

外貨投資の視点 (No.285)

リサーチ部 マーケットエコノミスト 大塚 崇広
リサーチ部 チーフ為替ストラテジスト 植野 大作

2016年7月22日

対外証券投資の増加は円高要因？ドル円スワップ出来高に注目

ポイント

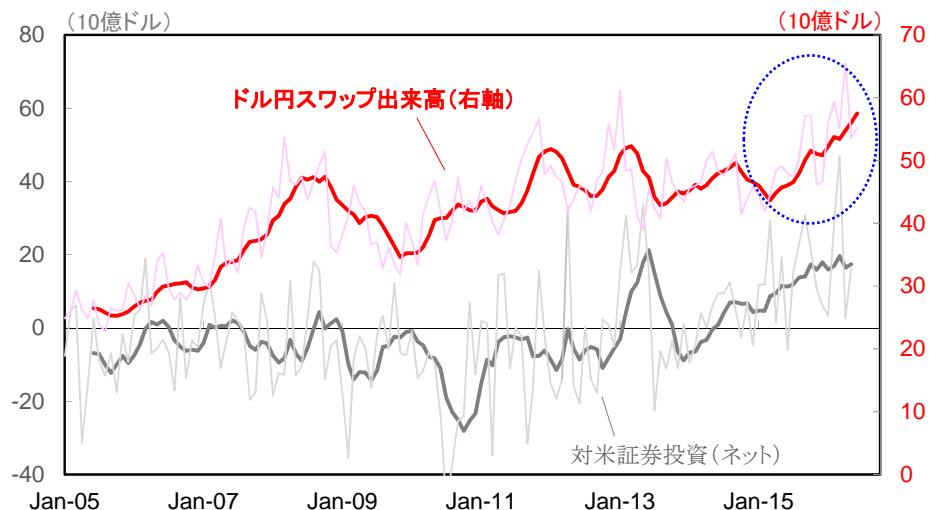
- 本邦対米証券投資は高水準かつ増加基調も、円安・ドル高には繋がらず。為替ヘッジが影響を弱めている模様
- 為替ヘッジの動向は、日銀『外国為替市況』のドル円スワップ出来高からある程度把握可能。要注目
- 為替ヘッジ・メインの対外証券投資の増加が続けば、米金利の低下圧力となって、むしろ円高要因となる可能性も

対米証券投資は増加基調も、円安・ドル高には繋がらず。為替ヘッジが影響を弱めている模様

足元、本邦投資家の対米証券投資は、増加基調で推移(図1)。過去を振り返ってみても、かなりの高水準だ。もっとも、日銀異次元緩和第2弾(2014年10月31日)以降に進んだ円安はほぼ巻き戻されてしまっており、対米証券投資の増加によって、円安・ドル高が促されている様子は窺えない。

背景のひとつとして考えられるのは、為替ヘッジの影響だ。実際に、日銀『外国為替市況』におけるドル円スワップ出来高は足元で勢いを増しており、為替ヘッジが対米証券投資による円安・ドル高効果を抑制している可能性を示唆している(図1、後述)。

図1: 対米証券投資(ネット)とドル円スワップ出来高



注1 : 対米証券投資は、建値通貨別対外証券投資のアメリカ・ドル。当方でドル・ベースに変換

注2 : ドル円スワップ出来高は、アウトライト・フォワード取引を含む。月中平均

注3 : 太線は6ヵ月後方移動平均

出所: 財務省、日銀、ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

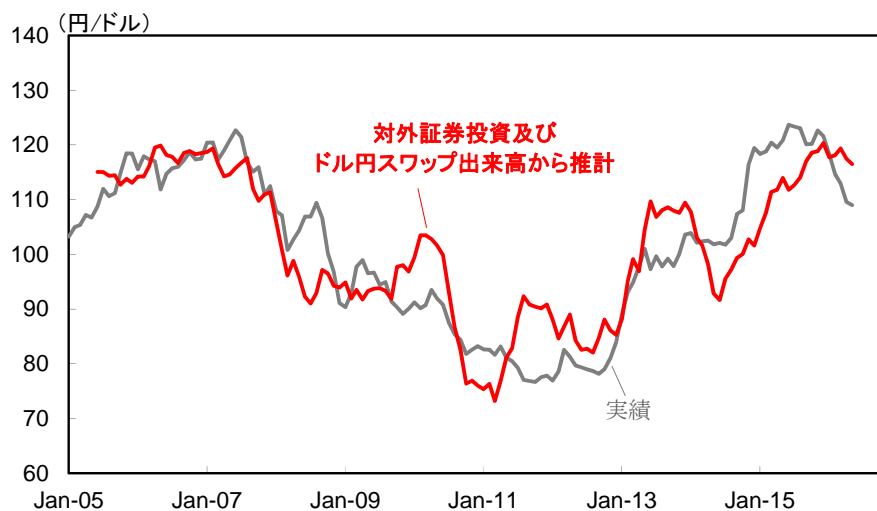
本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

