

2019年8月5日 全10頁

依然気がかりな米銀のケイマン諸島向け与信

BIS 国際銀行統計（2019年第1四半期）

金融調査部
研究員 坂口 純也

[要約]

- BIS（国際決済銀行、Bank for International Settlements）によれば、2019年3月末の国際与信残高は27.0兆ドルと、2018年12月末から1.2兆ドル増加した。
- 国際与信残高は米銀・欧銀・邦銀ともに増加した。米銀はケイマン諸島、欧銀・邦銀はフランスなどへの与信を伸ばしている。米銀のケイマン諸島に対する与信は2017年末から急速に増加を続けている。実態は定かではないものの、ケイマン諸島の債務がより金利に感応的になっているなど思わぬリスクが蓄積している可能性が考えられる。
- 【BOX：ヘッジ付日本国債投資】対日政府部門への与信の増加が続いている。背景には、ドルの持ち手にとって米国債への投資よりも、ヘッジ付日本国債への投資により投資妙味のある状態が長期・超長期の国債も含めて続いていることがある。結果として日本の超長期金利が下押しされていると考えられる。

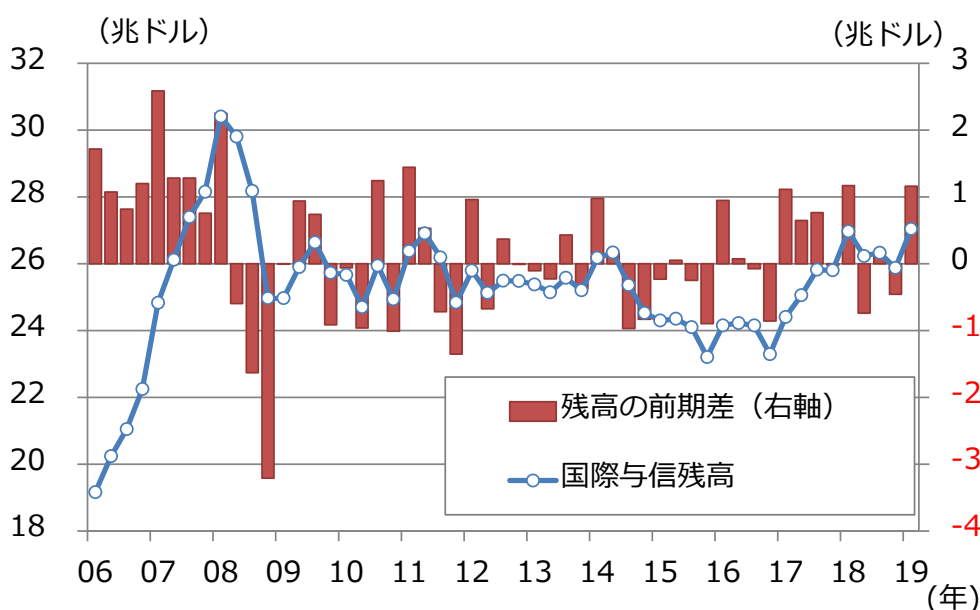
目次

世界の国際与信動向：大きく反発.....	2
米銀の国際与信動向：急伸続くケイマン諸島向け与信.....	2
トピック：急伸続くケイマン諸島向け与信の意味することは？.....	3
欧銀の国際与信動向：大きく反発、ただし季節性による部分が大きい.....	5
邦銀の国際与信動向：フランス政府部門への与信が急伸.....	6
BOX：増加が続く対日政府部門への国際与信.....	8

世界の国際与信動向：大きく反発

BIS（国際決済銀行、Bank for International Settlements）より、2019年3月末時点の国際銀行統計（International Banking Statistics：IBS）が公表された。国際銀行統計のうち、国際与信統計（Consolidated Banking Statistics：CBS）によると、BISへの報告対象の銀行¹による2019年3月末の国際与信残高は最終リスクベース²で27.0兆ドルと2018年12月末（前期）から1.2兆ドル（前期比+4.5%）増加した（図表1）。ただし、第1四半期に与信額が伸びやすいという季節性を割り引いてみる必要がある。

