

金融市場局ワーキングペーパーシリーズ 2000-J-5

**外貨調達プレミアム：マクロ的な調達構造の影響**

日・米・英・独の比較

花尻 哲郎

tetsurou.hanajiri@boj.or.jp

日本銀行金融市場局

〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30 号

2000 年 4 月

日本銀行金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、金融市場局スタッフによる調査・研究成果をとりまとめたもので、金融市場参加者、学界、研究機関などの関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融市場局の公式見解を示すものではありません。

外貨調達プレミアム：マクロ的な調達構造の影響  
日・米・英・独の比較

花尻 哲郎\*

[ 要 旨 ]

ジャパン・プレミアムの発生には、一般に指摘される邦銀の信用状況ばかりではなく、マクロ的な金融構造要因が関係している可能性がある。本稿では、こうした金融構造要因として、政府・金融・企業部門を合わせたマクロ的な外貨調達構造のインバランスに注目し、日・米・英・独の4ヶ国について分析を行う。その際、米は基軸通貨国であり、英はグローバルな参加者から成る金融市場を擁しているため、主に日・独の比較に焦点を当てる。

分析の結果、日本は独に比べて以下のような特色を有していることが分かった。すなわち、日本は、 対外負債の期間別構造が短期に偏っている。また、 交換対象がドルに偏っているほか、対外取引のインターバンク依存度が高く、外貨調達チャネルの多様性が乏しい。さらに、為替スワップ取引を通じて円を担保に外貨を調達するチャネルのストレスへの耐性という面では、円建の短期国債発行残高の少なさも脆弱性をもたらす1つの要因になっている可能性がある。ドル取引の為替レートのボラティリティが大きいことも、外貨調達に係る市場リスクを高めることを通じ、プレミアム発生要因の1つとなっている可能性もある。

キーワード：ジャパン・プレミアム、外貨調達、対外資産・負債、為替レート、為替スワップ

JEL分類：E58, F31, F34, G15

---

\* 日本銀行金融市場局金融市場課 E-mail: tetsurou.hanajiri@boj.or.jp

## (目次)

1 . 問題意識 .....	1
2 . マクロ的外貨調達構造のインバランス .....	4
2.1 対外資産・負債構造のインバランス .....	4
2.1.1 対外資産・負債のボリューム .....	4
2.1.2 期間別のバランス .....	6
2.1.3 通貨別のバランス .....	6
2.2 外貨調達チャンネルのストレスへの耐性 .....	7
2.2.1 外貨調達チャンネルの偏り .....	7
2.2.2 外為市場における取引通貨ペアの偏り .....	9
2.2.3 リスクフリー・アセットの規模 .....	10
2.3 本国通貨を対価とする取引の市場リスク（為替レートのボラティリティ） .....	11
2.3.1 為替レートのボラティリティ .....	11
2.3.2 ジャパン・プレミアムと円安の発生状況 .....	12
3 . まとめ .....	15

## 1. 問題意識

ジャパン・プレミアムを発生させた主な要因としては、一般に邦銀の信用状況の悪化が指摘されることが多い<sup>1</sup>。しかしながら、ジャパン・プレミアムの動きを子細にみると、必ずしもその時々々の邦銀の信用状況だけに影響を受けている訳ではないように窺える。すなわち、97、98年の金融危機時には、短期間にジャパン・プレミアムが乱高下しており、さらに遡ってみると95年から98年にかけて毎年のように年末にかけてプレミアムの発生が観察されている（後掲図表1）<sup>2</sup>。また、邦銀の信用状況の悪化に歯止めがかかっている99年入り後についても長めのタームのジャパン・プレミアムは依然として残存している（後掲図表3）。これらの事実を踏まえると、ジャパン・プレミアムの発生には、その時々々の個々の金融機関の信用状況だけでなく、その他の要因も影響を与えているのではないかと考えられる。本稿では、1つの仮説として、外貨調達に關係するマクロ的な金融構造がジャパン・プレミアムの発生に影響している可能性について検討を行う。

先進国において外貨調達プレミアムを発生させる金融構造要因としては、マクロ的な外貨調達構造のインバランスが挙げられる。すなわち、先進国であっても、調達構造のバランスがとれていない場合には、信用状況に対する懸念が強まるようなストレス下において、追加的に外貨調達プレミアムを付加される可能性があると考えられる。マクロ的な外貨調達構造のインバランスとしては、まず対外資産・負債構造に係るインバランスが重要である。この点については、

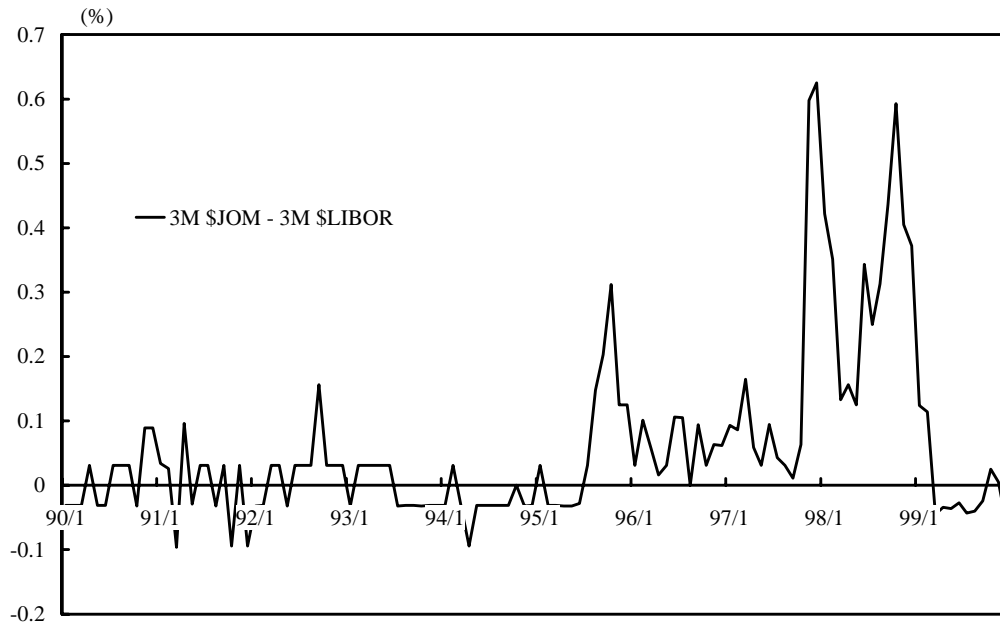
対外資産超であるか否か、グロスの調達額が市場規模等と比較して十分マネージャブルなレベルか否かといったボリューム面と、調達の期間別構造のインバランスが重要なチェックポイントとなる。また、外貨調達を行うチャネルのストレス耐性も重要である。この点については、チャネルの多様性および自国通貨の受け皿としての安全資産市場の十分さが鍵となる。さらに、外貨調達に係る市場リスクの大きさについて検討することも必要である。この点では、自国通貨から外貨に変換する際の為替レートのボラティリティが重要である。

