

# 基礎研 レター

## ヘッジ付き米国債利回りが一時 マイナスに

為替変動リスクのヘッジコスト上昇とその理由

金融研究部 准主任研究員 福本 勇樹

(03)3512-1848 fukumoto@nli-research.co.jp

### 1——ヘッジ付き米国 10 年国債利回りが一時マイナスに

米ドル建て投資に関する為替変動リスクのヘッジのためのコスト(ヘッジコスト)が上昇している。図表1は為替予約を用いて米国債の元本の為替変動リスクを3ヶ月間ヘッジしたときの運用利回り(年率換算:月次)の推移である。米国10年国債の為替変動リスクをヘッジしたときの運用利回りが、2016年9月末にマイナスになった。

図表1：ヘッジ付き米国債利回りの推移（年率換算：月次）

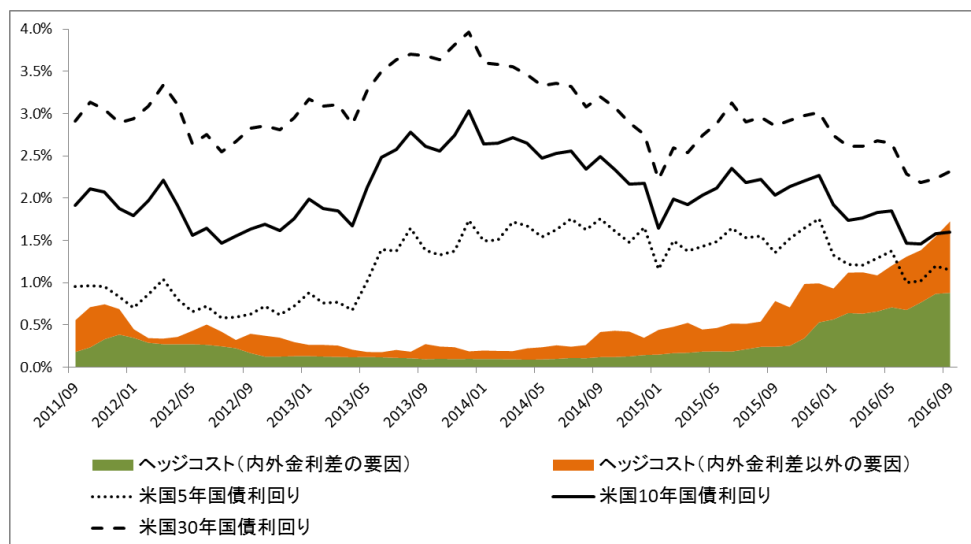


(Bloomberg データ)

ヘッジ付き米国債利回りを米国債利回りとヘッジコストに分解して示したものが図表2である(ヘッジコストの要因分解については後述)。ヘッジ付き米国債利回りの低下の主な要因はヘッジコストの上昇にある。2016年9月末時点のヘッジコストは約1.7%(年率)である。つまり、米ドル建て金融

商品に投資する際に、為替変動リスクをヘッジしながら利回りを享受したい場合、1.7%以上の利回りがなければ、プラスの収益が得られないことになる。2016年9月末は、ヘッジコストが米国10年国債利回り（約1.6%）よりも高く、ヘッジ付きで米国10年国債で運用してもプラスの利回りが得られなくなったのである（2016年10月中旬時点で、米国10年国債利回りが約1.75%、ヘッジコストが約1.5%で、ヘッジ付き米国10年国債利回りはプラスに転じている）。

図表2：ヘッジコスト（年率換算）と米国債利回りの推移（月次）



(Bloomberg データ)

日銀によるマイナス金利政策により、日本10年国債の利回りがマイナスになるなど、円建ての金融商品の利回り低下が進んでしまっている。国内投資家は海外に活路を見出そうと、対外証券投資にシフトしてきたものの、このようなヘッジコストの環境もあり、為替変動リスクをヘッジしながら米国10年国債に投資をしても利回りがなかなか得られなくなっている。国内投資家にとっては、円建てであっても外貨建てであっても何かしらの追加的なリスク（為替変動リスクやクレジットリスクなど）をとらないとプラスの利回りは得られないということであり、なかなか厳しい状況下にある。

## 2——ヘッジコストが上昇している理由

では、なぜヘッジコストが上昇しているのでしょうか。為替変動リスクのヘッジコストは、先物為替レートと直物為替レートの差分で計算されるが、その変動要因は図表2で示したように内外金利差（銀行間の資金取引に関する金利の差分：3ヶ月円LIBORから3ヶ月米ドルLIBORを引いたもの）による要因とそれ以外の要因に分解できる。それ以外の要因は、米ドル資金を調達する際に利用される通貨スワップ市場や為替スワップ市場の環境により決定される<sup>1</sup>。図表2より、ヘッジコストは2013

