

2020年4月7日 全8頁

# ドル資金需要に対応する中央銀行間スワップ

## G20に参加する新興国への手当てが課題

金融調査部 研究員 中村 文香  
ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐  
政策調査部 主任研究員 土屋 貴裕

### [要約]

- 3月以降の市場の動揺を受け、各国でドル資金の需要が高まり、ドルの調達コストが上昇している。こうした事態に対応するため、FRBは既存の中央銀行間スワップラインの強化や、新たなスワップラインの締結を行った。
- ドル供給網に含まれる国は、ドル流動性危機を当面回避できると考えられるが、それ以外の国へも手当てが必要となるだろう。とりわけ、世界経済への影響力が大きいG20に参加する新興国のドル建て債務残高に注目すると、ドル供給網に含まれていない国のドル建て債務が大きく、増加幅も大きい。現在のドル供給網では、カバーしきれないドル建て債務が多く存在しているといえよう。
- スワップラインの強化で、新興国からの資金流出を補う効果が期待できる。しかし、多くの新興国では、たとえ新型コロナウイルスの感染拡大を防げたとしても、経常収支の黒字幅拡大が難しい中で資金流出が長引き、外貨調達が困難となれば、流動性危機を引き起こしかねない。新興国での危機は金融市場を通じて先進国にも及ぶことになる。G20内の幅広い新興国向けのドルスワップラインの拡充の検討等が必要になってくるのではないかと。

## 1. ドル供給網の強化で国際的な流動性リスクの抑制へ

新型コロナウイルス感染拡大等の影響を受け、市場は大きく動揺した。先行きの不確実性を背景とした予備的動機にもとづくドル資金の需要が高まり、株式はもちろん、金・国債といった一般的に安全資産とみられる資産も現金化のため売られて米国へ還流したため、ドルは上昇した(図表1)。ドルの調達コストが各国で上昇し、先行きのドルの調達懸念が高まった。

リーマン・ショックを含む世界金融危機時にもドル需要が高まり、米国連邦準備制度 (FRB) は、2008年9月、カナダ銀行 (BOC)、イングランド銀行 (BOE)、日本銀行 (日銀)、欧州中央銀行 (ECB)、スイス国民銀行 (SNB) の5つの中央銀行と、ドル資金を供給するスワップラインを締結した<sup>1</sup>。各中銀は、自国通貨建ての資金供給だけではなく、基軸通貨であるドルの供給の必要性に迫られ、ドル資金を最終的に供給できる FRB からドルの提供を受けて、自国の金融機関や、金融機関を経由して企業に供給する仕組みを整えたのである。この措置は、中央銀行による「グローバルな最後の貸し手 (Global Lender of Last Resort)」としての機能を果たすものといえる。各国のドル調達額には当初上限が課されたが、2008年10月に撤廃された。また、2013年10月には時限性も撤廃され、恒久措置化された。

今回の市場の動揺を受け、世界金融危機時に創設されたスワップラインが強化された。BOC、BOE、日銀、ECB、SNB の5つの中央銀行とのドル流動性スワップライン取極 (U.S. dollar liquidity swap line arrangements) について、2020年3月15日、FRB は、各国民間金融機関に対する貸出金利を25bp引き下げ、ドルOIS (Overnight Index Swap) のレートに25bp上乗せしたレートとすることや、従来行われてきた1週間物に加え、84日物 (3ヵ月物) の公開市場操作 (オペ) を毎週行うことなどを発表した<sup>2</sup>。また3月20日には、この5中銀が1週間物のドル資金供給オペを毎日行うことを発表した。現在5つの中央銀行では、ドルOIS+25bpの固定金利で、担保の範囲内で金額制限のないオペを通じて各国市場でドルを供給している。

さらに、6中銀によるスワップラインの強化だけでなく、ドルを供給するスワップラインの拡充も行われている。3月19日に、FRB は、オーストラリア、ブラジル、デンマーク、韓国、メキシコ、ノルウェー、ニュージーランド、シンガポール、スウェーデンの9つの中央銀行との間にドル流動性取極 (U.S. dollar liquidity arrangements) を締結し、スワップラインを構築することを発表した。既存の5つの中銀とのスワップラインと異なる点は、①「少なくとも6ヵ月間」という期限が定められていること、②金額に上限が定められていること、の2点である。上限額については、デンマーク、ノルウェー、ニュージーランドの3つの中銀が300億ドルまで、それ以外の6つの中銀が600億ドルまでとされている。

