

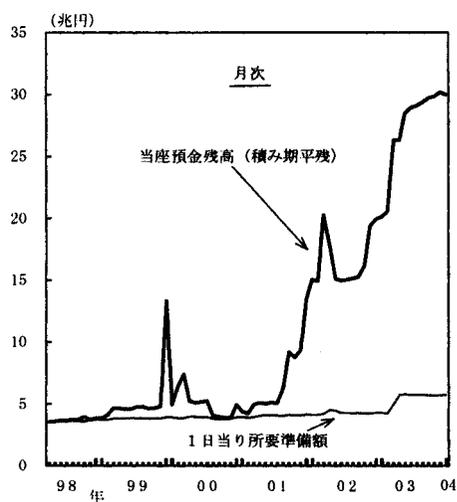
## 2003年の国際収支構造とコール市場 におけるマイナス金利の発生

奥 田 宏 司

はじめに

日本の無担保コール市場において2003年1月にはじめてマイナス金利取引が行なわれた<sup>1)</sup>。その年には国際収支においても「異常」な構造が表われた。経常収支黒字の上に、投資収支が黒字になり、外貨準備の巨額の増加が見られた。この2つにはなにか関連があるのだろうか。小論は、日本銀行の量的緩和政策（日銀当座預金残高は第1図に示されている）下での金融状況（無担保コール市場金利はほぼゼロ，3ヶ月TB，FB利回りも0.01 - 0.02%で推移）と対外投資，対内投資の「変調」を関連させながら，無担保コール市場でのマイナス金利の発生，投資収支黒字，巨額の外貨準備増の諸要因を明らかにしていきたい。

第1図 日銀当座預金残高<sup>1)</sup>



1) 2003年4月1日以降の当座預金残高・所要準備額は、日本郵便公社の預け金に関する計数を含む

出所：『日本銀行調査月報』2004年3月、42ページ

## , 2003年の国際収支構造と対外証券投資

第1表に1999年以降2003年までの日本の国際収支の概括が示されている。これによると多額の経常収支黒字が出ていること、また、多額の外貨準備が出ていることは1999年以来2003年まで一貫している。しかし、1999年及び2000年とそれ以降2003年までとは、国際収支構造が大きく変化している。1999年及び2000年の構造は従来型の構造であったが<sup>2)</sup>、2001年に構造の変化が生じている。投資収支を中心に詳しく見ていこう。

投資収支のうち、大きく変化・変動している項目が2つある。1つは、証券投資収支額の変動であり、もう1つは、「その他投資」である。前者は2000年には3兆8000億円を少し上回る額であったのが、01年には5兆6000億円を上回り、02年に13兆1000億円、03年11兆5000億円となっている。後者の「その他投資」は2000年に1兆6000億円の赤字であったのが、01年には3兆5000億円の黒字になり、02年、03年には黒字が巨額に膨れ上がっている。02年7兆7000億円の黒字、03年21兆7000億円の黒字である。

これらの2つの変化・変動により、注意して国際収支表を見てみると、重要な国際収支構造の変化が生じていることがわかる。1999年及び2000年においては経常収支黒字と投資収支赤字の差が外貨準備の増になっている。一見すると01年、02年においてもそのように見える。しかし、2001年以降では経常収支の黒字額が直接投資収支赤字額と証券投資収支赤字額の合計額にきわめて近い額になり、投資収支のうちの「その他投資」の黒字額と外貨準備の額が近いものになっているのである。

第1表 日本の国際収支

(単位：億円)

	1999	2000	2001	2002	2003
経常収支	103,522	128,755	106,523	141,397	157,668
貿易収支	140,155	125,634	85,270	117,333	122,596
投資収支	-43,655	-84,287	-58,264	-80,558	82,014
直接投資	-11,393	-25,039	-39,000	-28,891	-26,058
証券投資	-30,022	-38,470	-56,291	-131,486	-114,731
金融派生商品	-3,305	-50,90	1,853	2,630	6,074
その他投資	1064	-15,688	35,175	77,189	216,728
外貨準備	-87,963	-52,609	-49,364	-57,969	-215,288
誤差脱漏	20,184	18,088	4,567	1,348	-19,722

出所：日本銀行『国際収支統計月報』より

例えば、99年の経常収支黒字が13兆円、投資収支赤字が4兆4000億円、その差額は8兆6000億円、外貨準備増は8兆8000億円である。01年には経常収支黒字が10兆6500億円、直接投資収支の赤字額と証券投資収支の赤字額の合計は9兆5300億円となっており、この合計額の経常黒字額との差は1兆1200億円となっている（99年においてはその差は8兆9100億円）。そして、01年における外貨準備増のほとんどは「その他投資」の黒字によるものとなっている。

03年にはこの国際収支構造はもっと明瞭になっている。投資収支自体が、現行の公表形式で示されうる1985年以来はじめて黒字になった。03年には経常収支黒字が15兆7700億円、直接投資収支の赤字額と証券投資収支の赤字額の合計は14兆1000億円、一方、投資収支のうちの「その他投資」の黒字額は21兆6700億円（この巨額の黒字により投資収支自体が黒字になる）、外貨準備の増額は21兆5300億円である。

かくして、証券投資収支赤字の増大と「その他投資」の黒字化を受けて、2001年から日本の国際収支構造は変化したのであるが、変化した収支構造の典型は2003年にみられる。そこで、以下、2003年の国際収支構造をやや詳しく見ることにしよう。前述したように、投資収支のうち大きく変動した項目の一つは証券投資収支であった。そこで、まず、証券投資について見よう。

第2表に1999年から2003年の証券投資収支表が示されている<sup>3)</sup>。2003年においてまず目につくことは、2003年における対外中長期債投資が02年の2倍の19兆円近くに達していることである。第2に、日本の景気回復の期待から対内株式投資の急増が目立つ。第3に、対内中長

第2表 日本の証券投資収支

(単位：億円)

