



ブライツ・アセット株式会社

日本の大手機関投資家は巨大な為替プレイヤー

日本のリアル・マネーの鯨

日本の大手金融機関や基金、運用会社は日本の低金利環境で運用難に苦しんでいます。そこで、日本より金利の高い外国の債券やより高いパフォーマンスが見込める外国の株式への投資を増やしてきました。日本の対外証券投資の残高は、2018年末で450兆円でした。2013年以降だけでも累計約80兆円買い越しています。日本の大手銀行や系統系の銀行、保険、年金、投資信託といった資金がこのように外貨建ての金融商品で運用しています。こうした外貨での資産運用ですが、すべてが為替リスクを持った運用ではありませんが、相当額が為替リスクのヘッジを行っていない資金となっているようです。投資家ごとに運用の特徴とそれに伴う為替リスクの取り方をまとめてみました。FEDの金融引き締めで為替のヘッジコストは上昇しています。米国債への投資は、キャリアが取れない状況です。為替ヘッジを止めてオープン外債投資に切り替えた場合、円売りが発生します。投資債券の金利が上昇した場合には、債券の売却と為替の手仕舞いにより、為替市場への影響は出てきます。元々為替ヘッジ付債券投資であれば為替市場への影響はそれほど多くはありません。新聞報道などを参考にし、どういった性格の資金の流れが起こっているのかを把握しておく、次の動きが予想しやすくなると思います。

マーケティングセールス部

2019/07/12

金融商品取引業者：ブライツ・アセット株式会社
登録番号：関東財務局長（金商）第3102号
加入協会：一般社団法人第二種金融商品取引業協会
一般社団法人金融先物取引業協会
一般社団法人日本投資顧問業協会
HP：www.brightasset.co.jp

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライツ・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

日本の大手機関投資家は巨大な為替プレイヤー

日本のリアル・マネーの鯨

日本の大手金融機関や基金、運用会社は日本の低金利環境で運用難に苦しんでいます。そこで、日本より金利の高い外国の債券やより高いパフォーマンスが見込める外国の株式への投資を増やしています。大手金融機関の外貨建て資産運用状況を2019年3月末決算からまとめてみました。日本を代表する大手機関投資家だけで外貨建て資産残高は350兆円に及びます。これら大手以外の中小も含めればさらに大きな資産規模になります。この外貨資産残高が今の円安を支えています。

個人のFX取引(店頭外国為替証拠金取引)の取引残高を、一般社団法人金融先物取引業協会は月次で発表しています。2019年5月末時点での、外貨買い建て残高は合計で、3兆3953億円^{※注1}(買い建て残高5兆1,191億円、売り建て残高1兆7,238億円[※])となっています。いくらレバレッジが効いているといってもこの資産規模は相対的に小さいものです。日本の対外証券投資の残高は、450兆円(2018年末)^{※注2}あります。日本の大手銀行や系統系の銀行、保険、年金といった資金が外貨建ての金融商品で運用しています。こうした外貨での資産運用ですが、すべてが為替リスクを持った運用ではありません。運用母体の資金の性質からどのようにして外貨の運用資金を手に行っているかは想像することは可能です。総じて日本の機関投資家が為替に対して保有している金額(=リスク)は非常に大きいものです。こうした大手金融機関が相場動向により、外貨資産を積み増したり、減らしたり、保有している外貨資産に付随する為替に対してちょっとでもヘッジをかけたり、ヘッジを外すだけでも為替相場には大きな影響が出てきます。さらにこうした動きは大手機関投資家の間で横並びになることが多いです。外貨建て資産の多くは、アメリカに向かっており、とりわけ米ドル/円はこうした資金フローの影響を大きく受けます。世界の有価証券残高の国別割合は株式でも債券でも、米国(米ドル)の比率はおおむね50%ですが、日本の金融機関は、米国(米ドル建て)が好きようで、その割合は5割以上になっています。年金などは欧州や新興国の比率が大きくなっていますが、銀行の場合は特に米ドルの比率が多くなっています。

※注1 出所：一般社団法人金融先物業協会の資料 2019/5月末のデータ、買持—売持のネット金額

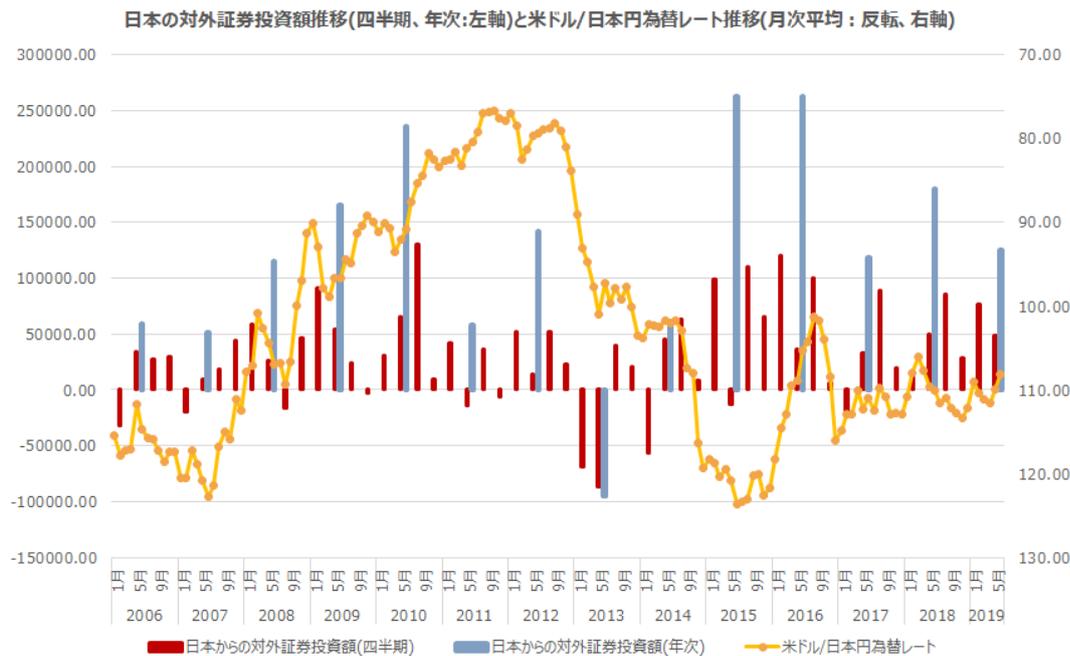
※注2 出所：財務省 2018年末の対外証券投資残高

2006年からの日本からの対外証券投資の動向ですが、円高になると対外証券投資が大きくなっていました。80円から100円に戻したところで若干売り越していますが、その後は毎年買い越し続けています(グラフ1参照)。リーマン・ショック後の2009年以降2018年末までの10年間の累積外国証券投資額は、139兆円に及びます(表1、2参照)。

対米証券投資動向ですが、日本の財務省発表のデータよりFEDのデータは証券種別などより細かく公表されています。ドル/円相場が90以下であった頃は国債を中心に大きく買い越ししています。為替が100に戻った時には、国債は買い越し、エージェンシー債や社債を売り越していました。2016年に中長期金利が急上昇したときには国債を売り越したようですが、エージェンシー債や社債は買い越ししています。金利上昇に備えて、スプレッドが載り金利の高い社債やモーゲージ債に乗り換えた様子がうかがえます。FEDが利上げを始めたので、ヘッジコストが上昇し、ヘッジ付外債が国債では機能せず、社債のヘッジ付外債投資を行っていたようです。2019年になってからは、金利が低下しましたが、国債を若干売り越し、その分スプレッドが載った債券を買い越したようです。(グラフ2参照)

グラフ 1：対外証券投資額の推移

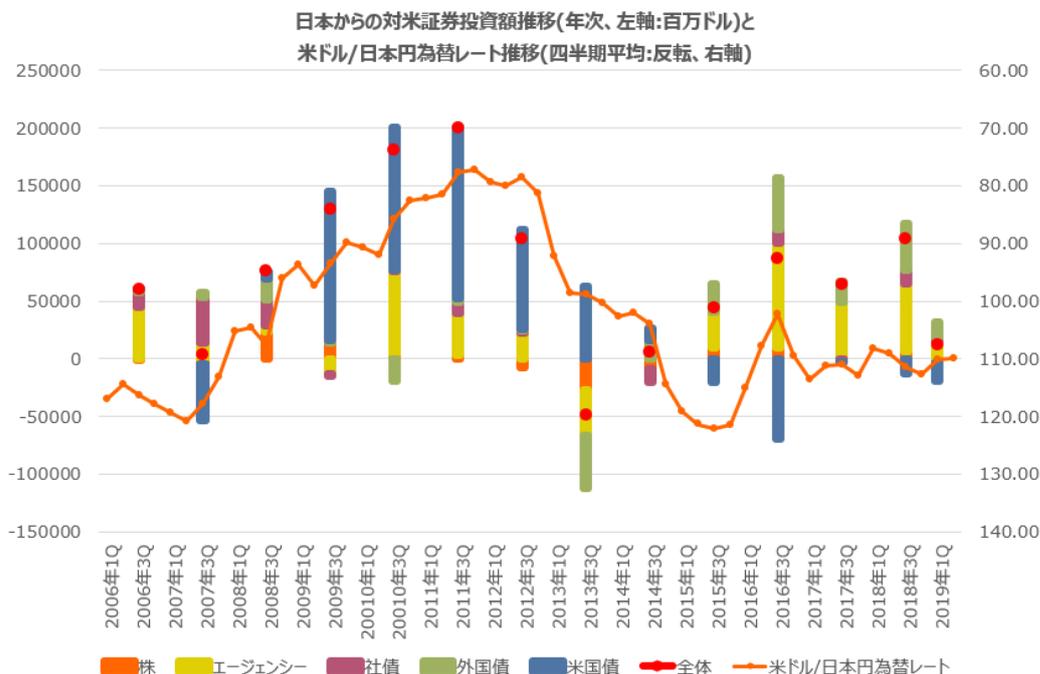
(単位：億円)



