

2020年1月16日 全9頁

四半期金融レポート 2020年1月号

①ドル資金需要の高まりと年末越え資金確保、②活発化した社債発行の実態は？、③銀行法施行規則の改正と地域銀行の投資信託解約行動

金融調査部	研究員	中村文香
	研究員	柿沼英理子
	研究員	坂口純也
	研究員	森駿介
調査本部		藤原翼

[要約]

- 四半期金融レポートは、国内外の資金循環や金融面での構造的な変化、その兆候を四半期ごとに点検することを目的としている。本レポートにおいては、足元で注目度の高い3つのテーマを取り上げる。
- **①ドル資金需要の高まりと年末越え資金確保**：例年末、米国系銀行が市場へのドル資金の放出を抑制することなどを背景にドル調達プレミアムは上昇する。2019年末はニューヨーク連銀の資金供給等によりプレミアムの上昇は限定的であったものの、為替スワップへの依存にリスクが伴うことには変わりがない。国内金融機関は安定調達基盤を確保する必要がある。
- **②活発化した社債発行の実態は？**：2019年は社債の発行が活発に行われた。金利の低下を捉えて調達コストを下げたい企業と、低金利下で少しでも利回りを確保したい投資家の思惑の一致が社債発行を促進したとみられる。社債の中身を見ると、年限の長期化傾向が続いていること、高格付けの企業による発行が依然として大宗を占めていること、調達した資金の多くは借換えに用いられるであろうことが指摘できる。
- **③銀行法施行規則の改正と地域銀行の投資信託解約行動**：銀行法施行規則の改正により、銀行等は投資信託解約損益を除くコア業務純益の開示が義務付けられた。2018年度中間期から2019年度中間期にかけて、コア業務純益における投資信託解約益への依存度が高い地域銀行が減少している。また、各行の投資信託解約益への依存度と本業における収益の関係を確認すると、投資信託解約益への依存度が大きい地域銀行ほど本業の収益性が低い傾向にあることがわかる。

1. ドル資金需要の高まりと年末越え資金確保（中村）

米国内に安定した預金調達の手元を有しない非米系金融機関は、米ドルの調達にあたって為替スワップに依存している（図表1）。ここでいう為替スワップ取引とは、直物の米ドル買い・自国通貨売り、先渡の米ドル売り・自国通貨買いを同時に行い、米ドル資金を一定期間確保することを指す。図表2は、円を対価にドルを1カ月調達した場合のコストを示しており、例年、年末にかけて要素 α が拡大している様子が見て取れる。 α は米ドルの出し手が要求するプレミアムに相当し、 α の拡大は、為替スワップ市場で米ドル需給が逼迫していることを表している。

年末にプレミアムが拡大する要因は二つある。第一の要因は、様々な規制の影響により、米ドルの出し手である米系銀行が資金放出を控えることである¹。G-SIBs（グローバルなシステム上重要な銀行）と位置付けられる大手行は、バーゼルⅢで求められる自己資本の水準に上乗せした自己資本の積み上げが求められるが、その積み上げ額は年末時点のバランスシートの規模や内容に応じて決定される。また、リーマン・ショック後の規制強化により、一定以上の資産を有する金融機関は流動性カバレッジ比率（LCR：Liquidity Coverage Ratio）を満たすことが義務付けられている。適格とされる流動資産も、流動性の度合いに応じて評価されるため、米系金融機関は四半期末に向けて現金・中銀預金といった資産を抱え込む傾向がある。そのため、市場へのドル資金の放出が減り、需給が逼迫すると考えられる。

第二の要因は、非米系金融機関が為替スワップによる年末越え資金の調達姿勢を強めることである。調達の過熱感や元手となる通貨によっても異なる。図表3を見ると、ユーロ投ドル転のプレミアムより、円投ドル転のプレミアムが高い。プレミアムの上昇要因にはカウンターパーティ・リスクなども含まれるものの、現在のプレミアムの差は、邦銀のカウンターパーティ・リスクがユーロ圏の銀行のそれより高いというわけではなく、邦銀がより多くのドル資金を必要としていることに起因すると考えられる。邦銀はリーマン・ショック以降、欧米の銀行に代わって海外与信残高を増加させており、2009年3月末と比較すると、2019年6月末の邦銀の海外与信残高は約2倍の4.5兆ドルに達している（図表4）。