	1999	2000	2001	2002	2003
資 産	-174,903	-89,275	-130,675	-101,624	-205,424
株 式	-36,441	-21,396	-14,020	-46,333	-4,995
債 券	-138,462	-67,879	-116,655	-55,292	-200,429
中長期債 <sup>1)</sup>	-100,608	-72,029	-111,434	-99,027	-188,085
短期債	-42,500	-16,775	1,407	6,960	6,832
負 債	144,881	50,805	74,384	-29,862	90,693
株 式	117,294	-1,184	47,847	-20,627	99,989
債 券	27,587	51,989	26,537	-9,235	-9,296
中長期債 <sup>1)</sup>	-14,817	96,016	14,283	-32,789	-23,123
短期債	7,490	-9,329	7,998	8,148	13,401
収 支	-30,022	-38,470	-56,291	-131,486	-114,731

1) 証券売買のみ  
出所：第1表と同じ

期債投資が2兆3000億円の回収となっている。これは、ユーロに対する円安の進行によって円債投資の収益が悪くなったこと、ヘッジファンドや外銀がアセットスワップ・ポジションを解消<sup>4)</sup>(日本国債の売却と金利スワップ(固定金利受け・変動金利払い)の組み合わせ)したことによるものと考えられている<sup>5)</sup>。第4に、対内短期債投資が円高の進行を背景に1兆3400億円とやや大きな額の流入がある。そして、03年の証券投資収支はほぼこの4つの要因によって決定されており、03年の証券投資収支は11兆5000億円の赤字となっている。以上の4点のうち、もちろん最初の対外中長期債投資が証券投資収支額に最も大きな影響を与えている。

それでは、何故、03年に対外中長期債投資が伸びたのであろうか。この要因を明らかにするためには主体別の投資を見なければならぬ。第3表にそれが示されている。03年には、生保が5兆5000億円、銀行が4兆6500億円を越える投資を行なっているのをはじめ、投信が3兆2000億円、その他が4兆7000億円などと信託を除いて投資を伸ばしている。

各機関ごとの投資の特徴を見るために01年からの変遷を辿ろう。生保は01年に4兆6000億円もの巨額の投資を行なっているが、これは円安の進行のためである(円を外貨に換えての投資であるため、円安時に投資が伸びる)。しかし、02年には円高が進行してきたことと、02年前半期に米景気の早期回復期待から長期金利が上昇するとの予想から生保の投資は大きく減少した。ところが、03年には5兆5000億円を超える投資を行なっている。これは、国内長期金利の低下で国内での運用先を見つけにくくなった生保が円高の進行のなかで為替リスクをヘッジしてまでして対外証券投資を行なったためである<sup>6)</sup>。為替リスクをヘッジして対外投資を行なうというのは02年からはじまっているが<sup>7)</sup>、これほど大きな額の対外投資は03年になってからである。のちに述べるように、このヘッジが為替スワップ取引においてこれまで見られなかった事態を生み出す最大の要因となる。

銀行は01年以来多額の対外証券投資を行なっている。しかし、銀行の投資は、為替持高を考慮して基本的に「外貨 - 外貨」型であり、外貨資金を調達しそれを外貨建債券投資に振り向けている。「外貨 - 外貨」型以外の外貨投資のためにはスワップ取引によってヘッジしなければならない(総合持高をゼロにするために)。銀行は01年には9・11テロ事件等による欧米の景気後退、金利低下を見こんで(債券価格の上昇)、活発に欧米の債券を買い入れた<sup>8)</sup>。02年、

第3表 主体別対外中長期債投資<sup>1)</sup>

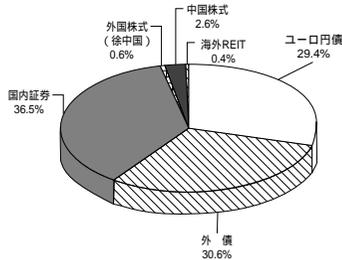
(単位: 億円)

	2001	2002	2003
生保	45,792	10,828	55,417
信託	5,504	11,679 <sup>2)</sup>	347
銀行	45,686	41,521	46,516
投信	13,406	7,633	31,955
公的	—	19,839	8,877
その他	5,689	38,244	47,029

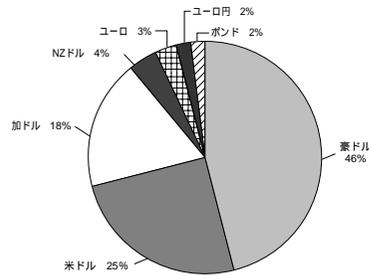
1) 「対内及び対外証券投資等の状況」決算ベース

2) 2003年3月号の『日本銀行調査月報』より訂正  
出所: 『日本銀行調査月報』2004年3月, 95ページ

第2図 新規設定ファンドの種類別発行状況<sup>1)</sup>  
 (2003年中新規設定額：1.6兆円)



第3図 リテール販売用外債の通貨別内訳<sup>1)</sup> (2003年)



1) 新規に設定されたファンドの片道ベースの数字。追加型投資信託への追加の資金流入や解約・償還は含まれていない。投資信託協会および投資信託会社の発行する目論見書を基に日本銀行国際局で集計。

1) 証券会社によるリテール向け外債の新規引受（片道・約定ベース）のうち、主要なものを積み上げて算出。ただし、個人向けに引受けられた外国籍投資は除く。

出所：『日本銀行調査季報』2005年春(4月),153ページ

出所：第2図と同じ,156ページ。

03年にも同様の見込みから多額の外国証券の買い手となっている。

投資信託では、03年に中・長期債投資が一挙に増加している。03年に個人による毎月分配型の外債ファンドへの資金流入が増加し、これによって外債がポートフォリオ資産に組み入れられ、投信による外債投資が増加したのである。第2図に「新規設定ファンド」(03年の新規設定額1兆6000億円)の種類別発行状況が示されているが、そのうち外債が30.6%、ユーロ円債が29.4%となっている。

第3表の「その他」であるが、「その他」部門は証券会社、個人、事業法人等である。これらの多くは個人、事業法人等向けに証券会社が外債を引き受けているのである。02年から「その他」の対外中長期債投資が増加している。国内における超低金利の環境のもと、運用難を背景に、いくつかの通貨の為替相場の上昇（それらの通貨に対して円安）と日本との金利差によって、格付けの高い国際機関が発行する豪ドル、加ドルなどへの外債投資が増加したのである（第3図）。

