

金融政策正常化の中で不安定化する国際金融システム

金融調査部 矢作 大祐／森 駿介

要 約

欧米において金融政策の正常化が進んでいる。しかし、2018年以降の世界経済は下押しリスクが高まっており、米中貿易摩擦やBrexitに向かうプロセスなど不確実性も高い。今後、市場参加者が想定していないペースで金融政策の正常化が進んだ場合、国際金融システムの不安定化をもたらす可能性があることが、2019年の注目点である。

国際金融システムの不安定化が発生した場合、ドル需要が高まり、ドルの流動性が低下するケースが多い。米国は先駆けて金融政策の正常化を進めており、ドル調達コストは既に上昇している。米国の国債発行増や新興国のドル需要・供給における変化、グローバルな金融規制などによってオフショアダラーの流動性が低下しつつある。こうしたドル調達環境は2019年以降もタイト化することはあっても緩和することは考えにくい。

ドル調達環境が意図せぬ形で急激にタイト化した場合、波及先として懸念されるのは、(1) 信用力の低い企業向けのレバレッジドローン、(2) 脆弱な新興国、(3) 国際与信の出し手である邦銀——が挙げられる。過度に悲観的になるべきではないが、備えが重要だろう。

目 次

はじめに

- 1章 国際金融システムにおけるストレス要因の所在
- 2章 ドル調達コストの上昇とドル流動性の変化
- 3章 今後の注目点

はじめに

2018年の世界経済は米中間における貿易摩擦の激化や、英国のEU離脱（Brexit）交渉、一部の新興国通貨の大幅な減価など下振れリスクが優勢になった。2019年に関しても、不確実性が高く、上振れの可能性は考えにくい。

他方で、欧米における金融政策の正常化の動きは進展している。米国では、今後も政策金利の緩やかな引き上げが続く見通しである。欧州は欧州中央銀行（ECB）が、2018年10月に資産買取プログラムにおける買取額を減額した。2019年夏以降には、政策金利の引き上げについて議論することとなっている。

世界経済の下振れリスクが高まる中で、金融政策の正常化が進めば、金融・資本市場のストレス要因になる可能性がある。その際、注目されるのはドルの流動性（＝資金調達容易さ）である。過去の危機を振り返れば、ストレス要因の発現時には、世界中のドル需要が高まり、ドルの流動性が低下した。米国の金融政策の正常化が市場参加者の想定外のペースで進めば、ドル調達コストの上昇が継続する中で、ドル調達環境は急激に悪化する可能性がある。結果的に、ドル調達に依存していた企業や国に影響を与えることが懸念されよう。

本稿では、足元の市場、経済動向を踏まえて、2019年に予見される、国際金融システムを不安定化させ得る要因を探る。1章では、国際金融システムにおけるストレス要因の所在を整理する。2章では、ドル調達コストとドル流動性の動向に焦点を当てる。特に、近年のドル調

達コストの上昇の背景について分析する。そして、3章では、ドル調達コストが上昇した場合の波及先、つまりは国際金融システムにおける懸念材料を提示したい。

1章 国際金融システムにおけるストレス要因の所在

1) 世界経済の下振れリスク

世界経済の変調は、国際金融システムにおけるストレス要因となり得る。2016年半ばから続く世界経済の安定した回復基調は2018年も継続しているが、2017年に比べてそのペースは緩やかになりつつある。国際通貨基金（IMF）は2018年10月に公表した世界経済見通し（WEО）において、政策の不確実性が高いことを背景に世界経済の成長に対するリスクは下振れリスクが優勢と指摘し、2018、19年の世界経済の見通しを前回（4月公表）から▲0.2% pt引き下げた（図表1）。

図表1 IMF世界経済見通し



(出所) IMF "World Economic Outlook"から大和総研作成

2019年の世界経済の下振れリスクの要因として注目されるのは、(1)米中貿易摩擦の行方、(2) Brexit、(3)一部新興国におけるリスクの顕在化——が挙げられる。