以下では、2. で日・米・英・独の4ヶ国について、上記 ~ のポイントを比較した後に、3. で分析結果を整理する。

<sup>1</sup> 花尻[1999]（金融市場局ワーキングペーパーシリーズ99-J-4「3つのジャパン・プレミアム：97年秋と98年秋」）では、ジャパン・プレミアム拡大の背景として邦銀の信用状況に対する信認の低下、とくに海外市場における評価の厳格化を指摘した。

<sup>2</sup> 後掲図表2で日・米・英・独の銀行の外貨調達に係る格付をみると、英・独の銀行は安定的に高い信用力を確保しており、米銀は90年入り後に格付が急落したものの、その後92年初からは格付が改善している。この間、邦銀の格付は悪化しているが、その動きはジャパン・プレミアムの変動を裏付けるほど頻繁に変動してはいない。

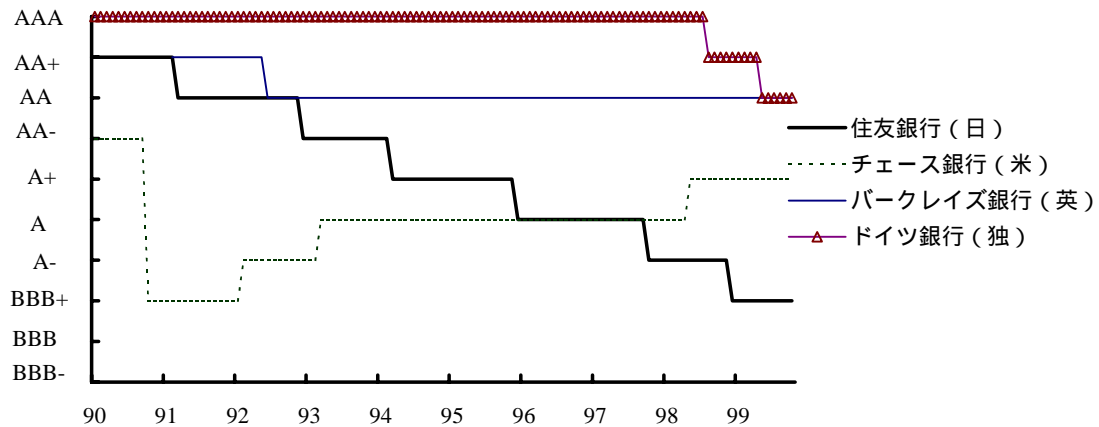
(図表1) ドル資金市場におけるジャパン・プレミアム (3M\$JOM - 3M\$LIBOR)



資料：英国銀行協会（BBA） 東京三菱銀行

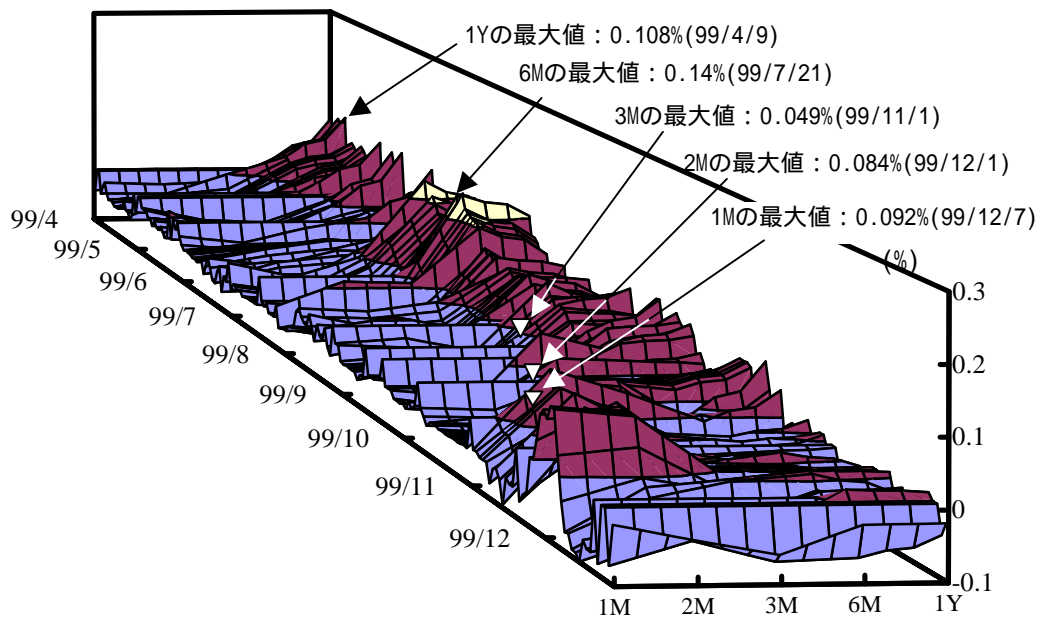
Note：本稿ではマクロ的な外貨調達条件について分析するため、個別銀行に課せられたプレミアムではなく、相対的に邦銀の参加比率が高い市場（JOM）で観察された金利と、同比率が低い市場（LIBOR）で観察された金利との差をジャパン・プレミアムと認識する。

(図表2) 外貨調達に係る格付 (長期外貨建発行体に対する格付<Standard & Poor's>)



資料 : Standard & Poor's

(図表3) ジャパン・プレミアム (\$JOM - \$LIBOR : 図表1のNote参照) のタームストラクチャー



資料 : 英国銀行協会(BBA)、Bloomberg

Note : 99年春には、1年物取引では早くからY2K問題を意識したプレミアムがみられた(もともと、期間中ピークが0.108%<99/4/9>と極めて低い水準)。その後も2000年1月中をエンドとする年末越え取引にはプレミアムが付加されたため、プレミアムのピークは年末に近付くにつれ期先から期近に移動し、99年12月に1ヶ月物取引に移動した後、解消した。

## 2. マクロ的外貨調達構造のインバランス

以下では、先進国において外貨調達プレミアムを発生させるマクロ的な外貨調達構造として、グロスの外貨取引ボリューム(エクスポージャー)の大きさと、調達期間のバランス、調達チャネルの多様性、自国通貨の受け皿としての短期国債市場の大きさ、為替レートのボラティリティを取上げ、日・米・英・独の4ヶ国の比較を行う。ただし、米は基軸通貨国であり、英はグローバルな参加者から成る金融市場を擁しているため、これらの計数を単純に日・独と比較することは適当ではない。従って、以下の分析においては、米・英の計数も参考にしつつ、専ら日・独の比較に焦点を当てる。