図表1 国際与信残高とその前期差



（注）最終リスクベース。

（出所）BIS “Consolidated banking statistics”, Haver Analytics より大和総研作成

米銀の国際与信動向：急伸続くケイマン諸島向け与信

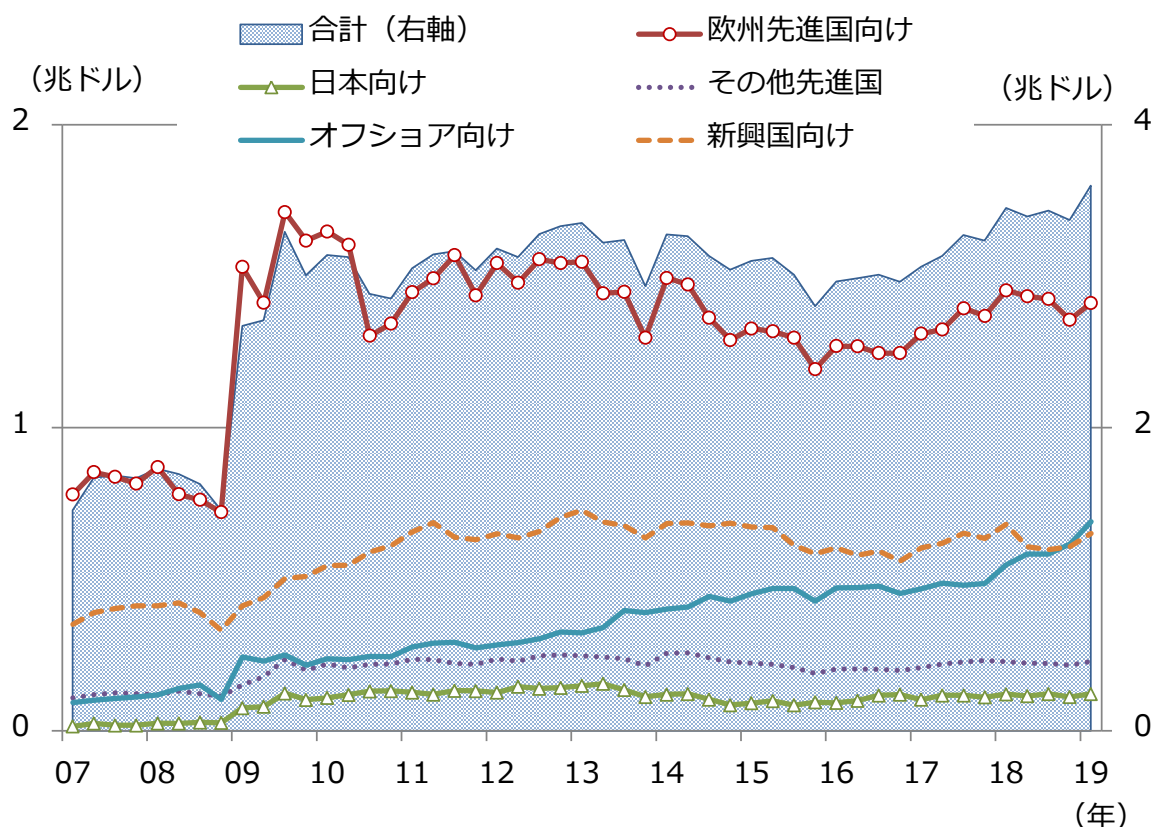
2019年3月末の米国の銀行（以下、米銀）の与信残高は、3.6兆ドルと前期から増加（前期比+6.8%）した（図表2）。与信先別に見ると、オフショア向けや欧州先進国向けの増加が大きい。オフショア向けのうち増加に大きく寄与したのはケイマン諸島向け与信である。今四半期の与信の伸びは特に大きく（前年同期比+42.9%）、約5年半ぶりの伸びの大きさである。欧州先進国向けの増加のうち、増加に寄与したのは英国向け与信である。英国向け与信の増加は、

¹ オーストラリア、オーストリア、ベルギー、ブラジル、カナダ、チリ、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、香港、インド、アイルランド、イタリア、日本、ルクセンブルク、メキシコ、オランダ、ノルウェー、パナマ、ポルトガル、シンガポール、韓国、スペイン、スウェーデン、スイス、台湾、トルコ、英国、米国の31カ国・地域の銀行。ただし、ノルウェーのデータは公表されていないため、本文中の分析ではノルウェーを除く30カ国・地域を対象としている。

² 最終リスクベースとは、与信対象の直接的な所在地ではなく、「与信の最終的なリスクがどこに所在するのか」を基準に、国・地域別の分類を行ったものである。なお、この値は「国境を越える与信」、「外国銀行の支店・現地法人による外貨建て国内与信」、「外国銀行の支店・現地法人による地場通貨建て与信」で構成される。

