

日本国債市場における海外投資家の動向

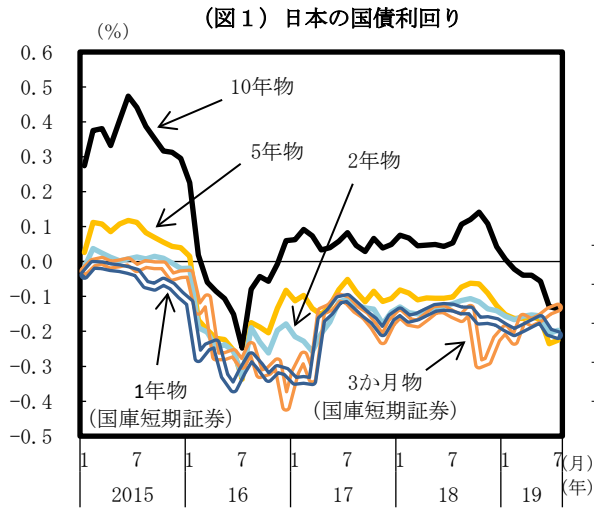
<ポイント>

1. 現在、日本国債の利回りがマイナスを含む低水準で推移するなか（図1）、海外投資家が日本国債を買い進めている。売買動向（フロー）を見ると海外投資家は2014年度以降、大幅な買越し主体となっており（図2）、2018年12月には過去最高となる4.4兆円/月となった。ストックベースでも、「預金取扱機関」が2010年度末から2018年度末までに保有シェアを約3分の1まで低下させた一方で、「海外」はシェアを7.0%から12.7%まで上昇させた（図3）。尚、保有国債の種類別内訳を確認すると、「国債等」の内、国庫短期証券（期間1年以内の短期国債、以下「短国」）が占める割合は、「海外以外」では3%弱に留まるところ、「海外」では48%と約半数を占めている（図4）。海外投資家が利回りの低い本邦短国を買う要因はいくつか考えられるが、本稿では“為替スワップ市場におけるドル調達コスト”（※1）の推移に着目する。
2. ドル調達コストは2014年以降上昇し、2018年後半には3%を超えた後、現在も2%台半ばの水準で推移している（図5）。こうした状況下では、円保有者がドル調達を行う際に高いコスト負担が生じている反面、ドル保有者にとっては、保有するドルを円転（※2）するだけで、高い利回りを確保出来ることを意味する。従って、2019年7月現在、ドルを円転した時点で2%台半ばの利回り確保した海外投資家としては、利回り▲0.1~▲0.3%程度の本邦短国を購入してもトータルではプラスの利回りを確保できる。ドル調達コストが日本国債買いの後押し材料となり、国債利回りの多少の高低よりも、価格変動リスクを抑える観点から短期の国債を選好している傾向は、保有国債の種類別に表れている。
3. ドル保有者の投資行動を整理すると、例えば米国投資家は、本邦短国への投資を決定する上で、日本の短国と同質な米国国債であるT-Bill（米国の短期国債）との利回りを比較し、投資を決定すると思われる。具体的には、①“為替スワップ市場でドルを円転した上での本邦短国への投資利回り”と、②“T-Billの投資利回り”を比較して、①が有利な場合に、本邦短国への投資を行うと考えられるが、足下①が有利な度合いは縮小しているものの（※3）、ここ数年間では①が有利な状態が継続している（図6、図7）。
4. 本来、国内外の同質な資産間には為替リスク以外に大きな差異はない為、為替スワップ取引で為替リスクをヘッジしている以上、上記①と②の利回りが一致しなければ、その差分だけ裁定機会が生じることとなる（図7、赤線）。実態の利回りが不一致となる要因としては、本邦銀行、機関投資家の海外証券投資や海外店貸出の増加（図8、図9）に伴うドル需要の高まりに加え、米国のレバレッジ比率規制等の金融規制などによりドル供給が抑制される傾向が見られたことなどが指摘されている。前者については、日本銀行が「少なくとも2020年春頃まで、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定」するなど、国内の金利環境が当面低位で推移することが見込まれるなか、米国の金融政策の動向が注目される。加えて、ドル供給の抑制要因となりうる米国の金融規制などの動向についても注視していきたい。