### 2.1 対外資産・負債構造のインバランス

#### 2.1.1 対外資産・負債のボリューム

短期的に外貨調達が困難になる場合、日々発生するキャッシュフローが大きい国ほど問題は大きくなる。日々発生するキャッシュフローの大きさを決めるのはグロスの外貨取引ボリュームである。そこで、以下ではグロスの外貨取引ボリュームとして対外資産・負債のGDP、外貨準備、市場規模に対する比率を用いて潜在的な危険性を比較する。

外貨取引の経済規模とのバランスを把握するため対外資産・負債の対GDP比率をみると<sup>3</sup>(図表4)、資産・負債ともに最も大きいのは国際的な金融市場を擁する英(240%程度)であり、日・独・米はそれぞれ40~80%程度となっている。日・独はともにネット資産超であり、ネット資産超額の対GDP比率は日本(23%)の方が独(8%)よりも大きい。

(図表4) 対外資産・負債の対GDPボリューム

	日	独	英	米
対外資産 / GDP 比率	65%	69%	236%	62%
対外負債 / GDP 比率	42%	61%	244%	78%
ネット対外資産 / GDP 比率	23%	8%	8%	16%

資料：IMF “International Financial Statistics”、日本銀行

Note：日・米・英は1997年、独は1995年。

<sup>3</sup> 政府・金融・企業部門を合わせたマクロ的な外貨建対外資産・負債の計数は入手不可能であるため、本項では外貨建対外資産・負債規模を規定する重要な要因である対外資産・負債全体の規模を用いて分析を行う。



外貨流動性不足への公的セクターの対応可能性を把握するため、対外資産・負債のボリュームを外貨準備との比較でみたのが図表5である。対外資産・負債ともに日・独は10～20倍程度と、英・米（70～100倍）に比べると小さい。日・独を比較すると、ネット対外資産超の比率は日本が4.3倍、独が2.1倍と日本の方が大きい。グロス対外資産・負債は逆に日本が小さくなっている。なお、グロスベースの対GDP比では英が突出して高かったが、対外貨準備比では米と近い水準となっている。

(図表5) 対外資産・負債の対外貨準備ボリューム

	日	独	英	米
対外資産 / 外貨準備比率	12.4	18.6	93.7	70.3
対外負債 / 外貨準備比率	8.1	16.5	97.0	88.8
ネット対外資産 / 外貨準備比率	4.3	2.1	3.3	18.6

資料：IMF “International Financial Statistics”、日本銀行

Note：日・米・英は1997年、独は1995年。

ボリューム面では、対外資産・負債の通貨別の調達可能性をみることも重要である。このためには、通貨別の対外資産・負債を、それぞれの通貨についての調達力と対比することが有益である。通貨別の対外資産・負債については、全部門計の計数は入手できないため、外貨調達の主要なチャネルである銀行部門<sup>4</sup>の対外資産・負債計数を用いる。一方、外貨調達力を表すものとしては、自国市場における自国通貨対外貨の取引額を用いる。ドル建対外資産・負債合計を自国通貨対ドル取引ボリュームと比較すると（図表6）、日・独は同程度（8～9倍）となっている。同様に、ドル以外の外貨建対外資産・負債合計を自国通貨対ドル以外の外貨取引ボリュームと比較すると、独（45.9倍）が日本（18.5倍）よりも大きい。

(図表6) 銀行部門の外貨建対外資産・負債合計の対市場規模（日次取引高）比率

	日	独	英	米
ドル建	8.0	8.6	16.6	-
その他外貨建	18.5	45.9	72.0	0.6

資料：BIS “International banking and financial market developments(June 1999)”, “Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity (May 1999)”

Note：各通貨建対外資産・負債の合計を、自国外為市場における当該通貨の対自国通貨取引高で除したもの。各通貨建対外資産・負債は1998年12月時点。外為市場規模は1998年4月中平均。

<sup>4</sup> 対外資産・負債に占める銀行部門のウエイトは、日・独が40%程度、米が15%程度、英が60～70%程度（日・米・英は1997年、独は1995年<資料：IMF “International Financial Statistics”、米の銀行部門の対外資産・負債についてはBIS “International banking and financial market developments”>）。

以上でみたように、外貨取引の経済規模とのバランス、公的セクターの外貨流動性不足への対応可能性、通貨別の調達可能性といったグロスの外貨取引ボリュームの面については、日本の方が独よりもマネージャブルな水準であり、外貨調達構造が安定的であることが分かる。

### 2.1.2 期間別のバランス

銀行部門について、対外資産・負債の期間別構造をみたのが図表7である<sup>5</sup>。負債の短期・長期の比率が最も短期に偏っているのは英である（短期／長期比率：19.9倍）。もっとも、英は多様な市場参加者から成る国際的な金融市場を擁しているため、短期と長期の取引を変換する期間変換機能が発達している。従って、上記の短期／長期比率の大きさは、英の脆弱性を示すものではないと考えられる。そうした国際的な金融市場を持たない日・独を比較すると、日本（負債の短期／長期比率：6.6倍）は、独（同比率：0.8倍）に比べ、短期に偏っており、この面では独に比べると外貨調達構造が安定性を欠いていることが分かる。

（図表7）銀行部門の期間別対外資産・負債内訳（GDP比）

	日			独			英			米		
	短期	長期	短期 長期	短期	長期	短期 長期	短期	長期	短期 長期	短期	長期	短期 長期
資産	17%	9%	1.9	11%	11%	1.0	103%	22%	4.8	n.a.	n.a.	n.a.
負債	15%	2%	6.6	11%	14%	0.8	129%	7%	19.9	n.a.	n.a.	n.a.
ネット資産	2%	7%	0.2	0%	3%	-	26%	15%	-	n.a.	n.a.	n.a.