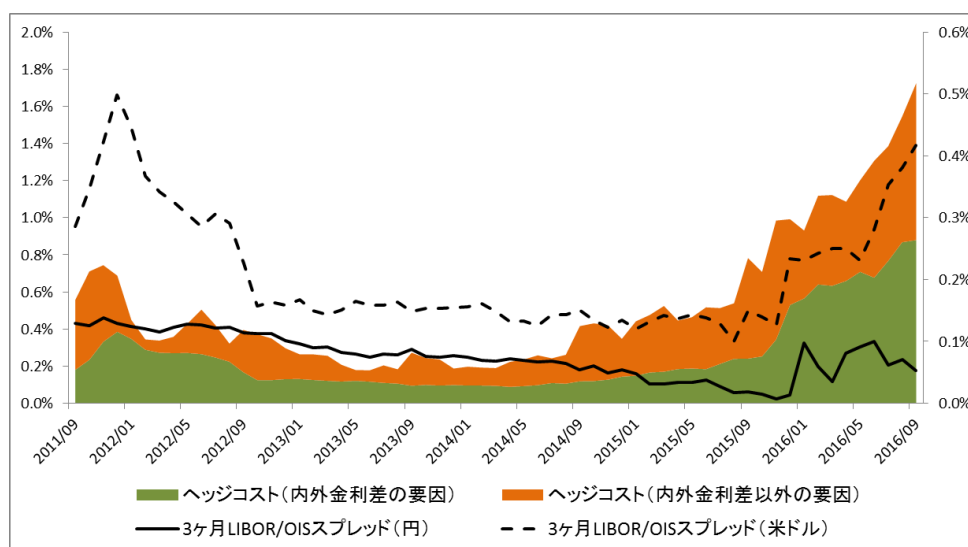
<sup>1</sup> 内外金利差以外の要因である「通貨スワップや為替スワップの市場環境によるヘッジコストへの影響」に関する議論については、「[通貨スワップ市場の変動要因について考えるー通貨スワップ市場が与えるヘッジコストへの影響](#)」（ニッセイ基礎研究所）などを参照されたい。

年中盤に下げ止まり、それ以降は内外金利差による要因においてもそれ以外の要因においても上昇傾向にあったことが分かる。

2013年の特徴的な出来事として、日本では2013年4月の量的・質的金融緩和政策の導入、米国では2013年5月のバーナンキショックを皮切りに量的緩和の縮小(テーパリング)が始まったことが挙げられる。つまり、日米で金融政策について逆方向の政策がとられるようになったということである。よって、日本において相対的に金利低下が生じたため内外金利差が拡大してヘッジコストが上昇し、それに加えて、米国短期資金市場における金融引き締め予想に起因して米ドル資金の提供サイドのストレスが高まったことで、通貨スワップ市場や為替スワップ市場にもその影響が伝播し、内外金利差の拡大だけではなく追加的なコストとしても上乘せされるようになったものと考えられる。

この点について、具体的なデータで確認してみよう。短期資金市場のストレスについては、3ヶ月LIBOR/OIS スプレッド(3ヶ月LIBORとOvernight Index Swap(OIS)<sup>2</sup>の差分)で測定する方法が知られている。このスプレッドが拡大傾向にあると短期資金市場のストレスが高まっていることになる。図表3にあるとおり、2012年後半より、米ドルの3ヶ月LIBOR/OIS スプレッドは円の3ヶ月LIBOR/OIS スプレッドよりも相対的に上昇傾向にあって、米国の短期資金市場のストレスが日本と比較して高まっている。このため内外金利差の拡大が生じているのだが、実はそれだけではなく、内外金利差以外の要因にも影響を及ぼしている。バーナンキショック以降にあたる2013年5月から直近の2016年9月までの月末データについて、米ドルの3ヶ月LIBOR/OIS スプレッドと円の3ヶ月LIBOR/OIS スプレッドの差分(3ヶ月LIBOR/OIS スプレッド差分)を縦軸に、ヘッジコストの内外金利差以外の要因を横軸にとった散布図(図表4)を見ると、一定の連動性を持って推移していたことが分かる。