(1)に関しては、WEOによれば、米中貿易摩擦は世界経済に対して2019年に最大で▲0.8%の下押し圧力を与えるとの試算が示されている。2018年12月1日には米中首脳会談が行われ、19年1月に控える対中輸入関税の追加引き上げを一時凍結することが合意された。しかし、米中貿易摩擦の緩和が今後も順調に進むかは、楽観視できない。2020年の大統領選挙での再選を目指すトランプ大統領にとって、実績作りのために大統領権限を駆使した政策を重視する可能性もある。大統領権限で可能な政策には、通商政策が挙げられ、議会運営次第では、トランプ大統領が対中貿易に関して強硬的な姿勢を示し得る。

(2) Brexitに関しては、2018年11月14日に英国でEU離脱協定案等に関して閣議で了承が得られ、同月25日には欧州理事会の臨時サミットで同協定案が承認された。ただし、予断を許さない状況に変わりはない。次の難関は英国議会での審議であり、議会が同協定案を否決した場合、EUとの間で合意のない離脱へと帰着する可能性がある。合意のない離脱へと至った場合、2023年までの英国経済への影響について、EU離脱を決める国民投票前のGDPのトレンドライン(2016年第2四半期前)から最大で8%程度低下するという試算もある(BOE et al.(2018))。

(3) 新興国に関しては、米中貿易摩擦等が実体経済に与える影響や、米国の金融政策の正常化に伴う金融環境の引き締めを背景とした一部脆弱国からの資金流出および通貨の下落などから、IMFは前回のWEOから▲0.4% ptほど新興

国の2019年の成長率見通しを引き下げた。新興国の信用リスクを示すEMBI Global Spreadの推移を見ると、2018年11月時点で、世界経済が安定的な回復基調へと転換した2016年半ば以前の水準まで上昇しており、新興国の信用リスクは高まりつつある。

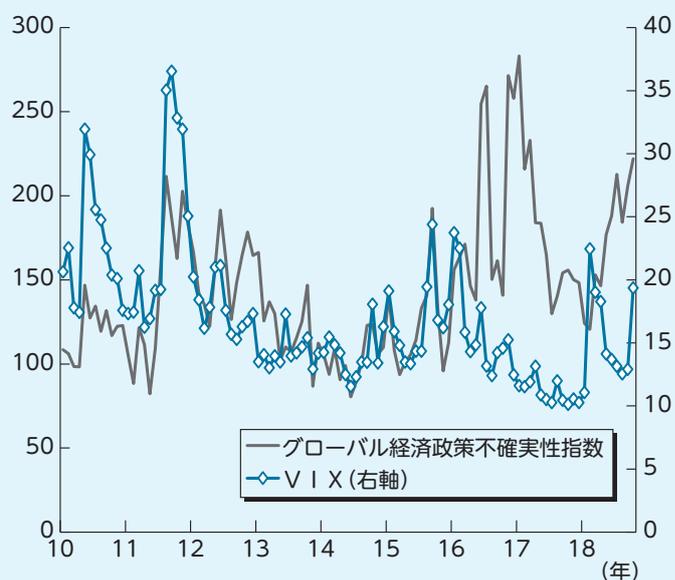
2) 下振れリスクの蓋然性

世界経済の変調が、国際金融システムにどの程度影響を与え得るかは、リスク要因の顕在化はどの程度予見可能か、ということに依存する。予見可能性が低い(=不確実性が高い)場合には、市場参加者等の対応が後手に回り、国際金融システムに与える影響度は大きくなり得ると考えられる。

では、世界経済の下振れリスクの顕在化はどの程度予見可能なのだろうか。不確実性の高低を測る指標として、ボラティリティ・インデックス(VIX)が挙げられる。株式市場の心理状況を示す指標であり、先行きが不透明になるとVIXも上昇しやすい。米国のS&P500のオプション価格を基に算出したVIXは、2018年は17年に比べておおむね高水準で推移している(図表2)。

ただし、世界経済の変調がなくともVIXが変化することは多々ある(ECB et al.(2017))。また、VIXは短期の株式オプション価格から算出されており、足元の不確実性を測る場合に適している指標と言える。つまり、2019年の不確実性を見通す上で、他の指標も併せて見る必要があるだろう。例えば、各国主要紙が記事の中で政策の不確実性という言葉に言及した記事数を捕捉し、過去の平均に比べどの程度かい離れたかということから世界経済の不確実性の高低を測った経済政策不確実性指数(EPU)がある。EPU