図表1 非米系銀行の為替スワップ依存度

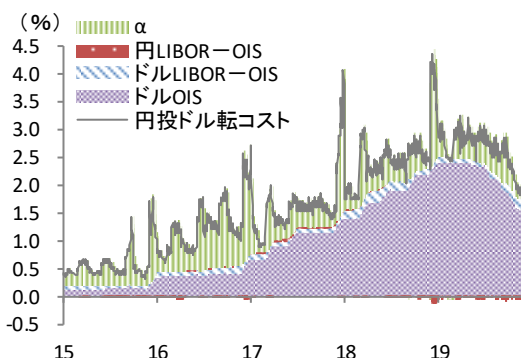


（注1）非米系銀行のドル建て対外債権残高(A)と対外債務残高(B)の乖離幅を(A)で除して算出。

（注2）直近値は2019年6月末。

（出所）BISより大和総研作成

図表2 円投ドル転コストの推移

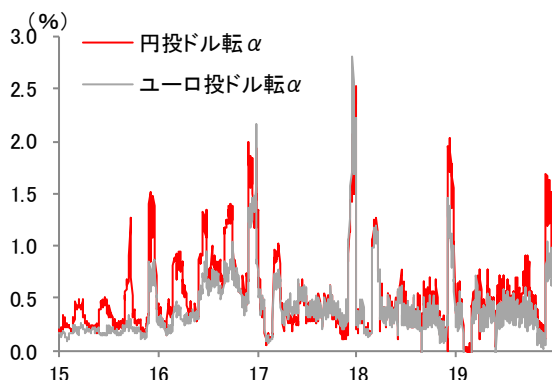


（注）1カ月物。直近値は2019年12月20日。

（出所）Bloombergより大和総研作成

¹ 荒井史彦, 眞壁祥史, 大河原康典, 長野哲平, 2016年, 「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年7月)

