言葉を加えてもう少し見ることにしよう。すなわち、日米間の金利差のために先物為替相場はドルのディスカウントになっているから、今後円安傾向が続くと見ればヘッジファンド等の投資家は先物で円を売る。例えば、対顧客直物相場が130円、金利差が5%であると、対顧客先物相場(3ヵ月)は128円以上の円高になる。そこで、ヘッジファンド等の投資家が先物やオプションで円を売り、そして3ヵ月後に対顧客直物相場が130円より円安になっていたら、例えば、132円になっていたら、1ドルにつき4円以上の利益を得られるのである。ヘッジファンド等の投資家が外銀と先物での円売を行なうと外銀は持高を持つから、まず外銀はインターバンク市場において直物で円売・ドル買を行なう。それがドル高・円安を生む。その後、外銀は頃合を見付けて邦銀と直物でドル売・円買、先物でドル買・円売のスワップ取引を行なうであろう。これは邦銀にとっては直物で円売・ドル買、先物で円売・ドル買となり、これによって海外支店へ送金することができる。つまり、ヘッジファンド等の投資家が邦銀の行なうスワップ取引の「最終的」な相手方となっているのである。か

くして、氏の所説ではヘッジファンド等が先物で円を売る投機的な動きを行い、これが究極的に円安をもたらしているということになる。氏は次のように結論されている。「(1997年11月から98年夏にかけての)円安は、よく言われるような投資家の日本離れによるものではなく、日本の金融不安に端を発した、邦銀の資金調達をきっかけとした投機的な動きによって説明できるように思われる」(同、39ページ)。

2. 直先スプレッドの規定因と邦銀の 対内・外貨建債務の増加

— 古島氏の所説の利点と問題点 —

古島氏の所説は他へも及ぶが中心部分は以上であろう。非常に興味ある議論である。しかし、氏の議論の進め方には理解が難しいところがあり、また、議論の内容そのものに問題がないわけでもない。以下では新たに資料を提出しながら氏の議論を検討していこう。氏は国際収支表から97年11、12月に邦銀による14兆6000億円にのぼる対外短期貸付があり、他方5兆6000億円の対外短期借入があったが、この借入は外銀とのスワップ取引によるものであり、海外支店への送金に充当されたとされる。一方、銀行の対外・短期資産負債残高表から円建の資産および純資産は9月末に比べて12月末にはそれぞれ7兆7000億円、5兆1000億円増加していて、これがユーロ円貸付に充当された分とされ、したがって、残りの2兆円ないし4兆円が円安をもたらす可能性がある取引であるとされる(35ページ)。

ここでは、氏は3点のことを言われている。(1) 邦銀のスワップ取引による外貨資金取入(5兆6000億円)とそれによる海外支店への送金、(2) 邦銀海外支店のユーロ貸付に充当するための5兆円を超す円送金、(3) 「残り2兆

円ないし4兆円の円安をもたらす可能性がある取引」(35ページ)の存在である。

上の(1)(2)については議論の正否は別として上に見たように氏は言及された((1)(2)についてはすぐのちに論じよう)。しかし、(3)については氏は結局、検討されていない。(3)がヘッジファンド等の投資家による活動の結果であろうか。氏による説明はない。古島氏の所説として先に指摘したヘッジファンド等の投資家による活動は先物の円売であった。これが、邦銀による2兆円ないし4兆円の短期資金放出に結果するとは考えられない。ヘッジファンド等の投資家による先物の円売、コール・オプションのロングは、外銀、邦銀の前述の一連の為替取引をもたらすことが中心で、オンバランスで表われる部分は少ないと考えられる。したがって、古島氏が検討されなかった諸取引で邦銀による海外への資金放出が別に存在する可能性がある(これはのちにしよう)。

(1)については額について留保せざるをえないが、おそらく氏の言われるように邦銀によるスワップ取引の結果、かなりの額にのぼる対外短期借入が発生したものと考えられる。何故、額について留保するかといえば、邦銀による海外支店へのドル等の外貨送金は後述するようにスワップ取引を利用した円のドルへの転換だけではないからである。邦銀によるジャパン・プレミアムを支払った調達も一部あろうし(後述)、邦銀のスワップ取引の相手が外銀であれば、外銀の資産、すなわち邦銀の負債は円建であり、邦銀の対外・円建負債は種々の要因によって変化し(後述)、確定できないからである。とはいえ、古島氏の言われるように邦銀の対外短期借入の大部分がスワップ取引によるものであろう。

さて、ここではこのことと関連して、97年11、12月におけるスワップ取引に際してその取引の重要な規定因となる直先スプレッドの決定にジャパン・プレミアムがどのように影響しているかを古島氏の説明も参考にしながら検討しよう。ジャパン・プレミアムが拡大しているとき金利裁定のメカニズムが十分機能しない可能性があるからである。古島氏の説明はややわかりにくいので、私流に解説することにしよう⁸⁾。