為替ヘッジの動向は、日銀『外国為替市況』のドル円スワップ出来高からある程度把握可能

為替オープンでの対外証券投資は、為替に関しては円売り・ドル買いの一方の取引であるため、一般に円安・ドル高を促すと考えられている。しかし、為替ヘッジを付けるとフォワードでの円買い・ドル売りを伴うため、そうした円安・ドル高効果は弱まってしまふ。したがって、対外証券投資が為替に与える影響をみるには、為替ヘッジの動向も併せてみることが重要になってくる。

残念ながら、為替スワップ取引（スポットでの円売り・ドル買い&フォワードでの円買い・ドル売り、またはその逆）は、店頭取引ということもあって、包括的かつ詳細な月次データは公表されていない。ただ、日銀公表の『外国為替市況』において、その動向をある程度把握することは可能だ。ブローカー経由の取引データしか計上されていないなどといった問題はあつたものの、日次単位でドル円スワップの出来高をみることができ¹。なお、試しに、対米証券投資とドル円スワップ出来高からドル円を推計してみたところ、図2のようになった。ドル円スワップ出来高は、やはりある程度の影響力をもっていると示唆される。

図2:ドル円の動きを対米証券投資(ネット)とドル円スワップ出来高から推計



注：推計式:ドル円(月中平均) = $\alpha \times$ 対米証券投資の6ヵ月後方移動平均(18.46) + $\beta \times$ ドル円スワップ出来高の6ヵ月後方移動平均(-15.50) + C(41.77)、括弧内はt値AdjR²=0.76、D.W=0.20
出所:財務省、日銀、ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

為替ヘッジ・メインの対外証券投資の増加が続けば、むしろ円高要因となる可能性も

このまま、為替ヘッジ・メインでの対外証券投資の増加が続いてしまうと、対外証券投資はむしろ円高要因となってしまう可能性がある。

Brexit以降、米株に比べて米金利の戻りが弱い(低位に抑えられている)背景には、日銀(とBOE、ECB)の追加緩和観測による影響もあるように思える。日本(や欧州)国債の利回り水没に伴って、米国に利回り(あるいは配当)を求める動きが強まっているのではないだろうか。実際に、米国向けかどうかは不明²だが、今月初(7月3日~7月9日)の対外証券投資は中長期債の増加を主因に過去最高を記録している(次頁図3)。

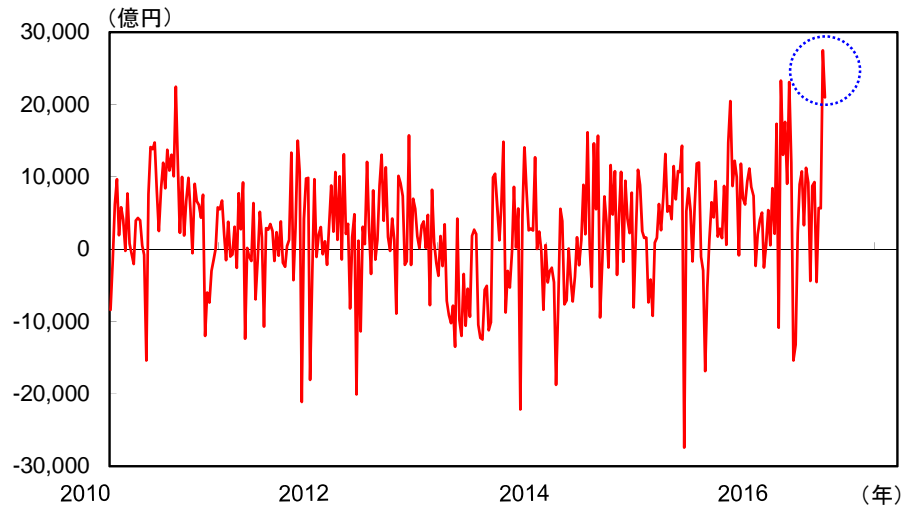
¹ DD(銀行間直接取引と対顧客取引)取引等を含むより包括的で詳細なデータとしては、日銀公表の『外国為替およびデリバティブに関する中央銀行サーベイ』等がある。ただ、同統計は3年に一度の調査(次回公表は2016年9月)。