以上、各機関別の対外証券投資の状況を見てきたが、国内における資金運用難が対外証券投資を増大させてきたことは明らかである。いま、為替リスクの視点から対外証券投資を区分すると3つに分けられる。第1は、銀行が行なう「外貨 - 外貨」投資である。これは、外貨資金を調達してきてその外貨で証券投資を行なうのであるから為替リスクは基本的に発生しない。第2は、円を外貨に換えての対外投資（＝「円投」）であるが、生保は02年から為替ヘッジを行ないながら、対外証券投資を伸ばしている。このヘッジしながらの投資は銀行も一部行なっているであろう。総合持高が発生しないからである。第3は投信、「その他」の「円投」である。この「円投」はほとんどがヘッジなしであり、為替リスクを伴っている。したがって、投資の多くが円に対して為替相場が強含みで推移している豪ドル等の通貨での投資となっている。

さて、われわれが問題にしなければならないのは、生保、一部銀行によるヘッジ付きの「円投」が02年の後半期から03年にかけて増大し、この多額の為替ヘッジが先物為替相場形成に変調をきたしているのではないかということである。

### 、巨額のヘッジ付き対外証券投資とスワップ・レートの変化

前節で見たように、02年からはじまった生保、一部銀行によるヘッジ付きの対外証券投資が03年に急増した。生保、銀行はヘッジするために直物為替で円をドルに替え、先物為替でドルを円に替えるスワップ取引を行なうのである。この取引額が大きくなっていけば、直先スプレッドが開きスワップレートが大きくなっていく。そして、内外金利差とスワップレートが近似し、「金利平價」が成立して裁定取引は短期間のうちに終焉するはずである。したがって、本来ならばヘッジ付きの対外証券投資は裁定取引による収益を得られないで減少していくはずである（ドル建投資と円建投資の収益は同じになるはずである）。にもかかわらず、生保と一部銀行によるヘッジ付きの対外証券投資は持続した。

これは何故であろうか。その理由を検討する前に、以下に事例に近いモデルを示そう。例えば、円金利が0.10%、ドル金利が3.46%で、直物の為替相場が1ドル=105.30円、3ヶ月先物相場が104.41円であったとする。この場合、直先スプレッドは0.89円（ドルのディスカウント）であり、スワップレートは3.38%（ $\{105.30 - 104.41/105.30\} \times 12/3$ ）である。円投すれば、円での運用（0.10%の利益）よりも利益が0.02%少なくなる。何故ならば、スワップレートが3.38%であり、円投して得られる利益は0.08（3.46 - 3.38）%であるから。逆にドルを円に替えて投資（円転）すれば3.48（3.38 + 0.10）%の利益が得られる。これは円転しないでドルで運用したときよりも0.02%利益が大きい。

通常はこのような状態の時、ヘッジをしながらの円投は持続しない。利益を減らしてまでして円投することはないからである。ところが、02年から03年にかけてこのような為替スワップを行ないながらの対外証券投資が持続した。

為替スワップ取引付きの対外証券投資が多額で長期間持続すれば、スワップレートと内外金利差との間にズレが持続し、「金利平價」が厳密には成立しない状況が一定期間生まれるかもしれない。

『日本銀行調査季報』（2005年冬）に掲載の論文<sup>9</sup>は、上に述べた対外証券投資の動向とは別に、為替スワップ取引の基本的事項を振り返りながら、「金利平價」が厳密には成立しない状況が一定期間生まれる根拠を明らかにしようとしている。小論において、しばらく、この論文を検討しよう。

日銀論文は理論的には、リスクフリーの世界において円投・円転コストは、それぞれ、円・

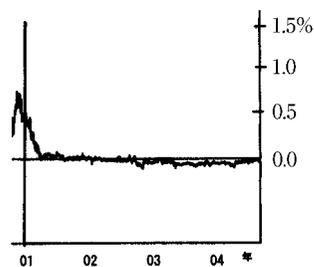
ドルのリスクフリーの金利と等しくなると述べる。つまり、ドル金利 > 円金利の下では、円投コスト = 円金利 + スワップレート、円転コスト = ドル金利 - スワップレートとなる。そして、リスクフリーの世界において金利裁定が働けば、円投コスト = ドル・リスクフリー金利、円転コスト = 円・リスクフリー金利となる<sup>10)</sup>。この2つの式は、日米金利差 = スワップレートであることから導かれる（ドル金利 - スワップレート = 円金利であり、したがって、ドル金利 - 円金利 = スワップレート）。

しかし、日銀の論文は、実際の取引ではカウンターパーティ・リスクを考慮する必要があり、直物で円をドルに替え、先物でドルを円に替える円投当事者にカウンターパーティ・リスクが付加されれば、円投コスト = ドル・リスクフリー金利 + リスク・プレミアムとなり、円転コスト = 円・リスクフリー金利 - リスク・プレミアムとなる、と主張する<sup>11)</sup>。

この式は、スワップレート = (ドル金利 - 円金利) + リスク・プレミアムとなり、このリスク・プレミアムは円投資者にとってはプラス、円転者にはマイナスとなる。したがって、円投資者にリスク・プレミアムが存在する時に、そのスワップレートには金利差だけでなく、リスク・プレミアムが付加されるのである。海外の金融市場においてジャパン・プレミアムが発生した90年代末にこのリスク・プレミアムが顕在化したのである<sup>12)</sup>。しかし、日銀の論文は、このプレミアムを発生させる要因として、邦銀の信用力だけでなく邦銀、外銀のドル・円需給関係の変化をあげている<sup>13)</sup>（しかし、日銀論文は明確にはこの需給変化の要因として日本のヘッジ付きの対外証券投資をあげていない）。