図表2 不確実性の高さ



(出所) Haver Analyticsから大和総研作成

Iは2018年以降継続的に上昇しており、不確実性が高まっていることが分かる(図表2)。

2016年にBrexitを巡る国民投票や米国大統領選挙におけるトランプ大統領の選出などが背景となり、E P U Iが上昇したことがあった。一方、V I Xは2016年以降低下し、17年は低位安定的に推移した。当時は世界経済が回復基調にあったことや、Brexitへの移行やトランプ大統領が保護主義といった独自色を出すまでに一定程度の期間が存在すること等が市場参加者等の安心感につながったと考えられる。しかし、2018年には貿易摩擦等が世界経済に悪影響を与えつつある中で、E P U I、V I Xのどちらも上昇し、その連動性は高まりつつある。

不確実性の所在に関して、分野別・国別E P U Iを見ると、2018年以降上昇しているのは、通商政策と関連したものが多い。2018年10月時点の米国の通商政策不確実性指数(通商政策に特化したE P U I)や、中国のE P U Iは17年末

比で150%程度上昇した。

3) 金融政策の正常化ペースに対する織り込み度合いが国際金融システムの不安要素

2018年以降の世界経済の変調の兆しや、不確実性の高まり自体が国際金融システムの潜在的なストレス要因と言える。では、国際金融システムが現実不安定化するとしたら、直接的な契機は何だろうか？

直接的な契機として挙げられるのは、欧米における金融政策の正常化が、市場参加者の意図しないペースで実施されることであろう。リーマン・ショッ

ク以降、欧米主要先進国・地域は金融緩和を行い、緩和的な金融環境が世界経済を下支えしてきた。しかし、欧米先進国・地域は金融政策の正常化を進めており、金融環境も徐々にタイト化しつつある。米国は先んじて正常化を進めてきたが、2章で詳述するようにドル調達コストの上昇などをもたらした。一部の脆弱国では金融環境の引き締めに加え、突発的なイベントを契機に資金流出が相次ぎ、本国通貨が対ドルで大きく減価するなど影響が出ている。

米国の金融政策の引き締めは今後も緩やかに継続していくと考えられている。他方で、そのペースに関しては、世界経済の変調の兆しや、不確実性の高まりに対する認識の差異から、市場参加者と連邦公開市場委員会(F O M C)委員の見方にかい離が発生している。例えば、2018年9月末時点の米国F F レートの期間構造から、両者の利上げに対する認識を見ると、F O M C委員の見通しは2019年末時点で3.125%と18年末時点の

F F先物レートに比べて85bp高い。18年末に利上げがあると仮定しても、19年は2～3回の利上げを想定していることになる。他方で、市場参加者は19年末時点で2.8%と1回の利上げしか見込んでいない（図表3）。

2018年11月末時点の市場参加者によるF F先物レートの見通しは、10月のV I Xの上昇や、世界経済の変調の兆しを織り込んでいることから、9月末時点からさらに低下している。今後F OMC委員のF Fレートの見通しがどの程度引き下げられ、かい離幅がどの程度縮小するかが当面の焦点となる。こうしたF OMC委員と市場参加者のかい離が解消されなければ、意図しない利上げが発生した場合に、市場参加者のコンフィデンス（信認）を損ない、資金フローに急激な変化が発生する可能性もある。過去を振り返れば、市場