² 7月の建値通貨別内訳(月次)は9月8日公表予定。

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

米金利の上昇が抑制されると、金利差の面からは円安・ドル高は進み難くなってしまふ。そのため、為替ヘッジ・メインの対外証券投資が今後勢いを増せば、むしろ円高方向の力が働いてしまう可能性もある。今後の為替動向を分析する際は、対外証券投資だけでなく、ドル円のスワップ出来高にも注目しておきたい。

図3: 対外証券投資(ネット)の推移(週次データ)



出所: 財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

現行の為替水準だと、大手生保はオープン外債に消極的か

なお、参考までに直近における大手生保のヘッジ外債に対する考え方を紹介したい(表1)。総じて、現行の為替水準(1ドル=106円程度)だと、積極的にオープン外債投資を積み増すといった姿勢でもなさそうだ。

表1: 大手生保のヘッジ外債に対する考え方

	ヘッジ外債に対する考え方(ブルームバーグ記事より抜粋)	記事配信日
A生命	<ul style="list-style-type: none"> 外債投資ではヘッジ付きがメイン 「(オープン外債は)円高トレンドが少し和らいでドル・円相場の下値が固まってくれば積み増しも考えられる」 「(オープン外債は)今はまだ円高リスクがそれなりにあると思っているので慎重に考えている」 	2016/7/21
B生命	<ul style="list-style-type: none"> 米国の債券について、1ドル=100円近辺まで円高が進めば、為替変動リスクをヘッジしないオープン投資の積み増しを検討する方向 「ここからは一方的に1ドル=95円を目指して円高が進んでいくとは思っていない」 「今年度については、ある程度円高にも振れ、米国の金利が下がらないということもあり、足元はオープンとヘッジを半々くらいで進めている」 「(米債やモーゲージ債は)ヘッジを付けると利回りが1%を切っており厳しいといえは厳しい」 	2016/7/19
C生命	<ul style="list-style-type: none"> オープン外債は、機動的にエクスポージャーを増減し、現在はオプションを利用して円高リスクが高まっている部分をヘッジ 「(オープン外債は)円高のところであれば、ドルの下値が固まったのを判断すれば買ってきてもいい」 今後3カ月の予想レンジは1ドル=98円-108円 	2016/7/14

注:ブルームバーグ・インタビュー記事より抜粋

出所:ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

(7月22日 9:00)

本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

Appendix A

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリストは、本レポートで述べられている内容（複数のアナリストが関与している場合は、それぞれのアナリストが本レポートにおいて分析している銘柄にかかる内容）が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に関するアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明いたします。また、当該アナリストは、過去・現在・将来にわたり、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、直接又は間接的に報酬を一切受領しておらず、受領する予定もないことをここに証明いたします。

開示事項

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社（以下「MUMSS」）は、MUMSSのリサーチ部門・他部門間の活動及び／又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関与する社員の通信・個人証券口座を監視するための適切な基本方針と手順等、組織上・管理上の制度を整備しています。

MUMSSの方針では、アナリスト、アナリスト監督下の社員、及びそれらの家族は、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の証券を保有することも、当該企業の、取締役、執行役又は顧問等の任務を担うことも禁じられています。また、リサーチレポート作成に関与し未公表レポートの公表日時・内容を知っている者は、当該リサーチレポートの受領対象者が当該リサーチレポートの内容に基づいて行動を起こす合理的な機会を得るまで、当該リサーチに関連する金融商品（又は全金融商品）を個人的に取引することを禁じられています。

アナリストの報酬の一部は、投資銀行業務収入を含むMUMSSの収益に基づき支払われます。

MUMSS及びその関連会社等は、本レポートに記載された会社が発行したその他の経済的持分又はその他の商品を保有することがあります。MUMSS及びその関連会社等は、それらの経済的持分又は商品についての売り又は買いのポジションを有することがあります。

MUMSS・その他MUFG関連会社、又はこれらの役員、提携者、関係者及び社員は、本レポートに言及された証券、同証券の派生商品及び本レポートに記載された企業によって発行されたその他証券を、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有したり、本レポートで示された投資判断に反する取引を行ったり、マーケットメーカーとなったり、又は当該証券の発行体やその関連会社に幅広い金融サービスを提供しもしくは同サービスの提供を図ることがあります。

MUMSSの役員（以下、会社法（平成17年法律第86号）に規定する取締役、執行役、又は監査役又はこれらに準ずる者をいう）は、次の会社の役員を兼任しています：三菱UFJフィナンシャル・グループ、カブドットコム証券、三菱倉庫。

免責事項

本レポートは、MUMSSが、本レポートを受領されるMUMSS及びその関連会社等のお客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買の推奨あるいは特定の証券取引の勧誘、申込みを目的としたものではありません。