図表3 ドル調達コストのプレミアム（1カ月物）

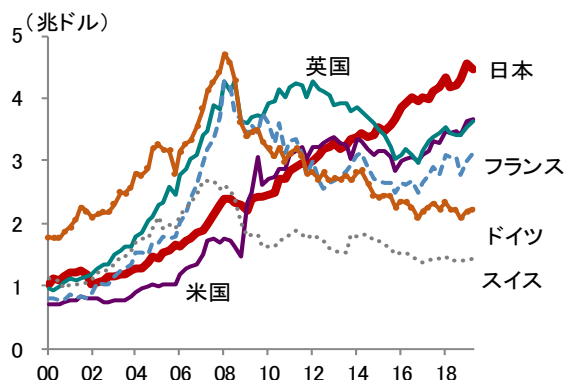


(注1) プレミアム (α) は為替スワップ市場固有の要因による米ドル需給の逼迫等を表す。

(注2) 1カ月物。直近値は2019年12月12日。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

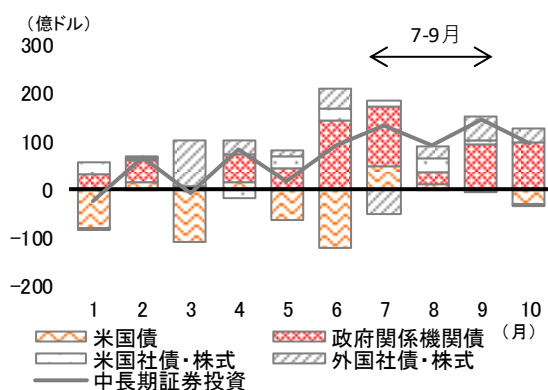
図表4 各国銀行の対外与信残高（所在地ベース）



(注) 直近値は2019年6月末。

(出所) BIS より大和総研作成

図表5 日本の対米中長期証券投資（ネット）



(注) データは2019年1月から10月。

(出所) 米国財務省より大和総研作成

ドル建て対外与信だけでなく、米国向け証券投資も増加している。7-9月期の日本の対外証券投資は、米国向けの中長期債投資の伸びが寄与し取得超となった。米財務省が公表する TIC (Treasury International Capital) データによると、同期間の日本からのネットでの中長期債投資は、政府機関債 246 億ドル、米国債 49 億ドルとなっている (図表5)。対米中長期証券投資においては、国債に比べて相対的に利回りの良い政府機関債が買われており、FRB の利下げ期待を背景に投資額が増加した可能性がある。こうした米国向け証券投資の増加もドル資金需要を強めている。海外与信・対外証券投資の増加は、日本国内の投資機会が限られる中、海外に投資先を見出そうとする国内投資家の動きが背景にある。その旺盛なドル資金需要に応じ、国内金融機関はドル資金調達において為替スワップに依存を強めていると考えられる。しかし為替スワップへの依存には様々なリスクがある²。資金調達に関していえば、世界的にドル資金需要が高まった際に、国内投資家のドルの調達にかかるコストが大幅に増加したり、調達が困難にな

² 中村文香、土屋貴裕 大和総研レポート「マイナス金利政策を採用する中央銀行の工夫」(2019年12月16日) 参照。 https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20191216_021201.html

ってしまったりするリスクが指摘できる。上述のように、構造的に為替スワップ市場でドル調達のコストが上昇しやすくなっている中、ドルを大量に調達しなくてはならない日本の金融機関にとっては、調達コストをいかに抑えるかが利益を確保する上で重要な課題となっている。国内金融機関は、為替スワップのような不安定な資金ソースへの依存を制御し、米ドル預金の確保や米国での社債発行といったような安定調達基盤の確保に努めることが課題といえよう。

2019年はFRBのバランスシート縮小を受けた9月のレポレート上昇など、米国短期金融市場の動揺もあったことから年末のドル調達コストの大幅な上昇が懸念されていた。ニューヨーク連銀は通常より長いタームのレポオペなど、年末越えの流動性供給を行い、FFレートの上昇を抑えてきた(図表6)。また、構造的な問題への対応として、財務省短期証券(T-Bill)を買入れ、民間銀行の準備預金需要を充足するよう超過準備の復元を図っている。このT-Bill購入はこれまで行われてきた量的緩和とは位置付けが異なり、あくまで「テクニカルな措置」であるとされている。FRBによれば、預金取扱機関の超過準備は、9月下旬には1.26兆ドルであったが、12月下旬には1.5兆ドル程度まで回復した。これらの対策が奏功し、ドル調達のコストは2018年末よりも低い水準に抑えられた(再掲、図表3)。邦銀に対しては日本銀行による米ドル資金供給オペなどのバックストップも存在する。リーマン・ショック並みの危機時には主要中銀間で各国通貨を融通し合うスワップラインを用いた資金供給も可能だ。

今後もプレミアム拡大には注意が必要である。米国の金融機関等が円建て資産の運用を行う場合、円転する為替のスワップコストを勘案することもあるだろう。しかし、ドル投円転して日本の10年債に投資した場合の実質的な利回りや米国10年債利回りのスプレッドは縮小傾向にあり、ドルの出し手から見れば、円転するインセンティブが低下していると評価できるかもしれない。国内投資家のドル資金需要が続けば、為替スワップ市場での米ドル需給が逼迫し、一時的にプレミアムが拡大する可能性があるだろう。今後も注視が必要である。