ブレグジット（英国のEU離脱）を見越した金融機関の他地域への移転に伴って生じている可能性が高い³。

図表2 米銀の国・地域別 国際与信残高



(注1) 最終リスクベース。

(注2) 2009年から報告対象が拡大している。

(出所) BIS “Consolidated banking statistics”, Haver Analytics より大和総研作成

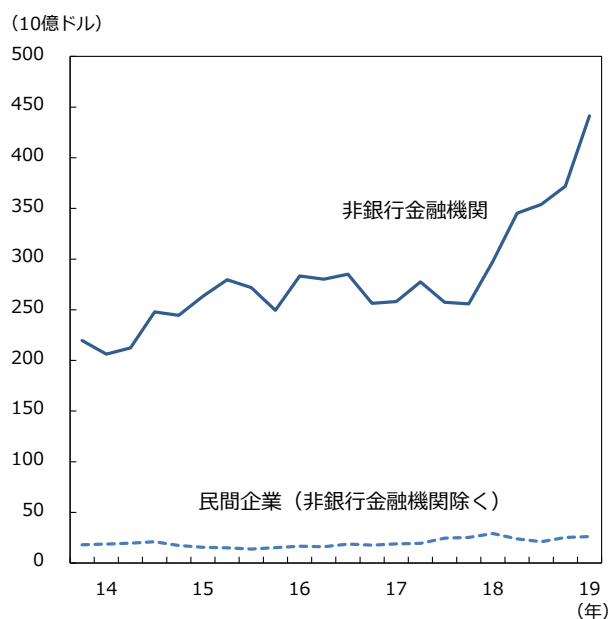
トピック：急伸続くケイマン諸島向け与信の意味することは？

前回のレポート⁴でも指摘したように、ここ数年間、邦銀や米銀のケイマン諸島に対する与信残高がハイペースで増加を続けている。今期に大きな伸びを見せた米銀のケイマン諸島向け与信を与信先別に見ると（図表3）、残高のほとんどは非銀行金融機関が占めていること、与信が2017年第4四半期から急増していることが確認できる。

³ 与信先の所在地別に与信残高を計上する国際資金統計（Locational banking statistics: LBS）を概観しているBISのレポートでもブレグジットを見越した金融機関の移転によって与信が機械的に変動している事例が確認されているとしている。BIS（2019）“BIS international banking statistics at end-March 2019”

⁴ 坂口純也（2019）「減少続く欧州向け与信と積みあがるケイマン諸島向け与信 BIS国際銀行統計（2018年第4四半期）」、大和総研レポート、2019年5月9日

図表3 米銀の対ケイマン諸島向け与信先別与信残高



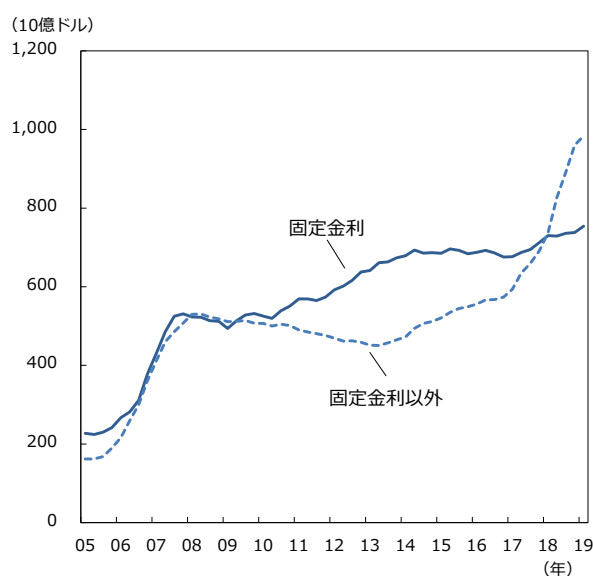
(注1) 最終リスクベース。

(注2) 図中の項目以外に銀行部門や政府部門も与信先の内訳として計上されているが、与信額が無視できるほど小さいため省略している。

(出所) BIS “Consolidated banking statistics”、Haver Analytics より大和総研作成

与信に対応する資金需要の代理変数としてケイマン諸島での債務証券の発行残高を確認すると(図表4)、2017年第1四半期から固定金利以外⁵での残高が増加を続けている。2018年第1四半期には固定金利と固定金利以外の発行残高が逆転している。リーマン・ショック以前の約2年間にも債務証券残高の急増が見られ、2008年第1四半期には金利形態別残高の逆転が生じていたことは注目に値する。