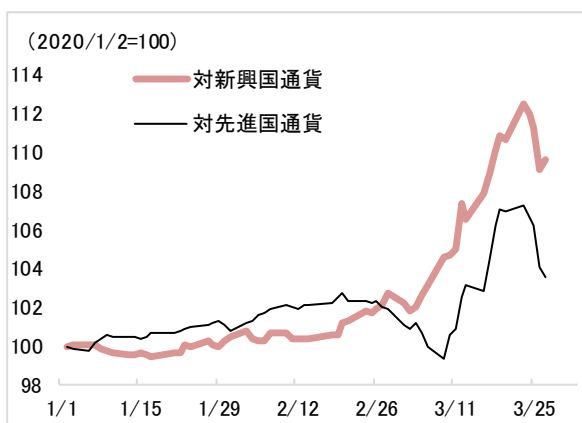
FRB が公表しているデータでは、4月1日時点での6中銀間スワップ残高は3,485億ドルとなっている (図表2)。この残高には新たにスワップラインを構築した9つの中銀へのドル資金供

<sup>1</sup> 詳細は、後掲【BOX：中央銀行間スワップ取極成立の経緯と仕組み】参照。

<sup>2</sup> FRB, “Coordinated Central Bank Action to Enhance the Provision of U.S. Dollar Liquidity” (March 15, 2020), <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200315c.htm> 同時にFRB以外の各中銀からも公表されている。

給は一部しか含まれていないため、今後さらに増加すると考えられる。各国でのドル資金供給オペレーションへの応札状況を確認すると、欧州、日本でのドル需要が強い様子がうかがえる。償還分を考えず、3月17日以降の落札額をすべて足し上げると、日銀の1週間物のドル資金供給オペの落札総額は1,082億ドル、3ヵ月物は1,338億ドルであり、ECBは1週間物が804億ドル、3ヵ月物が1,201億ドルとなっている（図表3）。日銀の供給額が大きいのは、年度末を控えた邦銀のドル調達需要が強かったことを反映していると思われる。

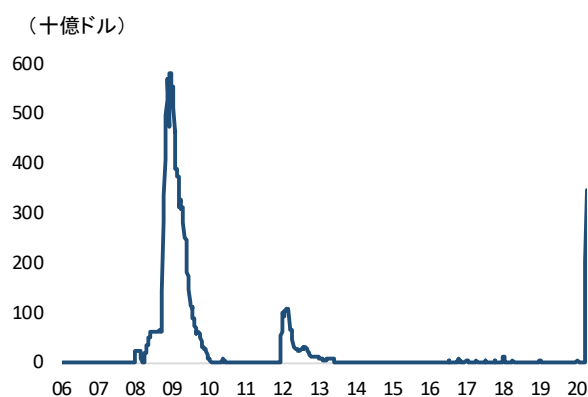
図表1 名目実効ドルレート



(注) 先進国はオーストラリア、カナダ、ユーロ圏、日本、スウェーデン、スイス、英国。新興国はアルゼンチン、ブラジル、チリ、中国、コロンビア、香港、インド、インドネシア、イスラエル、韓国、マレーシア、メキシコ、フィリピン、ロシア、サウジアラビア、シンガポール、台湾、タイ、ベトナム。