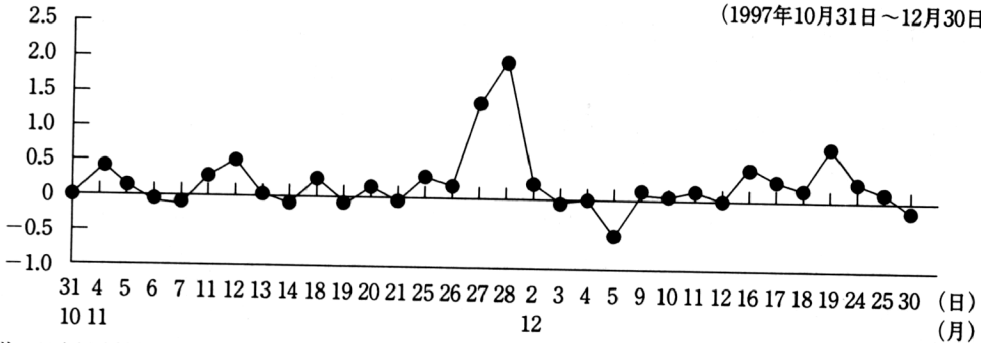
日本の金利を r 、アメリカの金利を R 、ジャパン・プレミアムを α とし、 α が拡大するとき、直先スプレッド (D) はどのように決まるであろうか。ジャパン・プレミアムが発生していない通常時であれば、金利裁定のメカニズムが機能して直先スプレッド (D) は日米の金利差に近づいていく。つまり、 $D=R-r$ である。しかし、ジャパン・プレミアムが発生しているとき、直先スプレッドを決定する短資移動 (金利裁定取引) は4つの場合が存在する。ジャパン・プレミアムが存在する場合には米銀と邦銀とではドルの調達コストが異なるからである。4つとは、①米銀がドルを調達し、それを円にかえて運用する場合、②邦銀がドルを調達し、それを円にかえて運用する場合、③米銀が円を調達してそれをドルに替えて運用する場合、④邦銀が国内で円を調達してそれをドルに替えて運用する場合である。①と③の場合はいずれも日米の金利差は $R-r$ であることは明白であるが、②の場合は金利差は $R+\alpha-r$ である。また、④の場合、邦銀がドルで運用しても運用金利は R であるから、この場合も金利差は $R-r$ である。②の場合のみ金利差が拡大し、この金利裁定取引が主流になったとしたら、直先スプレッドは通常の D ではなく拡大し、 $D+\alpha$ ($=R-r+\alpha$) に近づくであろう。

しかし、97年11、12月に邦銀がドル資金を調達し、それを円に替えて短期で運用するようなことは起こっていない (後の第6、7表)。邦銀は逆に円を直物でドルに替え、先物でドルを円に替えるスワップ取引を行なって海外支店へ送金しているからである。したがって、資金移動の経路は②以外の経路となっており、直先スプレッドは通常のように $D=R-r$ になっているはずである。そして、 $D=R-r$ となっていれば、邦銀がスワップ取引を行なって海外支店へ資金を送付するコストは $r+D=r+(R-r)=R$ であるから、邦銀は海外でドル資金を調達する時に支払わなければならないコスト ($R+\alpha$) よりも小さく、邦銀・海外支店の必要とするドル資金調達は本店からの円をドルに替えての資金送付がほとんどとなろう。そして、次第にジャパン・プレミアム (α) は消滅しよう。

ところが、古島氏が提示している図 (小論第1図) のように直先スプレッドは「金利平価」から乖離している。本来ならば、 $(R-r)-D=0$ 、同じことであるが $r+D-R=0$ になっているはずである。しかし、このようにはなっていない。この乖離は何故生じているのであろうか。第1図における現実の直先スプレッドは日米金利差 ($R-r$) だけによって決められたものではなく、他の要因が加味されて形成されたものである (現実には D ではなく D' である)。それではどのような要因が加味されているのであろうか。それは、邦銀が多額のスワップ取引を行なって海外支店へ大量のドル資金を送付しているため、スワップ取引の相手である外銀からより大きな直先スプレッドを要求されていると考えられる。すなわち、金利裁定のメカニズムが十分機能せず、邦銀はジャパン・プレミアムに近い「余分」のスプレッドを要求されていると考えられるの

第1図 スワップ市場から推計したジャパン・プレミアム

(1997年10月31日～12月30日)

