

2023. 11. 24

円キャリートレードに拡大余地 ～ドルとユーロの双方に対して根強い円売り要因に～



経済調査部 エコノミスト
吉川 裕也

ポイント

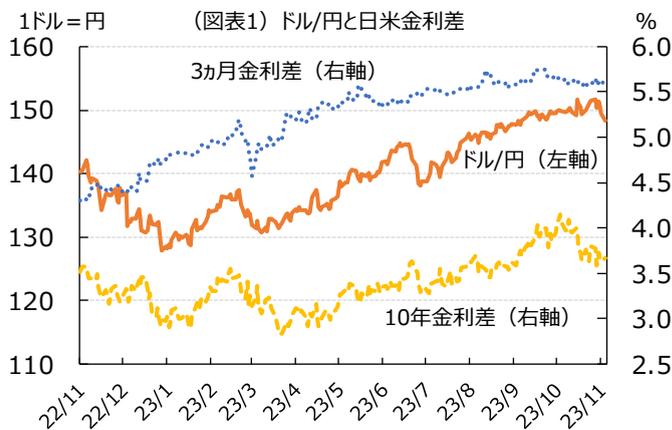
- 欧米と日本間の短期金利差拡大と為替市場のボラティリティー低下により、円キャリートレードの期待利得は約17年ぶりの高水準にある。一方で、その取引規模は2006年から2007年前半にかけての円キャリートレード隆盛局面の半分程度である
- 利上げ打ち止め観測の高まりにより、欧米景気のソフトランディング期待が優勢に。リスク選好姿勢の高まりにより、VIX指数は低位安定へ。円キャリートレードの拡大条件は秋口以降整ってきている
- 2024年前半にかけても、円はドル、ユーロの双方に対して買われにくい状況が続きそうだ

1. ドル/円の底堅さの背景に円キャリートレード

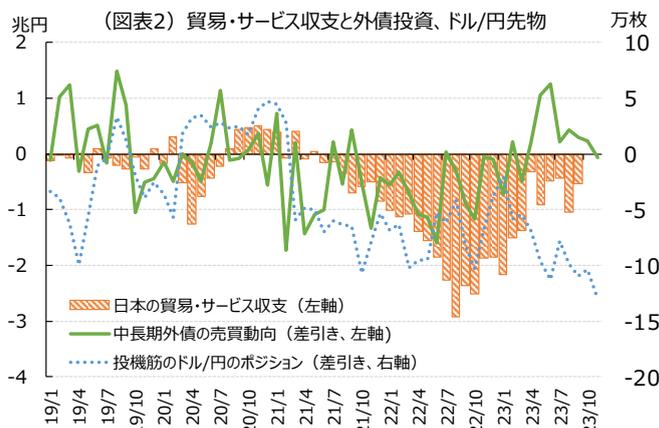
10月31日～11月1日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では2会合連続の政策金利すえ置きが決定され、さらに11月3日発表の米雇用統計では労働市場の緩和傾向が示された。米10年国債利回りは低下傾向に転じ、日米金利差（10年）は縮小した。直近1年間を見ると、ドル/円と日米金利差（10年）は強い相関を有している（図表1）。相関係数から試算すると、急速な金利差縮小により足元では1ドル145円付近まで円高が進んでもおかしくない状況といえるが、その割にドル/円は下げ渋っているようにもみえる。

円売りの主体を探ってみる。まず国内勢であるが、本邦の中長期外債の売買動向（「買い」－「売り」）をみると、年後半以降減少傾向にある（図表2）。日本の中長期債の金利上昇などにより、新規の外債投資は手控えられているようだ。また、貿易・サービス収支の赤字幅は縮小してきており、実需の円売り圧力は低下傾向にある。

一方で、通貨先物市場では、投機筋のドル/円ポジショ



(出所) ブルームバーグより明治安田総研作成。日米金利差は(米国)－(日本)