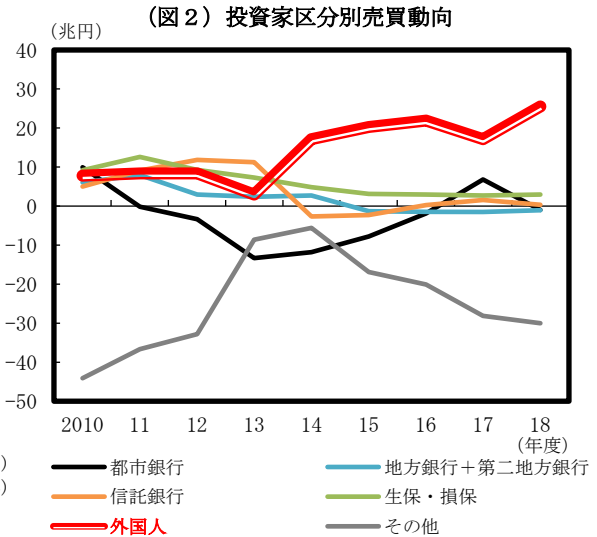
※1 “為替スワップ”とは、期初と期末の交換レートを予め合意することで取引期間中の為替変動リスクを排除した上で、一定期間、異なる通貨を交換する取引である（尚、本稿では為替スワップと通貨スワップを総称して為替スワップと記載）。例えば邦銀が海外向け投融资の原資等として、円を担保に米国銀行からドルを借入れた場合では、邦銀は米国銀行から円金利を受取るが、米国銀行へドル金利に加え、ベシススワップスプレッドと呼ばれる上乗せ金利を支払う。従って、一般に“ドル調達コスト”は「ドルLIBOR金利+ベシススワップスプレッド-円LIBOR金利」で示される。

※2 円転とは、ドル保有者が、ドル需要者に対して一定期間ドルを貸出す代わりに、円を調達すること。

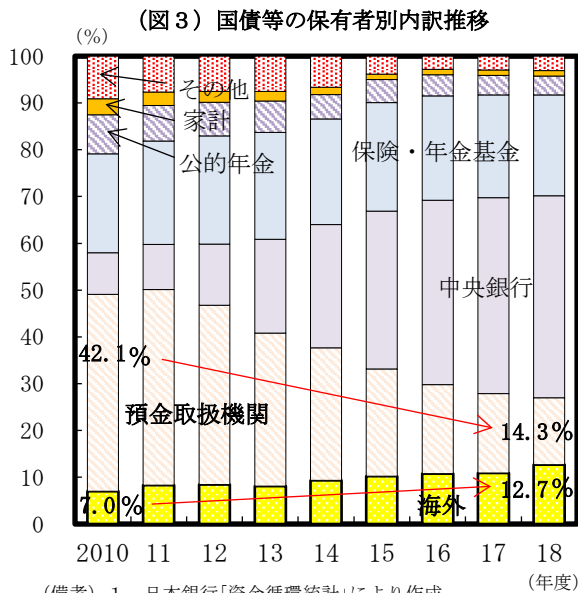
※3 ①が有利である度合いが縮小した要因として、日本の低金利環境から円TEDスプレッド（円LIBOR-本邦短国利回り）の縮小幅が限定的である中、ドルTEDスプレッド（ドルLIBOR-T-Bill利回り）やベシススワップスプレッドが縮小したことが確認できる（図7）。