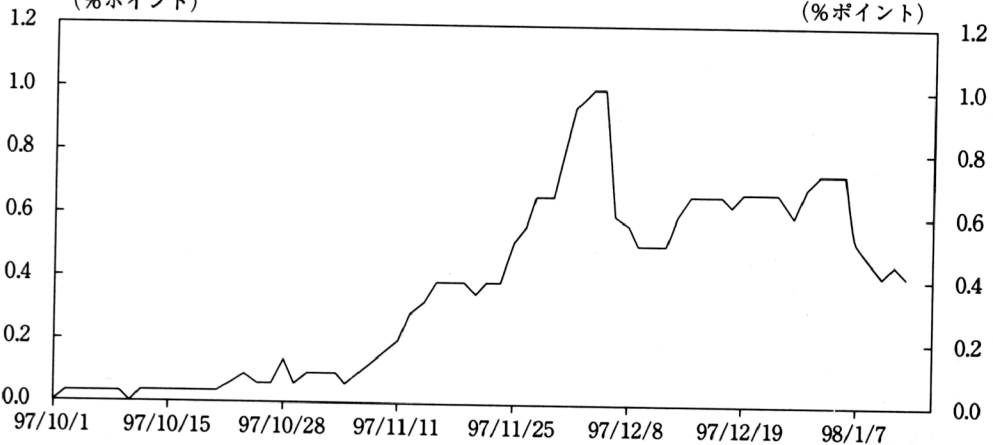


注：日本経済新聞のコール無担保1カ月物金利（ r ），銀行間ドル直先スプレッド1カ月（年率 D ），ユーロドル1カ月物金利（ R ）から， $r+D-R=p$ を計算したもの。
出所：古島義雄「円安の謎と行方」『国際金融』1998年9月15日，36ページ，古島氏が『日本経済新聞』より作成。

第2図 ユーロドル市場におけるジャパン・プレミアム（3か月）

(%ポイント)

(%ポイント)



注：ジャパン・プレミアム＝（東京三菱銀行オファレート）－（バークレイズ銀行オファレート）
出所：『日本銀行月報』1998年2月，20ページ。

である。このことを第1図を使って式に表わそう。ただし，第1図で示されているジャパン・プレミアムと日本銀行が示している現実のそれ（第2図）とは厳密には異なるので，第1図における p はここでは β で示すことにする。そうすると，第1図は $r+D'-R=\beta$ であり，この式は， $D'=R-r+\beta$ となる。さらに $R-r=D$ であったから， $D'=D+\beta$ となる。

外銀は「余分」のスプレッド（ β ）を要求し邦銀がそれを受け入れることによって，外銀はドルを円に替えて短期で有利に運用できるよう

になる（後述の対日証券投資）。日米の金利差が5%とし，円・ドルの直物相場が130円とすると，通常であれば1カ月の先物相場は129.46円となる。ところが，「余分」のスプレッドが付き，実際の先物相場が129.40円（ディスカウントの年利は5.54%——余分のスプレッドは0.54%）となれば，外銀は130円の直物相場でドルを円に替え，先物で1カ月後に円をドルに替えれば0.54%の利益が得られる（97年11，12月における海外の日本への短期国債への投資は2兆7000億円にのぼった——『国際収支統計月

報』)。もちろん、このような外銀側が主体になったドルを調達し、それをスワップ取引で円に替え短期で運用する裁定取引が大規模になれば、「余分」のスプレッドは徐々に消え、DはDに近づいていく。しかし、この時期に邦銀による対外・短期借入は5兆6000億円にのぼり（『国際収支統計月報』）、「余分」のスプレッドはなかなか消えなかった。

邦銀は金利裁定のメカニズムが十分機能しておれば海外支店へ資金を送付する際に支払わなくてもよかった「余分」の直先スプレッド（ β ）をこの時期には支払わなくてはならなくなり、ジャパン・プレミアム（ α ）と「余分」の直先スプレッド（ β ）の選択となって海外での資金調達も残り、ジャパン・プレミアムは容易に消滅しないで根強く存在し続けることになった。

次に、先の（2）と（3）についてコメントしよう。（2）、つまり、邦銀本店から海外支店へのユーロ円貸付に充当するための5兆円を超える円送金については、古島氏の言われるように簡単ではない。簡潔に指摘しておこう。対外・短期円建資産負債残高は種々の要因によって変化するからである。例えば、スワップ取引によっても変化する。邦銀のスワップ取引の相手方が外銀（在日外銀を除く）で、外銀はその円資金を邦銀が発行したCDで一時保有したとすれば、それは負債残高に記録される。また、邦銀が外銀と円売の為替取引を行えば、その代わり金も外銀が開設している邦銀の口座に一時残り、邦銀の負債残高に記録される。さらに、邦銀が海外支店に円資金を送り、海外支店がそれでもってユーロ貸付を行なう場合、それが居住者向けか非居住者向けかによって、邦銀の対外・円建負債残高は変わる。居住者向けであれば、その残高が国内向けのものに変わる。その

他にも種々の要因によって対外・円建資産負債残高は変化する。それ故、銀行の対外・短期円建資産負債残高の変化額を単純にユーロ円貸付に充当された資金と割り切るのには問題がある。

さらに、先の（3）の「残り2兆円ないし4兆円の円安をもたらす可能性がある取引」（35ページ）については、古島氏による説明はない。古島氏の議論では、邦銀による海外支店への資金送付のすべてがスワップ取引によるものと前提され、この別の取引の存在については事実上検討されないままになっている。しかし、邦銀の海外支店への資金送付のうちどれだけがスワップ取引によるものであろうか。額については一定の留保を付けなければならないが、4兆円程度の「円安をもたらす可能性がある取引」が別にあったのである。97年の11、12月に日本の金融不安からジャパン・プレミアムが拡大し、そのために邦銀は海外支店への資金送付を余儀なくされたが、その方法がすべてスワップ取引によるものではない。そもそも、スワップ取引によって資金送付が可能なのは先物期間だけであるから、ジャパン・プレミアムの拡大するときの避難的措置である。