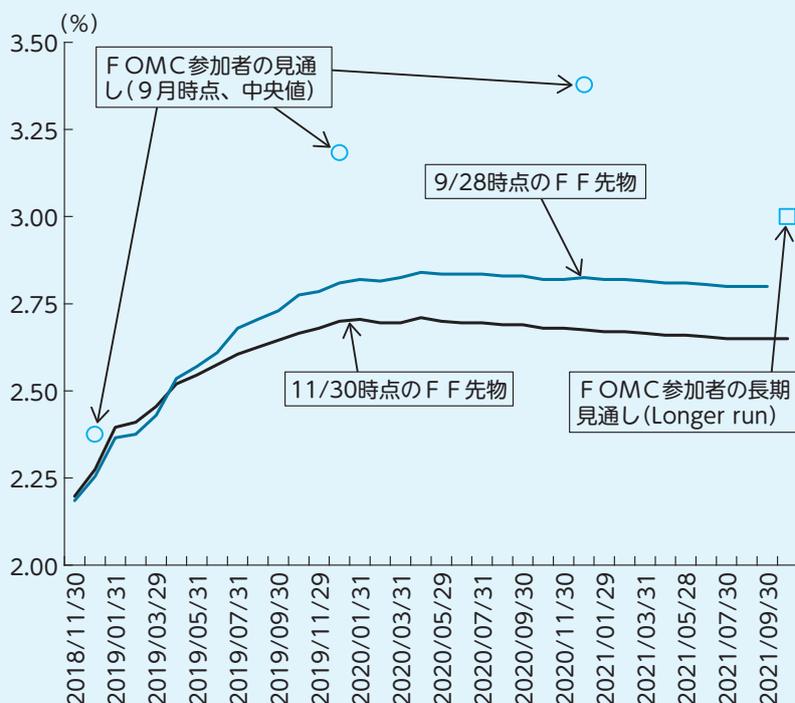
参加者のコンフィデンスが失われた際には、世界中が米国債など相対的な安全資産へと資金を移すことからドル需要が高まり、ドルの流動性のタイト化やドル調達コストの上昇につながることが多い。

また、欧州も金融緩和からの脱却に向けて、E C Bは2018年10月には資産買取プログラムの買取額を半減させ、新規買取は終了に向かう見込みである。ただし、E C Bが保有する債券の再投資に関する方針はいまだ決まっておらず、不確定要素になっている。利上げに関しては2019年夏以降の検討課題とされている。米国に続き、欧州も金融政策の正常化を進めれば、世界の金融環境を一段とタイト化させる。市場参加者の認識次第ではユーロの流動性やユーロ調達コストにも影響を与え得る。2018年11月末時点では、

ユーロ圏無担保翌日物平均金利（E O N I A）と19年12月のE O N I A先物レートとの差はほとんどない。Brexitが控える中で、欧州経済の不確実性が高い中、市場参加者からすればE C Bの利上げは考慮されていないようにみられる。E C Bによる利上げは相対的に先の長いトピックではあるが、ドルに次ぐ国際通貨であるユーロの流動性を不安定化させる要因になり得る点で留意が必要だろう。

以上のように、世界経済の変調や、不確実性が高ま

図表3 F Fレートの期間構造



(出所) C B O T、Bloombergから大和総研作成

りつつある中で、国際金融システムの懸念材料として欧米の金融政策の正常化ペースに注目した。ただし、国際金融システムの不安定化の程度は、金融政策だけでなく、マーケット構造や規制といった環境変化によっても左右される。2章では、金融政策の正常化がいち早く進展し、国際通貨の中心であるドルの調達コストの動向を分析し、国際金融システムの不安定化を増長させる、あるいは抑制させ得る環境変化に関して整理したい。

2章 ドル調達コストの上昇とドル流動性の変化

1) ドル調達コストは上昇傾向

世界経済の変調や、不確実性の高まりといった環境において、2018年初からドル調達コストが上昇している。例えば、円投ドル転をした場合のドル調達コストは、2018年11月末には3%を超える水準となっている（図表4）。なお、ユーロ投ドル転コストも同様に上昇している。

ドル調達コストを上昇させた要因は何なのだろうか。国際金融システムにおける何らかの変調を意味するものなのだろうか。安藤（2012）を参考にドル調達コストの変動要因を分解すると、2015年以降については米国の政策金利にかかる見通しを表すドルOIS（Overnight Index Swap）の拡大が目立っている。2018年初から3月にかけては、調達金利としてLIBOR、無リスク金利をOISレートとした際にドル資金市場における信用リスクや流動性リスクが表れるとされるドルLIBOR-OISスプレッドの拡大により、ドル調達コストが上昇していることが分かる。また、2018年9月末以降は、為替スワップ市場固有の要因による米ドル需給の逼迫等