(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

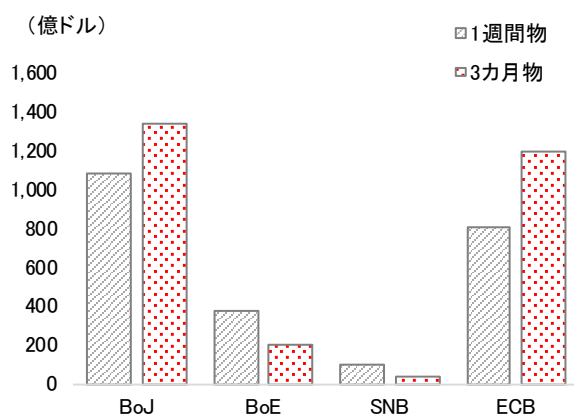
図表2 FRBの中央銀行間スワップ残高



(注) 直近値は2020年3月25日。

(出所) FRB より大和総研作成

図表3 各国・地域ドル資金供給オペ落札額

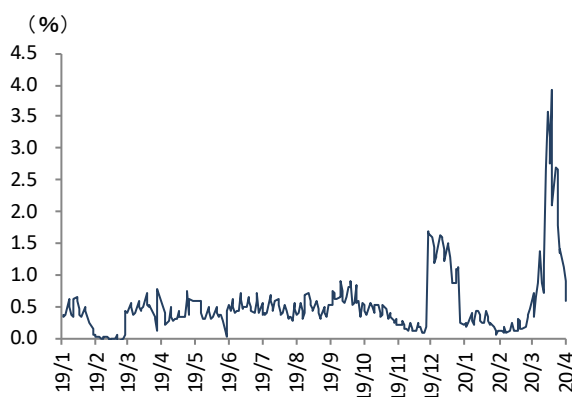


(注1) 償還分を勘案しない実行分の合計。

(注2) 2020年3月17日から4月3日の期間の合計。

(出所) 各国中央銀行より大和総研作成

図表4 円投ドル転コストのプレミアム



(注1) 1ヵ月物。

(注2) プレミアム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。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

## 2. 先進国はドル流動性危機を当面回避も信用不安には要注意

日本の金融機関にとってのドル調達環境も厳しさを増していた。2020年3月末の円投ドル転

コストのプレミアムは、前年と比べても高い水準にあった（図表4）。この要因として、日本の金融機関の対外与信残高が2019年9月末時点で4.5兆ドルと高水準に達し、その調達源として為替スワップ市場へも相応に依存していること、3月末に年度末を迎える企業が多く、季節的な決済需要に加え、不確実性が高まる中での予備的需要が、企業においても金融機関においても強かったことが考えられる。

今回のスワップライン強化を受けて、日本銀行のドル資金供給オペでは3ヵ月物が週1回、1週間物は毎日行われるようになった。日本の金融機関にとっては、3ヵ月物という長い期間のオペが加わったことにより、相対的に長く、安定的なドル資金調達手段ができたことを意味する。実際、3ヵ月物のドル調達プレミアムは、3月以降、2019年末を越える水準に上昇していたが、足元では低下している。金融機関は、毎日行われる1週間物のオペ通じて資金需要をこまめに満たすことができるようになった。ドル調達環境が不安定な中であって、流動性リスクの急激な上昇等が起きた場合に機能を発揮する強力なバックストップが用意されたことになる。

さらに、先述の通り日本の金融機関の対外与信残高が大きいという状況に鑑みれば、日本の金融機関がドル資金を調達できなくなった場合、海外資産の売却や対外貸出の抑制といった形で対外与信が制約される懸念がある。今回のスワップラインの強化は、こうした与信の制約を一定程度抑止する効果が期待され、世界経済の安定にもつながると考えられよう。

日本の金融機関にとってドル調達が困難になる可能性は低下したが、信用不安の高まりによる資産価格の下落には引き続き注意が必要だ。米国では相対的に信用リスクが高い企業に対する融資であるレバレッジドローンや、それを裏付資産として証券化したCLO（Collateralized Loan Obligation）の残高が増加している<sup>3</sup>。BISによれば、CLOの13%を日本の投資家が保有しているとされている。また、金融安定理事会（2019）によれば、CLOのうち14%程度の保有者が不明であることや、相対的にリスクが大きいトランシェをノンバンクが保有していると考えられることが指摘されている<sup>4</sup>。内外投資家のドル資金調達が難しくなった場合、レバレッジドローンやCLOが投げ売りされる可能性があり、資産価格の下落を通じて日本の投資家にも影響がおよぶ可能性がある。

CLOやレバレッジドローン以外でも、米国の企業債務や新興国のドル建て債務が積み上がる中、経済指標の想定以上の悪化や、米企業の財務内容の悪化を背景としたクレジットイベントにより、企業の信用リスクへの意識が高まると、企業の資金繰りのさらなる悪化や資産価格の下落を通じて、企業や投資家の資金需要の増加、これに応需する金融機関の財務内容の悪化といった形で負のスパイラルが生じることも想定される<sup>5</sup>。

<sup>3</sup> 中村文香、土屋貴裕「新型コロナウイルスが引出す米国金融のリスク —FRBの資金供給拡大の次は信用緩和の必要性」（2020年3月16日、大和総研レポート）[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20200316\\_021385.html](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20200316_021385.html)