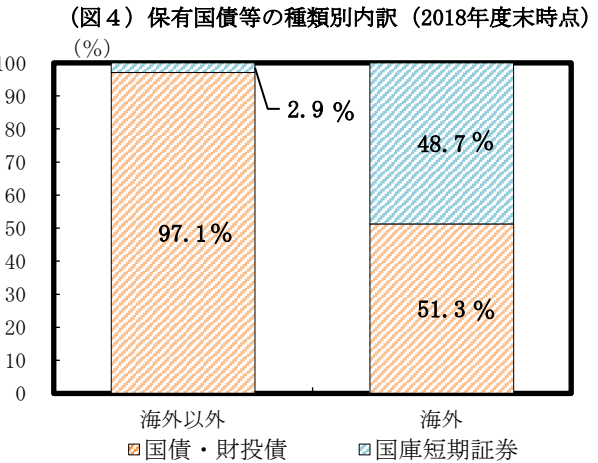
(備考) Bloombergにより作成。



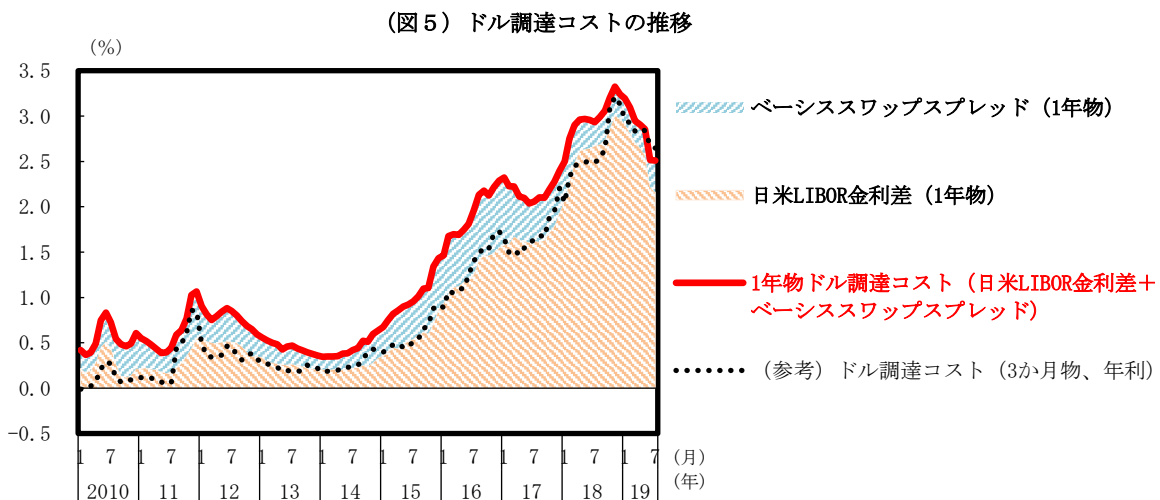
(備考) 1. 日本証券業協会「公社債店頭売買高」により作成。
2. プラスが買越しを示す。
3. 国庫短期証券は除く。



(備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。
2. 各年度の数値は年度末のもの。



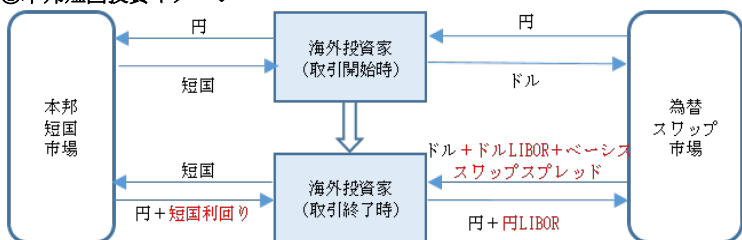
(備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。
2. 財投債とは国債の一種であり、発行限度額を国会の議決を受けている点や商品性など、通常の国債と変わらないが、その資金が財政融資資金の財源となる点や、償還が財政融資資金の回収金で賄われる点で異なる。



(備考) 1. Bloombergにより作成。
2. 一般にドル調達コストは「日米金利差 (ドルLIBOR-円LIBOR) + ベーススワップレート」で示される。