図表4 ドル調達コスト(円投ドル転コスト)



(注1) α は為替スワップ市場固有の要因による米ドル需給の逼迫等を表す
 (注2) 3カ月物。直近値は2018年11月末
 (出所) Bloombergから大和総研作成

を表す「 α 」が急拡大している。「 α 」の部分は、毎年9月末に拡大する傾向にあるが、レバレッジ比率規制等の影響から12月が決算月の米系銀行がドル供給を渋り、プレミアムを要求していることが背景にあるという見方が強い。

2) ドル調達コストを上昇させる環境変化

他方で、ドル調達コストの上昇を加速させる環境変化も足元では見られており、注意が必要かもしれない。第一に、米国外で流通するドル（オフショアダラー）の流動性の変化が挙げられる。国際決済銀行（BIS）のグローバル流動性指標を見ると、米国外でのドル流動性の増加率（対前年比）が2018年以降減速している一方で、米国内

の同増加率は上昇している（図表5）。

この理由としては、新興国を含む米国外の景況感が悪化する中で米国の景気が底堅く、米国外向けのドル与信の魅力が相対的に低下したことが考えられる。加えて、米・財務省の短期債（T-Bill）の発行増加による短期金利の上昇も米国外向けのドル与信の魅力の総体的な低下に寄与していると思われる。図表4を見ると、2018年の第1四半期にドルLIBOR-OISスプレッドが急上昇していることが分かるが、同時期に短期国債の純発行額も増加している。2017年に同発行額の月次の平均は120億ドルだったが、

18年1～10月の平均は300億ドルとなっている。また、足元ではFRBのバランスシート圧縮によるタームプレミアムのマイナス幅の縮小（「逆ストック効果」）やトランプ政権の財政拡張が金利上昇の背景となっている可能性もある。これも米国向けの与信の魅力を相対的に高める要因になっているかもしれない。

さらに、トランプ政権による税制改革を受け、多国籍企業が海外に滞留する利益を還流させていることもオフショアダラーの流動性の変化の背景にあるかもしれない。米国の国際収支統計を確認すると、2018年以降、現地での再投資は減少に転じる一方、配当が大きく増加しており、増加額はブッシュ政権下における本国投資法の際（2005年）よりもはるかに大きい。海外においてドルで運用されていた資金が本国である米国へ還流した可能性がある。