図表6 ニューヨーク連銀による年末越え資金供給オペの概要

(億ドル、倍)						
スタート日	エンド日	日数	入札予定額	応札総額	落札総額	応札総額/入札予定額
2019/11/25	2020/1/6	42	250	490.5	250.0	1.96
2019/12/2	2020/1/13	42	250	425.5	250.0	1.70
2019/12/9	2020/1/6	28	250	430.0	250.0	1.72
2019/12/16	2020/1/17	32	500	542.5	500.0	1.09
2019/12/19	2020/1/2	14	350	312.7	312.7	札割れ(0.89)
2019/12/23	2020/1/7	15	350	288.0	288.0	札割れ(0.82)
2019/12/26	2020/1/9	14	350	180.0	180.0	札割れ(0.51)
2019/12/31	2020/1/2	T/N(2)	750	83.0	83.0	札割れ(0.11)
2019/12/30	2020/1/14	15	350	186.5	186.5	札割れ(0.53)
2019/12/31	2020/1/2	O/N(2)	1500	256.0	256.0	札割れ(0.17)

(注1) 日数は暦日。T/Nは約定日(12月30日)の翌営業日がスタート日となる取引で、O/Nはオーバーナイト。括弧内は日数を表す。

(注2) 11月25日から12月16日までは、応札倍率を入札予定額で除した値が応札倍率と一致する。

(出所) ニューヨーク連銀より大和総研作成

2. 活発化した社債発行の実態は？（坂口・柿沼）

2019年は社債の発行が活発に行われた。1月に約63.8兆円であった社債の発行残高は11月に68.7兆円へと増加した（図表7）。金利の推移と合わせてみると、5月から9月にかけての金利の低下と呼応するように社債の発行残高が増加しているように見受けられる。以下では、企業の負債による資金調達動向と発行された社債の特徴を分析する。

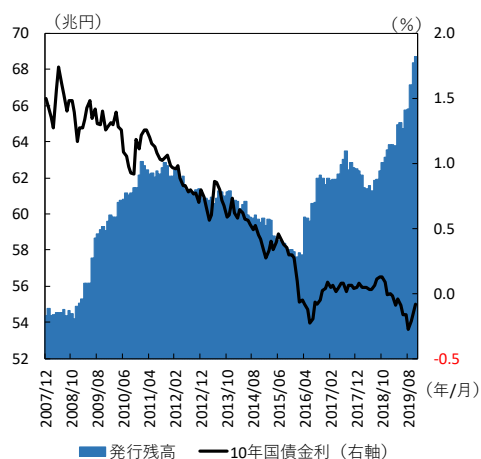
大企業は2016年のマイナス金利政策導入以降、有利子負債による資金調達を積極化させている。特に低金利環境の継続を見込んで、長期借入・社債による資金調達が増えている（図表8）。ストックで見ても、直近の2019年第3四半期において、有利子負債に占める社債の割合は27.7%と統計開始以降最も高い水準に達しており、社債の活用が進んでいることがわかる。

ただし、自己資本に比較した負債の活用度合いを示す財務レバレッジは低下傾向にある（図表9）。堅調な企業業績を背景に、内部留保が積み上がっており、自己資本が負債の増加以上に膨らんでいることによる。そのため、負債の増加が財務健全性に懸念を生じさせるわけではない。

発行された社債の内訳を見ると、年限が長期化している一方で、格付け構成にはあまり変化がないことが特徴である。まず、年限を確認すると（図表10）、2016年のマイナス金利政策導入以降、年限の平均が10年程度と過去から伸長し、2019年もこの傾向は続いている。特に2019年は、三菱地所、JR東日本、大阪ガスが50年債を発行するなど、超長期の社債の発行が見られたことが特徴である。投資家側からしても、長期金利がマイナス圏に沈む中、（価格変動リスクがあるものの）比較的高い利回りが確保されている長い年限の社債に投資妙味を見出していると考えられる。一方で社債の格付け構成を見ると（図表11）、例年と比べて特に変化はなく、A以上の格付けが大宗を占めている。つまり、金利の低下は年限の長期化を促したものの、信用リスクが高い企業の社債の発行にはつながっていないとみられる。