BIS統計によると、日本所在銀行（邦銀、在日外銀）の対内・外貨建負債の増加は97年9月末から12月末にかけて約360億ドル増加している。他方、日本所在銀行の対外・外貨建資産が同期間に325億ドル増加している（第4表）。日本銀行の国際収支統計とはカバーの範囲が異なるので単純に比較できないが、BIS統計が示しているように日本所在銀行は国内においてドル等の外貨資金を調達していることが考えられる。ただ、日本所在銀行の中には在日外銀が含まれており、さらに、第4表のBIS統計では負債の相手方が非銀行部門と銀行部門に区分されてお

第4表 日本所在銀行の外貨建資産負債¹⁾

(億ドル)

	資 産		負 債	
	対 外	対 内	対 外	対 内
1996.12	5,734 (1,787)	2,378 (286)	4,338 (2,045)	2,155 (288)
97.9	6,157 (1,900)	2,076 (272)	4,383 (1,954)	1,901 (272)
97.12	6,482 (2,226)	2,118 (340)	4,382 (1,789)	2,260 (339)

注1：カッコはJOM勘定。

出所：BIS, *International Banking and Financial Market Developments*, May 1998, Table 2E, 3Aより。

らず、邦銀が在日外銀と国内の非銀行部門から、それぞれどれだけのドル等外貨資金を調達していたかがわからない。しかし、邦銀は国内の非銀行部門からドル等の外貨資金をかなり調達していたことが考えられ、これが「円安をもたらす取引」となった可能性がある。節を改めて検討しよう。

Ⅲ. 総合的な為替需給の実際と為替相場

古島氏は邦銀の対内・外貨建負債の増加については言及されないで、氏はヘッジファンド等の短期資本取引を除いては銀行の対外・短期資本収支の中だけで事実上議論された。また、経常収支取引はまったく考慮されない。氏において経常収支が除外されるのは、この期の為替相場を規定する要因として経常収支は考えられないからである。資本収支が除外されるのは、97年には対日証券投資が多額にのぼったこと、また、第4・四半期には対外証券投資の引き揚げもあってこの四半期には証券収支は黒字になって、これも円安を規定する要因にならなかったからである。しかし、経常取引、資本取引を除外したまま、本邦銀行の海外支店への送金だけを取り出して議論することは、邦銀、外銀の持高の全体を議論しないで為替相場を論じることになる。後に見る円建経常収支黒字の存在、証券投資収支黒字、邦銀の対内・外貨負債の増

加、邦銀の対外短期資本収支動向、ヘッジファンド等の活動が合わさって為替需給の全体にどのような変化をもたらしているかを検討しないと、97年11、12月の円安が何によって生じているのかの総合的な為替需給の鳥瞰図が見られないであろう。日本の通貨別貿易収支から見ていこう。

1. 通貨別貿易収支と証券投資の状況

第5表を見よう。この期にも通常のように日本の貿易黒字の大部分は円建である。97年・第4四半期に若干のドル建・貿易黒字が出ているが、それ以外には日本の通貨別貿易収支には特別の特徴は出ていない。わずかのドル建貿易黒字もめずらしいことではなく、80年代以降、年によっては出ている⁹⁾。この期の貿易黒字は全体で4兆円であり、異常な額にのぼった対外・短期銀行収支赤字、証券投資収支黒字と比べるとかなり少ない。したがって、97年・第4四半期における為替需給の趨勢を決めるのは貿易収支よりも対外・短期銀行収支、証券投資収支となる。しかし、日本の円建貿易黒字のために海外の輸入業者は外国銀行に対してドル売・円買を行ない（第3図為替取引①）、外銀は円の売持になって邦銀に対してドル売・円買を行なうであろう（第3図為替取引②）。

