

米欧「金利正常化」で局地的に円調達脚光

円建て外債・外銀の円貸出・円ショートが微妙に増加

2018/6/11

米欧では金利正常化と金利上昇の流れが強まるなか、局地的に低金利の円調達や円借入れが着目され始めた。5月後半からはインドネシア政府や英ロイズ銀などによる円建て外債（サムライ債）が発行され、低金利長期化に苦慮する国内投資家の人気を呼んでいる。国内の外国銀行による円貸出も、2011年以来の規模に復調してきた。同時進行で海外短期筋の投機的な円ポジションでは、昨年までの円ショート膨張と年初からの円ショート整理、円ロング傾斜を経て、微妙に円ショートが再拡大しつつある。

一部地銀は「円建て」海外不動産融資を強化

「日本保証は西京銀行（本店・山口県）と提携し、2017年12月から西京銀行が取り扱う『海外不動産担保ローン』にかかる保証業務を開始してきた」、「これまで米国のハワイ州オアフ島、ダラス・ヒューストン・アーリントン、ラスベガスを中心に個人所有、または個人が購入する不動産を担保に融資する商品として取扱いをしてきた」、「2018年6月1日からは、法人所有、または法人が購入する物件を担保とする保証の取扱いを開始した」――。

信用保証業務などを手掛ける日本保証は1日、このような新規ビジネスを打ち出した。融資金額は5億円以内、借入利率は年2.8%という「円建て変動金利」とされている。地方銀行は生き残りに苦慮するなか、今後は良くも悪くも日銀の低金利長期化を見越した小口の円建て海外融資の行方がちょっとした注目を集めている。

もちろん、こうしたローンには、「米国の不動産の高値掴みとなる」、「シェア・ハウス融資問題とは違った新たなリスクを生む」、「国内でのアパート・ローン過熱を含めて、先行き小規模な日本版サブプライム・ローン問題に発展していく」（信託銀行関係者など）といった懸念の声も少なくない。

一方で現在は欧米など海外で金利正常化と金利上昇の流れが強まるなか、海外の官民からも低金利が維持される円の調達・借入れや、ドル建て債務の円建て借り換えなどが再着目され始めた。最近では円建て外債（サムライ債）の起債が復調傾向にあり、5月24日にはインドネシア政府が総額1000億円、英国系ロイズ・バンキングが1690億円の発行を行っている。それぞれ一定の格付けと金利の高さもあり、運用難に悩む国内機関投資から人気を集めた。

その後も5月31日には米ガラス大手コーニングが円建て社債655億円、6月1日には仏金融クレディ・アグリコルが870億円の円建て外債を発行した。同日には韓国輸出入銀行から、円建て外債の新

たな発行登録が行われている。続く6月4日には、「フィリピン政府が同国中銀に最大10億ドル相当の円建て債発行を認めるよう求めた」（ブルームバーグ）。7-9月の可能性が最も高く、「同国政府による円建て外債発行は8年間なく、発行市場に戻るためには日本側の承認も必要」（同）とされる。

もっとも現在はイタリア、スペインの南欧政治不安や、ブラジル、トルコ、ベネズエラなどの新興国不安が、円建て外債市場に動揺をもたらしている。今後も信用不安の波及や起債への打撃は警戒されそうだ。

その一方、日銀による8日公表の5月「貸出・預金動向」では、外国銀行（外銀）による円貸出が前年比+14.5%の増加となった。3月の+28.3%や4月の+21.7%からはプラス幅が縮小してきたが、5カ月連続での2桁増と復調傾向が示されている。

外銀の円貸出は日本国内での内外企業向けもあり、厳密には「低金利の円借入れと海外での活用」だけを示すものではない。それでも2005-2007年や2001年前後では、直接的・間接的な円調達グローバル・キャリートレードの拡大に連動して増加した実績を有している。5月に円貸出の残高は2兆4454億円となり、2014-2015年の1.8兆円までの落ち込みを経て2011年以来の規模を回復してきた。

円キャリー関連、外銀の円貸出が規模限定で復調

日銀統計では「外国銀行・在日支店の貸出金」も、4月には月間平残ベースで前年比+14.5%となり（3月は+23.2%）、5カ月連続での2桁プラスを維持させた。2008年のリーマン・ショック以降は外銀の円貸出や海外勢による円調達・円借入れが低迷してきたが、背景としては、1) リスク回避などによる円高圧力、2) 米国などでの金融規制強化、3) 欧米での歴史的な金利低下を受けた円金利の低さの妙味減退、4) 複合要因によるヘッジ・コストの上昇――などが逆風になってきた。

現在も2008年以前のような復活は見込み難い。それでも欧米での金利正常化と金利水準の平時回帰の流れが、日銀の長期金利低位抑制策の堅持とあいまって、局地的に「低金利の円の海外流出」を促す。為替相場では円高圧力緩和や円安要因となり得るものなのだ。

ちょうど海外短期筋による円調達キャリー取引との関係でいえば、投機的な円ポジションで微妙に円ショート（売り持ち）が再拡大し始めた。シカゴIMMによる投機的な円ポジションは5月29日週にネット-8036枚のショートになり（前週は-2767枚）、

2 週連続での売り持ち傾斜となっている。昨年 11 月の -13 万枚という大規模ショートとショート整理、今年 4 月からの 2016 年 11 月以来となるネット円ロング転換（円高要因）を経て、3 月以来の円ショート規模に回帰しつつある。

現在の日米金利差は「米国－日本の 10 年債金利差」で、2007 年以来となる 3% 超え方向への拡大攻防に直面してきた。過去的大幅な金利縮小から 3% 超えへの金利差拡大局面では、2005 年以降、1995 年以降などで連動してネット円ショートが持続的に拡大した実績を有している（広義の円キャリー含む）。

もちろん、現在は複合要因によるドル安・円高の潜在リスクが残存したままだ。その中で過度なドル安の値幅を制御するのが、「ドル高の過熱感の乏しさ」である。過去実績としてドル安のオーバーシュートやドル安の長期定着には、その前段階でドル高過熱という相場エネルギーの充電蓄積があった。ドル高過熱があつてこそ、「振り子の論理」でドル安が

加速されている。相場の対称性、「山高ければ谷深し」という市場原理に即したものだ。

その点で現在のドル/円は長期スパンでの過熱感を示す月足 RSI（相対力指数）が、6 月 8 日時点で 48% となっている。ドル高過熱を示す 70－80% 以上、ドル安過熱を示す 20－30% 以下のちょうど中間点に位置している。その分だけ V 字回復的なドル高の勢いにつきにくい反面、ドル安を促す倍返し of 反動エネルギーも醸成されていない。

現状からドル安が進展しても、ドル安過熱警戒ゾーンに到達する RSI20－30% までには残り－20% から－30% 分の低下余地しか残されていない。連動する形で現状からのドル下落幅の「伸びしろ」にも、制約が想定されそう。1997 年以降の過去実績でいえば、1 ドル＝100－102 円割れに至るドル安加速の場面は、いずれも前段階で月足 RSI が 65% から 80% 以上にドル高が過熱していたという前提条件があつた。