資料：IMF “International financial statistics”、日本銀行

Note：日・英は1997年、独は1995年。

### 2.1.3 通貨別のバランス

主要国の銀行部門の対外資産・負債の通貨別内訳（図表8-1、8-2）をみると、日本のドル建比率が著しく高い（非自国通貨建中のドル建比率：資産79%、負債87%）ことが特徴的である。独については、非自国通貨建のうちのドル建比率が40%程度であり、日本は独よりも際立ってドル建取引に偏重していることが分かる。これは、独と欧州各国との金融取引が活発な点を考えれば自明の差であろう。

<sup>5</sup> 銀行部門の外貨建対外資産・負債の期間別計数は入手不可能であるため、ここでは銀行部門の対外資産・負債全体の期間別計数を用いる。

(図表 8-1) 銀行部門の通貨別対外資産内訳

	日	独	英	米
自国通貨(A)	43%	44%	11%	-
ドル(B)	45%	23%	40%	91%
その他(C)	12%	33%	49%	9%
合計(=A+B+C)	100%	100%	100%	100%
非自国通貨中のドル建比率(=B/(B+C))	79%	41%	45%	-

(図表 8-2) 銀行部門の通貨別対外負債内訳

	日	独	英	米
自国通貨(A)	46%	39%	14%	-
ドル(B)	47%	25%	37%	90%
その他(C)	7%	36%	49%	10%
合計(=A+B+C)	100%	100%	100%	100%
非自国通貨中のドル建比率(=B/(B+C))	87%	41%	44%	-

資料：BIS “International banking and financial market developments”

Note：計数は全て 1998 年 12 月時点。

## 2.2 外貨調達チャンネルのストレスへの耐性

### 2.2.1 外貨調達チャンネルの偏り

外貨調達が特定のチャンネルに偏っている場合には、そのチャンネルの機能が低下した場合、外貨調達プレミアムが発生し易いと考えられる。こうした観点から銀行の対外取引におけるインターバンク依存度をみると<sup>6</sup>（図表 9）、独は調達（債権）・運用（債務）ともに 60～80%の水準となっている一方、日本は運用が 70～80%、調達がほぼ 100%と独より高い水準になっている。このことから、日本は独に比べ、インターバンク取引以外の外貨調達手段（顧客性預金、債券発行等）が確保されていないことが分かる。また、独は、調達・運用がバランス（同図表上の 45 度線上にほぼ位置）しているのに対し、日本は調達のインターバンク依存度が運用のそれを大きく上回っている（45 度線から下に乖離している）。このことは、何らかの理由によりインターバンク市場の機能が低下した場合には、日本の方が独よりも外貨調達について相対的に大きな影響を受ける可能性があることを示している。

<sup>6</sup> 銀行の外貨建対外取引のインターバンク依存度の計数は入手できないため、銀行の対外取引全体のインターバンク依存度を代りに用いる。



(図表 10) 各市場における外為取引高 (日次、10 億ドル) および  
取引相手別のウエイト (カッコ内)

	日	独	英	米
外為取引高	149 (100%)	94 (100%)	637 (100%)	351 (100%)
うち対国内所在金融機関	37 (25%)	13 (14%)	198 (31%)	101 (29%)
対海外所在金融機関	79 (53%)	74 (79%)	392 (62%)	180 (51%)
対国内所在非金融機関顧客	32 (21%)	4 (4%)	20 (3%)	47 (13%)
対海外所在非金融機関顧客	1 (1%)	3 (3%)	27 (4%)	23 (7%)

資料：BIS “Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity” (May 1998)

Note：計数は全て 1998 年 4 月中平均。

### 2.2.2 外為市場における取引通貨ペアの偏り

対外資産・負債の通貨別構造のインバランスは、各国外為市場における取引状況にも反映されている。すなわち、各市場における自国通貨を対価とする外為取引のシェアをみると (図表 11)、日本はドル/円取引のウエイトが 80%弱と高く、円を交換する対象通貨としては、ドルに対するニーズが圧倒的に大きい。独もドル/マルク取引のウエイトが 50%強と高くマルクをドルと交換するニーズが強い。

(図表 11) 各市場における通貨別の対自国通貨取引高 (日次、10 億ドル)  
およびウエイト (カッコ内)

	日	独	英	米
ドル対自国通貨取引	113 (76%)	49 (52%)	89 (14%)	- ( - )
円	- ( - )	2 (2%)	2 (0%)	79 (22%)
マルク	6 (4%)	- ( - )	20 (3%)	89 (25%)
ポンド	1 (1%)	3 (3%)	- ( - )	29 (8%)
その他通貨	4 (2%)	8 (8%)	4 (1%)	119 (34%)
(対自国通貨取引計)	124 (83%)	62 (66%)	115 (18%)	316 (90%)
対自国通貨以外の取引	25 (17%)	32 (34%)	522 (82%)	35 (10%)
合計	149 (100%)	94 (100%)	637 (100%)	351 (100%)

資料：BIS “Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity” (May 1998)

Note：計数は全て 1998 年 4 月中平均。

日・独はともに、自国市場におけるドル対自国通貨の交換ニーズが大きい。こうした需要に対する潜在的な供給を示すものとして他国市場における円およびマルクの対ドル取引高をみたのが図表 12 である。ドル/円については、日本以外の市場での取引が日本国内での取引の 2.2 倍に止まるのに対し、ドル/マルクについては、独以外の市場での取引が独国内での取引の 7.4 倍に上っており、独よりも日本の方が国内のドル調達ニーズに応える海外からの供給余力が少ないと考えられる。

(図表 12) 自国市場および他国市場における自国通貨対ドル取引高(日次、10億ドル)とグローバル市場におけるウエイト

	自国市場(A)	他国市場(B)	全市場計(A+B)	B/A
日(ドル/円)	113	250	363	2.2
独(ドル/マルク)	49	364	413	7.4
英(ポンド/ドル)	89	70	159	0.8

資料：BIS “Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity” (May 1998)

Note：計数は全て 1998 年 4 月中平均。

### 2.2.3 リスクフリー・アセットの規模

ストレス下においては、市場参加者は信用リスクに対して敏感になる。従って、ストレス下で資金調達を行う場合、担保付取引による信用補完を求められることが多くなる。こうした局面では外貨調達手段として為替スワップ取引が用いられることが多い。これは、為替スワップ取引においては自国通貨が担保となるためである<sup>9</sup>。ただし、この場合、例えばドル調達を行う市場参加者(邦銀)の相手方(米銀)は、為替スワップ取引で得た担保としての相手国通貨(円)を為替スワップ取引の開始時から終了時まで安全に運用する必要がある。すなわち、為替スワップ取引により外貨を調達できるか否かは、自国通貨について最終的な相手方である非居住者が、安全かつ流動性のある自国通貨建の短期の運用手段(例えばTB)を確保できるか否かに依存する面があると考えられる<sup>10</sup>。このため、ストレス下における外貨調達可能性は、自国通貨建の短期のリスクフリー・アセットの大きさにより測ることができると考えられる。