日銀論文が示している第4図によると、02年以降円転コストがマイナスになる時期が見られる。円転コストはリスクフリーの状態であれば円・リスクフリー金利であるから、円金利がゼロ近くになり、その円金利に円投資者のリスク・プレミアムが差し引かれれば円転コストがマイナスになる時期が現われるのである。02年にはジャパン・プレミアムはほとんど消えているから、リスク・プレミアムの発生はドル・円の需給関係の変化によると考えられる。ドル・円の需給関係を変化させる要因は種々あろう。日銀論文は同時多発テロ時のドル流動性確保や年末越え流動性確保、ドル金利先安見とおしに基づいたポジションの構築等をあげている<sup>14)</sup>。小論においてはドル需給関係の変化要因としてドル金利見とおしに基づくヘッジしな

第4図 円転コスト(3カ月物)の長期時系列<sup>1)</sup>



1) 2001年初以降は、ドル資金市場の金利と為替スワップ市場の価格を基に試算。  
 (資料) 英国銀行協会、メイタン・トレーディング、日本銀行  
 出所：『日本銀行調査季報』2005年冬(1月)68ページ

からの対外証券投資の増大・持続を重視しよう。ヘッジしながらの対外証券投資の増大・持続が底流においてドル需給関係を変化させて、円投者にリスク・プレミアムを付加させていると考えるのである。

それでは、円投コストが増大している（先に記したモデル例のように、ヘッジして対外証券投資を行なうと円での運用よりも0.02%の利益が減少する）のに、何故、生保、一部銀行はヘッジ付きの対外証券投資を行なうのだろうか。その理由として2つのことが考えられる。1つは、ドル金利の下落が予想されるなかでのドル建証券価格の上昇期待である。もう1つは、円高が中断し、円安の時期が一時的に生まれれば、その時点でヘッジを外し、為替差益を得られる場合がある。

前者からもう少し詳細に見ていこう。欧米景気の先行きに対する懸念の高まりに伴う欧米の長期金利の低下予想が邦銀の対外証券投資（銀行の場合は持高の発生を避けるために、外貨を調達しそれを投資する「外貨 外貨」投資が基本、一部、為替スワップによるヘッジ付きの対外証券投資）を伸ばしていることを前節で記したが、金利低下によって外国証券の価格が上昇し、もってキャピタルゲインが得られる。

前記したモデル例のように円金利が0.10%、ドル金利が3.46%で、直物相場が1ドル=105.30円、3ヶ月先物相場が104.41円（この場合、直先スプレッドは0.89円であり、スワップレートは3.38%）であるとする。日本国内で資金が運用されれば0.10%の運用益が得られる。また、為替スワップでヘッジして円投すれば、0.08%の利益で、円での運用よりも利益が0.02%少なくなる。しかし、この0.02%の減少は覚悟しながら、ヘッジ付きの円投（対米証券投資）を行ない、その間にドル金利が低下すれば、米証券価格が上昇してキャピタルゲインが得られる。

しかも、元本部分はヘッジされているから元本部分の為替差損はほとんどない。キャピタルゲインがそれを上回れば、対米証券投資によってかなりの利益が得られるのである。円金利がゼロ%の近くなって国内での運用先が乏しくなってくれば、このような投資が持続し、直物で円をドルに替え、先物でドルを円に替える「円投」型のスワップ取引需要が増加するであろう。その結果、円投コストが増大し、円転コストが小さくなっていくであろう。前掲の日銀論文はこのようなヘッジ付きの対外証券投資の増加が為替スワップ取引の需給関係を変化させたことについて詳しくふれていないが、02年以降の実際の為替スワップの需給関係を左右した主要な要因として、生保、銀行によるヘッジ付きの円投型・対外証券投資の増加が考えられる。

ヘッジ付きの円投が増大した次ぎの要因は以下の事情である。ドル金利の受取やドルでの輸出によって将来、ドルでの受取がある金融機関、輸出業者は、その受取をヘッジしながら為替差益が得られる場合がある<sup>15)</sup>。ヘッジの最も簡単な方法はアウトライト先物為替取引であるが、スワップ取引と直物取引を合わせれば、それと同じ結果が得られる。直物で円をド

ドルに替え、先物でドルを円に替える為替スワップを行ない、対米証券投資を行なったのち、円高が休止し、小幅ながら円安に推移すれば、その時点で米証券を売り払い、直物でドルを円に買えれば、為替差益が得られるだけでなく、将来のドルでの受け取りに対してヘッジができる。なぜなら、為替スワップのうち、直物部分が相殺され、先物部分のみが残っているからである。もちろん、この取引が実行されるためには、スワップ取引のうちの直物取引を可能とする余剰の円資金が必要である。

例えば、先のモデル例のように、ヘッジ付きの対米証券投資の時点で直物の為替相場が1ドル = 105.30円、3ヶ月先物相場が104.41円であるとし、その後、直物相場が一時的に円安に、例えば、1ドル = 107.32円になった時点で、米証券を売り払い、そのドルを直物で円に換える。これによって直物相場の変化により2.02円の為替差益が得られるばかりか、この直物取引の実施によって、先のスワップの取引のうち、直物部分が相殺され、先物部分のみが残るから、将来のドルでの受取のヘッジが実現される。先物期間が終了すれば、1ドル = 104.41でドルを円に替えなければならないが、そのドルは金利の受取やドルでの輸出によって調達される。

以上、2つの理由を見てきたが、もちろん、後者のスワップ取引が増加するには金利受取や輸出でのドル受取が前提になっているから、前者が主要であろう。このような日本側の事情（量的金融緩和政策の下での運用先の枯渇）とアメリカ側の事情（景気の先行き不安による金利低下予想）が重なり、ヘッジ付きの対米証券投資が増加し、これが重要な一因となって、円投型の為替スワップ取引（直物で円をドルに換え、先物でドルを円に換える）への需要が増大して、スワップレートが日米金利差を若干上回る状況（「金利平価」からの乖離）が持続したと考えられるのである。

この事態は逆の面から見ると円転コストの低下であるから、円転コストがマイナスになる可能性が出てくる。円転コスト = 円・リスクフリー金利 - リスクプレミアムであった。円・リスクフリー金利がゼロに近い状況で、リスクプレミアムが一定の大きさになると円転コストはマイナスになるのである。