出所：財務省のデータよりブライト・アセットが作成

グラフ 2：日本からの対米証券投資額の推移

(単位：100 万ドル)



出所：FED のデータよりブライト・アセットが作成

日本の対外証券投資残高は 450 兆円と非常に大きな金額です。円高であった時期は年間 20 兆円という資金が外貨に向かっています。対外証券投資残高はちょうど日本の GDP と同水準の数字です。日本の貿易黒字額が大きいといってもせいぜい年間 10 兆円です。東日本大震災以降の原油輸入の増加で貿易赤字になる時期もありました。これまでは、為替の決定要因で貿易収支は非常に注目されていましたが、日本の機関投資家の動向も無視できないものとなっています。この金額から見ても、

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

機関投資家の外貨需要は非常に大きいといえます。このうち裸の為替リスクを持った投資なのかは、投資家種別ごとの残高で推測するしかありません。投資家の種類によって為替に対してどういった動向や性格があるのかを見ていきましょう。（表1,2参照）

表1：日本の国別対外証券投資残高（2018年末時点）

単位：億円

	株式・ファンド:40%		債券:60%		証券投資合計:100%		デリバティブ	
アメリカ	541,433	30%	1,139,033	42%	1,680,466	37%	107,145	33%
アジア	80,586	4%	72,371	3%	152,957	3%	23,760	7%
ドイツ	23,959	1%	110,758	4%	134,717	3%	4,972	2%
英国	45,948	3%	141,303	5%	187,251	4%	135,835	42%
フランス	33,264	2%	251,840	9%	285,104	6%	28,285	9%
オランダ	13,292	1%	111,933	4%	125,224	3%	2,668	1%
イタリア	4,387	0%	56,012	2%	60,399	1%	5	0%
ルクセンブルク	96,427	5%	25,728	1%	122,155	3%	25	0%
スイス	26,117	1%	9,621	0%	35,738	1%	1,896	1%
スウェーデン	6,125	0%	25,481	1%	31,606	1%	135	0%
スペイン	7,035	0%	50,665	2%	57,700	1%	5	0%
（ヨーロッパ計）	337,822	19%	934,641	35%	1,272,463	28%	173,991	54%
オーストラリア	26,020	1%	135,085	5%	161,106	4%	7,802	2%
ケイマン	747,415	41%	223,995	8%	971,410	22%	6,853	2%
全世界合計	1,808,475	100%	2,699,967	100%	4,508,442	100%	321,657	100%

出所：財務省のデータよりブライト・アセットが作成

表2：日本の投資家種別・年間対外証券投資額（各年のネット）

単位：億円

	銀行・信託銀行		金融商品 取引業者	生命保険 会社	損害保険 会社	投資信託	全体
	銀行勘定	信託勘定					
2005年	74,249	23,698	70,294	-7,271	-568	46,541	166,716
2006年	-12,901	10,446	55,616	-2,065	-2,353	50,734	59,195
2007年	16,467	-11,533	38,815	7,803	-344	57,084	51,369
2008年	8,493	68,402	56,199	-330	13	8,498	115,718
2009年	81,074	31,767	35,196	17,627	-543	33,185	165,801
2010年	104,485	32,270	53,270	36,256	-740	39,548	236,352
2011年	8,601	16,332	57,809	-201	-685	3,596	57,936
2012年	84,328	5,829	61,503	37,394	-343	-18,194	141,752
2013年	-28,627	-32,547	63,927	-3,611	-75	-3,771	-95,020
2014年	-46,923	38,166	95,927	24,446	-638	24,459	61,045
2015年	62,507	97,092	83,782	24,059	-65	68,323	262,440
2016年	36,177	41,190	78,611	111,268	-357	35,105	263,089
2017年	-52,619	46,622	110,859	34,705	230	48,285	118,202
2018年	-9,593	86,684	119,172	42,604	197	6,653	180,147
累積	銀行勘定	信託勘定	金融商品 取引業者	生命保険 会社	損害保険 会社	投資信託	全体
2005年～2018年	325,718	454,418	980,980	322,684	-6,271	400,046	1,784,742
2009年～2018年	239,410	363,405	760,056	324,547	-3,019	237,189	1,391,744
2013年～2018年	-39,078	277,207	552,278	233,471	-708	179,054	789,903

出所：財務省のデータよりブライト・アセットが作成

参考) 表3：投資顧問<投資一任>

単位：億円

海外株式特化	海外債券特化	海外その他	グローバル株式・債券特化	グローバルその他特化
594,067	540,499	58,722	167,679	367,248

出所：（一社）日本投資顧問業協会、2019年3月末の数字

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

因みに、外国人の対日証券投資が全くないわけではありません。東京証券取引所の株式取引量の7割以上が外国人といわれていますが、そのほとんどは、マーケットメイクを主体とした高頻度取引(HFT)です。日本株式の外国人保有額はおおむね180兆円で割合は3割程度^{※注3}といわれています。日本からの海外資産保有に比べれば、残高は半分以下です。こうした外国人による日本株の保有はほとんど為替ヘッジされているといわれています。一方、大手外国銀行やファンドのなかには、後述するジャパン・プレミアムを逆手に取った日本国債運用が流行る時期もあります。日本の大手銀行は通貨スワップ(ベース・スワップ)を使って外貨を調達していますが、需要が一方向となり、外貨で上乗せ金利を取られ調達コストが上昇することがあります。上乗せ金利が0.5%~1%になる時もあるようです。この状況において、米ドルを潤沢に保有している銀行やノンバンク、機関投資家、ファンドにとっては、円金利をその上乗せ金利分だけ安く円資金を調達できることとなります。つまり、円資金を市中よりも0.5~1%安く借りることができるということになります。これなら0%の2年や5年の日本国債を保有しているだけ利益が上がります。短期国債ならよりリスクの小さい投資で収益が得られます。日本銀行は、イールドカーブ・コントロールをしているので、中長期金利の上昇リスクは限定されています。この運用ができる場所は、棚からぼた餅の収益機会となっています。うまみがなくなれば、こうした運用は反対売買され、あっという間になくなります。

海外のヘッジ・ファンドのなかには、円を資金調達通貨として、海外に投資を行う通称キャリートレードも有名です。日本の資産は購入しませんが、円売りを行っています。日本の銀行とやっつことは同じということになります。

※注3 出所：東京証券取引所 2019年3月末では、29.1%、181兆円

日本の大手金融機関の外貨資産保有状況

表4：大手金融機関（全て連結）の決算から有価証券保有残高を抜きだしブライト・アセットが作成 単位<百万円>

金融機関名	その他有価証券				(その他)	
	合計	株式	債券	債券うち国債	小計	(うち外国債券)
<銀行>						
三菱 UFJ	60,578,654	4,953,392	27,261,206	21,542,335	28,364,055	21,532,914
みずほ	27,847,545	3,143,560	14,786,949	11,896,134	9,917,034	7,418,321
三井住友	23,800,542	3,486,628	8,983,731	6,234,326	11,330,182	8,990,151
三井住友信託	4,532,200	574,000	952,700	301,200	3,005,400	1,369,800
りそな	3,172,537	941,630	1,194,766	46,687	1,036,141	NA
ゆうちょ	110,241,967	96,909	47,326,243	33,340,646	62,818,814	22,003,095
					→うち投信	40,433,941
農林中金	36,481,146	722,935	5,493,220	5,034,195	29,497,890	NA
信金中金	16,613,500	119,700	10,626,800	4,790,100	5,866,800	4,978,500
<保険>					(外国証券)	(うち外国債券)
日本生命	55,514,300	8,955,400	23,527,500	20,809,100	23,031,200	13,871,000
第一生命	29,889,730	3,395,945	15,760,706	13,674,544	10,733,077	8,933,476
明治安田	31,406,617	4,135,309	16,887,605	NA	10,383,701	7,562,054
東京海上	12,088,637					4,325,803
<年金>	外国債券		外国株式		外貨資産合計	
GPIF	26,348,400		36,770,600		63,119,000	
<投信>	株式投信残高		外貨建て比率		推定外貨資産残高	
公募投信	101,519,200		44.32%		44,993,309	
<政府>	外国資産残高					
日本外貨準備	USD1,291,383 百万ドル				143,330,599 ※注	