(出所) ブルームバーグより明治安田総研作成。ドル/円のポジションは米商品先物取引委員会

ンが円売りに大きく傾いている（前掲図表 2）。海外勢中心に円の先安観が根強いなか、短期金利差に着目した円キャリートレードが盛んになっていることが、ドル/円の底堅さの背景にあるとみる。円キャリートレードとは、低金利通貨である円を借りて外国債券や外国株式などで運用する投資手法である。在日外銀から円資金を調達した欧米のヘッジファンドが高金利国債に投資するのはその典型例とされる。よって、先々円転して返済する必要が生じるため、低金利で資金調達できる反面、為替変動リスクを伴う。そこで、為替市場のボラティリティーの安定は円キャリートレード活発化のための必要条件となる。米連邦準備制度理事会（FRB）の急速な利上げや資源高による日本の貿易赤字拡大、本邦当局の円買い介入などで 2022 年は荒れ模様となったドル/円相場であるが、2023 年に入ってボラティリティーは低下してきている（図表 3）。FRB の利上げ打ち止めが見えてきたことなどが要因とみられる。

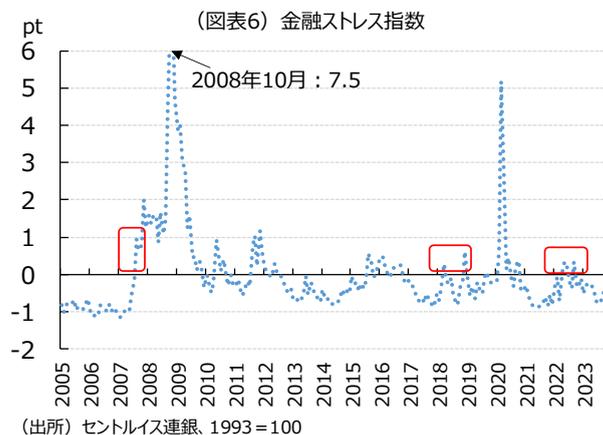
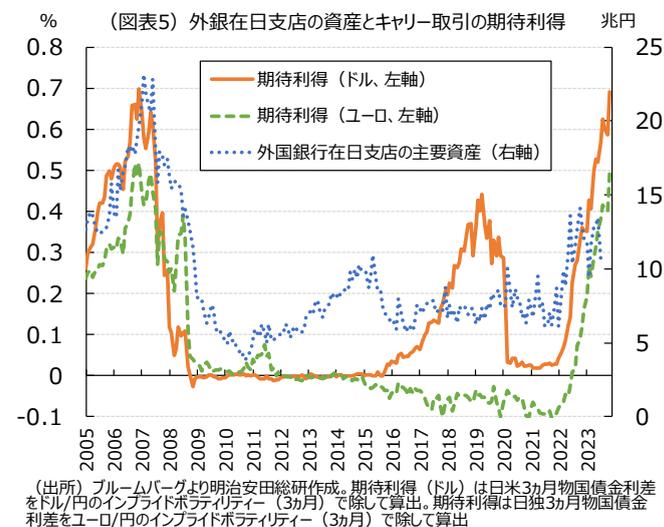
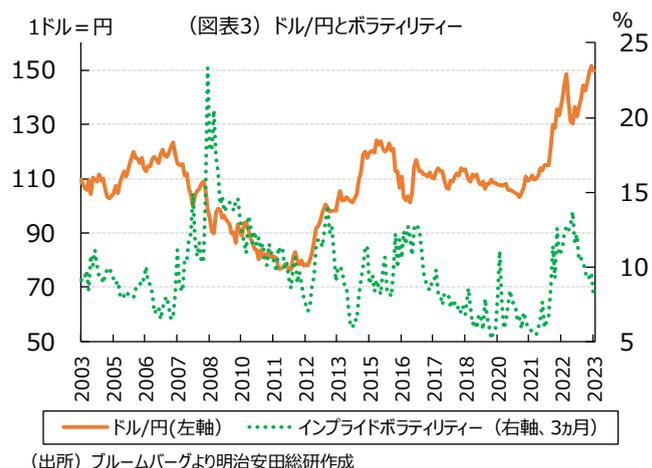
また、欧米と日本の金利差がなければわざわざ円で資金調達する必要はなく、円キャリートレード活発化のためには一定以上の金利差が必要である。FRB と欧州中央銀行（ECB）の利上げにより、米国の政策金利は足もと 5.5%（FF レート上限）、ユーロ圏の政策金利は 4.5%（主要リファイナンスオペ金利）であり（図表 4）、欧米では資金調達コストが高まっている。よって、低金利の円で資金調達するメリットは大きい状況にある。以上から、①為替市場のボラティリティーの安定、②欧米との短期金利差という円キャリートレード活発化のための 2 つの前提条件は秋口以降いっそう整ってきているとみる。