短期のリスクフリー・アセットの大きさを測る指標として、短期国債の発行残高をみると(図表 13)、日本の短期国債発行残高は 1,010 億ドルと、独(110 億ドル)に比べると多いものの、米(7,150 億ドル)と比較するとかなり少ない。このことは、ストレス下において、円やマルクを保有するインセンティブはドルを保有するインセンティブより弱い(ドルと円やマルクを交換するインセンティブが弱い)可能性を示している。また、代替的資産として、自国通貨建のユーロ債・国際債のうち信用力に優れた Aaa 格の債券の 90~98 年におけ

<sup>9</sup> たとえば、邦銀が為替スワップ取引により円を対価にドル資金を調達しようとする場合、スポット時点のドル買い・円売りと、フォワード時点のドル売り・円買いとを組合せた為替スワップ取引を行う。これは、スワップ取引の相手方に対する円与信を担保として、ドルを調達するものであるといえる。このため、仮にスワップ取引期間中に当該邦銀がデフォルトに陥った場合、取引の相手方は円担保を処分することによってドル資金を回収することができる。

<sup>10</sup> ストレス下において、非居住者は、邦銀の信用リスクを回避するために為替スワップ取引により邦銀からの円与信を担保としてドル与信を行っている。このため、邦銀全体の信用状況に懸念が生じる局面では、為替スワップ取引で得た円の運用先として他の邦銀が提供する運用商品(例えばインターバンク預金)を選択することは考えにくい。

る発行実績をみると、日本は 1,050 億ドルと、独 (2,030 億ドル) よりも少ない。こうした円建リスクフリー・アセットの少なさは、ストレス下において円資金を見合いに外貨調達することを相対的に困難にしている可能性を示している。

(図表 13) 各国通貨建リスクフリー・アセットの規模 (単位: 10 億ドル)

	日	独	英	米
短期国債発行残高*(A)	101	11	-	715
自国通貨建 Aaa 格ユーロ債・国際債発行実績** (B)	105	203	137	750
対自国通貨為替スワップ取引高*** (C)	123	147	75	-
(A)/(C)	0.82	0.07	-	-
(B)/(C)	0.85	1.38	1.83	-

資料: BIS グローバル金融システム委員会・「市場流動性: 研究成果と政策へのインプリケーション」、IFR、BIS “Central bank survey of foreign exchange and derivatives market activity” (May 1998)

Note: \* 満期が 1 年以下のユーロ債。1997 年末時点。日本については日銀保有の FB を除く。

\*\* 90~98 年における実績。Aaa 格は Moody's の格付による。なお、各通貨建とも短期債の発行実績は少ないため、中長期債を合せた計数を使用。

\*\*\* 全市場計の計数。

## 2.3 自国通貨を対価とする取引の市場リスク (為替レートのボラティリティ)

### 2.3.1 為替レートのボラティリティ

外貨調達の主要なチャネルである銀行の信用状況が全体として悪化している場合には、自国通貨を対価とする外貨調達の可能性は、取引の市場リスクの大きさにも影響を受ける。ボラティリティが相対的に高い取引ほど、外貨調達プレミアムが発生し易い。さらにストレスが深刻化すると、プレミアムによる価格調整から量的な調整(与信枠の絞り込み等)にシフトする可能性も高まる。この場合、為替スワップ取引により自国通貨を担保として外貨調達が行われることが多いが、ボラティリティが高い市場では、自国通貨の減価に伴う担保価値の低下が生じ易いため、外貨調達は一層困難化する(円安による円資金の担保価値低下に伴うジャパン・プレミアム拡大のメカニズムについては後掲 BOX 参照)。こうした観点から、過去 10 年間における日・英・独の自国通貨対ドル取引のヒストリカル・ボラティリティを比較すると(図表 14)、日本は、91~93 年を除き、7 年間に亘り最も水準が高い。過去 10 年間の為替レートのボラティリティの期間平均をみても、日本の方が独よりも高い。

(図表 14) 自国通貨対ドル取引のヒストリカル・ボラティリティ(1M)\*  
(最大の国をシャドウで表示)

	日 (ドル/円)	独 (ドル/マルク)	英 (ポンド/ドル)
90年	10.6%	9.7%	9.0%
91年	9.1%	12.7%	13.4%
92年	8.6%	13.8%	12.9%
93年	11.1%	12.0%	10.4%
94年	10.2%	7.4%	9.2%
95年	13.4%	12.1%	8.8%
96年	7.6%	6.8%	6.1%
97年	11.9%	9.9%	8.3%
98年	16.4%	8.8%	7.2%
99年	12.8%	9.7%**	7.2%
90~99年平均	11.2%	9.2%	10.3%

資料：Bloomberg

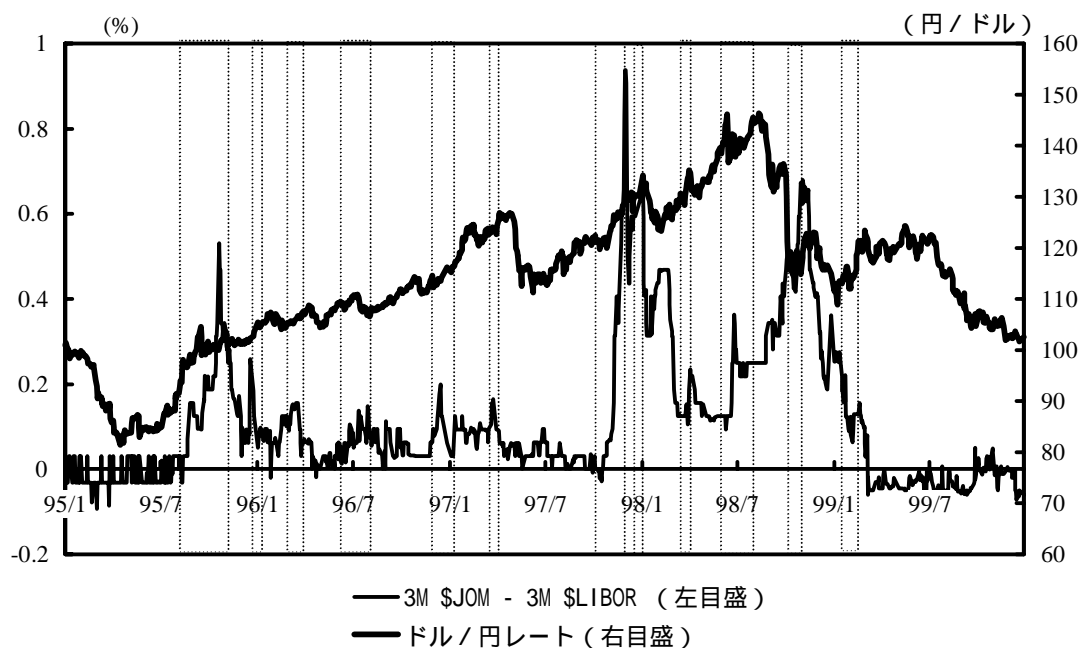
Note：\* 各年中の1ヶ月間ヒストリカル・ボラティリティ（日次変化率）の平均値。