全て、2019年3月末決算の数字を流用。GPIFの数字は2018年12月末時点 3月末は後述。

ピンクの網掛け部分は純円投資と予想される投資残高

※注：日本外貨準備は米ドル建てで公表されているので、MUFG 2019/3/29のTTM 110.99より計算

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

日本の大手金融機関（全て連結）の決算から有価証券保有残高を抜きだしてみました。この表のなかで、大手銀行が保有する外国債券の残高だけで、61兆3,143億円となっています。ファンドなどに投資した場合もその他有価証券の勘定に組み込まれることから、総額90兆円～150兆円が直接投資やファンド投資を通じて外国債券や外国・国内株式投資に投資していることになります。こうした資金のうち、海外で商業銀行業務を行っている銀行は、外貨預金やインターバンクから外貨を調達する（レポを使った資金調達もよく利用される）など様々な短期資金調達手段を駆使しています。大まかではありますが、為替市場に大きく影響を与えることはありません。3メガバンク以外は、実質、こうしたインターバンクからの資金調達はできないのが実情です。アベノミクス以降の円安局面では、外国債券投資が急拡大しました。多くの大手機関投資家（地方銀行含む）は円債投資部分の代替運用として、ヘッジ付外債投資を積極的に積み増していました。

また、ここ数年邦銀の資金調達は通貨スワップ（円金利払い・ドル金利受け：ベース・スワップ）を多く利用しているようです。たまたま、報道でジャパン・プレミアム（邦銀への上乘セスプレッドが上昇）の上昇が話題になりますが、邦銀の外貨資産での運用や外貨建て投融資（ローン）の伸びでドル建ての資金需給が逼迫して起こるものです。

しかし最近では米国など先進主要国のイールドカーブフラット化がすすむなか長短金利差縮小で、ヘッジ付外債投資では利ザヤを稼ぐことは難しく、なかには運用の失敗例もあるようです。国債投資であればクレジット・リスクが無いので、自己資本規制の心配もありませんが、社債などクレジット投資を行った場合は自己資本規制に影響を及ぼしてくるので、大々的には投資規模を積み増すことは難しいでしょう。今後イールドカーブが逆転したら、ヘッジ付外債のポジションは売却せざるを得ない状況になるでしょう。この場合、為替はヘッジしてあり、両建てのポジションとなっているため、為替への影響は軽微です。

外貨の資金調達方法

- ① 銀行の場合、インターバンクから短期の資金調達を行います。この場合、オーバーナイトや最長3か月の期間で調達することになりますが、有担保、無担保で資金調達額や調達金利に影響が出てきます。
- ② 邦銀の海外拠点でMMF向けにCPやCDを発行して、外貨を調達する方法もかつては多く利用されていましたが、米MMF規制の変更などの理由により、運用が国債に限定されたものに変化し、銀行のCPやCDでの資金調達は激減していました。しかし最近ではまた残高が増加傾向にあります。（グラフ3参照）
- ③ 保有している国債などを現地の投資銀行（商業銀行も含む）に担保として差し入れ、資金調達を行うレポ取引もよく行われています。国債など流動性のある債券であれば、担保として差し入れることは可能ですが、社債の場合はレポ取引に用いることは難しくなります。クレジット・リスクがあるため、元本部分をヘアカット（5～20%）されることも多いです。それでも、社債をレポに出すことは多くなっているようです。
- ④ 商業銀行の場合は、競合他行（米銀など）に対して高い金利を提示するなどして（外貨建ての）顧客性預金を取り込むことも多いようです。
- ⑤ 通貨スワップ（ベーススワップ）を利用する。資金調達する場合は、円の短期金利を出して、米ドルの短期金利を受け取ることで資金調達が可能となります。金利スワップの交換期間を分散させることで金利変動のリスクを抑えることも可能です。日本の銀行勘定ではこの手法で資金調達することは多く見受けられます。日本の銀行はドル調達の30%をスワップで行っていると、IMFは報告しています。^{※注4}
- ⑥ 保有している日本円から直接為替取引を行い、裸で為替リスクを負いながら投資した証券の保有を継続します。年金基金や投資信託の多くはこの形になり、為替リスクは100%受けることとなります。銀行でも海外展開していない場合、外貨の調達手段は限定されるため、円からの純投資となることもあるようです。
- ⑦ ⑥の場合、為替の先渡し契約などでヘッジすることもあります。最初からヘッジありきの場合もあれば、相場環境に合わせて行う場合もあるようです。

※注4：IMFブログ「An Imbalance in Global Banks' Dollar Funding」（日本語訳）

<https://www.imf.org/external/japanese/np/blog/2018/061218j.pdf>

参考文献：野村資本市場クォーターリー2018Spring「金融規制によるドル調達市場の構造的な変化」岡田功太

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2018/2018spr05web.pdf>

参考記事：ドル資金調達 外貨での決済や融資に必要

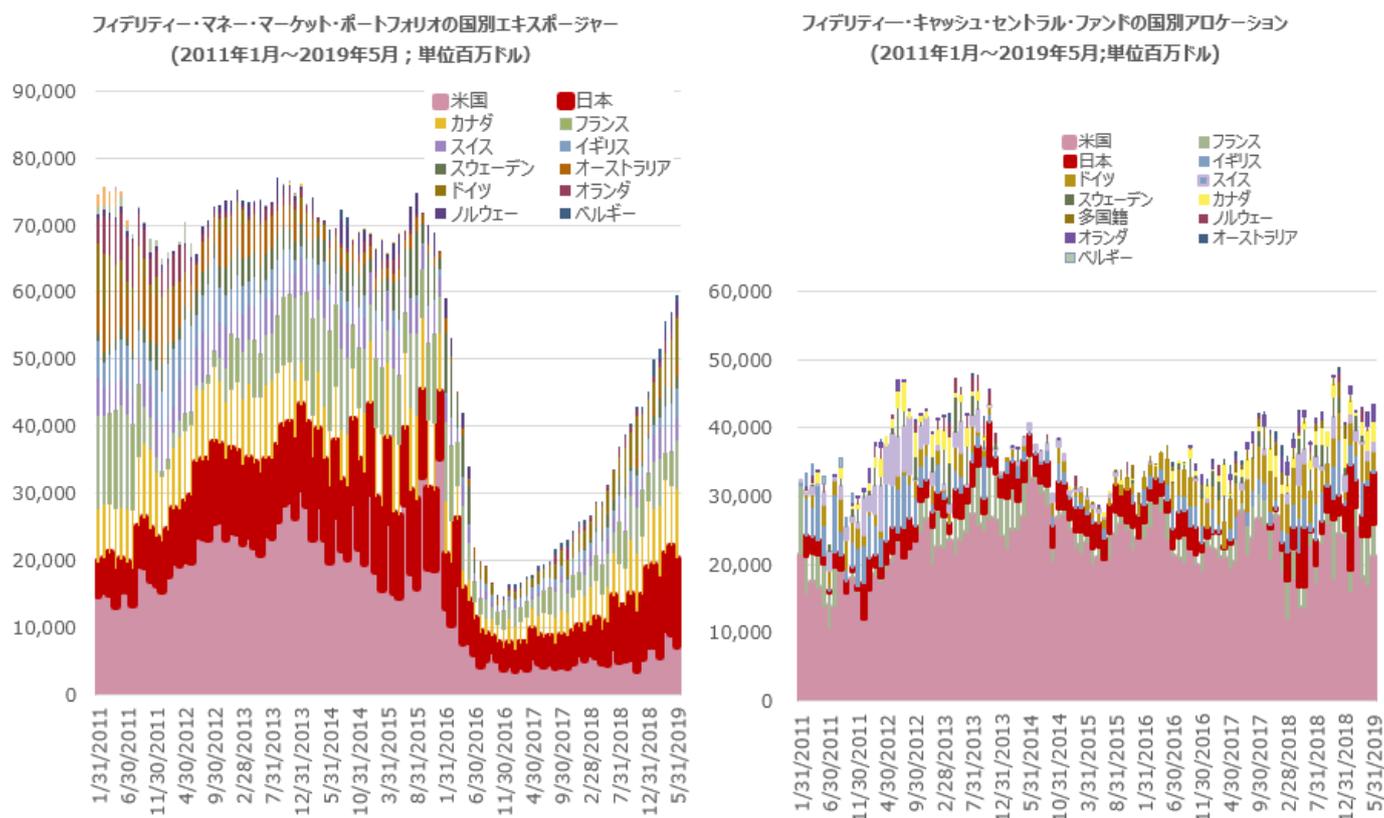
日銀の異次元緩和で深刻な運用難に見舞われる中、メガバンクなどの邦銀勢はこぞって外貨建て資産への投資を増やしている。外貨での運用が短期間に大きく膨らむ一方で、ドル建ての預金など安定的な外貨調達手段は限られており、慢性的なドル不足に陥っている。邦銀は不足分を市場調達せざるを得ないが、その調達コストの上昇に歯止めがかからない。