第二の環境変化として、新興国のドル需要の高さが挙げられる。BISによれば、新興国向

図表5 グローバル流動性指標

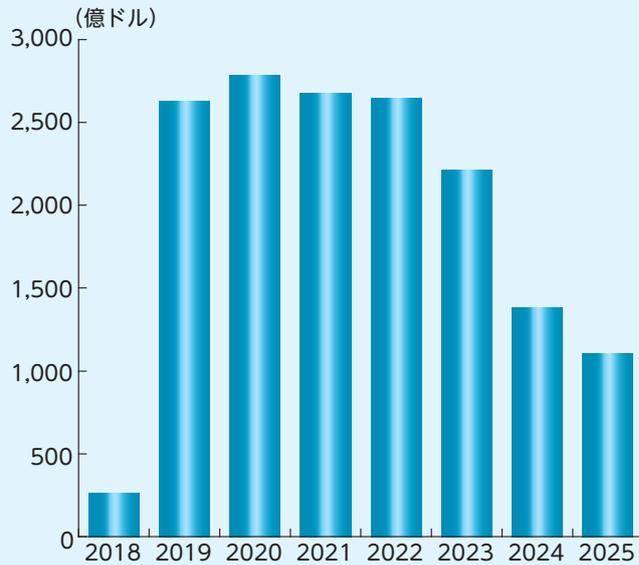


(注) 非銀行部門への与信残高の前年比を表す
(出所) BISから大和総研作成

けのドル建て与信残高は増加基調が続いており、2018年6月末時点では3.7兆ドルとなっている。特に、ドル建て与信の中でも2016年以降は銀行貸出残高が2兆ドル程度で横ばいになる中で、債券での与信残高の増加ペースが速まっている。ドル調達における市場調達の割合が高まれば、市況の金利動向に左右されやすくなると言える。さらに、国際金融協会（IIF）のデータを基に、新興国のドル建て債券の償還予定額を見ると、2019年から22年にかけて各年2,700億ドル前後の償還が予定されている（図表6）。そのため、今後、数年間で大規模なロールオーバーが必要となり、ドル需給が逼迫する可能性がある。これに加えて、足元のドル高・新興国通貨安や米国債の発行増加に伴う金利上昇は、ドル建て債務返済やロールオーバーに伴う負担をより増加させると推測できる。

上記に関連して、新興国通貨の下落により、為替スワップ市場におけるドル資金供給が一部抑制

図表6 新興国・途上国のドル建て債券償還予定



(出所) I I Fから大和総研作成

されている可能性もある。その背景として、自国通貨が下落し、自国通貨買いの為替介入の可能性が高まると、新興国の外貨準備には為替スワップ市場においてターム物のドル放出を抑制する誘因が働くことが指摘されている（荒井ほか、(2016)）。新興国の外貨準備は為替スワップ市場のドルの出し手とみなされており、新興国通貨の下落がドル資金供給に影響を与える可能性がある。実際、2018年以降の主要な新興国では外貨準備高が減少している。新興国は、オフショアダラーにおける需要・供給のいずれにおいても、ドル流動性に影響を与え得る点に留意が必要であろう。

3) 規制・税制がドル調達環境に与える影響

2017年末に成立した米税制改革法における国際租税に関する項目の「B E A T (Base Erosion and Anti-Abuse)」は、米国外の親会社から米国内の支店へドル資金を送金した際に、その

借入費用に対して一部課税がなされる、というものであり、ドル調達環境に影響を与えたと思われる。これにより、非米系金融機関による米国内でのドル資金調達が増加している。米国におけるC P発行残高を見ると、全体では2010年以降1兆ドル前後で推移しているものの、非米系金融機関の残高は2018年11月時点で約3,600億ドルであり、C P発行残高全体に占める割合も高まっている。

また、荒井ほか(2016)は、2014年半ば以降、欧州などの非米系銀行が、自国のレバレッジ比率規制等への対応を進めるため、期末の資産圧縮傾向を強めており、ドル資金市場における非米系銀

行の運用額が四半期末に減少する傾向が見られることを指摘している。米系銀行も金融規制コストを反映したレートでドル供給を行うと考えられ、金融規制の影響はドル調達コストの上昇に寄与している可能性がある。

2章をまとめれば、米国における金融政策の正常化がドル調達コストを上昇させた主要因であるものの、米国の国債発行増や新興国のドル需要・供給における変化、グローバルな金融規制なども上昇要因となったと考えられる。こうした金融政策の正常化以外の要因に関しては、2018年固有のものではなく、19年も同様の傾向は続くと考えられる。特に、オフショアダラーは、既に流動性の低下が見られており、ドル供給に変化が発生すれば、ドル調達コストがさらに上昇しやすい環境と言えよう。

3章 今後の注目点

世界経済の変調が本格化する中で、金融政策の正常化が市場参加者の想定外のペースに進んだ場合、オフショアダラーを中心にドル流動性が低下している現環境において、ドル調達コストが上昇しやすい状況であることを確認してきた。以下では、実際にドル調達コストの急上昇などが発生した場合の波及先、言い換えれば、2019年の国際金融システムの懸念材料についてまとめたい。

1) 信用力の低い企業

脆弱性の高い主体が、国際金融システムの不安定化による影響を受けやすい。例えば、低格付けで信用力の低い企業向けの銀行融資であるレバレッジドローンの増加が懸念されている。B I S (2018)によれば、欧米のハイイールド債やレバレッジドローン残高は2017年半ばで2兆ドル強と、リーマン・ショック前の2倍の規模まで拡大しており、中でもレバレッジドローンの伸びが大きい。また、レバレッジドローンは、証券化(債務担保証券、CLO)され、ファンド等によって