\*\* ユーロ/ドル。

### 2.3.2 ジャパン・プレミアムと円安の発生状況

ジャパン・プレミアムとドル/円相場との関係を見ると（図表 15）全期間を通じた相関関係はみられなかったが、正の相関を示した局面、すなわち円安とジャパン・プレミアム拡大が同時に進行した時期（同図表シャドウ部 ~）を取上げてみると、円安とジャパン・プレミアムの拡大を関連付ける要因が浮かび上がる。

(図表 15) ジャパン・プレミアムとドル/円レート



資料：英国銀行協会（BBA）、東京三菱銀行、Bloomberg



ジャパン・プレミアム拡大と円安の同時進行がみられた局面におけるジャパン・プレミアム拡大の直接的な要因を整理すると(図表16)、邦銀の信用状況の悪化に加え、期末要因が寄与していることが分かる。すなわち、邦銀の信用状況悪化、期末要因は、いずれも邦銀の外貨調達の高コスト化、外銀の与信額縮小を通じてドルの供給と比べた需要の増大、円の需要と比べた供給の増大をもたらした。これが円安やジャパン・プレミアム拡大に繋がった可能性がある。これらのケースにおいては、両者を同方向(円安、ジャパン・プレミアム拡大)に変化させるイベントの発生が、ドル/円相場とジャパン・プレミアムに見せかけの相関を生み出している。

これに対し、ジャパン・プレミアムと円安が相互に因果性を持って変動し合った可能性もある。因果関係としては、円安がジャパン・プレミアムに影響を与える、ジャパン・プレミアムが円安に影響を与えるといった2つの方向が考えられる。については、2.3.1で述べたように、一定の影響があると思われる。すなわち、ジャパン・プレミアムが発生し、邦銀が為替スワップ取引によりドルを調達している場合には、円安による円資金の担保価値低下に伴いドル調達が困難化し、ジャパン・プレミアムが拡大する可能性がある(BOX参照)。一方、の因果関係は不明である<sup>11</sup>。

---

<sup>11</sup> たとえば、ジャパン・プレミアム拡大がドルの供給と比べた需要を高め、ドル高に繋がるという因果関係が存在する可能性はあるが、こうした関係が実際に成立するかどうかは以下のとおり疑わしい。すなわち、ジャパン・プレミアムはドル資金市場のみならず、円資金市場や、両市場を繋ぐドル/円スワップ市場においても発生する(花尻[1999], BOX3)。ドル資金市場におけるジャパン・プレミアムが拡大している局面においては、通常円資金市場におけるジャパン・プレミアムも拡大する。この場合、ドルと円のいずれの需要がより高まるかは、その時点におけるドルと円それぞれの資金市場における金利の弾力性等に依存するため、一概には分からない。

(図表 16) ジャパン・プレミアム拡大・円安の同時進行局面とジャパン・プレミアム拡大要因

局 面	ジャパン・プレミアム拡大要因		期中ジャパン・プレミアム (3M)拡大幅(%)	期中円安進 行幅(円)
	邦銀の信用状況	期末要因		
95/8~10	大和銀行 NY 支店にお ける損失の発表	-	0.56	16.50
95/12	-	年末要因	0.23	2.36
96/2~3	-	年度末要因	0.13	3.15
96/6~8	-	-	0.15	3.11
96/11	阪和銀行業務停止命令 等	年末要因	0.14	3.97
97/3	-	年度末要因	0.10	3.00
97/10~11	北海道拓殖銀行の営業 譲渡方針決定、山一証券 取締役会の廃業・解散方 針決定等	-	0.65	8.09
97/12	-	年末要因	0.19	1.46
98/3~4	-	年度末要因	0.13	9.53
98/6~9	日本長期信用銀行の破 綻懸念	-	0.24	9.63
98/11	-	年末要因	0.26	7.67
99/2	-	年度末要因	0.09	9.47

資料：英国銀行協会（BBA）、東京三菱銀行、Bloomberg

Note：～の局面は図表 15 の～に対応。

### 3. まとめ

本稿では、先進国において外貨調達プレミアムを発生させる要因として、マクロ的な外貨調達構造のインバランスに着目し、日・米・英・独の4ヶ国の比較を行った。比較するインバランスとしては、グロスの外貨取引ボリューム、対外負債の期間別のインバランス、本国通貨からドルへの交換ニーズの大きさ、ドルから本国通貨への交換ニーズの大きさ、外貨調達チャンネルのストレス耐性（多様性、安全資産市場の大きさ）、為替レートのボラティリティを取上げた。

基軸通貨国である米と、グローバルな参加者から成る金融市場を擁する英を除いた日・独の比較を改めて整理したのが図表17である。日本はグロスの外貨取引のボリュームが独に比して小さい（指標1）。一方、日本は対外負債の期間別のインバランスが大きい（指標2）。また、本国市場でのドル依存度が大きい（指標3）ほか、海外市場からのドル供給余力が小さく（指標4）、外貨調達チャンネルのインターバンク依存度も高い（指標5）など外貨調達チャンネルが偏っている。さらに、日本は為替レートのボラティリティも独より高い（指標6）。