2. 期待利得は約 17 年ぶりの高水準

円キャリートレードで調達された資金の向かう先はまず外債である。米 3 ヶ月物国債に投資したとして対円の為替レートのボラティリティーに対する期待利得を計算すると、11 月 21 日時点で約 0.69% であり、2006 年 12 月以来の高水準となっている。2022 年はボラティリティー上昇で期待利得の増加が抑えられていたが、2023 年に入ってから、金利差拡大ペースは鈍ったものの、ボラティリティー低下により期待利得が急上昇した。ユーロで同様の運用をした場合の期待利得も高水準となっている（図表 5）。

一方で、円キャリートレードの動向を反映するとされる外国銀行在日支店の主要資産（日銀発表）を見ると、最新のデータ（2023 年 8 月）で約 11.1 兆円であり、高水準ではあるが、円キャリートレード最盛期（2007 年上半期、20 兆円前半）の約半分程度となっている。2023 年 8 月時点の期待利得（ドル）はすでに約 0.62% と、2007 年上半期（約 0.60）と比べ遜色ない水準であったことから、何か別の要素が円キャリートレード増加を抑えた可能性が示唆される。

セントルイス連銀算出の金融ストレス指数を見ると、たと



え期待利得が高水準でも金融ストレスが高まった時期に外国銀行在日支店の主要資産が伸び悩む様子が見て取れる(図表 6)。リスク選好姿勢の低下が、円キャリートレードの意欲の削減と外銀の貸出し姿勢の厳格化につながるものが理由とみられる。金融ストレス指数は米 S&P500 指数の予想変動率を表す VIX 指数(20 を超えると不安心理が高まった状態とされる)と強い相関がある。以下ではより身近なリスク指標である VIX 指数と円キャリートレードの関係をみる。

3. 株式市場の安定も前提条件に

円キャリートレードで調達された資金の向かう先として株式市場も挙げられる。金融ストレスが高まった場面では株式市場が不安定となり、リスク選好姿勢が弱まるため、円キャリートレードが抑制されるようだ。2006 年から 2007 年前半にかけての円キャリートレードの隆盛局面において、投資家心理を反映する VIX 指数の平均は約 13.0 だった(図表 7)。VIX 指数がサブプライムローン問題により 2007 年後半に上昇したタイミングでは円キャリートレードは下火になっている。

また、2018 年終盤から 2019 年にかけて、円キャリートレードの対ドル期待利得が上昇した局面でも、米中貿易摩擦の高まりにより VIX 指数が上昇しており、外国銀行在日支店の主要資産の増加は観察されなかった。

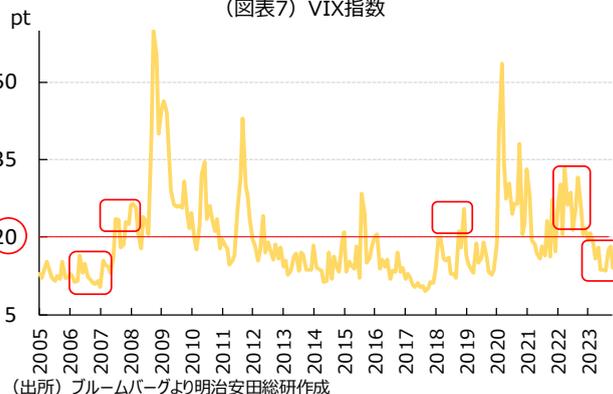
2022 年 1 月～2023 年 8 月の VIX 指数の平均は約 22.2 であり、期待利得の急上昇にもかかわらず、リスク選好姿勢が高まらなかったため、円キャリートレードの増加ペースは頭打ちになったとみられる。もっとも、2023 年 9～11 月の VIX 指数の平均は約 16.5 と落ち着きつつあり、足もとの期待利得は対ドル、対ユーロ共に 2006 年 12 月以来の高水準となっているため(前掲図表 5)、秋口以降円キャリートレードが活発に行なわれている可能性は高そうだ。