さらに、ミクロ的に個々の取引当事者に注目すると、スワップレートは取引当事者ごとに少しずつ異なる。通常、スワップ取引の建値はドル/円取引で「60-58」などと表示される<sup>16)</sup>。この表示によって、ドルの先物ディスカウントを60銭まで広げてくれれば直物でドルを円に替え、先物で円をドルに替えるスワップ取引をしようとする銀行があり、また、先物ディスカウントが58銭であれば、直物で円をドルに替え、先物でドルを円に替えるスワップ取引をしようとする銀行があるということが示されている。前者のスワップ取引はドルを円に替える「円転」（取引相手は「円投」）であり、後者は円をドルに替える「円投」（取引相手は「円転」）である。

この2つの取引のうちどちらが優勢になるかが問題である。円投を行ないたい取引者が多くなれば、先物ディスカウント60銭での取引が多くなろう。逆に、円転が多くなれば先物ディスカウント58銭での取引が多くなろう。さらに、本文で見たようにヘッジ付きの対外証券投資(=「円投」)が増加すれば、この建値の幅は広がる可能性がある。例えば、「60-58」から「61-58」へである。そうすれば、「円投」の場合と「円転」の場合とではスワップレートはますます異なってくる可能性がある。円投コストが増大し、円転コストが小さくなるのである。例えば、直物為替相場が1ドル=105.30円で3ヶ月先物相場が建値どおりの「61-58」で実際に取引が行なわれたとすると、一方のスワップレートは2.32%であるのに対し、他方のスワップレートは2.20%になる。円投が多くなればスワップレートは2.32%に近くなり、それだけ取引相手の円転者の円転コストは小さくなる。

しかし、実際は先物ディスカウント60銭で円投を行なう取引者もおれば、先物ディスカウント58銭で円投を行なう取引者もいるであろう。「ここで円投をどうしても行ないたい場合には例えば59銭で新たにオファーを提示してヒットされるタイミングを待つこともできるが、60銭のビッドをヒットすれば即座に成約が可能である」<sup>17)</sup>。したがって、個々の取引者によってスワップレートは少しずつ異なるのであり、為替スワップ市場における価格表示(建値)には、取引当事者の力関係、信用力等が関与して、「必ずしも市場における平均的な原資産レートを基に機械的に(スワップレートが引用者)決定される訳ではない」<sup>18)</sup>のである。かくして、各付けの高い外銀は各付けの低い銀行よりも小さいコストでもって円転が可能となり、マイナスの円転コストが実現していったのである。

これが、第4図で示された状況である。02年後半から円転コストのマイナスが持続している。そして、この円転コストのマイナス化がコール市場における「マイナス金利」を生み出した要因である。日銀の前掲論文は次のように述べる。「機動的な拠点間取引が可能な体制を構築している一部の外銀は、マイナス金利の円転で調達した円資金を、マイナス金利を付してコール市場に放出した」<sup>19)</sup>。小論の冒頭で述べたように無担保コール市場においてマイナス金利取引が初めて行なわれたのは2003年1月である<sup>20)</sup>。

### 、2003年における「その他投資」

さて、それでは外銀は円転した資金をどのように運用しているのだろうか。また、邦銀は「外貨 外貨」型対外証券投資の外貨資金をどのように調達しているのだろうか。本節の課題は2つである。再度敷衍すれば、本邦所在の銀行は一部ヘッジ付きの対外証券投資を行なったと思われるが、大半の対外証券投資は「外貨-外貨」型の投資である。したがって、本邦所在の銀行が外債投資の原資となった外貨資金をどのように調達したかということが1つの課題

となる。しかも、これは「その他投資」に表われているであろう。

もう1つは、外銀（在日外銀も含め）等が円転によって獲得した円資金をどのように運用したかということである。量的緩和政策のもとでの国内での運用困難と円高が、生保、一部銀行によるヘッジ付きの対外証券投資を増加させ、そのためにスワップレートが日米金利差を若干上回る事態（「金利平価」からの乖離）が持続した。これは、円金利がきわめて低いため円転コストのマイナス化を生み出し、外銀にとっては調達コストがマイナスの円資金を大量に獲得できる状況が作り出された。それが日本でどのように運用されているかが本節のもう1つの課題である。これも「その他投資」に表われているであろう。

第4表に2003年の「その他投資」が示されている。「その他投資」収支は21兆6700億円の黒字であるが、資産の減少が17兆6400億円、負債の増加が4兆400億円となっている。資産の側で減少が目立つのは銀行の「本支店勘定」の6兆6500億円、銀行部門の「雑投資」（短期）7兆2000億円、銀行部門の「証券貸借取引」3兆9000億円などである。負債側で目立つのはまず銀行の「本支店勘定」で6兆7500億円の減少となっているほか、「現先取引 其他部門」8兆6700億円、「現先取引 銀行部門」2兆4500億円、現預金2兆円（いずれも増加）などである。

銀行の「本支店勘定」は資産、負債の両建てでの減少であり、上記の資産、負債の減少の額からネットで均衡していることがわかる。しかし、これにはのちに述べるように重要な注釈が必要である。本邦所在の銀行は外債投資のための外貨資金を「本支店勘定」以外の別の手段で調達している。その1つの手段は、海外と現先取引（売現先 2兆4500億円）を行ない外貨資金を調達することである。次ぎの手段は、本邦証券会社が行なった売現先を介して外貨資金を調達することである<sup>21)</sup>。本邦証券会社からの外貨資金の取り入れである<sup>22)</sup>（もちろん、これは居住者間の取引であり国際収支表には表われない）。さらに、「その他投資」の銀行部門では証券貸借取引の資産減少があるが、証券貸借取引は証券自体の貸借であり、資金の移動を伴わないものである。「貸手側は、自己保有証券の有効活用を目的」<sup>23)</sup>とするもので、この項目の資産の減少（＝証券貸の回収）によって本邦内の銀行は証券貸に伴う金利を得ているにすぎない。