図表4 ケイマン諸島の債務証券残高の金利形態内訳



(出所) BIS “Debt securities”, Haver Analytics より大和総研作成

⁵ 変動金利や期間によって固定・変動金利が切り替わるものなどが該当する。

こうした事実から想起されるのは、ケイマン諸島で組成・発行された金融商品を、米銀・邦銀が保有しているという構図である。一般的に、ケイマン諸島などのオフショア地域では、各種手続きの利便性が高いことなどから資産の流動化や証券化商品の組成に際して必要な特別目的会社（SPC）などが設立されることが多い。図表3に見た非銀行金融機関はこうした特別目的会社を含んでいる。

こうした SPC を利用して発行される証券化商品のうち、格付けの低い企業に対するローン（レバレッジドローン）を束ねたローン担保証券（CLO）を米銀や邦銀が保有しているとの分析もある。イングランド銀行の試算⁶によると、約 7,500 億米ドル存在するとされる CLO のうち、米銀が 20%、邦銀が 10%を保有しているという。

さらに、レバレッジドローンの多くが変動金利や金利限定（interest-only）⁷などであるとされている⁸。この点も、図表4の固定金利以外の残高が拡大している点と符合する。変動金利などの金利形態は、固定金利に比較して金利の変動に敏感で、金利上昇時には借り手の財務面にストレスが加わりやすい。目先の金利水準は、米国を中心に先進国の間で低下が見込まれているものの、金利上昇時にリスクが顕在化しやすくなってきているといえよう。

もっとも、上記のイングランド銀行の分析では、米銀や邦銀が保有しているレバレッジドローン CLO のトランシェはリスクが相対的に低いものとされている。そのため、仮に図表3に見た与信の増加の大部分がレバレッジドローンの CLO によるものだったとしても、それをもって米銀や邦銀が抱えるリスクが大きくなっているとは必ずしも言えない。とはいえ、最終的なリスクの実体が見えにくいケイマン諸島という地域に対して米銀や邦銀が与信を拡大させているということ、そのリスクがより金利に感応的になっていることは指摘できよう。

欧銀の国際与信動向：大きく反発、ただし季節性による部分が大きい

2019年3月末の欧州の銀行⁹（以下、欧銀）の与信残高は、14.7兆ドルと前期から増加（前期比+4.6%）した（図表5）。欧銀の与信は、第4四半期に与信が落ち込み、続く年の第1四半期に反発する季節性が見られる。与信先別に見ると、欧州先進国向けの増加（同+5.7%）が大きい。欧州先進国のうち、増加に大きく寄与したのは、英国、フランス向けの与信である。フランス向け与信は2016年第4四半期を底として増加基調にある。

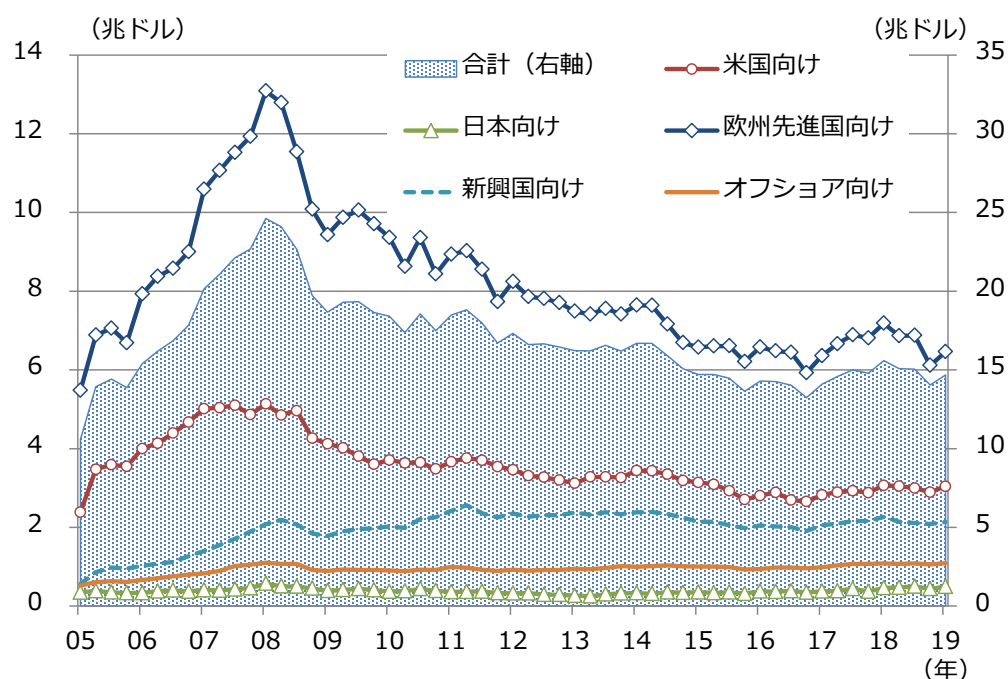
⁶ Bank of England（2018）“Financial Stability Report November 2018”，No. 44