邦銀が市場で外貨を調達する際に使うのが「ベース・スワップ」という金融派生商品取引だ。この取引では異なる通貨と金利を同時に交換する。円よりもドルが欲しい投資家が多いと、需給のバランスが崩れ、ドルを欲しい投資家が日米金利差に上乗せして、割高な上乗せ金利（スワップ・スプレッド）を払う必要が出てくる。

この取引を通じて邦銀がドルを1年間調達する場合、現在は日米金利差に加え約0.6%もの金利上乗せ分を支払う必要がある。昨年1月に比べてコストは2倍に上昇した。邦銀の外貨需要の高まりに加え、国際金融規制の強化を背景に、外資系銀行が邦銀に対してドルを供給しにくくなっているという事情もある。

（日本経済新聞 2016/6/23より）

グラフ3：日本の金融機関の外貨調達先の1例（フィデリティのMMF）



出所：SEC Form N-MFP2 OFR(Office of Financial Research)より

邦銀の海外支店がCP/CDを発行してフィデリティなどのMMFに引き受けてもらうことで、ドル調達が可能になります。一時期残高が減少していた時期もありましたが、2017年を底に徐々に残高を増やしています。代表的な2ファンドだけでも、2019年5月末で、130億ドル(シェア：22%)+74億ドル(シェア：17%)となっています。

為替リスクを軽減するヘッジの手法

- ① 為替予約：為替リスクを軽減するために、銀行との間で為替予約（為替の反対売買の先渡し契約）を行い、反対売買の先渡し契約をローリングすることで、スポットの買い建てと先渡し契約の売り建てで為替リスクが相殺されます。先渡し契約は、それぞれの通貨のその期間の短期金利差がコストとなります。
- ② 通貨オプション：為替リスクを軽減するために、店頭オプションを使った(プット買いやシンセティックショート、ゼロコスト・オプションなど)ヘッジも行うことができます。また、部分的にヘッジをしたい場合には、通貨オプションでも、カバードコール戦略(上昇部分をギブアップする代わりに下落に対してのバッファーを作る)を利用することも可能です。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的としてブライト・アセット株式会社が作成した資料です。投資勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資に関する決定は、お客様ご自身で判断なさるようお願いいたします。

- ③ 上場先物の利用：為替リスクを軽減するために、上場している為替先物を売り建てることでヘッジが可能です。シカゴの先物市場にはオプションも取引されています。
- ④ 店頭外国為替証拠金取引(FX取引)の利用：為替の証拠金取引を使ってヘッジすることも可能です。ただし、証拠金取引は証拠金取引業者の信用リスクを負うことになります。東京金融商品取引所には、取引所為替証拠金取引もあり、個人でも法人でも利用が可能です。
- ⑤ 為替オーバーレイ戦略：国際分散投資を行っている年金などの機関投資家の間では、すべての通貨の為替リスクを一元管理する為替オーバーレイ戦略を採用するところもあります。為替専門のマネージャーに為替運用の委託を行うものです。純粋に為替市場からリターンを獲得を目指す「超過収益追求型」やクロス・ヘッジを避けることで全体の取引コストを下げる手法や市場環境に合わせて機動的にヘッジを行う「リスク管理型のアクティブ・ヘッジ戦略」など運用手法は分かれています。

このうち①②③がプロが使う主な為替ヘッジの手法になります。多くの通貨に分散投資している機関投資家は⑤の為替オーバーレイ戦略を採用するところもあるようです。

円安が勢いよく進行する局面では、③の裸での為替取引が収益が見込めます。また、膠着した横ばいのレンジ相場の場合でも、損することはないので、投資する証券の収益は期待できる。為替でも収益を上げたい場合は、為替にもカバードコール戦略が有効です。円高が進行する局面では、為替リスクを軽減するために為替のヘッジ取引を行うことになります。もしくは、投資した証券の売却し外貨も為替取引で売却することで投資を終了することもできます。イールドカーブが立っている局面では、こうした為替ヘッジ戦略だけでなく、レポ取引の利用も有効な投資手法となります。しかし、イールドカーブがフラットになってしまうと調達コスト（先渡し契約同様ヘッジコスト）との利回り差が小さくなり収益は見込めなくなります。継続的に投資を行う場合には、①②③⑤を利用しながら、各種戦略を組み合わせる(⑤自体は各種戦略の組み合わせ)ことで、安定的な収益の獲得を目指すことが可能となります。一部の外資系運用会社では、各種デリバティブ(通貨スワップ、先物、オプションなど)を多用することで、先物渡し契約以外のヘッジ手法を為替オーバーレイ戦略として提案しているところも出始めています。

上記の上場先物を売り建てるヘッジ手法は、取引所にアカウント(取引口座)を開設する必要もあるため、金融機関やヘッジ・ファンドなどのプロに限られています。銀行の場合、先渡し契約ではクレジット・リスクが高まり自己資本規制にも影響するため、クレジット・リスクの低い先物をヘッジに利用することもあります。

参加者ごとに違う外貨運用の特徴

銀行（3メガ商業バンク）：

内外のインターバンクで外貨の調達(行内の外貨預金も含む)も可能であるが、巨額の外貨資金調達には、取引に対するクレジット・リスクもあり、たやすくはありません。かつては、米国のMMF向けに大量にCPを発行してドルの調達を行っていた時期もありますが、米国のMMFがガバメントMMF(米国債のみで運用するMMF)へ移行するなか、CP発行によるドル資金調達は急激に縮小していましたが、最近徐々に増加傾向にあります(グラフ3参照)。

しかしながら、邦銀の米ドル資金需要は拡大を続けており、時期によっては米銀によるドル供給では追いつかない事態も生じ始めています。需給のバランスは毎年年末に話題になることが多いので、新聞でもよく見かけていることだと思います。

保有資産を担保に出すレポ取引は多く活用されています。しかしこの取引もリーマン・ショック以降のレバレッジ規制やバーゼルIIIの影響もあり、米銀はこの取引を縮小させていて莫大な資金需要は賄えていないようです。

通貨スワップの利用はますます増加しているようです。IMFは、日本の銀行のドル調達は30%を占めているは報告しています。順延投資為替リスクをヘッジする際には、資産運用規模が大きいことや為替のマーケットメイク業務もあることから、先物市場の利用も可能です。

銀行であれば、株式を保有すると、自己資本比率にも影響が大きいことから、株式投資の割合はほとんどありません。外貨建て投資においては、ほとんどが債券投資と融資(ローン)になります。まれに、ファンドを通じて株式投資を行うこともあるようです。ヘッジ・ファンドへの投資なども、機動的・戦略的に行っているようです。

系統銀行：

海外で銀行業務をやっていないので、投資資金のほとんどは日本円となります。裸での投資は、為替リスクが大きすぎるので、各種の外貨調達手段を幅広く活用しているようです。

農林中金の場合、市場運用資産の総額は65.4兆円。通貨別内訳は円26%、ドル54%、ユーロ15%、その他5%で、資産種別内訳は、国内債券19%、外国債券39%、株式6%(外国株4%)、クレジット36%(外国クレジット35%)となっています。一方負債の項目を見てみると、預金70.1%(67.9兆円)、農林債1.3%、その他の調達20.6%(19.9兆円)、その他の負債7.2%となっています。こうしてみると、外貨資産48.4兆円(74%)からその他の調達およびその他負債を外貨資産から差し引いた後残った21.4兆円は裸の外貨投資ということになります。この金額に対して投資を増やすとか減らすという判断以上に為替リスクをいかに抑えるかということがもっとも重要な運用戦略となってきます。為替リスクの1割に対してヘッジに動いたただけでも巨額のフローとなり、相場を動かすこととなります。その他の調達には、通貨スワップがありますが、市場ではゆうちょ銀行とともにドル/円の通貨スワップ市場を支配しているようです。ヘッジ・ファンドへの投資なども積極的に行っているようです。

参考記事：巨大投資家、農林中金の苦悩 ドル調達コスト上昇

農林中央金庫の資産運用が難路に差しかかっている。22日に発表した2019年3月期の連結決算は、純利益が1035億円と前の期比で30%減った。運用先の5割超が米ドル建て資産のため、ドル調達コストの上昇が直撃した。105兆円の総資産を抱える巨大投資家の苦悩は、市場部門の逆風に直面する邦銀に共通する課題を浮き彫りにしている。「減益要因はひとえに米国の段階的な利上げ、外貨調達コストの上昇に尽きる」。農林中金の奥和登理事長は22日の決算会見でこう話した。最終減益は16年3月期から4期連続だ。

農林中金の運用資産は54%がドル建てだ。米連邦準備理事会（FRB）が利上げを開始した15年12月以降、手元の円資金をドルに替えて運用する際のコストが上昇した。単体の外貨調達利回りは前期に1.95%と前の期比0.78ポイント上昇、調達コストは8250億円と3000億円弱増えた。