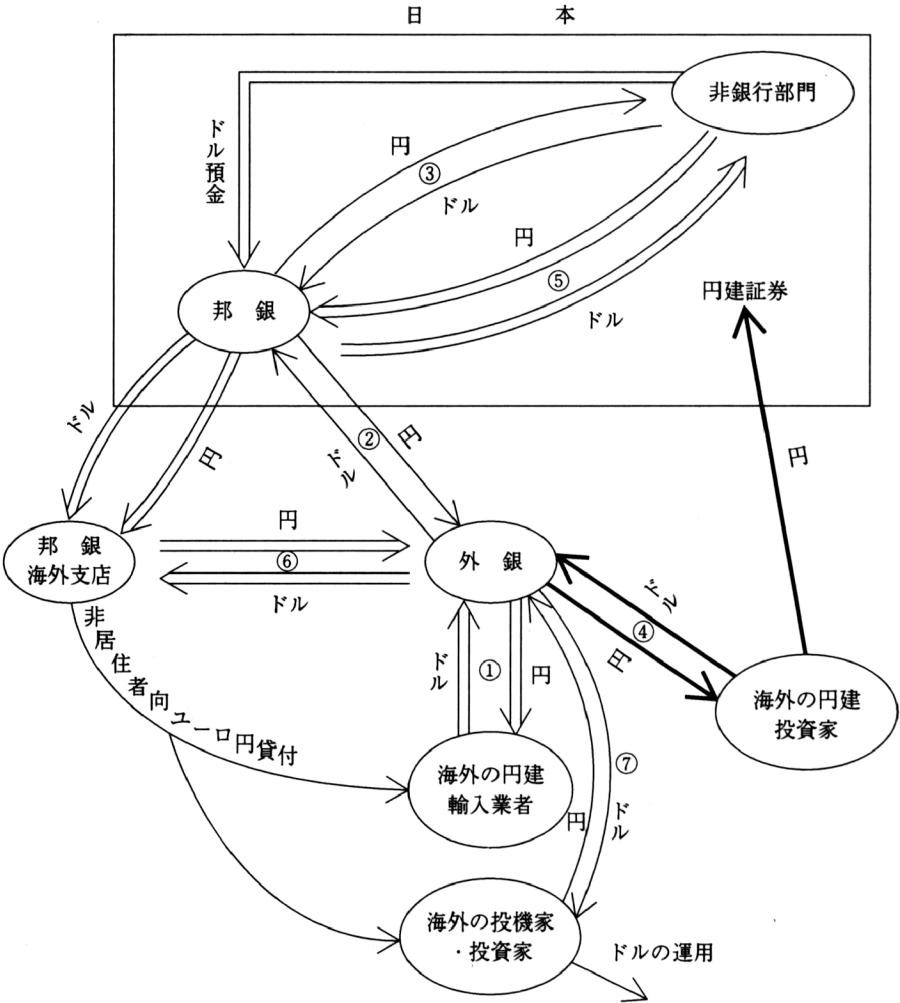
次に直接投資と証券投資を見よう。直接投資についてはほとんど言うことがない。第4四半

第 5 表 日本の通貨別貿易収支の概算^{1) 2)} (億円)

	1996	1997 I ~ III	1997IV	1997
円	82,345	66,937	26,249	93,186
ドル	-17,352	-8,608	3,164	-5,444
その他	26,317	25,529	9,831	35,360
収支	90,966	83,858	39,244	123,102

1) 9 月の比率によって計算。
2) 四捨五入のため誤差がある。
出所：通産省「輸出入決済通貨建動向調査」，日銀『国際収支統計月報』より作成。

第 3 図 持高が発生する為替取引及び銀行取引



期にも各四半期毎の額とほとんど変わらない(第1表)。しかし、証券投資の方は前述のように第4四半期に大きな変化が出ている。日本からの投資は引き揚げであり(逆の「円投」——2兆4400億円)、引き揚げのうち1兆4700億円が中・長期債で「その他部門」によるものであり、銀行部門は7000億円の短期債の引き揚げである。銀行部門の引き揚げは、元来「外貨—外貨」投資¹⁰⁾であるから為替取引は生じないが、「その他部門」による引き揚げの大部分は外貨債であり、ドルの円への転換(第3図為替取引③)がおこっている。ただし、引き揚げの全額が外貨債とは限らず、ユーロ円債も含まれているはずである。もちろん、ユーロ円債の引き揚げでは為替取引は生じない。

他方、第4四半期に海外からの日本への投資は5兆500億円にのぼり、そのうち、4兆3000億円以上が公的部門(短・長期の国債への投資、うち2兆9000億円が短期国債)である。これは、邦銀が海外支店へドル送金するために外銀とスワップ取引し、それが外銀からすれば前述のように有利なスワップ取引となり(直物でのドル売・円買)、その円資金でもって短期国債を中心に運用した結果である。したがって、国際収支表に表われる海外からの日本への証券投資のすべてが内外の銀行において総合持高を形成させているわけではない。しかし、外銀以外に、海外の投資家等が有利なスワップ取引を利用するなどして日本へ証券投資を行っており、そのためにドル等外貨の円への為替取引が一部行なわれている(第3図為替取引④)。

2. 短期貸付・借入

次に見るのは、前述のように97年・第4四半期に最も特徴的な収支は短期貸付・借入である

(貸付が14兆7000億円、借入が4兆1500億円で10兆5600億円の赤字)。そのうち、銀行部門が貸付で12兆6000億円、借入で4兆4000億円、収支で8兆2000億円の赤字となっている(第1, 3表)。この実態を「銀行等対外資産負債残高表」(第6, 7表)から見てみよう。この表によると、97年9月末から12月末にかけて、外貨建の短期においてネットで3兆5400億円、中長期においてネットで9000億円の純資産増が生じている。短期と中長期の合計では4兆4400億円である。また、邦貨建では短期においてネットで5兆1300億円の純資産増、中長期においてネットで4000億円の純債務増である。このように、短期で銀行等の対外純資産が増加している。外貨と邦貨を合わせるとネットで8兆6700億円である。