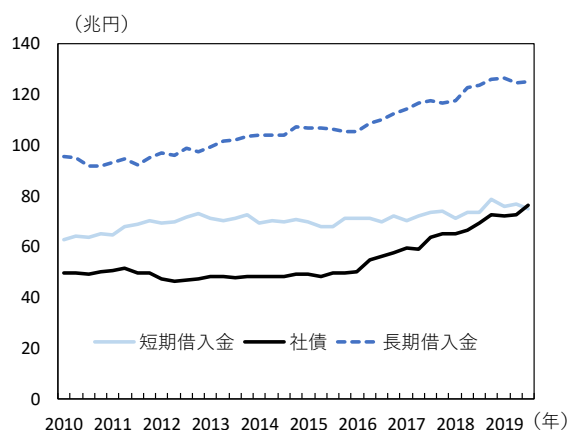
こうして社債で調達した資金の多くは主に借入金の返済、つまり借換えに充てられるようだ（図表12）。企業の財務戦略という観点からすると、金利低下の機を逃さず長期の資金を低金利に固定し、支払金利の削減に寄与したと評価できる。一方で、設備投資目的の社債発行は増加しているものの水準としては借入金返済に比べて3割程度の規模であり、積極的に新たな投資に用いられるわけではないようである。もちろん、発行する社債と資金使途は必ずしも一対一で対応するわけではないし、社債で調達コストを低下させることで新たな設備投資の機会が発掘される可能性もある。

図表7 社債の発行残高と長期金利



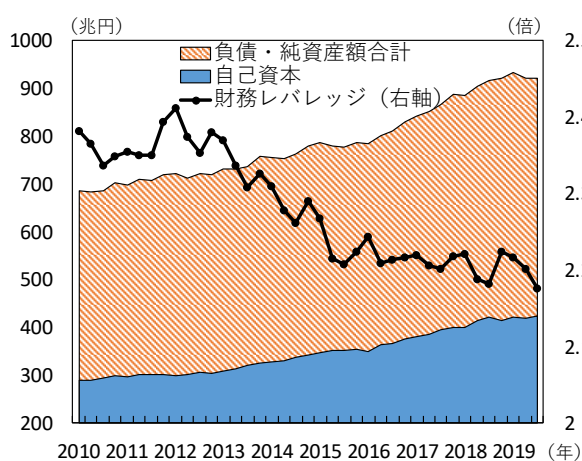
(注) 国内公募普通社債の残高。
(出所) 証券保管振替機構、日本相互証券株式会社より大和総研作成

図表8 負債の残高内訳



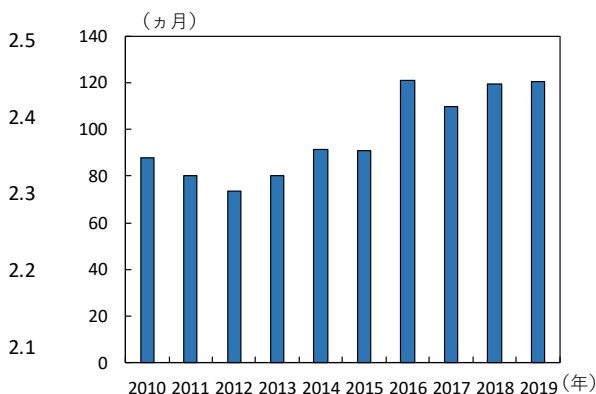
(注) 金融保険業を除く資本金が10億以上の企業
(出所) 財務省「法人企業統計」より大和総研作成

図表9 資産構成と財務レバレッジ



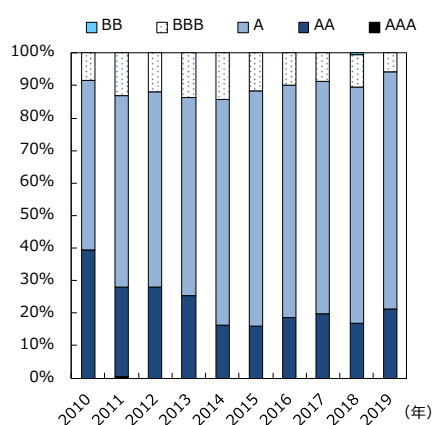
(注1) 財務レバレッジは総資産/自己資本。
(注2) 金融保険業を除く資本金が10億円以上の企業。
(出所) 財務省「法人企業統計」より大和総研作成