本邦所在の銀行による外貨債投資のための原資は「雑投資」の資産の減少によるところが一番大きい（7兆2000億円）。銀行部門の「雑投資」に含まれるのは通常「為銀勘定の貿易手形や各種仮受・仮払勘定等」である<sup>24)</sup>。それにしては、03年の銀行部門の「雑投資」の額は大きすぎる。これは実は通貨当局が為替市場に介入して得られたドル準備の二重計算を調整するために巨額にのぼっているのである<sup>25)</sup>。すなわち、通貨当局が仮に100億円の円売・ドル買の為替介入を行なったとしよう。それによって得たドルを通貨当局が米財務省証券への運用や連邦準備銀行預金等としてではなく、国内の銀行に外貨預金した場合にも、外貨準備として100億

第4表 2003年の「その他投資」

		(単位：億円)
資	産	176,354
貸	付	103,345
	長期	6,016
	短期	97,329
	銀行部門	106,875
	本支店勘定	66,457
	{ 現先取引	3,077
	{ 証券貸借取引	31,045
	銀行部門	38,945
	貿易信用	-2,001
	現預金	5,783
	雑投資	69,227
	長期	-4,036
	短期	73,263
	銀行部門	72,123
負	債	40,373
借	入	27,283
	長期	-12,988
	短期	40,271
	銀行部門	-41,710
	本支店勘定	-67,530
	その他部門	81,981
	{ 現先取引	111,182
	{ 銀行部門	24,490
	{ その他部門	86,691
	貿易信用	872
	現預金	19,966
	雑投資	-7,748
収	支	216,727

出所：日本銀行『国際収支統計月報』より。

円が国際収支表に計上される。一方、本邦内の銀行はそのドル預金を海外支店等への預金として保有し、それも「本支店勘定」等の資産側に計上される。この二重計算を「調整・相殺」するために銀行部門「雑投資」の資産が差し引かれる（資産の「回収」として）のである。

通貨当局が得たドル準備の本邦内銀行への預金は、本来は居住者間の取引で国際収支には計上されないのであるが、為替介入に伴う外貨準備であるから国際収支表に計上されるためにこのような「調整」が不可避になっているのである。

03年における前年からの外貨準備の変化が第5表に示されている。外貨準備全体の変化は2038億ドル（1ドル=105円換算で、約21兆4000億円、換算については以下も同様）の増加、本邦金融機関への預金は245億ドル（2兆5500億円）の増加、本邦内外国金融機関への預金は364億ドル（3兆8200億円）の増加となっている。本邦内金融機関への預金はあわせて609億ドル（約6兆4000億円）である。この6兆4000億円が本支店勘定等のかたちで銀行部門の対外資産になっており、外貨準備の増との二重計算を調整するために「雑投資」から資産が差し引かれているのである。それが、03年の「雑投資」における銀行部門の資産側の減少が巨額にのぼっている理由である。03年の「本支店勘定」は資産側、負債側両者の減少により、ネットでは均衡していると前記したが、この均衡は通貨当局によるドル準備の預け入れによって成立しているのであり、これがなければ資産側の減少はもっと大きく表示されたであろう。

さて、本邦内の銀行（在日外銀も含め）は通貨当局によって預け入れられたドル資金（ドル準備）を1つの原資として対外証券投資を03年に伸ばしたのである。そして、これが外貨資金調達では最も大きな源泉であった。

次に、本節の次ぎの課題である外銀等による円転資金の運用であるが、それは、まず、その他部門の「現先取引」（負債項目）に見られる。これは、外銀等が円転した円を証券会社等を取引相手として現先取引を行なった結果である<sup>26)</sup>。証券会社等は8兆6700億円にのぼる売現先（債務項目）を行なっているが、この中には外貨証券の売現先と円証券の売現先があり、円転資金の運用は後者である。この両者がそれぞれいくらの額にのぼっているかは日銀統計からはわからない。円転資金の次ぎの運用先は現預金の2兆円である。これは円転コストのマイナ

**第5表 2002年末から2003年末にかけての外貨準備の変化**

（単位：100万ドル）

外貨準備	203,801
1．外貨	201,332
(a) 証券	138,224
(b) 預金	63,108
( ) 外国中央銀行及びBISへの預金	2,204
( ) 本邦金融機関への預金	24,515
うち海外拠点分	-
( ) 外国金融機関への預金	36,389
うち本邦内拠点分	36,389
2．IMFリザーブポジション	530
3．SDR	240
4．金	1,699
5．その他	-

出所：財務省『外貨準備等の状況』より。

ス化に伴い、外銀等がマイナスコストで調達した円資金を有利な運用先を直ちに見つけられないためにコール市場へ放出し（銀行等への預金 現預金）、これがコール市場のマイナス金利を生み出したのである。

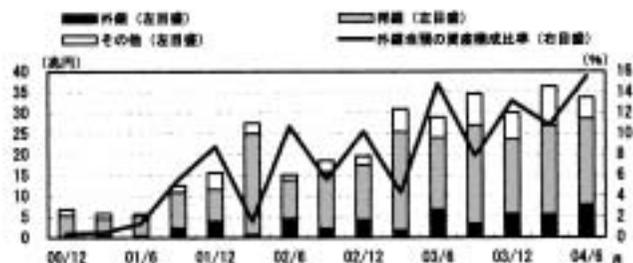
以上の2つの項目以外にも、円転資金が株式投資、短期債（公的部門）に向けられた可能性がある。03年に対日株式投資が10兆円にのぼっている。欧米の年金・投信等が日本の景気回復への期待感から、また、ヘッジファンドが銀行・ハイテク関連の銘柄を中心に買い入れたといわれる<sup>27)</sup>。外銀もマイナスの円転コストで調達した円資金でもって日本の株式への投資を伸ばしているものと考えられる。また、外銀は円転資金をFB、TBなどの短期国債へ運用している<sup>28)</sup>。

そればかりではない。外銀は「日銀当座預金」へ多額の預金を行なっている。第5図を見られたい。在日外銀の預金額は03年6月には7兆円近くなり、在日外銀の資産構成に占める日銀当座預金の構成比率も高くなってきており、03年にはおおよそ10%から15%の範囲で推移している。