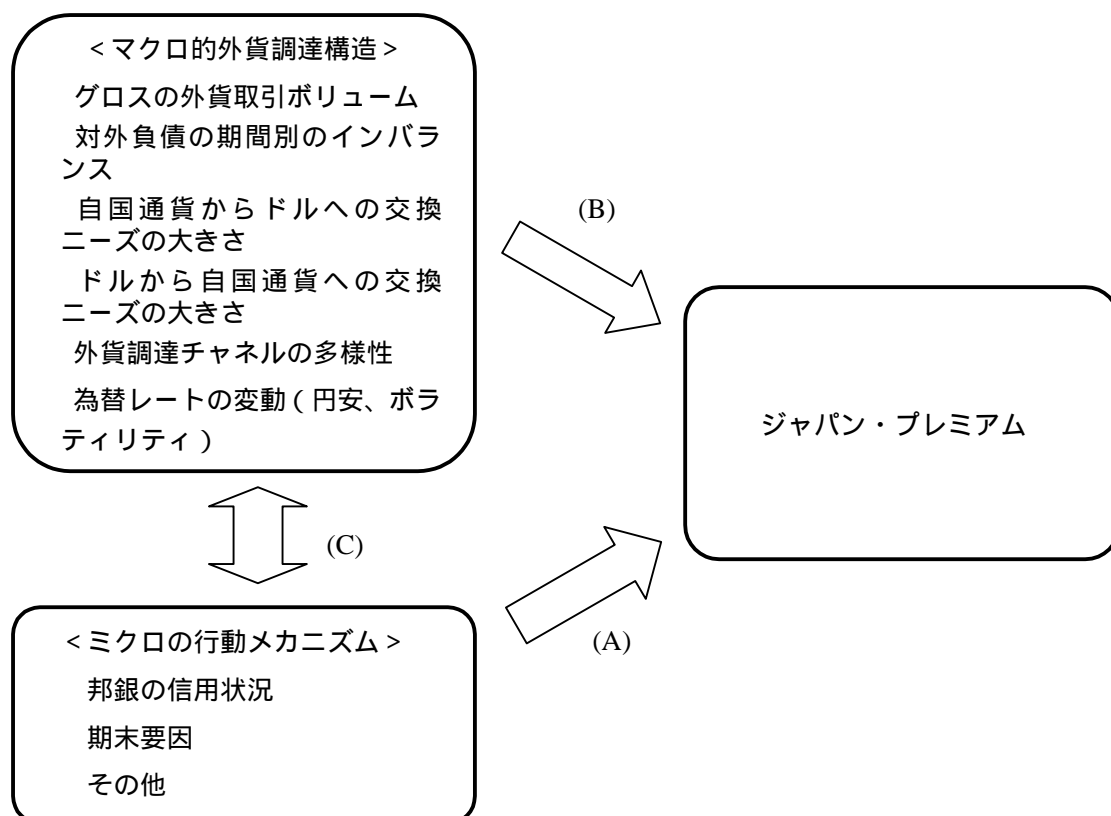
（図表17）マクロ的な外貨調達構造の脆弱性の評価

	脆弱	安定
指標1. グロスの外貨取引ボリューム	独 (大)	日 (小)
指標2. 対外負債の期間別のインバランス(短期/長期比率)	日 (大)	独 (小)
指標3. 本国通貨からドルへの交換ニーズ(国内市場でのドル依存度)の大きさ	日 (大)	独 (小)
指標4. ドルから本国通貨への交換ニーズ(海外市場からの供給余力)の大きさ	日 (小)	独 (大)
指標5. 外貨調達チャンネルのストレス耐性	日 (小)	独 (大)
指標6. 為替レートのボラティリティ(本国通貨を対価とする取引の市場リスク)	日 (大)	独 (小)

上記の国際比較を踏まえると、日本のマクロ的な外貨調達構造は、独よりも脆弱さを抱えている可能性があり、これが外貨調達プレミアムの発生に繋がる危険性が高いと考えられる。

本稿では、ジャパン・プレミアムの発生原因として、花尻[1999]で指摘した信用状況や期末要因といったミクロ的な要因（図表 18 の(A)）に加え、マクロ的な外貨調達構造要因（図表 18 の(B)）が影響を及ぼしている可能性について検討した。

（図表 18）ジャパン・プレミアムの発生要因

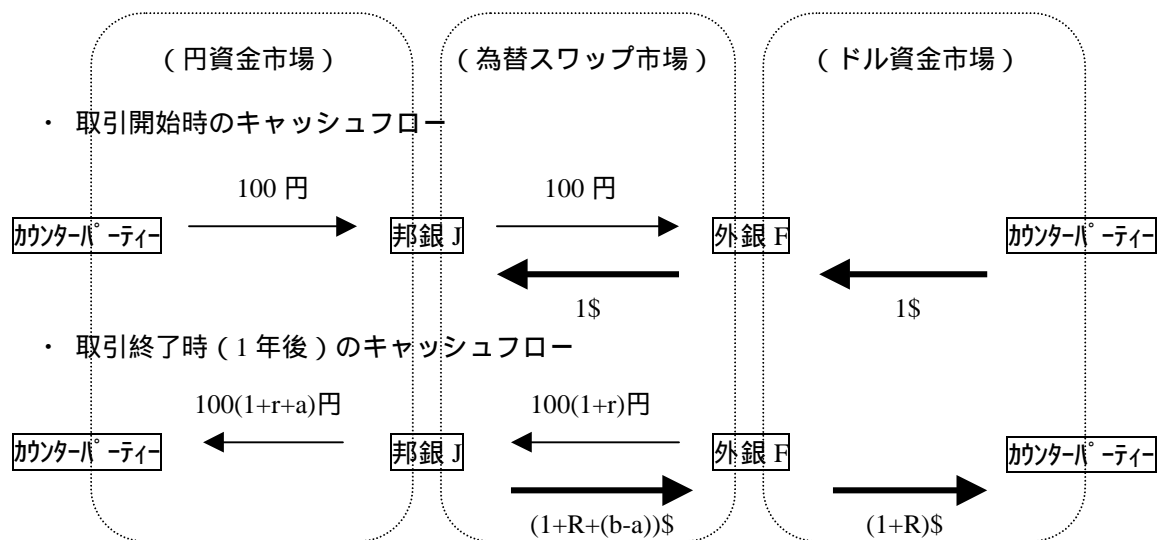


マクロ的外貨調達構造とミクロの行動メカニズムが相互に影響を与え合っている（図表 18 の(C)）点も考慮すべき重要なポイントであるが、これについては、今後の検討課題とする。

(BOX) 円安による円資金の担保価値低下に伴うジャパン・プレミアム拡大のメカニズム

以下では、邦銀全体の信用状況が低下しジャパン・プレミアムが発生しているストレス下において、円安により邦銀の為替スワップ取引を通じたドル調達が困難化し、ジャパン・プレミアムを拡大させるメカニズムについて説明する。

ドル/円レートが1ドル=100円の時、邦銀Jが円資金市場で調達した100円を外銀Fを相手とする為替スワップ取引により1ドルと交換する取引について、取引開始および終了時(簡単のため1年後とする)のキャッシュフローを図示すると、下図のようになる。ただし、円金利： $r$ 、ドル金利： $R$ 、円金利のジャパン・プレミアム： $a$ 、ドル金利のジャパン・プレミアム： $b$ とする( $R > r$ の時、ドル/円スワップのジャパン・プレミアムは $b-a$ と近似できる<sup>12</sup>)。