図表10 発行された社債の年限



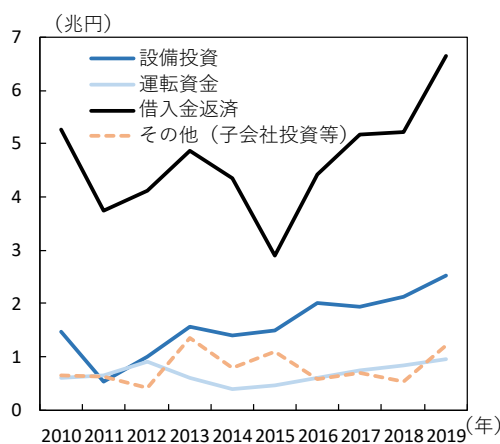
(注1) 単純平均値。
(注2) 集計対象は、円建て国内債として発行されたものを対象とし、永久債と期日前償還オプションが付与されているものを除く。2019年は12月9日まで。図表11, 12も同じ。
(出所) QUICKより大和総研作成

図表11 社債の格付け構成 (件数ベース)



(注) 簡略化のため格付けはノッチの区別をせず記号でまとめている。
(出所) QUICKより大和総研作成

図表12 社債の資金使途別発行額



(注) 資金使途が複数挙げられている場合は重複して計上している。
(出所) QUICKより大和総研作成

3. 銀行法施行規則の改正と地域銀行の投資信託解約行動（藤原・森）

開示が義務付けられた投資信託解約損益を除くコア業務純益

2019年9月13日に「銀行法施行規則等の一部を改正する内閣府令」が施行されたことにより、銀行等は2019年度中間期の決算から、「コア業務純益（投資信託解約損益を除く。）」の開示が義務付けられるようになった。

コア業務純益は銀行の本業による収益状況を示すとされてきた指標である。この指標は、業務粗利益（資金利益、役務取引等利益、その他業務利益の合計）から経費を差し引き、さらに国債等債券関係損益³等の影響を取り除くことで求めることができる。

投資信託の売却損益は国債等債券関係損益の一要素であり、コア業務純益に含まれない。それに対し、投資信託の解約損益は資金利益のうち「有価証券利息配当金」として、コア業務純益に含まれている。投資信託解約損益を除いたコア業務純益の開示が義務付けられた背景として、低金利などの厳しい経営環境で本業収益が悪化した地域金融機関の実態が見えづらくなっていると指摘されていたことが挙げられる。

コア業務純益（投資信託解約損益を除く。）の開示を義務付ける方針が初めて示されたのが、金融庁が2019年4月に公表した『「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針」の一部改正（案）」である。地域銀行にとって厳しい経営環境が続く中、持続可能な収益性・将来にわたる健全性についてモニタリングするために、コア業務純益（投資信託解約損益を除く。）を収益性の指標の一つとして用いることとなった。

銀行法施行規則の改正に伴い、2019年度中間期の決算資料ではコア業務純益（投資信託解約損益を除く。）に関して、2019年度中間期に加えて比較対象として前年度の2018年度中間期の数値が確認できる。2018年度中間期は、金融庁がコア業務純益（投資信託解約損益を除く。）を収益性の指標として採用する前である。そのため、2018年度中間期と2019年度中間期を比較することで、銀行法施行規則の改正に伴い地域銀行の投資信託解約行動がどのように変化したのかを把握することができる。

地域銀行の投資信託保有動向

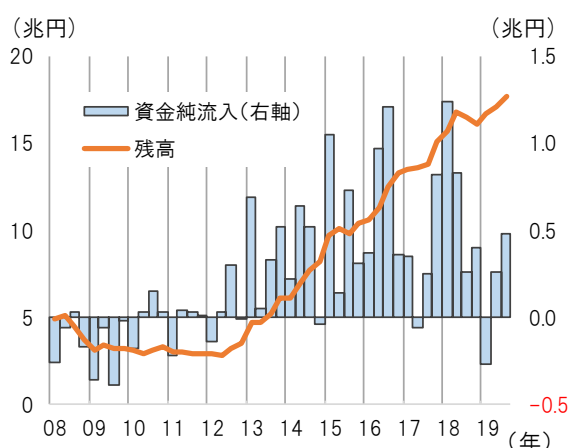
まず、低金利下における銀行の投資信託保有状況の全体像を確認する。図表13は国内銀行全体における投資信託保有動向を示しており、株高が予想され始めた2012年後半以降から投資信託保有残高が増加していることがわかる。国債の売却が進んだ一方で、売却による余資を高い利回りが見込める投資信託に振り向けたと考えられる。