格付けの低い企業への融資を束ねて証券化したローン担保証券（CLO）などの積み増しで運用利回りの確保を狙うが、調達コストの上昇に打ち消されてしまう。

FRBが年内の利上げ停止を表明したことで、米金利は2月以降に低下。奥理事長は外貨調達コストについて「少し落ち着くと思う」としながらも「イールドハンティングという環境で運用が（特定資産に）集中し、利回り自体が低下している」と懸念を示した。

運用資産の4割弱は外国債券だ。16年の米大統領選でトランプ氏が勝利したことをきっかけに財政拡張懸念から米長期金利が上昇（債券価格は下落）し、近年は外債の含み損益が悪化していた。足元の金利低下で損益は改善しているが、「（先行きは）景気やインフレ次第。しっかり準備したい」（奥理事長）と楽観視はできないとの考えを示した。

市場運用の厳しさは邦銀に共通する。3メガ銀行など大手銀5グループの前期決算は、米国債の含み損処理などで傘下銀行合計の国債等債券損益が計738億円のマイナスとなり、損失額は前の期から600億円弱拡大した。連結純利益が計2兆449億円と前の期から24%減ったのも、市場部門の不振が大きい。

農林中金は全国の農協や都道府県単位の連合会（信連）から余剰資金を預かり、運用益を「奨励金」と呼ばれる預金金利で還元している。金融緩和によるカネ余りでJAバンクグループからの預金は膨張し続けており、前期末は約67兆8千億円と1年で1%増えた。

農林中金は調達が事実上、円に縛られるため、外貨預金の調達先がある三菱UFJフィナンシャル・グループなどのメガ銀と比べても、市場運用は外貨調達コストに左右されやすい。

店舗削減や採用抑制に動くメガ銀と同様、農林中金も構造改革を迫られている。奨励金は19年春から3年間で従来の年0.6%程度から0.1~0.2%圧縮する方向で動き始めた。

奨励金の改革は信連などへの預金金利を自由化した1992年以来だ。08年のリーマン・ショック後に1兆9千億円の増資を信連などに頼った関係で改革が遅れていたが、聖域に切り込まざるを得なくなった。

23年度までに業務の効率化などで従業員600人分の業務を削減するほか、事務の自動化やペーパーレス化でJAバンクグループの3割超の事務量を削減する。信用事業（銀行業務）に関わる約5万人のうち1万人程度を店舗から農業金融などにシフトさせ、JAバンクの効率化や貸し出し増に向けた体制づくりを急いでいる。

（日本経済新聞 2019/5/22より）

ゆうちょ銀行： 民営化前は、運用のほとんどは財政投融資で行っていました。小泉改革以降民営化が進むなかで日本国債での運用がほとんどになっている時期もありましたが、完全民営化後は、通常の商業銀行に近付いた運用手法に変わっています。系統銀行と同様に海外で銀行業務をやっていないので、負債の多くは日本円建ての貯金であり投資資金のほとんどは日本円となり、円による裸の外貨建て資産運用となっているようです。外国債券部分だけでも22兆円の規模がありますが、この大部分は

裸の円投資といえます。ヘッジコスト控除後で外国債券の利回りが、国内円金利水準を超えてきた場合は、円債投資の代替運用手段として外国債券運用を積極的に積み増すことがありました。今でもその残高は大きく残っているようです。投資信託の残高が非常に大きく約40兆円ありますが、いろんな運用会社に資産運用を委託しているようです。外債投信だけで18年3月末で37.4兆円と報告されています。19/3月末は説明がありませんでしたが、9月末の中間報告を参考にすると、外債投信を売却して直接投資に3兆円振り替えた可能性があります。あくまで推測です。裸での投資は、為替リスクが大きすぎるので、各種の外貨調達手段を幅広く活用しているようです。先渡し契約でヘッジすることも多いようです。通貨スワップの市場においては、系統銀行とともに市場を支配しているようです。また、外貨建て資産への投資において、多くは為替をヘッジしているようです。どちらにしろ、資産規模が大きいので、為替ヘッジをちょっとでも行えば、大規模な資金フローとなり為替相場を大きく動かすこととなります。ヘッジファンドやプライベート・エクイティなどへの投資(2.1兆円)も行っているようです。

参考記事：ゆうちょ銀を変身させた超低金利時代、今や外債運用の新たなクジラ

長引く超低金利時代は金融の世界を意外な形に変えた。例えば、世界の債券市場の主要プレーヤーとして、われわれが通常思い浮かべるのはパシフィック・インベストメント・マネジメント(PIMCO)やブラックロック、バンガードなど資産運用業界の巨人だが、これに日本のゆうちょ銀行が加わったら、どうだろうか。

日本郵政傘下のゆうちょ銀行は3月時点で、5770億ドル(約62兆3500億円)相当の外債を保有していた。これはフィデリティ・インベストメントの投資適格債券ポートフォリオやスタンダード・ライフ・アパティーンの債券ポートフォリオ全体よりも大きく、10年前とは大違いだ。

世界の債券市場に出現した新たなクジラとも言えるゆうちょ銀だが、好んで現在の姿になったわけではない。低金利によって事実上、日本国債市場から押し出されたのだ。日本の長期金利はゼロ%前後で、異例に低い米国債利回りよりもさらに低い。これが、1世紀以上の歴史を持つ日本の郵便貯金のビジネスモデルを変えた。

1875年にさかのぼる日本の郵便貯金事業は一時、世界最大の貯蓄金融機関となった。一般の商業銀行が手掛ける貸出業務は事実上、禁止されており、預貯金は主に国債に投資され、利回りが1%を十分に上回っていたころは、退屈でも利益の出るビジネスだった。ゆうちょ銀の貯金残高は2018年度末時点で約181兆円。しかし日本の国債利回りはあまりにも低く、ここで運用してもS&Pグローバル・レーティングが0.57%と見積もるコストを賄うことができない。

キーフ・ブレイエット・アンド・ウッズのアナリスト、デービッド・スレッドゴールド氏は、日本国債への投資は「今は破産への道だ」と話す。しかし、国内でゆうちょ銀が巨額資金を振り向けられる他の資産は株式しかなく、そのためには資本準備を増やす必要がある。従って、「海外資産に向かうしかなかった」と同氏はコメントした。

ゆうちょ銀の投資先の多くは十分に退屈だ。超安全で金利を生まない日本国債の代わりに、超安全で利回り約2%の米国債に投資。黒字確保には十分だが、為替変動という主要リスクがある。このリスクをヘッジすることは可能だが、そのコストは上昇した。

そこで、同行は新しい種類の資産を探し始めた。日本国債は依然、5390億ドル相当を保有しており、これは順次償還される。預金も増え続ける。十分な投資先を見つけるのは容易なことではない。ゆうちょ銀は一部資金をプライベートエクイティ(PE、未公開株)や不動産に振り向けるつもりだ。米国のローン担保証券(CLO)を含めたクレジット商品への投資にも踏み出した。

ゆうちょ銀を見守る人々は同行がバランスシート上に重大な時限爆弾を抱えてはいないと確信しているが、日本企業の海外投資には失敗例も多い。3月にはみずほフィナンシャル・グループが外債投資に絡み1500億円の損失を計上した。

日本郵政の長門正貢社長は6月の記者会見で、こうした現状に不安はないかとの問いに「これで安泰だとは思っていない。リスクも相応にあると思う」と答えた。「注意しながらも外債投資の数字は増えていくと思う」とも述べた。

金融庁などはCLOやその他ローンへの銀行の投資を注視しており、ゆうちょ銀が高リスク商品に投資する自由は限られそうだ。しかし、米国債利回りが低下するという別のリスクもある。モーニングスターのアナリスト、マイケル・マクダッド氏はゆうちょ銀や他の日本の銀行について、「本当に恐ろしいのは、皆が米市場に依存していることだ」と述べた。

10年物米国債利回りは過去9カ月に1ポイント余り低下。米連邦準備制度が利下げをするとの見通しの中、一部の債券ストラテジストは2%を大きく下回る展開も想定している。ユーロ圏も多くの国でマイナス利回りとなっており、より良い選択肢にならない。「世界が全部日本になってしまったら、逃げる先がない」とスレッドゴールド氏は述べた。

1つの選択肢はバランスシートを圧縮し、ゆうちょ銀を小さくすることだ。しかし人口が減り続ける日本の過疎地で金融サービスを提供しているのは同行だけかもしれない、さらに銀行事業は郵便事業を資金面で支えている。預金を受け入れない、あるいは手数料を上げて預金者を遠ざけるというのは、日本の政治家にとって難しい。

JPモルガン証券の西原里江シニアアナリストは、ゆうちょ銀は「ナショナルブランド」だと話す。厳しい利回り環境に加えクレジットリスクにも直面、さらに郵便局を含む2万4000の店舗を支えながらこうした課題を乗り越えていくのは容易ではないと同氏は指摘した。結局のところ、この巨大金融機関の運命は米国が日本と同じ恒久的な低金利環境に陥らないことにかかっているかもしれない。

(ブルームバーグ 2019/7/12より)