図表7 主要新興国・地域の各種脆弱性指標

(脆弱性指標)	経常収支/GDP (%/%pt)		政府債務残高/GDP (%/%pt)		企業債務残高/GDP (%)	家計債務残高/GDP (%)	対外純資産/GDP (%)	外貨準備/短期対外債務 (倍)
	2017年	変化幅 (対2007年)	2017年末	変化幅 (対2007年)	2017年末	2017年末	2017年末	2017年末
中国	1.3	-8.6	47.8	18.8	160.3	48.4	14.5	2.9
香港	4.3	-8.7	0.1	-1.0	232.3	70.6	409.4	N/A
インド	-1.9	-0.6	70.2	-3.8	44.7	10.9	-16.1	3.9
インドネシア	-1.7	-3.9	28.9	-3.4	22.3	17.0	-33.3	2.6
マレーシア	3.0	-11.9	54.2	14.3	67.2	67.2	-1.9	1.0
フィリピン	-0.8	-6.2	37.8	-14.6	N/A	N/A	-13.7	5.0
タイ	11.2	5.3	41.9	5.9	48.0	68.0	-6.7	3.1
ベトナム	2.9	12.1	58.2	17.3	N/A	N/A	N/A	N/A
アルゼンチン	-4.9	-7.0	52.6	-8.4	14.3	7.0	3.6	0.8
ブラジル	-0.5	-0.5	84.0	20.2	43.9	24.7	-32.5	6.2
チリ	-1.5	-5.8	23.6	19.7	94.8	43.7	-21.0	1.8
メキシコ	-1.7	-0.7	54.2	17.0	26.8	16.1	-48.1	3.1
ハンガリー	3.2	10.2	69.9	4.7	66.3	18.8	-62.4	2.4
ポーランド	0.2	6.5	51.4	7.2	46.3	35.1	-61.0	2.1
ロシア	2.6	-2.6	17.4	9.4	49.3	16.2	17.0	6.2
トルコ	-5.6	-0.2	28.5	-9.7	67.5	17.4	-55.8	0.9
サウジアラビア	2.2	-20.2	17.3	0.2	47.4	12.9	81.2	N/A
南アフリカ	-2.5	2.9	52.7	25.6	38.0	33.1	10.3	1.4
(基準)	赤字国	低下国	上位5カ国	上位5カ国	上位5カ国	上位5カ国	下位5カ国	下位5カ国

(注1) 「企業債務残高/GDP」は金融部門除く

(注2) 基準を満たす国のセルは網掛けにしている

(注3) 「外貨準備/短期対外債務」は、インドネシア・アルゼンチン・ブラジル・メキシコ・南アフリカは2016年末時点

(出所) IMF、B I S、世界銀行、各国中央銀行から大和総研作成

運用されている。レバレッジドローンが増加している背景には、緩和的な金融環境において、「サーチ・フォー・イールド（利回り追求）」が挙げられる。

ただし、レバレッジドローンは景気循環の影響を受けやすく、CLOの流動性も低い。世界経済に変調の兆しが見られる中、足元ではレバレッジドローン価格が下落しつつある。例えば、レバレッジドローン価格の代表的なインデックスであるS&P/LSTAレバレッジドローンインデックスは、2016年後半以降上昇してきたが、2018年10月以降急落し、11月には2016年12月以来の低水準となった。(1)世界経済のさらなる下振れによる信用力の低下、(2)金融政策の正常化に伴う他の金融資産の魅力の高まり、(3)ドル調達コストの急激な上昇などが起きれば、レバレッジドローンに向かっていた資金フローは逆回転するかもしれない。

2) 新興国

脆弱性の高い主体として、新興国の動向も懸念材料の一つであろう。2018年に発生した一部新興国（トルコ・アルゼンチンなど）における急激な通貨安の進展は、もともとの対外的な脆弱性を背景に、政治・外交的なリスクの発現が契機となった。つまり、2018年時点においては各国・地域における個別の問題を発端としたものであり、新興国をひとくくりにするべきではない。ただし、米国の金融政策の正常化の進展など、新興国を取り巻く環境は厳しさを増しつつある。主要新興国の2017年における各種脆弱性指標を見ると、経常収支の赤字国が依然として多く、アルゼンチン、