<sup>4</sup> 金融安定理事会（2019）“Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralized loan obligations”（19 December 2019）

<sup>5</sup> 調査本部「新型コロナウイルスに対応した主要国・地域の企業金融支援一次なる課題は信用リスクが高い企業向けの資金供給や資本増強」（2020年3月27日、大和総研レポート）[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20200327\\_021422.html](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20200327_021422.html)

### 3. ドル供給網に含まれない新興国への手当ても必要

ウイルスの感染拡大に伴い、新興国の金融環境もストレスを抱えている。先進国投資家を中心に、保有資産の現金化目的を含めて投資を引き揚げているとみられ、新興国から急速に資金が流出し（図表5）、新興国通貨は下落している。資金流出規模はリーマン・ショック時よりも大きい。

過去に比べて外貨を稼ぐ力が弱まっていることも、新興国が直面する厳しい現実の一面である。新興国の外貨獲得手段としては、輸出を通じた経常収支黒字が挙げられる。だが、リーマン・ショック前に比べて、新興国の経常収支の黒字幅は大きく縮小した（図表6）。結果的に外貨のバッファーである外貨準備に関しても、同様に伸びが小さくなっている。新興国の経常収支黒字幅の縮小は、中国などの一部の新興国が国際収支の発展段階説における成熟債権国に向かいつつあることなども一因にはあるが、リーマン・ショック以降の世界経済の低成長や、近年の貿易摩擦を背景とした国際貿易の低迷が主因であろう。

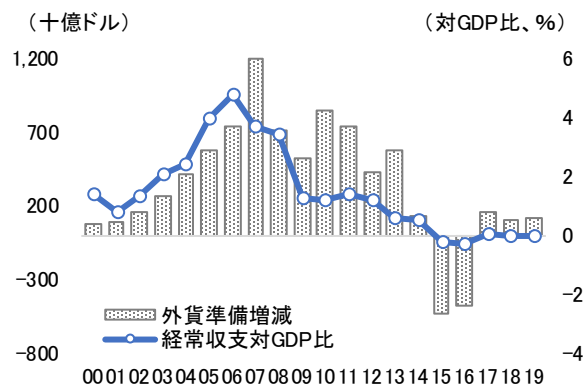
今後、世界経済の成長が大きく下振れし、国際貿易も縮小するとみられることから、輸出増を通じた経常収支黒字の拡大は当面考えにくい。資源価格についても、世界経済の下振れに伴う需要減に加えて、産油国間の対立などもあって原油価格を中心に低迷している。資源輸出国は外貨獲得が困難となる局面もあるだろう。こうした新興国や資源輸出国がドルの手元資金を積み上げることも、国際金融市場でのドル逼迫要因となる。

図表5 新興国からの資金流出



(出所) IIF より大和総研作成

図表6 新興国の経常収支と外貨準備



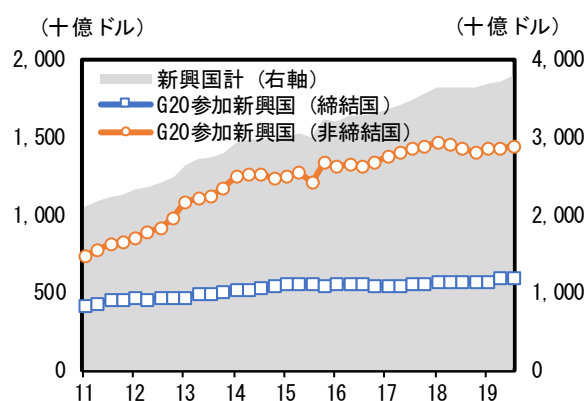
(出所) IMF より大和総研作成

新興国のドル建て債務残高が一貫して増加してきた中で、ドルを稼ぐ力が急速に低下すると、ドル高・自国通貨安は新興国企業等の元利払い負担の増加をもたらしかねない。また、資金流出が続けば、新興国のドル資金調達環境は一段と悪化することになるだろう。

今回新たにドルスワップラインを締結した新興国（韓国、メキシコ、ブラジル）は、中央銀行を通じて一定程度ドル資金を確保できる。しかし、FRBと14中銀で構成されるドル供給網に含

まれない国は、市場を通じてドルを調達できなければ、ドル建て負債の元利払いなどに支障をきたす可能性もある。G20 参加国のドル建て債務残高に注目すると、ドル供給網に含まれている国に比べて、含まれていない国のドル建て債務が大きく、増加幅も大きい（図表 7）。現在のドル供給網では、カバーしきれないドル建て債務が多く存在しているといえる。