CLO 投資、農中・ゆうちょ急増 大手銀保有は今後も増加へ

ローン担保証券（CLO）に関し、農林中央金庫とゆうちょ銀行の運用残高が急増している。ロイターが上記2社やメガバンクなど主要9社を対象に実施したアンケート調査で分かった。調査対象期間の間に保有を増やしていない金融機関も、日銀の金融緩和の長期化やドル調達コストの上昇で、この先は保有が増えそうだと民間アナリストは予想している。

今回のアンケート調査は、米国で発行されたCLOの保有状況、リスク管理体制、今後の方針について、三菱UFJフィナンシャル・グループ、三井住友銀行、みずほ銀行、三井住友信託銀行、りそなホールディングス、新生銀行、あおぞら銀行、ゆうちょ銀、農林中央金庫の9行を対象に実施した。保有状況については、18年3月末、6月末、9月末、12月末の残高などを聞いた。回答期間は3月11日～15日で、全社が回答した。

<急増は2社>

18年3月末以降、保有残高が急増したのは農林中金とゆうちょ銀。農林中金は米国を含めたCLO保有残高が、18年12月末時点で6兆8000億円。3カ月に1兆円のペースで増え、同年3月末比1.8倍となった。

ただ、地域別のCLO残高は回答しなかった。ゆうちょ銀は、18年12月末の米CLOの保有残高が1兆円で、同年3月末の2倍になった。農林中金は、国際分散投資を基本方針に「全体としてリスクバランスのとれた健全性と収益性の高いポートフォリオを構築することが目標」と回答。「債券、株式、クレジット資産の主要アセットクラスから得られる収益とリスクを、リスク管理部門による適切なけん制を効かせながら、アセットクラス間の相関なども考慮のうえ資本の範囲内でコントロール」しているという。

<5社は大きく増やさず>

三菱UFJ、三井住友銀、みずほ銀、三井住友信託銀、新生銀は、調査対象期間中に保有を大きく増やしていない。18年12月末の各行の米CLO保有残高は、三菱UFJが傘下の三菱UFJ銀、三菱UFJ信託銀の合算で2兆5000億円、三井住友銀が770億円、みずほ銀が5000億円程度、三井住友信託銀が3048億円、新生銀が数百億円。三菱UFJは18年12月末の保有残高しか明らかにしなかったが「15年の残高より増えていない」とコメントした。三井住友も18年12月末の保有残高のみ回答したが「18年3月末以降、残高は特段大きく増減していない」とした。三井住友信託銀は18年3月末以降、保有残高が緩やかに増えた。ただ、「リスクリターンを見極めつつ、慎重に取り組みを進めてきた」と説明。保有しているのはAAA格のみで、かつ、原資産であるレバレッジドローンがデフォルトに陥った際に損失を吸収する劣後部分が多量の商品に絞っているとした。同行は、リスク管理手法として、CLOのストラクチャーの強度、組成したマネージャーの能力などの見極めに加え、CLOおよびその裏付け資産であるレバレッジドローンについて、バリュエーション面と融資規律の2側面から、市場に過熱感がないかモニタリングしているとした。米CLOを保有している金融機関は、いずれもAAA格のみ保有していると回答した。

<りそな、あおぞらは保有なし>

一方、りそなホールディングスとあおぞら銀は18年3月末以降、一貫して保有がゼロだった。りそなは、りそな銀など傘下の銀行がいずれも米CLOを保有していないと回答した。「グループ各社の海外有価証券投資については、国債もしくはそれに準じる信用力の高いものを中心に運用を行っている。米国で発行されているCLOは投資対象としていない」とした。あおぞら銀は、米CLOに投資していない理由として、「レバレッジドローンに取り組む場合、個別案件・債務者ごとのリスクを精査する方針であるため」と回答した。

<先行き着実に保有増の見方>

今後の保有方針について、三井住友信託銀は「来期も、適正なスプレッドが確保できる限りにおいて、リスク耐性の強固な案件に取り組んでいく方針」とした。新生銀は「当面は現状のアロケーションの範囲で推移させる方針」と回答。みずほ銀は「市場動向を見極めつつ検討していく」とした。金融庁は3月末、証券化商品の保有にあたってのリスク評価を厳格化する規制を導入したが、日本国債の利回りが低く、日本の金融機関による外貨建て金融商品への投資は続くと言われている。SMBC日興証券・下里裕吉マーケットアナリストは、米ドルの調達コスト上昇で、米ドル建て商品の中でも「スプレッドのあるモーゲージやクレジットに、資金が向かう可能性が高い。クレジットの中では、CLOを手掛けざるを得ない」と指摘。「どんどんCLOのエクスポージャーを上げることはないにせよ、粛々と積み増す方向ではないか」と予想している。

（ロイター 2019/4/8より）

保険会社

保険会社は日本で集めた保険金の運用を行っているため、外貨投資は裸で為替リスクをとることになります。ただし、こちらも運用規模が大きいことから、為替リスクのヘッジは様々な方法を利用しているようです。多くは先渡し契約でロールしているようですが、一部はオプションなどデリバティブを使ったヘッジも行っているようです。為替の相場水準によっては、ほとんどが裸となることもあるようです。ただし、ヘッジコスト控除後で外国債券の利回りが、国内円金利水準を超えてきた場合は、円債への投資の代替運用手段としてヘッジ付外国債券運用を積極的に積み増す傾向が強いです。ソルベンシー・マージンの改善にもつながるので、今でもその残高は大きく残っているようです。銀行と違い、株式投資は資産運用において重要な位置を占めるものなので、投資残高は多

きいようです。ヘッジファンドやプライベート・エクイティなどオルタナティブ金融商品への投資も円建てに限らず、外貨建てでの運用もあるようです。大手生命保険会社は、毎年運用方針を公表しており、参考になることがあります。（参考記事参照）

参考記事：日本の生命保険各社の資産運用姿勢報道

日本生命、オープン外債や外国株を増加 – 19年度運用計画

日本生命保険は2019年度の運用計画で、為替リスクを回避せずオープンで投資する外国債券の残高やオルタナティブを含めた外国株の残高を増やす。今年度の新規資金は昨年度並みの1兆6000億円程度を見込んでいる。

岡本慎一理事財務企画部長は22日の記者説明で、1%にほど遠い日本の超長期国債の水準について「積極的に買う水準には足りない」と述べた。一部国債に投資するが、積み増しは予定利率を引き下げた契約などの分にとどめ慎重に投資し、日本国債の残高は横ばいを計画。そのほか、外国債券を通貨スワップで円金利化して投資するなど、国内債券等の残高は横ばいから増加を見込む。ヘッジ外債は、米ドルのヘッジコストの高止まりが見込まれ、残高は横ばいから減少を計画。海外の国債を売却しスプレッド収益が獲得できる社債やプロジェクトファイナンス(PF)に入れ替える。オープン外債の残高は増加。外債はヘッジとオープンの間で機動的に為替リスクをコントロールし配分調整する。岡本氏はオープン外債の積み増しについて「金利・為替次第で数千億円になる可能性もある」と述べた。国内株は横ばいを見込む。外国株式等については、利回り向上と分散投資に向けて、海外クレジット、海外PFに続き、実物資産を含めるオルタナティブ資産への投資で増加の予定。海外不動産・インフラでは今後2年間で2000億円の投資を計画している。国内不動産は物件のリニューアルを中心に投資しつつ、新規優良物件の取得にも柔軟に対応する。残高は横ばいとなる見込み。

【2019年度の運用計画一覧】

単位：億円	国内債	外債	ヘッジ外債	オープン外債	国内株	オルタナティブ
日本	横ばい～増加	NA	横ばい～減少	増加	横ばい	増加
明治安田	やや増加	NA	増加	やや増加	やや減少	NA
第一	減少	NA	金利水準次第	為替水準次第	減少	増加
住友	増加	増加	増加	増加	増加	NA
富国	▲300	200	500	▲300	200	NA
大樹	500弱	増加	▲数百	3500程度	横ばい	100程度

【2019年度の金融環境見通し一覧（19年度末の水準）】

	国内金利(%)	米国金利(%)	日経平均(円)	ダウ(\$)	ドル円(円)	ユーロ円(円)
日本	▲0.2-0.2 (0.00)	2.2-3.2 (2.7)	21000-26000 (24000)	24000-29000 (27500)	100-115 (110)	115-135 (126)
明治安田	▲0.15-0.15 (0.05)	2.1-3.0 (2.7)	20000-24000 (23000)	24000-29000 (27000)	100-120 (110)	120-140 (130)
第一	▲0.2-0.2 (0.00)	2.0-2.8 (2.3)	18000-24000 (20000)	22000-28000 (25000)	100-114 (108)	110-135 (125)
住友	▲0.2-0.2 (0.10)	2.0-3.0 (2.6)	18500-25500 (22500)	22000-29000 (27000)	100-120 (110)	115-140 (130)
富国	▲0.2-0.2 (0.00)	2.3-3.0 (2.6)	19000-24000 (23500)	23000-27000 (26000)	100-115 (110)	115-135 (125)
大樹	▲0.1-0.2 (0.00)	2.4-3.0 (2.7)	20000-23000 (21500)	23500-26500 (25500)	104-114 (109)	118-133 (126)