⁷ 借り手が借入期間中に利子のみを支払い返済期限に元本を返済する金利形態。

⁸ 脚注6に同じ。

⁹ 欧州の銀行は、ここではオーストリア、ベルギー、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、オランダ、ポルトガル、スイス、スペイン、英国、スウェーデンの13カ国の銀行を指す。

図表5 欧銀の国・地域別 国際与信残高



(注) 最終リスクベース。

(出所) BIS “Consolidated banking statistics”, Haver Analytics より大和総研作成

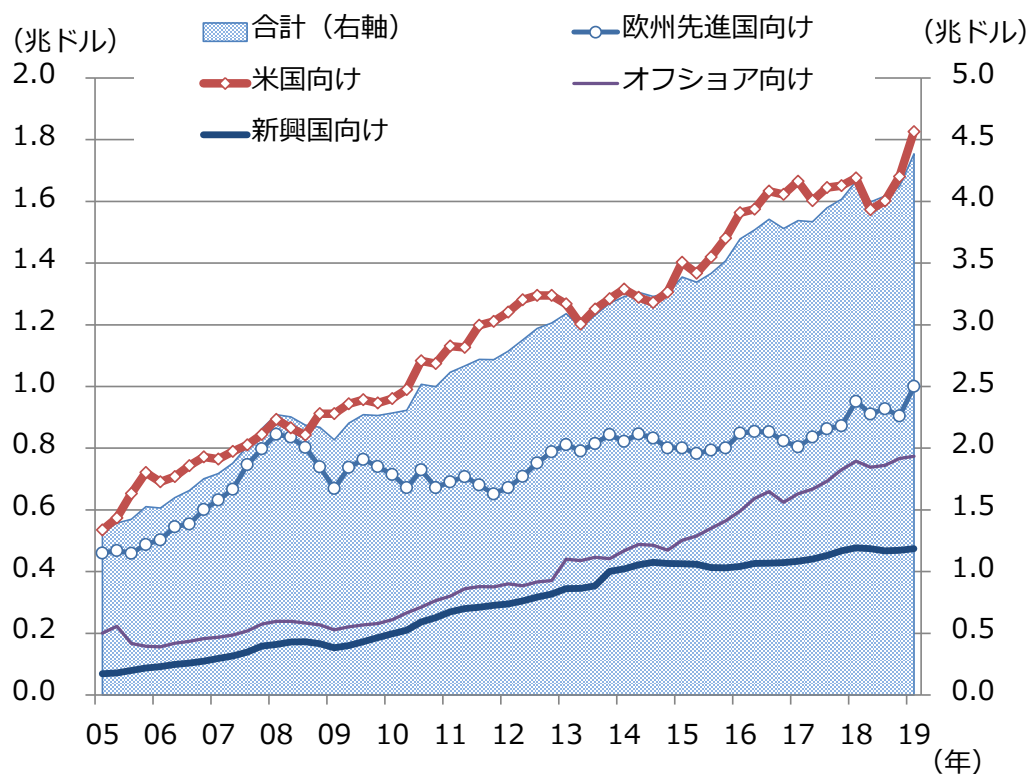
邦銀の国際与信動向：フランス政府部門への与信が急伸

2019年3月末の日本の銀行（以下、邦銀）の与信残高は、4.4兆ドルと前期から増加（前期比+6.4%）した（図表6）。与信先別に見ると、米国向け（同+8.7%）や欧州先進国向け（同+10.6%）で増加している。米国向けは、非銀行部門への与信が増加をけん引している。欧州先進国向けのうち増加に寄与したのは、フランスやドイツ向けの与信である。両国向けの与信の内訳を見ると、政府部門向け¹⁰の増加が目立つ。特にフランスの政府部門に対する与信は前年同期比で+23.3%と急伸している。