(図6) ドル保有者からみた本邦短期投資と米国 T-Bill 投資の収益イメージ

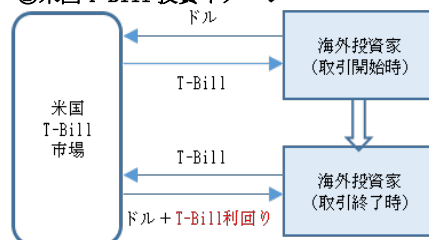
①本邦短期投資イメージ



(収益) 短期利回り+ドルLIBOR-円LIBOR+ベーシススワップスプレッド

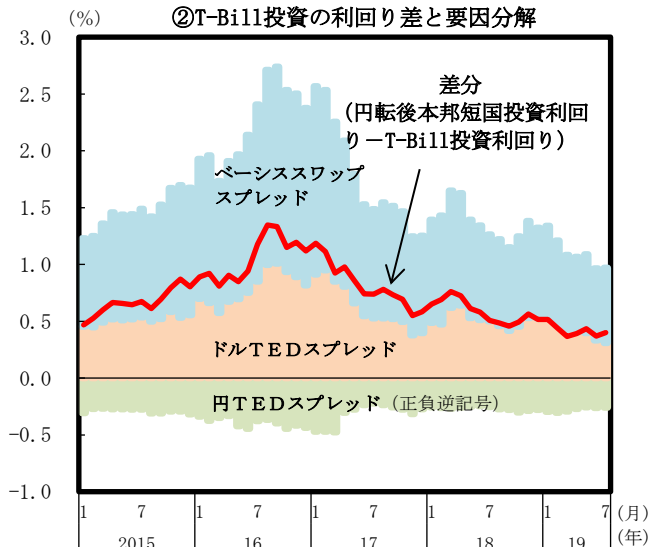
(備考) 日本銀行「2017年度の金融市場調節(2018年5月)」より引用。

②米国 T-Bill 投資イメージ



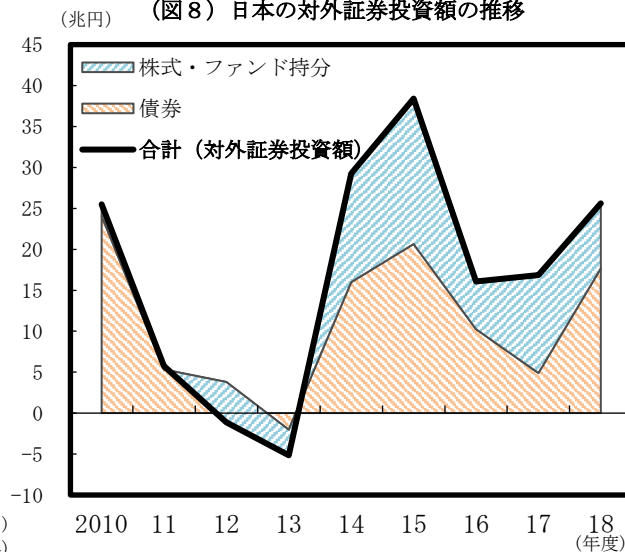
(収益) T-Bill利回り

(図7) ドル保有者から見た①円転後本邦短期投資と②T-Bill投資の利回り差と要因分解



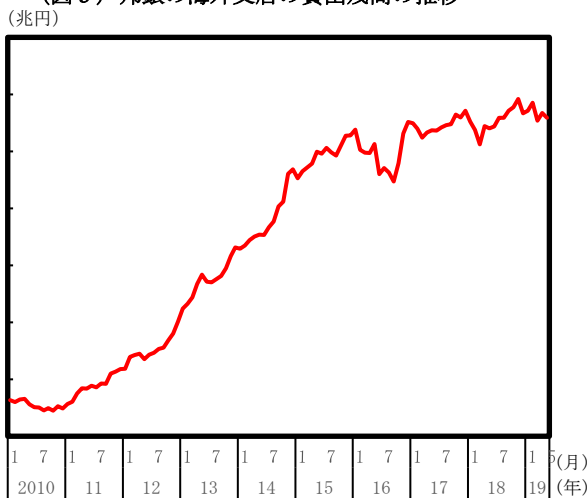
(備考) 1. 日本銀行「2017年度の金融市場調節(2018年5月)」、Bloombergにより作成。
 2. いずれも1年物。
 3. ドルTEDスプレッドは「ドルLIBOR - T-Bill利回り」、円TEDスプレッドは「円LIBOR - 本邦短期利回り」。

(図8) 日本の対外証券投資額の推移



(備考) Bloombergにより作成。

(図9) 邦銀の海外支店の貸出残高の推移



(備考) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」により作成。

担当：内閣府 政策統括官（経済財政分析担当）付参事官（総括担当）付
 竹川 隼人（直通 03-6257-1568）
 本レポートの内容や意見は執筆者個人のものであり、必ずしも内閣府の見解を示すものではない。