このとき、邦銀J、外銀Fの受払金利は、下表のようになる。

	支払金利(A)	受取金利(B)	ネット支払金利(A-B)
邦銀J	$100(r+a)$ 円 + $(R+(b-a))$ \$	$100r$ 円	$100a$ 円 + $(R+(b-a))$ \$
外銀F	$100r$ 円 + $R$ \$	$(R+(b-a))$ \$	$100r$ 円 - $(b-a)$ \$

いま、1ドル=100円であるから、ネット支払金利を円ベースで表すと、

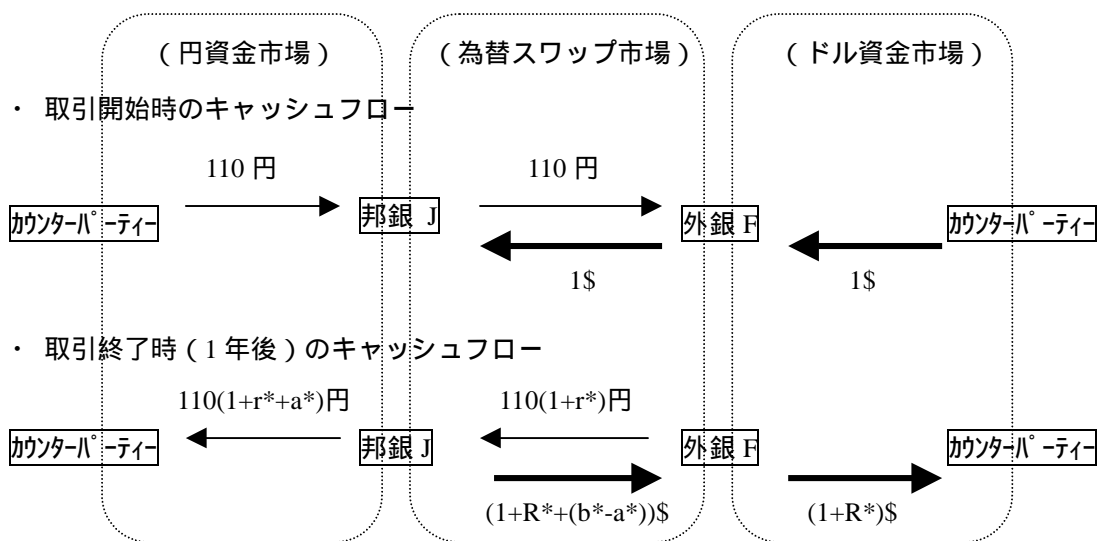
邦銀J： $100(R+b)$ 円

外銀F： $100(r-(b-a))$ 円

となる。

ここで、為替レートが1ドル=100円から1ドル=110円に変化したとすると、新たに取組む為替スワップでは、取引開始および終了時(1年後)のキャッシュフローは下表のようになる。ただし、金利も変化しているため、新たに、円金利： $r^*$ 、ドル金利： $R^*$ 、円金利のジャパン・プレミアム： $a^*$ 、ドル金利のジャパン・プレミアム： $b^*$ とする( $R^* > r^*$ の時、ドル/円スワップのジャパン・プレミアムは $b^*-a^*$ と近似できる)。

<sup>12</sup> 花尻[1999]BOX3 参照。



このとき、邦銀 J、外銀 F の受払金利は、下表のようになる。

	支払金利(A)	受取金利(B)	ネット支払金利(A-B)
邦銀 J	$110(r^*+a^*)$ 円 + $(R^*+(b^*-a^*))$ \$	110r*円	$110a^*$ 円 + $(R^*+(b^*-a^*))$ \$
外銀 F	$110r^*$ 円 + $R^*$ \$	$(R^*+(b^*-a^*))$ \$	$110r^*$ 円 - $(b^*-a^*)$ \$

いま 1 ドル = 110 円であるから、ネット支払金利を円ベースで表すと、

邦銀 J :  $110(R^*+b^*)$ 円

外銀 F :  $110(r^*-(b^*-a^*))$ 円

である。

この時、邦銀が 1 ドルを調達するために必要とする円資金の金額 (110 円) は、1 ドル = 100 円の場合 (要調達円資金額 : 100 円) に比べ増加している。このことは、為替スワップを通じたドル調達に際し、同一金額の円資金の担保価値が低下することを意味している。この結果、以下のような現象が生じると考えられる。

まず、邦銀 J が為替スワップにより 110 円を担保として 1 ドルを調達しようとしても、外銀 F は 1 ドル = 100 円の時と同一の条件では取引に応じない可能性がある。これは、外銀 F は円建の安全な運用対象が確保されていなければ、為替スワップによってドル資金の対価として受取る円資金額が円安の結果として増大することを嫌気すると考えられるためである。特に、為替スワップ取引を通じた受取り円資金額の増加 (100 円 → 110 円) に伴い、外銀 F の 1 ドル = 110 円の時の金利負担 ( $110(r^*-(b^*-a^*))$ 円) が 1 ドル = 100 円の時の金利負担 ( $100(r^*-(b-a))$ 円) に比べて増大する場合には、外銀 F が邦銀 J との為替スワップに応じるインセンティブは一層弱まると考えられる<sup>13</sup>。従って、邦銀 J が為替スワップを通じてドル調達を行う場合、外銀 F は邦銀 J に対しより高いプレミアム ( $b^*-a^*$ ) を要求することとなる。すなわち、

$$b^*-a^* > b-a$$

となる。

<sup>13</sup> 外銀 F の為替スワップを通じた円受取りに伴う金利負担は、ジャパン・プレミアムを捨象すると、1 ドル = 100 円の時には  $100r$  円、1 ドル = 110 円の時には  $110r^*$ 円となる。この時、 $r^*$ が  $(100/110) \times r$  以下にまで低下しない限り、1 ドル = 100 円から 1 ドル = 110 円になることに伴い、外銀 F の金利負担は増加してしまう。

上式から、

$$b^* - b > a^* - a \dots (1)$$

が導かれる。

また、邦銀全体の信用状況が悪化しジャパン・プレミアムが発生しているストレス時において、邦銀Jの円資金取引のカウンターパーティーは通常、邦銀Jに対する与信を100から110に増やす場合には、追加的なリスク・プレミアムを付加すると考えられるため、

$$a^* > a \dots (2)$$

が成り立つ。

(1), (2)から、

$$b^* - b > a^* - a > 0$$

が導かれる。

以上より、円安による円資金の担保価値低下に伴ってジャパン・プレミアムが上昇することが示された。また、その際、ドル金利の方が円金利よりも高い場合には、ドル資金のジャパン・プレミアムの上昇幅の方が円資金のジャパン・プレミアムの上昇幅よりも大きくなることも示された。