4. 2024 年前半に日米の短期金利差が大きく縮む可能性は低い

フィラデルフィア連銀が民間経済予測を集計して公表する専門家予測調査(11 月 13 日発表)において、2023 年 4Q～2024 年 2Q までの消費者物価指数(CPI)の見通しが上方修正となった

(図表 8)。2024 年通期の実質 GDP 成長率と雇用者数の増加幅も上方修正されており、次回 FOMC(12 月 12 日～13 日)で示される経済見通しも底堅い内容になる可能性が高い。利上げ打ち止め宣言はまだ先になりそうで、政策金利見通しも 2024 年に 2 回分(1 回分は 0.25%)の利下げを示唆した前回見通しが踏襲されよう。米国の短期金利は当面高止まりするとみる。また、ラガルド欧州中央銀行総裁は 11 月 10 日、政策金利を「今後数四半期は」変更しないと発言しており、日欧の短期金利差も当面縮小しない見通しである。

(図表7) VIX指数

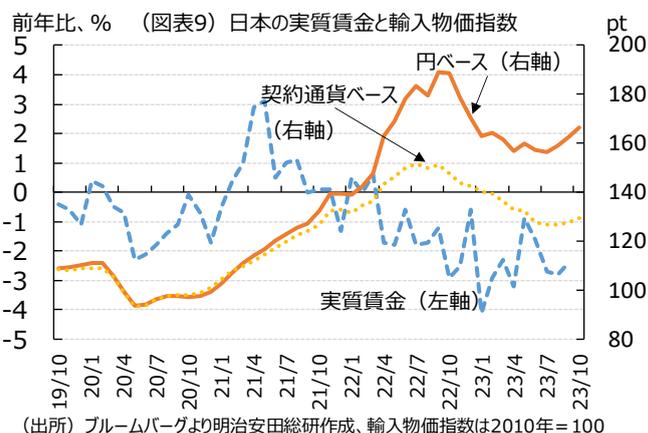


(出所) ブルームバーグより明治安田総研作成

(図表8) 第4四半期専門家予測調査

	2023.4Q	2024.1Q	2024.2Q	2024.3Q	2024.4Q	2023年	2024年
実質GDP	1.3	0.8	1.3	1.5	1.7	2.4	1.7
前回	1.2	1.1	1	1.3	—	2.1	1.3
雇用者数増分	148.8	65.7	97.9	81.5	118.8	296.5	120
前回	103.7	56.3	78	77.9	—	288.6	94.8
CPI	3.3	2.8	2.6	2.5	2.4	3.3	2.5
前回	2.9	2.6	2.5	2.6	—	3.1	2.5

(出所) フィラデルフィア連銀。実質GDPとCPIの四半期ベースの数値は前期比伸び率(%)、雇用者数増分は前期比増加数(千人、月ベース換算)。実質GDPとCPIの年次ベースの数値は前年比伸び率(%)、雇用者数増分は前年比増加数(千人、月ベース換算)



(出所) ブルームバーグより明治安田総研作成、輸入物価指数は2010年=100

一方で、植田日銀総裁は11月8日の衆院財務金融委員会にて、イールドカーブ・コントロール（YCC）やマイナス金利をいつまで続けるか決断する際に「実質賃金が必ずその時点でプラスに転じていないといけないかと言われれば、必ずしもそうではない」と述べている。春闘の状況を見ながら、2024年の春にもマイナス金利解除に踏み切る可能性は高いとみるが、その後の継続的な利上げは難しいと考える。日本の7-9月期の実質GDPは、個人消費と設備投資の弱さから前期比年率▲2.1%となった。日本の輸入物価をみると、資源価格低下などで契約通貨ベースでは落ち着いてきているが、円安により円ベースでは上昇に転じてきている（図表9）。輸入物価上昇による「第一の力」は根強く、実質賃金が前年比プラスに転じるのには思いのほか時間が掛かる可能性もありそうで、日本経済の足腰の弱さから日銀の利上げ余地は小さいと考えられる。

よって、2024年前半に欧米と日本の短期金利差が大きく縮まる可能性は低く、為替市場のボラティリティーとVIX指数の安定が続けば、円キャリートレードが活発に行われるとみられる。日銀が慎重に金融政策の正常化を進めていくのであれば、円の調達通貨としての位置付けに当面変化はなさそうであり、円はドル、ユーロの双方に対して買われにくい状況が続くと予想する。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411