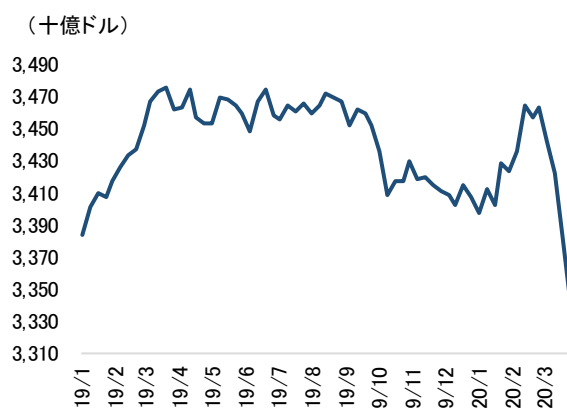
図表 7 新興国ドル建て債務残高



(注) G20 参加新興国 (締結国) はブラジル、メキシコ、韓国。(非締結国) はアルゼンチン、中国、インド、インドネシア、ロシア、サウジアラビア、南アフリカ共和国、トルコ。

(出所) BIS より大和総研作成

図表 8 海外当局が FRB に保有する証券残高



(出所) FRB より大和総研作成

#### 4. 金融システムの安定のために求められる国際協調

新興国に関しては、たとえ新型コロナウイルスの感染拡大を防げたとしても、経常収支の黒字拡大が難しい中で資金流出が長引き、外貨調達が困難となれば、最悪の場合流動性危機を引き起こしかねない。

国際的な流動性危機に直面した国・地域への支援の中心的役割を果たす IMF は、1 兆ドルの融資能力を確保するために、2020 年 1 月に財源の一つである新規借入取極 (NAB) の拡充を決定したばかりである。本取極の履行は各国の議会等による国内承認或いは自動承認 (2021 年 1 月発効) が必要となるが、米国議会は 3 月 27 日に IMF の NAB 拡充を承認しており、他国・地域も含めて早急な国内手続きが望まれる。また、IMF は財源として個別加盟国との二者間での取極に基づいて借り入れる二者間借入取極 (BBA) を締結しているが、その期限延長 (2020 年末⇒2023 年) も 3 月 31 日に IMF 理事会で決定するなど、更なる融資能力の確保に向けた動きを加速している。

IMF による支援は、新興国が危機に直面した際の支援策として有効であることは確かであるものの、3 月 31 日時点で既に 85 カ国・地域が新型コロナウイルスの感染拡大に伴う IMF への支援要請を検討していると IMF は指摘しており、IMF の対応の限界も想定される。

3 月 31 日には、FRB が米国債を担保とした海外中銀・当局向けのレポ取引の実施を公表する

など、FRB も、国際的な流動性危機を引き起こさないよう一段と踏み込んだ対応をしているよう  
うかがえる。FRB は基軸通貨であるドルの最終供給者であるが、あらゆる国に対するドル流動  
性支援を行う義務を負っているわけではない。今回、FRB がレポ取引に踏み切ったことには理由  
があると思われる。FRB に預け入れられている海外当局の証券残高が足元で大きく減少している  
ことから、米国債を売却してドル資金を入手する動きがあったことがうかがえる（図表 8）。こ  
うした動きを放置すれば、米国債市場に売り圧力がかかることになり、市場の流動性の低下や、  
金利上昇に伴う米国内の企業や家計への影響が懸念されることになる。米国外における市場の  
動揺が、米国の市場や経済にもたらすネガティブな影響を軽減するため、海外中銀向けのレポ  
オペが導入されたと考えられる。だが、自国通貨を見合いにドルを得るスワップラインとは異  
なり、米国債のみが担保として認められるため、各国のドル資金調達手段としては金額面での  
限界があろう。

また、流動性危機が信用問題に拡大し、巨額の支援を必要とした欧州債務危機の教訓を踏まえ  
れば、相対的に大きな経済規模を誇る G20 に向けた、IMF を補完する枠組みも検討される必要が  
あるだろう。例えば、各国政府の協力も含めた G20 内の幅広い新興国向けのドルスワップライ  
ンの拡充などが選択肢として考えられる。中銀間スワップが提供するものは、経常収支問題や通  
貨価値問題の解決策ではなく、外貨建て流動性を迅速に供給することである。