※日本生命は年度末レンジ（年度末見通し）

※第一生命は想定レンジ（年度末中心）

※大樹生命（旧三井生命）は19年度末の見込み（中心）
（ブルームバーグ、ロイター 2019/4/22より）

第一生命、オルタナティブ・不動産の残高増加 = 19年度運用計画

第一生命保険は22日、2019年度の一般勘定資産運用計画について、オルタナティブや不動産の残高が増加する見込みだと発表した。低金利が続く厳しい運用環境下で、安定収益を確保できるアセットに資金を回す。ヘッジ付外債は国内外の金利動向、オープン外債はリスク許容度や為替動向をにらみながら残高を調整する。円債は、プロジェクト・ファイナンスやアセット・ファイナンスなどへの投資は継続する方針だが、自然体では償還などにより純減する見込みという。

22日に行った運用計画説明会で、運用企画部長の甲斐章文氏が明らかにした。

オルタナティブの残高は18年度に引き続き増加を見込む。ヘッジ・ファンドはポートフォリオ全体のリスク分散につながるという観点からファンドに投資。プライベート・エクイティはバイアウト・ファンドやインフラ・ファンドへの投資を続ける。

19年度は組織を改編し、オルタナティブ投資部を新設。同部内に設けたイノベーション投資グループが、QOL（生命や生活の質）向上や社会課題解決に貢献するベンチャー企業などを組み込むファンドなどへ投資する。

不動産も18年度に続いて残高が増加する見通し。収益力向上や分散投資の観点で魅力的なアセットという位置づけ。「投資判断では賃料収入の安定性を厳格に評価。価格変動に強いポートフォリオを構築していく」（甲斐氏）。東京・港区、虎ノ門の再開発案件については「19年度より先の話」とした。

為替ヘッジ付外債は前年度、高止まりのヘッジコストを勘案してオープン外債へ振り替えを進めた。償還資金の再投資も行わなかったため、現物の残高は減少した。一方、金利上昇を見込んで構築していたヘッジポジションを解いたことによりデリバティブは増加。ヘッジ外債全体では残高が増加した。19年度は内外の金利動向を踏まえ機動的にコントロールする。

為替ヘッジを付けないオープン外債は、リスク許容度や為替水準をにらみながら残高を調整する。18年度は為替動向を踏まえた積み増しや、ヘッジ外債からの振り替えで現物残高は増加した。一方、相場の円高に備えたヘッジポジションを積み増したことで、デリバティブを含む全体の残高は減少した。

円債の残高は前年度に続き減少する見込み。プロジェクト・ファイナンスやアセット・ファイナンスなどへの投資を継続する一方、全体では償還などにより減少となる。

国内株はリスクコントロールを目的に売却する方針で、18年度の残高は減少した。引き続き成長銘柄などへの投資は継続するものの、19年度の全体の残高は減少する見込み。株式投資では、環境、社会的責任、企業統治に配慮している企業に投資する「ESG投資」の要素を盛り込む。気候変動への取り組みや収益性なども精査して投資対象を選ぶという。

（ロイター 2019/4/22 より）

外国債、昨年度の2400億円より増加 = 19年度・住友生命運用計画

住友生命保険は23日、2019年度の一般勘定運用計画で、外国債券などを増やす方針を示した。相対的に利回りの高い為替ヘッジ付き外債建てクレジット資産への投資を一段と拡大。オープン外債も相場変動による収益機会を捉えながら投資を拡大する。23日に開催した2019年度の運用方針説明会で明らかにした。

今年度は国内債券、為替ヘッジ付き外債、オープン外債、国内株・投信等、外国株・投信等をすべて増やす予定。国内債券は、金利上昇局面では超長期債に入れ替えながら積み増しを図る予定で、昨年度（2400億円）と同水準の増加を見込んでいる。為替ヘッジ付き外債とオープン外債は今年度（2400億円）よりも「いくらか多い金額を考えている」（運用企画部長の藤村俊雄氏）といい、為替ヘッジ付き外債は米欧を中心とする信用力の高い銘柄に投資。オープン外債は相場変動による収益機会を捉えながら投資を拡大する。同社は今年度、ドル円は100-120円のレンジを想定しているが、オープン外債は「今年度のレンジ予想の真ん中より下が購入の目安」という。外債建保険見合いでも投資も行う予定。

国内株・投信等は、株価下落局面での買い入れを検討し、昨年度（600億円）と同程度積み増す方針。昨年度2500億円増やした外国株・投信等は、インフラエクイティ・ファンドやプライベートエクイティ・ファンドへの投資を拡大することで、昨年度並みの増加を見込んでいる。

新規資金について藤村氏は「昨年度は短期運用目的でレポで資金調達した影響があり、これが半分ぐらいあった。この影響を除くと、今年度も昨年度と同じくらいになるだろう」と語った。昨年度の新規資金は1兆2100億円だった。

（ロイター 2019/4/23 より）

年金（GPIF）

以前の年金運用は、円建ての国債が中心でしたが、株式の比率を大幅に引き上げ、外国債券の比率も引き上げてきています。以前の基本ポートフォリオは、円債：円株：外債：外株 = 65%：12%：11%：12%でしたが、現在では円債：円株：外債：外株 = 35%：25%：15%：25%となっています。投資割合を変えた2014年時点の運用残高は133兆円だったので、当時から比較して外債で11.6兆円、外株で20.7兆円残高が増加しています。外債への資産運用比率を上げたことはある意味政策的でもあるので為替ヘッジはほとんどしていないものと考えられます。

参考記事：GPIFの米国債保有額が5割増、為替リスク取って高金利狙ったか

世界最大の年金基金、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が最も多く保有する外国債券は2018年度も米国債だったが、残高はこれまでの横ばい圏から53%の増加となった。

GPIFの米国債保有額は3月末時点で10兆6615億円。開示情報でさかのぼれる14年度から17年度までは6兆円台にとどまっていたが、昨年度は金利低下に伴う評価額の上昇と小幅な円安・ドル高による為替差益も含め、1年間で3兆6778億円増えた。生命保険会社などが為替差損の回避措置（ヘッジ）コストが高いドル建て債を敬遠して欧州債に向かう姿とは対照的だ。

バンクオブアメリカ・メリルリンチの大崎秀一チーフ金利ストラテジストは、GPIFは為替相場の変動も長期的な分散投資効果の一環とみる年金勢で、円債の代替としてヘッジ外債を買う生保とは立場が異なると指摘。「米10年国債利回りが3%

を超えた辺りで為替オープンで買い、その後の金利低下で含み益が生じているはずだ」と推測する。同利回りは昨年10月に3.26%と7年ぶり高水準を付けた後、足元では2%割れまで下げた。

財務省の統計によると、GPIFも含めた国内勢による米ソブリン債の買い越し額は昨年度1916億円にとどまった。民間の投資家は売り越しだった可能性が高く、GPIFのオープン外債投資は結果的に円高圧力を和らげる役割も果たした格好だ。

GPIFは昨年度に初めて為替ヘッジ付きの米国債に投資したが、3月末の残高は5882億円と米国債保有額の5.5%にとどまった。ドル建てヘッジコストの高さや欧州金利の低下、米欧の金融政策見通しを踏まえると厳しい環境は変わりそうにない。BofAの大崎氏は「初めてのヘッジ外債だが、巨額の運用資産を抱えるGPIFにとっては少額」で、まだ「取りあえずやってみただけ」の段階だろうと指摘した。

(ブルームバーグ 2019/7/12 より)

GPIF、運用資産 159.2 兆円と年度末として最高、株高・債券高-18 年度

世界最大の年金基金、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の2018年度運用資産残高は159兆2154億円と年度末ベースで過去最大となった。世界的な金融緩和政策の長期化などによる外国株式の上昇と国内外の債券高、円相場が安定していたことが背景。

高橋則広理事長のコメント(公表資料)

昨年度は「外国株式が上昇したことから、年度ベースではプラスの収益率となった」と指摘。年度前半に内外の株価が堅調に推移した後、世界経済と企業収益の先行き懸念や米利上げ継続の観測などから大幅に下げたが、その後は米金融当局が正常化に慎重な姿勢を示したことで米株価が回復したとし、GPIFは引き続き、短期的な市場変動にとらわれず、長期的な観点から運用していくと述べた。

資産別の構成割合

年金特別会計が管理する資金も含めた積立金全体に占める構成比(3月末) 上段運用資産額:兆円

国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産	オルタナ資産
43,1627	38.6556	27.8187	41.8975	12.5871	NA
26.3%	23.55%	16.95%	25.53%	7.67%	0.26%

(ブルームバーグ 2019/7/5 より)

年金(銀行の信託勘定・投資顧問)

信託銀行や投資顧問では、公的年金や企業年金の運用を行っています。年金の運用なので、円資金であり、為替リスクは裸の状態であることが基本ですが、契約によりヘッジ付の運用もあるようです。かつては、運用はアクティブ運用がほとんどでしたが、現在ではパッシブ運用の比率が増加してきています。