実態をさらに掘り下げるためにJOM勘定を見よう(第8表)。資産側の変化額は9月末から12月末にかけて外貨建で7兆円弱、円貨建で6兆5000億円のそれぞれ増加となっている。しかも、そのほとんどが本支店勘定である。外貨建で5兆4000億円、円貨建で5兆7000億円である。97年・第4四半期に短期銀行貸付が12兆6000億円にのぼったが、JOMを通じて海外支店へ回されたのが11兆2000億円にもなっているのである。しかも、外貨建と円貨建がほぼ同額にのぼっている。しかし、負債の方では本支店勘定はほとんどとりに足りない額しか出ていない。つまり、この四半期における特異な対外・短期銀行収支の本当の実態はJOMを通じての外貨での、また円貨での海外支店への送金であったのである。

それでは、この海外支店への送金の原資はどのように調達されたのであろうか。円資金は邦銀本店の為替取引をもたささないから(のちに

第6表 銀行等対外資産負債残高 (短期) (億円)

月末	短 期					
	資 産		負 債		純 資 産	
	外 貨	邦 貨	外 貨	邦 貨	外 貨	邦 貨
1997.9	252,789	442,836	502,247	248,146	△249,458	194,690
97.12	323,624	524,497	537,662	278,510	△214,038	245,987
変 化	70,835	81,661	35,415	30,364	35,420	51,297

出所：第1表と同じ。

第7表 銀行等対外資産負債残高 (長期) (億円)

月末	長 期					
	資 産		負 債		純 資 産	
	外 貨	邦 貨	外 貨	邦 貨	外 貨	邦 貨
1997.9	271,309	158,829	36,682	65,677	234,627	93,152
97.12	283,550	155,660	39,943	66,463	243,608	89,197
変 化	12,241	-3,169	3,261	786	8,981	-3,955

出所：第1表と同じ。

第8表 JOM勘定の変化 (億円)

	1997年9月末		1997年12月末		変 化	
	外 貨	円 貨	外 貨	円 貨	外 貨	円 貨
資産	263,747	573,008	333,294	638,222	69,547	65,214
預け金, コール	81,639	203,971	96,420	212,227	14,881	8,256
貸付金	12,434	6,971	12,797	6,692	363	-279
本支店勘定	169,674	362,066	224,077	419,303	54,403	57,237
負債	270,328	229,720	276,415	219,442	6,087	-10,278
預り金, コール	200,601	174,892	203,643	163,002	3,042	-11,895
借入金	11,861	18,371	10,748	19,682	-1,113	1,311
本支店勘定	57,860	36,457	62,024	36,758	4,164	301

出所：大蔵省発表資料より。

見るように円資金も海外支店による外貨への転換を生じさせるが), ここではドル等の外貨資金について見てみよう。

海外諸国は円建貿易赤字をもっているうえに, 海外の投資家は一部円建証券投資を行なうためにドル等を円に替えている。しかも, 前述のように「円投」はない。したがって, 貿易等の経常収支, および, 証券投資の要因だけを考えると邦銀は外貨の買持になっている。この資金を原資に海外支店へ送金することは可能であるが, これでは買持は解消されないで円高が生じる。

しかし, この時期, 円高は生じず外貨準備も増加していない。ということは, 持高が解消される為替取引が別にあり, そのような為替取引が存在しながら邦銀本店は海外支店へドル等外貨を送金しているはずである。

古島義雄氏は, 前述のように海外支店への原資を邦銀による外銀とのスワップ取引に求められた。しかし, スワップ取引だけであろうか。すでに述べたようにスワップ取引では対外・短期銀行収支はバランスする。しかし, 現実には対外・短期銀行収支は赤字となっているのであ

る。また、スワップ取引だけであれば、邦銀の資産増はドル等の外貨となり、負債増は円となる。しかし、そうではない（第6，7表）。したがって、別の原資があり、それによって対外・短期銀行収支は赤字となっているはずである。再度、BISの第4表を見られたい。これによると97年9月末から12月末にかけて日本所在報告銀行の対内・外貨建取引に変化がある。資産の方は大きな変化が出ていないが、負債が1901億ドルから2260億ドルへ増加し、対内取引のネットが175億ドルの資産超過から142億ドルの負債超過となり、317億ドルも変化している。日本所在報告銀行は国内において外貨資金をネットで317億ドルも調達しているのである。これが別の原資と考えられる。

問題は、日本所在報告銀行が日本国内で調達したこのドル等の外貨資金が、どのような形で存在しているかである。邦銀が在日外銀から借り入れたのであろうか。もちろんある部分それはあるだろう。しかし、それにはジャパン・プレミアムがつく。また、その場合には在日外銀はドル資金を海外から調達してなくてはならないし、それは日本の対外・短期銀行収支に表われるはずである。また、「銀行等対外資産負債残高表」（第6，7表）の外貨建・短期債務の中の一部として表われるはずである。邦銀の在日外銀からの借入はあまり多くないと思われる。というのは、東京ドルコール市場は97年・第4四半期に大きな変化を示していない¹¹⁾、JOM勘定における外貨建「預り金・コール」の欄における対居住者の内訳を見ても、第4四半期に1兆1000億円の増加にとどまっている。これがすべて在日外銀からのものとは限らないからである。