もちろん、日銀当座預金を設定できるのは在日外銀であり、在日外銀による日銀当座預金への運用は居住者間の取引であるから国際収支表には出てこない。しかし、外銀在外店であっても本支店勘定を利用すれば、「日銀当座預金」への運用は可能である。マイナスコストで円資金を調達した外銀在外店は円転した資金を上述の現先、現預金、株式、短期国債等で運用するほか、円転した資金を在日外銀へ転送し（本支店勘定）、在日外銀がその資金を日銀当座預金へ運用することができるのである。また、在日外銀は、「本支店勘定」等によってドル資金を調達し、それを円転して日銀当座預金など種々の運用を行なっているものと考えられる。したがって、03年の「本支店勘定」にはこのような外銀の運用も含まれていたのである<sup>29)</sup>。

さて、このような外銀による日銀当座預金への運用とそれへの制約がコール市場におけるマイナス金利を生み出したようである。日銀の論文は次ぎのような趣旨を述べている。すなわち、外銀がマイナスコストの円転で調達した円資金を、金利ゼロの日銀当座預金に置いておけば鞘抜きは可能である。しかし、日銀は外銀の円資産保有額を管理し、日銀当座預金にも保有限度

第5図 主体別の日銀当座預金保有残高と外銀当預の資産構成比率<sup>1) 2)</sup>



1) 外銀は在日外銀を、邦銀は国内銀行を指す。  
 2) 外銀当預の資産構成比率は、在日外銀の日銀当座預金残高を在日外銀の資産合計で割ったもの。  
 出所：『日本銀行調査季報』2005年冬、70ページ。

額を設定するなどの制約を課しており、このため、外銀による日銀当座預金での鞘抜きにも限度があり、外銀はマイナス金利でコール市場へ放出した模様である、と<sup>30)</sup>。また、同論文は次ぎのような趣旨も述べる。円転コストがマイナスである限り、外銀は日銀当座預金の保有を続けるはずである。理論的には、このような裁定行動は円転コストがゼロになるまで続く。しかし、外銀の日銀当座預金の保有額に限度が設定されたために、円転コストのマイナスが持続した、と<sup>31)</sup>。

以上をわれわれのこれまでの論述と総合して考えると、生保、一部本邦銀行のヘッジ付き対外証券投資が増加したという要因（為替スワップの需給関係）のみではなく、外銀の円資産保有額管理から在日外銀による日銀当座預金保有に限度が設定されたために、円転コストのマイナスが継続し、行き場を失った外銀の円資金がコール市場へマイナス金利で放出された、ということになる。

### まとめ

以上の本論で論述してきたことをまとめると以下の諸点になる。第1、日本の国際収支構造は01年以降変化し、その典型が03年に表われた。多額の対外証券投資が経常収支黒字の大半を費やし、「その他投資」に巨額の黒字が生まれ、これが外貨準備の主要な源泉となっている。また、「その他投資」の黒字によって投資収支全体が黒字になった（現行の国際収支の公表形式は1985年まで溯れるが、投資収支の黒字は初めてのことである）。

第2、日本銀行の量的緩和政策によって（第1図に日銀当座預金の変化が示されているが、02年の終わりから03年にかけて残高が急速に増大している）、無担保コールレートはゼロ%近辺で、ユーロ円金利（TIBOR、3ヶ月）は0.1%近辺で推移し、また、長期国債流通利回りも1.0 - 1.5%の範囲で変化してきた。このような低金利の下で、国内の投資家は有利な投資先を失ない、海外へ投資先を求めていった。これが、02、03年における機関投資家による対外証券投資を伸長させた基本要因である。

第3、多額の対外証券投資のうち、投資信託、証券会社による「円投」（前者は元金保証なし、後者は豪ドルなど強い通貨への投資）はヘッジなしであるが、生保による「円投」は円高の進行の中でヘッジ付きで行われた。同じようなヘッジ付きの対外証券投資は、米景気の動向から米金利が低下するとの予想から一部の邦銀によってもなされたと考えられる。このようなヘッジ付きの対外証券投資が巨額にのぼったため、為替スワップの需給関係は窮屈になっていき、このことが、スワップレートが日米金利差以上に大きくなる状況（スワップレートの「金利平価」からの乖離）を生み出す重要な要因となった。

第4、スワップレートが日米金利差以上に大きくなる状況は、逆に見れば円転コストの縮小であり、円金利がゼロ近辺で推移していることから、円転コストはマイナスになる局面が多く

なっていった。しかも、実際のスワップレートは個々の取引当事者ごとにすこしづつ異なり、各付けの高い外銀等はより有利なスワップレートを実現し、より大きなマイナス幅の円転コストで円資金を調達していった。

第5, 外銀はマイナスコストで調達した円資金を現先取引、短期国債等に運用もしたが、「日銀当座預金」に預け入れれば（外銀在外店は本支店勘定を經由して）、鞘抜きは簡単であり、この裁定が続くことによって円転コストのマイナスは本来は消滅していくはずである。しかし、日銀が外銀による日銀当座預金保有に制約をはめたために裁定取引が制約され、円転コストのマイナスは持続するようになった。日銀によるこの制約により外銀は円資金をコール市場へマイナス金利を付して放出せざるを得なくなり、コール市場におけるマイナス金利が発生していった。

第6, 以上の経緯を国際収支表の視点、とくに「その他投資」の視点から再度総括すると、外銀による円転によって大量の短期資金が流入し（「その他投資」の現先取引、現預金等に計上）、それが外貨準備を増加させた主要な要因であるが、一見すると、「雑投資」の資産減少が外貨準備増のもう一つの要因のように見える。しかし、実際は邦銀による本支店勘定の巨額の資産引き揚げがもう一つの要因である。03年の国際収支表によると、本支店勘定の資産引き揚げは6兆6500億円にとどまっているように見えるが、実はもっと多額にのぼっているはずである。

それは、本文で見たように、通貨当局によるドル準備の本邦内金融機関への預金によって銀行部門の「本支店勘定」の資産は増大しているはずだからである（なお、ドル準備の本邦内金融機関への預け入れに伴う二重計算は本論で見たように「雑投資」の債権の減少で補正されている）。通貨当局によるドル準備の本邦内金融機関への預け入れの部分を除くすると、国際収支表に表われている「本支店勘定」の資産の減少はもっと大きい額になっていたのである。つまり、邦銀を中心とする本邦内銀行による海外店からの資産引き揚げが巨額にのぼり、それが外銀による円転資金の運用とともに03年の外貨準備増の要因となっているのである。その外貨準備が本邦内金融機関に預けられて再び本支店勘定の資産を構成することになったのである（その逆ではない）。