続いて地域銀行に焦点を当て、地方銀行・第二地銀のその他有価証券（投資信託等）残高を図

³ 国債等債券関係損益を構成するのは国債等債券売却益、国債等債券償還益、国債等債券売却益、国債等債券償還損、国債等償却である。一時的な要因であることからコア業務純益には含まれていない。

表 14 で確認する。2012 年後半以降から両者とも残高が増えている⁴一方で、2016 年を境に第二地銀の残高がほぼ横ばいになっている。また、地方銀行についても残高の伸び率が鈍化傾向にある。その要因の一つとして、2016 年に導入されたマイナス金利政策により本業収益が悪化したことで、貸出による利益が見込めなくなった部分を、投資信託の益出しでカバーするインセンティブが働いた可能性が考えられる。

図表 13 国内銀行 投資信託保有動向

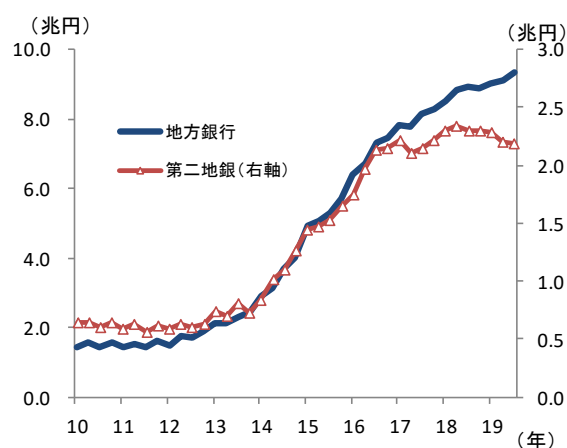


(注 1) 直近は 2019 年第 3 四半期。

(注 2) 国内銀行は都市銀行、地方銀行、第二地銀、在日外銀が対象。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

図表 14 その他有価証券（投資信託等）の残高



(注 1) 直近は 2019 年第 3 四半期。

(注 2) 有価証券から債券、株式、外国証券を除いた値。

(出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債等」より大和総研作成

決算説明資料から見る、地域銀行の投資信託解約行動

2019 年度中間期の決算資料より、個別行の投資信託解約行動を確認する。本稿では投資信託解約益をコア業務純益で除したものを投資信託解約益依存度とする。図 15 は地方銀行、第二地銀それぞれにおける、投資信託解約益依存度の分布を示している⁵。

コア業務純益（投資信託解約損益を除く。）の開示が義務付けられる前である 2018 年度中間期では、第二地銀が地方銀行よりも投資信託解約益への依存度が高い銀行が相対的に多い。また、2018 年度中間期から 2019 年度中間期にかけて、地方銀行・第二地銀の両者において投資信託解約益依存度の分布が変化している。地方銀行は投資信託解約益依存度が 20～30%の層が大きく減少し、0～10%の層が大きく増加している。第二地銀に関しては、投資信託解約益依存度が 30%～50%の層が減少し、0～30%の層が増加している。