そうすると、ドル等の外貨資金の原資として

他の存在形態を考えなければならない。それは国内の非銀行部門（非銀行・金融機関、法人企業）の資金である。しかし、ドル建の貿易黒字はわずかであり、非銀行部門はドル資金をほとんど保有していない。したがって、非銀行・金融機関、法人企業は銀行と円売・ドル買の為替取引（第3図の⑤）を行なって、そのドル資金を短期で銀行へ預けることしか考えられない。国内銀行・銀行勘定における「外貨預金」はこの四半期に2兆2000億円の増加となっている¹²⁾。当然のことながら、国内の非銀行・金融機関、法人企業は在日外銀へも外貨預金を行なっているはずであるが、これは日銀統計からは把握できない。かくして、邦銀は、海外支店への外貨送金の原資のかなりの部分を非銀行・金融機関、法人企業による外貨預金によって調達しているのである。これは、日本の機関投資家等による円をドル等の外貨に替えて行なう一種の「円キャリー・トレード」（後述）であり、また、一種の「円投」である。しかも、国内での最も流動性をもたせた「円投」。そして、これがこの時期の円安を促進させた。

3. 邦銀による海外支店への円資金の送付

この四半期におけるJOMを通じての海外支店への送金は外貨だけではなくた。円貨での海外支店への送金も大規模に、しかも、外貨送金を少しであるが、上回る規模で行なわれた。古島氏の議論ではこれはすべてユーロ円の原資となるものである。確かに、97年以前にはそうであった¹³⁾。確実なことは大蔵省が『国際金融年報』の発行を遅らせているためにつかめないが、97年・第4四半期には邦銀・海外支店による居住者向けのユーロ円貸付は少なくともネットで

は行なわれていない。国際収支表において「その他部門」の長期借入はネットでマイナスになっているし、第3表のように短期借入も赤字となっているからである。海外支店に送られた円資金は、そうすると、海外支店によってドル等の外貨に替えられている（第3図の為替取引⑥）か、非居住者向けユーロ円貸付に充当されていると考えられる。後者はまた2つの場合に分かれよう。1つは、海外の円建輸入業者へ円資金がめぐり回っていく貸付である。この場合には、邦銀の海外支店経由の実質的な対外円建貸付であるから、海外諸国の円建貿易赤字の決済が容易になり、第3図の為替取引①の必要性が減じられ、したがって、②の為替取引が少なくなり邦銀のドルの買持は少なくなる。後者のもう1つの場合は、ヘッジファンド等の投機家・投資家への円での融資である。これらの投機家・投資家は、低利で借り入れた円資金をドル等の外貨に替え（第3図の為替取引⑦）、それを高金利で運用するであろう。

前者の海外支店が本店からの円資金をドル等の外貨に替えている（第3図の為替取引⑥）場合であるが、これは言うまでもなく、海外支店がジャパン・プレミアムのために海外市場においてドル等の資金調達が困難になっているからである。これが増加すれば邦銀本店から海外支店へのドル等外貨の送金は少なくて済む。

ところで、為替取引⑥はこれだけを考えれば持高を生むが、邦銀全体の為替取引（②+③+⑤+⑥）で解消されよう。しかし、第4四半期に邦銀全体の為替需給は売持気味になっていったであろう。というのは、為替取引⑥が②を減少させ、その状態で⑤が増加すればドルの売持気味になるからである。また、海外の円建輸入業者に回っていく非居住者向けユーロ円貸付が

増加すれば、為替取引①②が減少する。さらに、為替取引⑦も②を減少させるであろう。かくして、ジャパン・プレミアムと日米金利差が拡大した97年・第4四半期の為替需給は明らかに、円安をもたらし傾向で推移したのである。

IV. 円キャリー・トレードについて

97年・第4四半期の円安を生み出した為替需給、とりわけ内外の銀行にとり為替持高を生じさせる為替需給の状況は前節でつかめた。この為替需給によって生まれた円安を背景に「円キャリー・トレード」といわれる投機が一層の円安を作り出した。しかも、「円キャリー・トレード」のかなりの部分はオフバランス取引であり、すべての「円キャリー・トレード」が国際収支表に表われることはない。そこで、前節を補う意味をこめて、「円キャリー・トレード」を見ておこう。

円キャリー・トレードの最も単純な例は、円安が進行し、また、日米の金利差が持続している中で、低金利の円を調達しそれを直物でドルに替えて運用することである。金利差だけでなく、為替差益も得られる。まず、国内の機関投資家等がそれを行なった。第3図の為替取引⑤であり、外貨預金である。また、海外の投資家・投機家もユーロ円を借り入れ、それをドル等に替えて（第3図の為替取引⑦）高金利のドル等で運用した¹⁴⁾。