第7, 本支店勘定に関連してもう一つ外銀の本支店勘定について述べておかなければならない。外銀在外店は円転した資金を「日銀当座預金」等への運用を行なうために、「本支店勘定」を利用（負債の増 円建）するであろう。外銀在外店による在日外銀への資金の転送がいくらのぼったかはつかめないが、一定額に達しているであろう。これも外貨準備を増大させた要因である（在日外銀は通貨当局によって預け入れられたドル準備を原資として円転し、「日銀当座預金」として保有するほか、コール市場等へ運用したが、もちろん、この部分は居住者間取引であるから国際収支表には表われない）。

以上のように、03年における「本支店勘定」は外貨準備の動向や外銀の円転資金の運用と関連して種々の要素を持ったものであった。

最後に以下のことを指摘して小論を終えよう。すなわち、日銀の量的緩和政策は国内の金融状況を変化させただけでなく、対外投資の有り様も変化させ、そのことを通じて通常には見られないスワップレートを形成し、対内投資の有り様も変化させて、コールレートのマイナス金利と巨額の外貨準備を生み出した。コール市場の現状を明らかにするためにも国際収支表の分析を必要としたのである。逆に、国際収支構造の「異常性」（＝「その他投資」の巨額の黒字、したがって、投資収支全体の黒字）、巨額の外貨準備の増を明らかにするために、日銀の量的緩和政策を取り上げられなければならなかったのである。

（2005年7月2日 脱稿）

注

- 1) 『日本銀行調査季報』2005年冬（1月）、57ページ。
- 2) 1997年までの国際収支については以下の拙稿を参照されたい。「90年代前半期における日本の対外投資」『立命館国際地域研究』第21号（2003年3月）、「1995年の協調的為替・金融政策と日本の対外投資（1995 - 97）」『立命館国際研究』16巻3号（2004年3月）。
- 3) 2002年に中長期債の引き揚げが大きくなっているのは以下の事情である。本邦の一部大手投資家は海外のLPS（リミテッド・パートナー・シップ）を通じて資金運用（対内証券投資、対外証券投資）を行ってきたが、02年にこれを解消し、それに伴ってLPSが保有していた証券を本邦信託銀行へ移管したため、対内証券投資部分が引き揚げとして対外証券投資部分は資産増として計上された。また、出資金の戻り分は「雑投資」の回収（流入）として計上された（『日本銀行調査月報』2003年3月、84ページ）。
- 4) 『日本銀行調査月報』2003年3月号、100ページ参照。
- 5) 『日本銀行調査月報』2004年3月号、101ページ。
- 6) 同上、2004年3月号、95ページ参照。
- 7) 同上、2003年3月号、95ページ。
- 8) 同上、2002年3月号、91ページ。
- 9) 「短期金融市場におけるマイナス金利取引」『日本銀行調査季報』2005年冬（1月）
- 10) 同上、77ページ。
- 11) 同上、78ページ。
- 12) このことを筆者は以下の論文で明らかにしている。拙稿「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」『証券経済』第20号（1999年7月）参照。
- 13) 『日本銀行調査季報』2005年冬（1月）、78ページ。
- 14) 同上、81 - 85ページ。
- 15) これについては拙書『ドル体制とユーロ、円』日本経済評論社、2002年、146 - 150ページ参照。
- 16) 『日本銀行調査季報』2005年冬（1月）、62ページ。

- 17) 同上, 62ページ。
- 18) 花尻哲郎『3つのジャパン・プレミアム: 97年秋と98年秋』日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズ 99-J-4 (1999年8月), 19ページ。
- 19) 『日本銀行調査季報』2005年冬(1月), 85ページ。
- 20) 同上, 57ページ。
- 21) 『日本銀行調査月報』2004年3月, 106ページ参照。
- 22) 同上, 2004年6月, 162ページ参照。
- 23) 日本銀行国際収支統計研究会『国際収支の見方』日本信用調査株式会社, 1996年, 111ページ。
- 24) 同上, 123ページ。
- 25) このことは、『日本銀行調査月報』等の日銀発行の文献には記載されておらず、筆者はこのことを日本銀行国際局の国際収支統計を担当されている職員に質問し説明を受けた。担当官の名前の記載はここでは控えるが、改めて感謝を申し上げたい。
- 26) 『日本銀行調査月報』2004年3月, 85ページ参照。
- 27) 同上, 98ページ。
- 28) 『日本銀行調査季報』2005年冬, 70ページ。
- 29) したがって、本支店勘定は4つの構成要素をもっていた。 邦銀の在外支店との「通常」の資金取引、通貨当局のドル準備の本邦所在銀行(邦銀, 在日外銀)への預け入れに伴って発生する「本支店勘定」(資産の増 ドル建)、外銀在外店が「日銀当座預金」への運用を行なうための「本支店勘定」の利用(負債の増 円建)、在日外銀が円転のための原資を外銀在外店から調達するために「本支店勘定」を用いる(負債の増 ドル建)。
- 30) 『日本銀行調査季報』2005年冬, 85ページ。
- 31) 同上, 78ページ。

## Japan's balance of payment and an outbreak of negative call money rates in 2003

Foreign banks in Japan advanced call loans at negative rates in January 2003. In the same year, Japan's balance of payment was abnormal. The financial account changed to surplus in 2003 while this account had been in deficit since 1985.

The purpose of the present paper is to consider the relationship between Japan's balance of payment and the outbreak of negative call money rates in 2003.

Institutional investors lost the chance to invest in Japan through the monetary policy of the Bank of Japan since 2002. Institutional investors invested a lot of money in foreign bonds as a substitute for investment in Japan. As a result the swap rate modulated for this investment and shifted to negative rate. Negative swap rate bore negative call money rates in 2003.

(OKUDA, Hiroshi 本学部教授)