背景にはヘッジ付でのフランス国債への投資があるとみられる。円の持ち手がユーロ建ての投資を為替ヘッジする際の円投ユーロ転のスワップコストはマイナスで、円の出し手はプレミアムを受け取れる。図表7を見ると、2019年3月頃までプレミアムを加味した仏10年債利回りは0.5%を若干上回る水準にあった。これは国内債やヘッジ付での米国債に比べて利回りが高く、この利回りを求めて邦銀がヘッジ付でフランス国債に投資をしていたとみられる。もっとも、4月以降は、仏10年債の利回りが大きく低下し、足元ではスワッププレミアムを加味してかろうじて0%を超える利回りであるため、今後は邦銀からフランスの政府部門に対する与信は一服すると考えられる。

¹⁰ 国際与信統計での政府部門に対する与信は、国債への投資が計上されている。

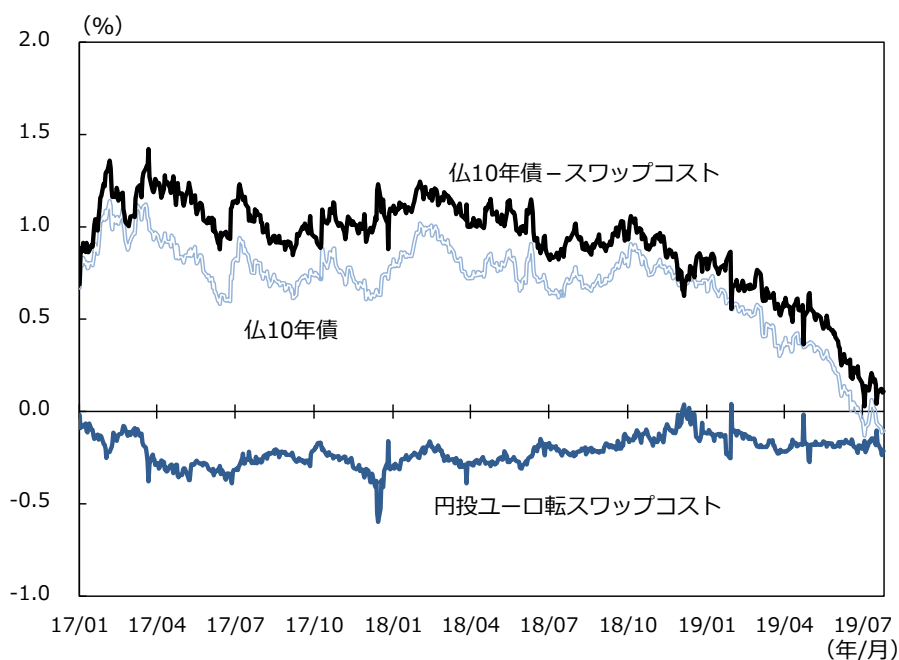
図表6 邦銀の国・地域別 国際与信残高



(注) 最終リスクベース。

(出所) BIS “Consolidated banking statistics”, Haver Analytics より大和総研作成

図表7 円投ユーロ転仏10年債投資の利回り



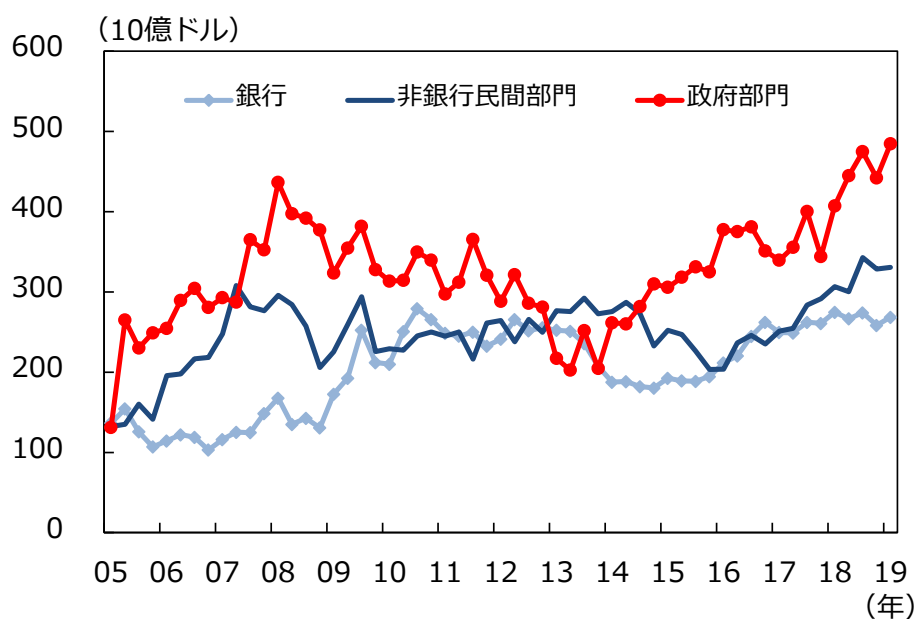
(注) スワップコストは円ユーロの3ヶ月先物で算出した。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