トルコ、南アフリカ、チリ等は外貨準備高も相対的に少ないことから、対外的な脆弱性を有する。これらの国は、ドル調達コストの急激な上昇等が発生した場合に、資金調達が難しくなる可能性があるだろう。

3) 国際与信を増加させている邦銀への影響

最後に資金の出し手への懸念の高まりである。2章で詳述した、ドル調達コストの上昇は、海外融資やドルでの運用を積極的に行ってきた邦銀に大きな影響を与えらると思われる。

2000年代後半からの世界金融危機や欧州債務危機に伴い、自己資本の不足と流動性の逼迫に直面した欧州の銀行は国際与信残高を減少させてきた（図表8）。一方で、邦銀は世界金融危機以後も国際与信残高が増加し続けている。背景には邦銀が海外進出を行う日本企業向けの海外融資や米国債の運用を積極化させていることが挙げられる。

図表8 銀行の国籍別 国際与信残高



(注) 居住地ベース。直近値は、2018年6月末
(出所) BISから大和総研作成

IMF（2018）によると、ドル調達において邦銀は他のドル調達手段よりもボラティリティが高いスワップ市場への依存度が他国と比べても特段高い。このことも、ドル調達コストが上昇した際の邦銀への影響を大きくする可能性がある。実際、2018年度上期の決算では、海外へのエクスポージャーが大きい金融機関からドル調達コストの上昇が収益に影響しているという言及が少なくなかった。

邦銀の対応策として、外貨調達手段の多様化が図られている。例えば、住宅ローン債権を裏付けとしたカバードボンドの発行が挙げられる。また、FSB（金融安定理事会）が制定した資本規制であるTLAC（総損失吸収能力）対応と合わせて、米ドル建ての社債発行を邦銀は増加させている。

また、日本の対外証券投資（ネット）を見ると、2017年末からドル建ての対外証券投資がマイナスとなる、つまり資金を引き揚げる一方で、ユーロ建ての対外証券投資が大きくプラスとなっていることが分かる。ドル調達コストが上昇する一方で、ユーロ調達コストはECBが緩和的な金融環境を維持する中で非常に低い水準となっていることが背景にある。しかし、ECBによる2019年夏以降の利上げが検討される中、ユーロの調達環境にも変化が生じる可能性がある点には留意が必要だろう。

4) 最後に

本稿では、2019年に予見される国際金融システムを不安定化させ得る懸念材料を提示してきた。悲観的になりすぎれば、自己実現的に国際金融システムを不安定化させる可能性もあることから、過度な懸念は控えるべきである。ただし、今後の国際金融システムが不安定化する蓋然性を測

ることは難しいことから、本稿で取り上げた懸念材料の定期的な検証といった準備は不可欠と言える。

【参考文献】

- ・ BIS (2018) “Divergences widen in markets,” BIS Quarterly Review, September, 2018
- ・ BOE (2018) “EU withdrawal scenarios and monetary and financial stability,” November 2018
- ・ ECB (2017) “Assessing the decoupling of economic policy uncertainty and financial conditions,” Financial Stability Review, May 2017
- ・ IMF (2018) “Global Financial Stability Report April 2018: A Bumpy Road Ahead”
- ・ 荒井史彦・眞壁祥史・大河原康典・長野哲平 (2016) 「グローバルな為替スワップ市場の動向について」、日銀レビュー 2016-J-11
- ・ 安藤雅俊 (2012) 「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 2012-J-3
- ・ 橋本政彦・鳥毛拓馬 (2018) 「米中間選挙結果とインプリケーション」、大和総研レポート、2018年11月8日
- ・ 山崎加津子 (2018) 「欧州経済見通し 着地点が見えない Brexit」、大和総研レポート、2018年11月21日

[著者]

矢作 大祐 (やさく だいすけ)



金融調査部
 研究員
 担当は、金融・資本市場

森 駿介 (もり しゅんすけ)



金融調査部
 研究員
 担当は、金融・資本市場