もっと複雑には先物為替、通貨オプション、通貨フューチャーを使って行なわれる。ここでは先物為替を利用したもの、オプションを使ったものを簡単に見よう。前者については第2節でも触れたが、円・ドル金利差が大きい中で先物相場は直物相場よりも円高になっている。そ

注

- 1) 簡単には低金利国通貨を調達し、それを高金利国通貨で運用する取引。
- 2) 最近、海外の機関から相次いで、とくに「円キャリー・トレード」と関連させて、98年の円・ドル相場の大きな変化を明らかにしようとする論文が出された。以下のものである。“The yen/dollar exchange rate in 1998: views from options markets”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, Feb. 1999, “The yen carry trade and recent foreign exchange market volatility”, BIS, *Quarterly Review*, March 1999.
- 3) 銀行部門の対外短期収支（以前の国際収支表では「金融勘定」の為銀部門）が大きな赤字（黒字）になり、それが国際収支構造を左右させたのは91年であるが、91年における銀行部門の海外への短期資金移動の主たる要因は以前の借入の返済であった。この点で97年と異なるのであるが、後に述べる海外への短期資金移動の原資に対し、内外貨建債務が用いられたのは共通している（拙書『ドル体制と国際通貨』ミネルヴァ書房、1996年、第8章参照）。
- 4) 『金融財政事情』1997年11月24日、12ページ参照。
- 5) 同、1998年1月26日、51～53ページ参照。
- 6) 邦銀は、かくして国内短資市場、海外金融市場の両市場からの資金調達が困難になり、「貸し渋り」が一挙に進むことになった。
- 7) 古島義雄「円安の謎と行方」『国際金融』1998年9月15日。
- 8) しかし、氏と基本的には見解は異ならない。私の金利裁定取引に関する理解については以下の拙書を参照されたい。『多国籍銀行とユーロカレンシー市場』同文館、1988年、第4章「ユーロ・カレンシー市場と短期諸金利体系の成立」。
- 9) 例えば、92年から95年にドル建の黒字が少し出ている。
- 10) 「外貨－外貨」投資とは、外貨資金を調達し、外貨のまま投資する対外投資である。銀行部門は従来から持高規制があり、基本的に円を外貨に替えての投資は行なえず、対外投資のほとんどは「外貨－外貨」投資か、円建投資である（拙書『ドル体制と国際通貨』ミネルヴァ書房、1996年、第3章参照）。98年4月の持高規制の撤廃以後も、銀行は自主的に持高管理を行っており、円を外貨に替えての投資は限られており、97年第4四半期に引き揚げられた投資は「外貨－外貨」投資と円建投資であると考えられる。
- 11) 『外為年鑑98』111ページ参照。
- 12) 日本銀行『経済統計年報』より。
- 13) 拙書『ドル体制と国際通貨』ミネルヴァ書房、1996年、第6章を参照されたい。
- 14) 国際金融情報センターの宮島秀直氏の調査によると、98年のヘッジファンドによる円キャリートレードは約300～420億ドルにのぼるといふが（『ファイナンシャルレビュー』No. 51, 1999年1月、18ページ）、日本の機関投資家等も含めて内外の投資家・投機家による円キャリー・トレードはそれの何倍にもなっているであろう。

（立命館大学国際関係学部 教授）

れ故、投機家は円売の先物為替契約を行ない、先物期間の終了時に直物で円買・ドル売を行なう。直物相場がこの間変化していなければ、金利差に相当する差益が得られるし、円安が進行していれば金利差分だけでなく為替差益が得られる。ヘッジファンド等がこのような円キャリー・トレードを行なった場合、外銀は投機家に対して先物で円買・ドル売を行なった時点で持高調整が必要になる。外銀は外為市場で、まず、直物で円売り行なう。これがさらに円安を促進させる。そして、頃合を見付けて外銀はスワップ取引（直物で円買、先物で円売）を行なう。

オプションを使った円キャリー・トレードも原理的には先物為替を利用したものと変わらない。円ドル金利差が大きい中で、オプションは「out of the money」の状態になっているものが多いから（行使価格＋プレミアム＝金利差）、投機家はコール・オプションをロングする。これによって、権利行使期間までに直物相場が円安になれば、金利差だけでなく為替差益も得られる（しかも、オプションの場合、権利を行使しなくてもよいから為替差損が出る余地は小さい）。ただし、銀行にとってはオプションの場合にも持高調整が必要であり、この例のオプションの場合、先物為替のときと同じ為替取引が行なわれる。つまり、直物での円売（円安要因）と前に述べたスワップ取引（直物での円買、先物での円売）である。先物為替を使ったキャリー・トレードでもそうであるが、これによって前述のように邦銀は海外支店へ送金するためのドル資金を調達でき、その意味で、ヘッジファンド等の先物為替、オプションを使った投機＝円キャリー・トレードが邦銀による海外支店へのドル送金を助け、同時に円安を進行させたのである。

（1999年4月5日脱稿）