BOX：増加が続く対日政府部門への国際与信

世界から日本に対する与信を見ると、2014年以降、日本の政府部門に対する与信残高が大きく増加してきた（図表8）。具体的には、2013年第1四半期の約2,171億ドルから、直近の2019年第1四半期には約4,843億ドルへと約2.2倍に増加した。

図表8 日本に対する部門別国際与信残高



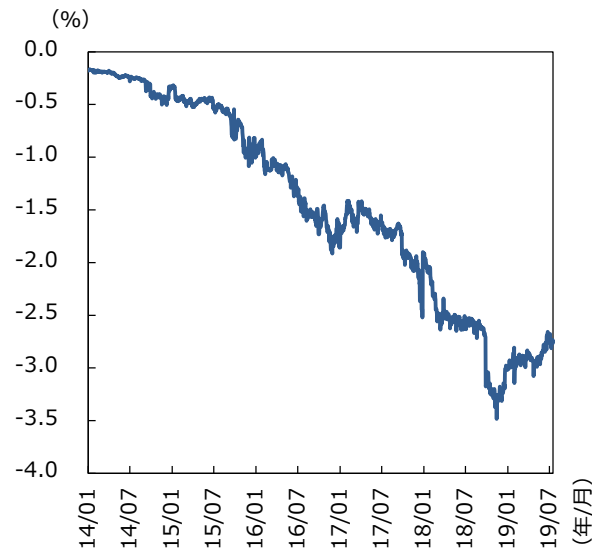
（注）最終リスクベース。

（出所）BIS “Consolidated banking statistics”, Haver Analytics より大和総研作成

この背景には、ドルの持ち手にとって為替ヘッジ後の日本国債への投資が米国債よりも投資興味を有していることが考えられる。ドルを円に投じるドル投円転スワップコストを確認すると（図表9）、2015年から2018年末までのFedの利上げを受けてマイナス圏で低下を続けていた。言い換えると、ドルの出し手にとってはドルを放出することで得られるプレミアムが上昇を続けていた。もっとも、2019年初からは利上げの打ち止めと利下げ観測を受けてプレミアムの上昇は一服し、若干低下してきている。

こうしたスワッププレミアムを加味して日本国債への投資と米国債への投資を比較すると、ドルの持ち手にとってはヘッジ後の日本国債の方が米国債よりも利回りが高い。図表10は、年限別にこれらを比較している。短期（1年）においては、2014年以降一貫してヘッジ付日本国債投資が有利な状態が続いていた。注目に値するのは、2018年下半年以降こうした状態が中期・長期・超長期の金利でも生じている点だ。特に20年や30年の超長期の金利ではヘッジ付日本国債と米国債の利回りの差が特に大きい。