(以上)

#### 【BOX：中央銀行間スワップ取極成立の経緯と仕組み】

##### 中央銀行間スワップ取極成立の経緯

現在常設化されているカナダ銀行(BOC)、イングランド銀行(BOE)、日本銀行(日銀)、欧州  
中央銀行(ECB)、米国連邦準備制度(FRB)およびスイス国民銀行(SNB)の6つの中央銀行間  
スワップ網は、各中央銀行が自国・地域において、いずれの他通貨についても流動性を供給す  
ることを可能とする多角的ネットワークである(ただし発動実績があるのは米ドルのみ)。

2007年12月12日、欧州のドル流動性不足に対応するため、FRBはECB、SNBとの通貨スワ  
ップ協定締結を発表した。当初は上限額が設定されており、ECBは200億ドル、SNBは40億  
ドル、期限は6ヵ月であった。リーマン・ブラザーズが破綻したわずか3日後の2008年9  
月18日には、日銀、BOE、BOCも加わり、FRBと5中央銀行とのスワップラインに再編成され  
た。金融危機が世界に波及するとスワップラインはさらに拡大され、2008年9月24日にはオ  
ーストラリア、デンマーク、ノルウェー、スウェーデン、10月28日にはニュージーランド、  
10月29日には、ブラジル、韓国、メキシコ、シンガポール、の中央銀行等がFRBとのスワッ  
プライン締結を発表した。上記のスワップラインはすべて2010年2月1日に期限が切れ、終  
了している。

その後、2010年5月にFRBとECB、SNB、日銀、BOE、BOCとの間のスワップラインが再締結された。この時には、BOCを除き、金額上限は設けられていなかったが、期限が定められていた。このスワップラインは欧州債務危機を経て、ドル以外の通貨も相互に融通しあう多角的なスワップラインへ強化され、現在の形を取るようになった。そして2013年10月31日に時限性が撤廃され恒久化された。現在のスワップラインは、構成する6中央銀行の緊密な協力関係を象徴する枠組みとして国際金融市場の安定に寄与している。

### 中銀間スワップの仕組み

以下では日銀がスワップラインを用いてFRBからドル資金を調達する場合を例として、中銀間スワップの取引の流れを確認する。まずは、約定日の市場実勢レートで、日銀が円を渡し、FRBからドルを受け取る。取引の結果、FRBは日銀内にあるFRBの口座に円を保有し、日銀はNY連銀内にある日銀の口座にドルを保有する。同時に、日銀は将来の決まった日（1週間後、3ヵ月後）に、FRBと同じレートでドルを返済し、円を受け戻す契約を行う。原則的に、金利以外の損益は発生せず、FRBが負うのは日銀に対するソブリンリスクのみであり、為替リスクや日本の金融機関の信用リスクは負わない。契約を更新する場合に双方が合意すれば、適用する為替レートの変更は可能である。

続いて、日本国内でのドル資金供給オペの流れを確認する。オペ先となるのは、適格性を満たした金融機関であり、在日外国金融機関を含む（2020年4月6日現在、73先）。オペのオファーを受けた参加者（金融機関）は、通常の日建てのオペと同様にドル資金供給オペに応札する。固定金利方式による金額無制限のオペであるため、日銀に差入れている担保（共通担保）の範囲内で、希望するだけドル資金を取得することができる。募入が決定した金融機関は、OISレート+25bpの利率でドル資金を借入れる。資金はNY連銀内に開設されている、借入人である金融機関の口座に入金される。

日銀はドル貸付を日建ての担保によりカバーするため、円換算した貸付額に為替変動リスクを勘案した乗率を付した額を担保として要求する。担保となる国債が不足する場合に備え、国債補完供給オペや、米ドル資金供給用担保国債供給（国債売現先）オペなども必要に応じて行われている。なお、日銀のオペでドル資金を得た金融機関の信用リスクは日銀が負う。

同じ中銀間スワップでも、FRBと9つの中銀が新たに締結した取極では、貸出上限が設定されている。そのため、これらの中銀のドル資金供給オペでは、金利入札で貸付利率が決定されており、下限はドルOISのレートとされている。金融機関にとっては、入札結果によってはドル資金を得られない可能性があることと、スワップラインの期限が更新されるかどうかかわからないという不確実性がある。