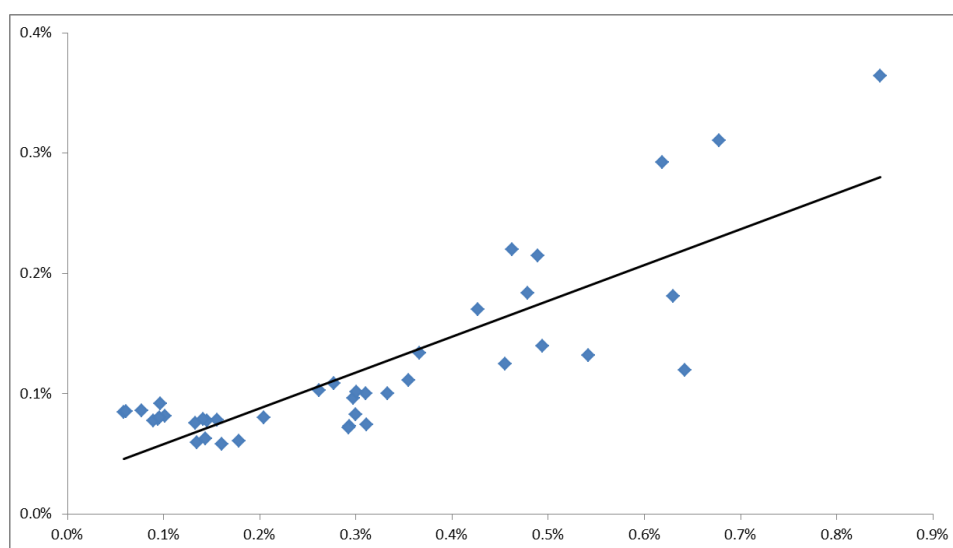
図表3：ヘッジコスト(左軸)と日米の短期資金市場のストレス状況(右軸)の関係



(Bloomberg データ)

<sup>2</sup> 無担保コール0/Nレート(日本)やFFレート(米国)と一定期間において交換するときの固定金利のこと。OISはデリバティブ市場では無リスク金利と考えられている。

図表4：3ヶ月LIBOR/OISスプレッド差分（縦軸）と  
ヘッジコスト（内外金利差以外の要因）（横軸）の関係



(Bloomberg データ)

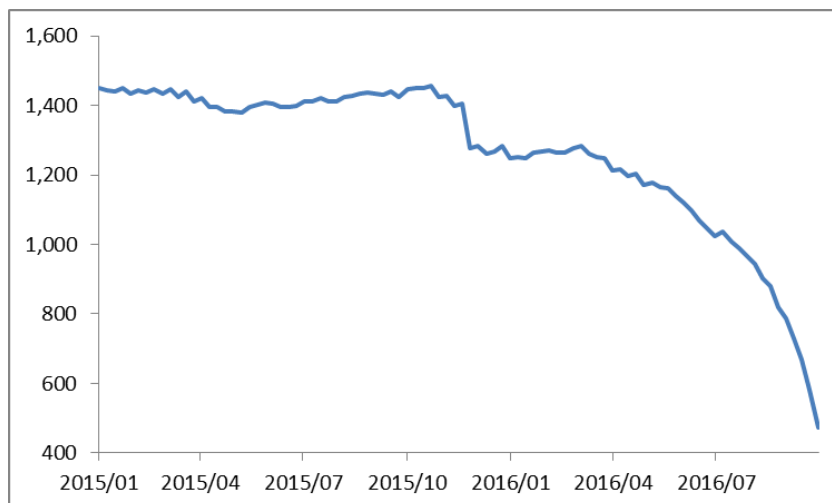
短期資金市場のストレスの高まりについては、日米の金融政策の違い以外に金融規制の観点からも指摘されている。1つ目はレバレッジ比率の影響である。レバレッジ比率はバーゼルⅢの中で議論されている規制の項目の1つだが、大手金融機関はレバレッジ比率を一定以上の水準に維持しなければならない。よって、レバレッジ比率が低下するような資金の貸借等の取引について一定の制約がかかるようになり、短期資金市場においてこの規制に関するコストが資金提供サイドから追加的に課されるようになったと考えられる。特に、米国において大手金融機関に対するレバレッジ比率の規制を厳しくする方向で議論されており、米国の短期資金市場のストレスを相対的に高めているものと思われる。

2つ目は米国におけるMMF規制の影響である。2015年後半からプライムMMFの残高が急激に減少している（図表5）が、この残高減少は米国においてプライムMMFの資金の引き出しに一定の制約を課すなどのMMF規制の変更があったことに起因している<sup>3</sup>。プライムMMFは米国債以外の資産、例えば米ドルCDや米ドルCPといった短期金融市場の商品に投資するファンドであり、MMF規制の変更に伴う残高減少により、金融機関は米ドルCDや米ドルCPを通じた短期資金の調達を受け皿縮小に直面することになった。その結果、米国短期資金市場においてストレスが高まった状態が継続しているものと思われる。

以上より、金融政策や金融規制による複合的な要因から、米国短期資金市場においてストレスが相対的に高まったことで、内外金利差以外の要因による追加的コストについても徴求されるようになったと考えられる。よって、米国短期資金市場のストレスが相対的に高まると、内外金利差の拡大と内外金利差以外の要因への影響が織り重なってヘッジコストの上昇に2重のインパクトを及ぼすことになり、非常に厄介な問題である。

<sup>3</sup> MMF規制の変更は2016年10月14日に施行されている。

図表 5 : プライム MMF の残高推移 (10 億米ドル)



(Bloomberg データ)

しかしながら、これらの問題についてはすぐさま解消される見込みがないため、国内投資家にとって厳しい環境がしばらく続くのではないかとと思われる。