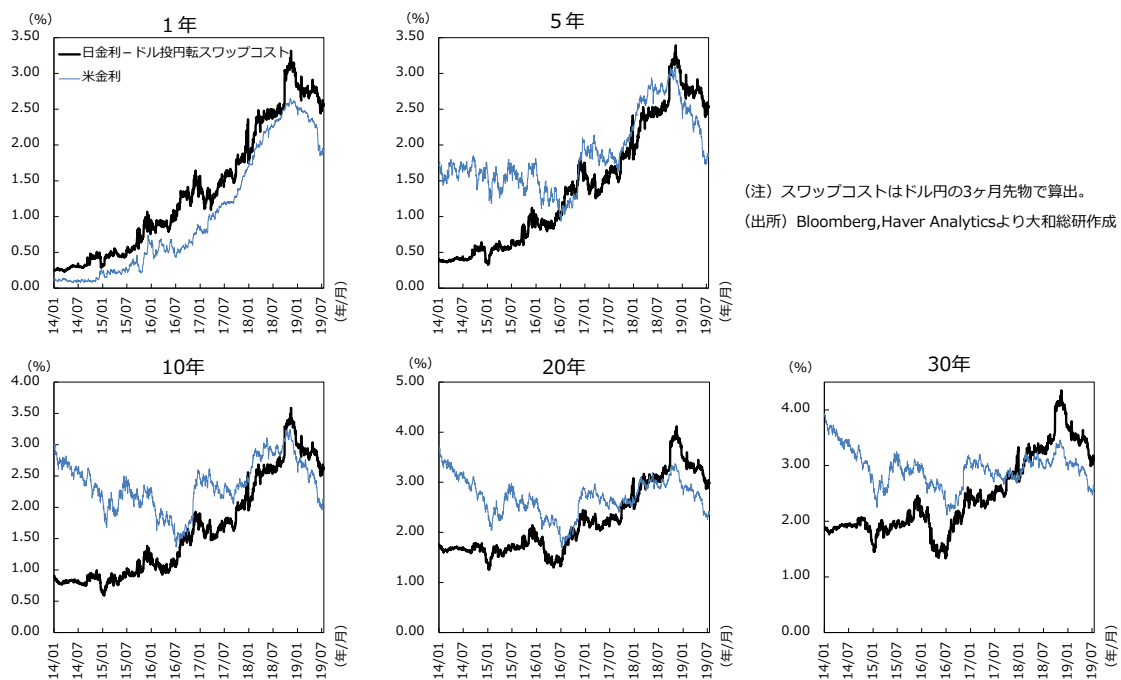
図表9 ドル投円転スワップコスト



(注) ドル円の3ヶ月先物で算出。

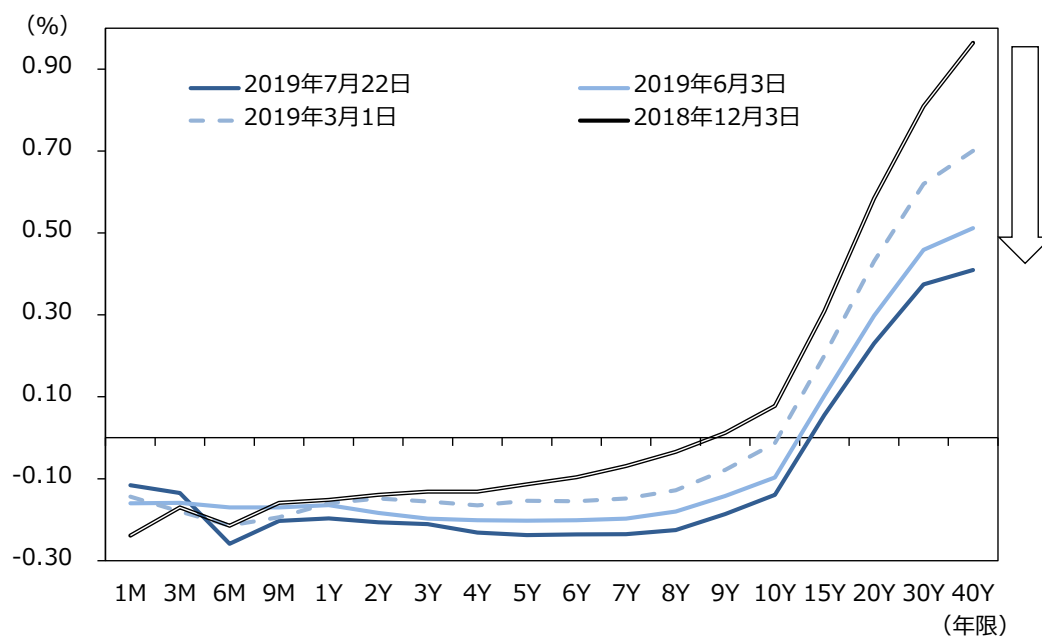
(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表10 年別別ヘッジ付日本国債投資と米国債利回り



こうした状況が、日本の金利の特に超長期の部分を下押ししている一つの要因であると考えられる。図表11は2018年12月から3ヶ月ごとのイールドカーブの推移を示している。20年以上の超長期の金利の低下幅が特に大きく、例えば40年債は約8ヶ月の間に55.5bpも低下した。

図表 11 イールドカーブの変化（日本）



(出所) Haver Analytics より大和総研作成