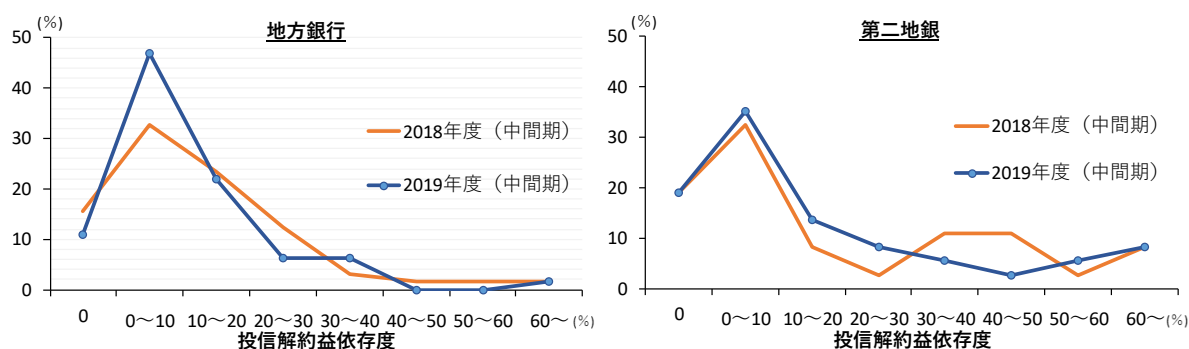
次に投資信託解約益を多く計上していた地域銀行の特徴を探るために、2018 年度中間期における投資信託解約益依存度と ROA の関係性を図表 16 のように確認した。ここでの ROA は、コア

⁴ 都市銀行の投資信託保有残高についても日本銀行「民間金融機関の資産・負債等」で確認すると、2012 年後半以降は全体として増加傾向にある。

⁵ なお、都市銀行の投資信託解約益も確認できるが、全体的に投資信託解約益依存度は低位である。

業務純益（投資信託解約損益を除く。）を総資産で割ることで算出しており、投資信託解約依存度の階級別でみた ROA は、階級ごとの各行の ROA の単純平均値である。これを見ると、投資信託解約益への依存度が大きい地銀ほど ROA が低い傾向にあることがわかる。言い換えると、個別行による事情は異なるものの、本業での収益が振るわない地域銀行が投資信託解約益を多く計上する傾向にあったといえる。

図表 15 投資信託解約益依存度分布



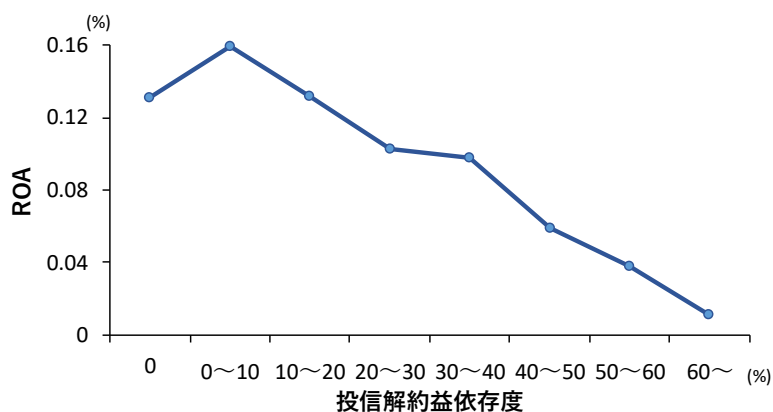
(注 1) 投資信託解約益依存度は投資信託解約益/コア業務純益を用いている。

(注 2) 分析対象は、コア業務純益（投資信託解約損益を除く。）を開示している地方銀行 64 行、第二地銀 37 行。

(注 3) 投資信託解約依存度がマイナスの場合は省略。

(出所) 各行の決算説明資料、全国銀行協会より大和総研作成

図表 16 投資信託解約益依存度別の ROA（2018 年度中間期）



(注 1) ROA はコア業務純益（投資信託解約益を除く。）/総資産を用いている。

(注 2) 投資信託解約益依存度は投資信託解約益/コア業務純益を用いている。

(注 3) 投資信託解約依存度の階級別でみた ROA は、階級ごとの各行の ROA の単純平均値

(注 4) 分析対象は、コア業務純益（投資信託解約損益を除く。）を開示している地方銀行と第二地銀を合わせた 101 行。

(注 5) 投資信託解約依存度がマイナスの場合は省略。

(出所) 各行の決算説明資料、全国銀行協会より大和総研作成