公募投資信託

日本の公募投資信託のうち、外貨建て資産で運用している割合は45%程度で約45兆円になります。しかし、残高の大きい純資産額が1,000億円以上のファンドで、為替ヘッジしているものはほとんどありません。30兆円から40兆円は裸で為替リスクを負っているものと思われます。

日本の政府(外貨準備)

日本の外貨準備は3月末時点で143兆円でした。これは過去に円高を防ぐために為替介入を行ってきた累計です。基本円高防衛で為替介入を行ってきたため、ヘッジをかければ逆介入となり相場にとっても大きな影響を与えてしまい、その行動自体が本末転倒ということになるので、動かさずに見守るだけです。流動性が高くリスクの低い債券中心に運用しているようです。ほとんどの部分が米国の短期国債のようです。

ヘッジ付外国債券投資

為替ヘッジ付の外国証券投資を説明します。

為替ヘッジは通常短期間の先渡し契約を繰り返すことによって行われます。

1か月の米ドル/円の為替ヘッジを想定して取引例を示してみます。

- ① 日本円1か月短期金利 0%、米国1か月短期金利 3%、であった場合、この場合日米短期金利差は3%であり、この数字がヘッジコストとなります。
- ② 日本円1か月短期金利 0%、米国1か月短期金利 1%、であった場合、この場合日米短期金利差は1%であり、この数字がヘッジコストとなります。

もし、10年の米国債券の利回りが、3%であった場合、①の場合ヘッジコストを差し引いた収益は、 $[3\%（債券利回り） - 3\%（ヘッジコスト） = 0\%]$ で0%となり、為替リスクはありませんが、キャリーで収益は得られず、10年米国債金利のリスクだけを保有することになります。

一方、②の場合、ヘッジコストを差し引いた収益は、 $[3\%（債券利回り） - 1\%（ヘッジコスト） = 2\%]$ で2%となり、為替リスクを持たないで差額の2%という収益が期待できます。

長短金利差がありイールドカーブが立っている状況であれば、長短金利差を利用することで為替ヘッジ後でも収益は見込めます。しかし、イールドカーブがフラットになってくる（長短金利差が無くなる）と短期の調達コストが上昇し、ヘッジを行うとそのコストで収益が吹き飛んでしまいます。当然、こうした短期金利も長期金利も中長期間にわたって同じであるということはないので、どのタイミングでヘッジをかけるかかけないかという判断を行うこととなります。

為替ヘッジは、通常先渡し契約でスポットの反対売買を繰り返すこととなります。米ドル/日本円のヘッジの場合、一般に毎月1か月先のドル売り・円買いを行います。その期日が近づいてくるとその約定の反対売買を行い、再度1か月先のドル売り契約を繰り返していきます。この取引は一般的なもので、ロールということで簡単に取引が行われます。この約定時、毎回先渡しレートは、それぞれの金利を計算して受け渡しレートが計算されます。この先渡し契約の基準となる1か月物の短期金利差がヘッジのコストとなります。

為替ヘッジにかかるコストは、理論的には「外貨の短期金利と日本円の短期金利の差」となりますが、各通貨の見通しや需給などの状況によっては、外貨の調達に対する上乗せ金利が発生し、為替ヘッジコストは短期金利の差と乖離します。

- 日銀の政策金利と海外の中央銀行の政策金利の差がヘッジコストに影響します。また、各国中央銀行の金融政策に対する市場の思惑により、市場が織り込む将来の金利差に変化が見られた場合は、ヘッジコストの変動につながります。

需給要因による変動要因

- 企業の輸出入代金などの決済資金として外貨の需要が高くなる時期があります。特に基軸通貨である米ドルや、特定の経済圏で決済に広く利用されているユーロなどの通貨は、四半期末になると代金決済のため、当該外貨の需要が高くなり、上乗せ金利が上昇し、一時的にヘッジコストが上昇する傾向があります。
- 邦銀などが外貨建て資産に投資する際、為替変動リスクを回避する目的で、円を担保に外貨の短期資金の調達を行なうことが一般的であるため、邦銀などの外貨建て資産への投資需要が増加する場合は外貨の上乗せ金利が上昇します。
- 先行き不透明感が高くなると、リスク回避の動きから基軸通貨である米ドルの需要が高くなります。リーマン・ショックや欧州債務危機など、金融市場が不安定になると米ドルの需要が多くなり、ヘッジコストが上昇する場合があります。
- 米ドルの供給面では、リーマン・ショック後に各国で導入・強化されたレバレッジ規制や、ボルカールールなどの金融規制が米ドルの供給量を減少させる遠因となっています。規制の下では、バランスシートの拡大が抑制されるため、国際的な取引を行う金融機関はリスク許容量を大幅に低下させており、その影響により米ドルの供給量が減少します。

投資信託の為替ヘッジ付きコースの場合はほとんどこの先渡し契約のロールで対応しています。先渡しの期間ですが、1か月～3か月の期間で行うことが多く、フロントランニングを避けるため、ロールのタイミングをずらすこともあります。

現状を考えると、2019年6月末時点で、大体下記の利回りとなっています。

日本の短期金利 0%、米国の短期金利 2%、

米国の5年国債金利 1.75%、米国の10年国債金利 2%、米国社債(Baa)4.5%、米国ハイ・イールド債 6%

為替のヘッジコストは2%で、市場は米国の更なる利下げを望んでおり、しばらく（半年から1年間）はこの水準で推移しそうです。その場合、5年国債は1.75%の利回りなので、ヘッジコストを差し引くと-0.25%損することになります。10年国債で利回り差は0%、社債であれば2.5%、ハイ・イールド債であれば、4%の収益が見込めます。こう考えれば、国債には投資妙味無しで、クレジット・リスクを伴うが、収益が期待できる社債投資しかできなくなります。

株式投資の場合、S&P500 配当利回りは、1.85%なので、ヘッジコスト割れしてしまいます。株式の場合は、キャピタルゲインが主な収益の源泉であるので、配当利回りを使うのはあまり意味のないことですので、参考までに記載しました。米国 REIT の場合、米国 REIT の配当利回りは、4.15%なので、差額 2.15%の収益が見込めます。

ヨーロッパの場合は、2019年6月末時点で、大体下記の利回りとなっています。

日本の短期金利 0%、ECB の短期金利 0%、

ドイツ国債(5年) -0.66% (10年) -0.3%、フランス国債 (10年) 0%、イタリア国債 (10年) 2.1%、

スペイン国債 (10年) 0.39%

為替のヘッジコストは0%です。その場合、ドイツ国債はマイナス金利となるため、持てば持つだけ損失が膨らんでいきます。フランス国債は昨年 0.75%程度金利があったため、日本の機関投資家がヘッジ付外債でたくさん購入したようです。しかし3月には0.4%程度まで金利が低下したことから投資妙味は薄れています。スペイン国債も、年初は1.5%程度あったのが、今では0.4%なので、リスクの割には投資妙味が薄れています。イタリア国債は、昨年 2.5~3.0%ありましたが、金利は急低下し、7月に入ってからは1.6%程度で推移しています。ECB の追加金融緩和期待が大きくなっているため、急激に周縁国の金利は大きく下がりました。短期的には、妙味があるのかもしれませんが、ただし、イタリアの政治リスクを積極的にとれる日本の機関投資家は少ないようです。

また、別のヘッジ方法として、為替の上場先物取引を売建てする方法もあります。この場合、100円のドルが90円に下がれば、売建てした為替先物は10%の利益になるため、株式投資分の為替損10%を補うことができ、結果、為替変動の影響を受けないことになります。

通貨スワップを使って外貨建て債券のキャッシュフローをすべて円建てにスワップするという手法もあります。通貨スワップ市場でジャパン・プレミアムが大きくなったところで、保有している債券のキャッシュフローを確定させられれば有効な戦略といえます。

ヘッジ付外債を手仕舞う際の目安ですが、投資先の金融商品の価格下落水準が目安として使うことができます。債券投資であれば、10~20%価格が下落すれば、さすがに損切りせざるを得ないでしょう^{※注5}。

利回りで言うと、10年の債券ならデフレーションは8年ぐらいなので、買った時より1%金利が上昇すれば、価格は約8%下落します。米国社債のデフレーションは5年とすれば、金利が2%上昇すれば10%価格が下落します。米国の5年と10年の金利が、半年から1年の期間で、1%上昇すれば、債券投資の場合、6~8%程度価格は下落するので、損切ポイントが近づいていると判断できます。ヘッジコストと保有資産の保有期間利回り差次第ですが、国債・社債・ハイ・イールド社債の金利水準（上乘せスプレッドも含めて）は、注意深く見守る必要があります。

※注5：因みに、外貨建て資産の時価評価に関して日本の税法上の規定で15%というものがあります。評価損が15%を超えた場合、損失として計上できるというルールです。これはヘッジ付外債にはあてはまりません。15%というのは、目安です。

参照：国税庁 法令解釈通達 外貨建て資産等の換算等

https://www.nta.go.jp/law/tsutatsu/kihon/renketsu/17/17_02.htm