本レポート内でMUMSSに言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。

本レポートの作成者は、インサイダー情報を使用することはもとより、当該情報を入手することも禁じられています。MUMSSは株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ(以下「MUFG」)の子会社等であり、MUMSSの方針に基づき、MUFGについては投資判断の対象としておりません。

本レポートは、MUMSSが公的に入手可能な情報のみに基づき作成されたものです。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性、信頼性が客観的に検証されているものではありません。本レポートはお客様が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。また、MUMSS及びその関連会社等は本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、また、MUMSSは本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。

本レポートでインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、ウェブサイト等の内容について当社は一切責任を負いません。

当社は、本レポートの論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する場合があります。また、MUMSSは関連会社等と完全に独立してレポートを作成しています。そのため、本レポート中の意見、見解、見通し、評価及び目標株価は、異なる情報源及び方法に基づき関連会社等が別途作成するレポートに示されるものと乖離する場合があります。

本レポートで直接あるいは間接に採り上げられている有価証券は、価格の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより投資元本を割り込むリスクがあります。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。本レポートにて言及されている投資やサービスはお客様に適切なものであるとは限りません。お客様は、独自に特定の投資及び戦略を評価し、本レポートに記載されている証券に関して投資・取引を行う際には、専門家及びファイナンシャル・アドバイザーに法律・ビジネス・金融・税金その他についてご相談ください。

MUMSS及びその関連会社等は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる結果のいかなるもの（直接・間接の損失、逸失利益及び損害を含むがこれらに限られない）についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家に対しても法的責任を負うものではありません。

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

本レポートの利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、又は保証するものではありません。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。従って、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。

本レポートの利用に際しては、上記の一つ又は全ての要因あるいはその他の要因により現実的もしくは潜在的な利益相反が起こりうることをご認識ください。なお、MUMSS は、会社法第 135 条の規定により自己の勘定で MUFG 株式の売買を行うことを禁止されています。

本レポートで言及されている証券等は、いかなる地域においても、またいかなる投資家層に対しても販売可能とは限りません。本レポートの配布及び使用は、レポートの配布・発行・入手可能性・使用が法令又は規則に反する、地方・州・国やその他地域の市民・国民、居住者又はこれらの地域に所在する者もしくは法人を、対象とするものではありません。

英国及び欧州経済地域: 本レポートが英国において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities EMEA plc (以下「MUS(EMEA)」)。電話番号: +44-207-628-5555)により配布されます。MUS(EMEA)は、英国で登録されており、Prudential Regulation Authority (ブルーデンス規制機構、「PRA」)の認可及び Financial Conduct Authority (金融行動監視機構、以下「FCA」)と PRA の規制を受けています(FS Registration Number 124512)。本レポートは、professional client (プロ投資家)又は eligible counterparty (適格カウンターパーティー)向けに作成されたものであり、FCA 規則に定義された retail clients (リテール投資家)を対象としたものではありませんので、誤解を回避するため、同定義に該当する顧客に交付されてはならないものです。MUS(EMEA)は、本レポートを英国以外の欧州連合加盟国においても professional investors (若しくはこれと同等の投資家)に配布する場合があります。本レポートは、MUS(EMEA)の組織上・管理上の利益相反管理制度に基づいて作成されています。同制度には投資リサーチに関わる利益相反を回避する目的で、情報の遮断や個人的な取引・勧誘の制限等のガイドラインが含まれています。本レポートはルクセンブルク向けに配布することを意図したものではありません。

米国: 本レポートは Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. (以下「MUMSS」)によって作成されたものです。MUMSS は日本で証券業務の認可を取得しております。本レポートが米国において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Americas Inc. (以下「MUS(USA)」)。電話番号: +1-212-405-7000)により配布されます。MUS(USA)は、United States Securities and Exchange Commission (米国証券取引委員会)に登録された broker-dealer (ブローカー・ディーラー)であり、Financial Industry Regulatory Authority (金融取引業規制機構、「FINRA」)による規制を受けています (SEC# 8-43026; CRD# 19685)。本レポートが MUS(USA)の米国外の関連会社等により米国内へ配布される場合、本レポートの配布対象者は、1934 年米国証券取引所法の規則 15a-6 に基づく major U.S. institutional investors (主要米国機関投資家)に限定されております。本レポートは証券の売買及びその他金融商品への投資等の勧誘を目的としたものではありません。また、いかなる投資・取引についてもいかなる約束をもするものでもありません。本レポートが米国で大手機関投資家以外の個人に配布される限りにおいて、MUS(USA) は以下の条件のもとその内容について責任を負っています。本レポートの執筆者であるアナリストは、リサーチアナリストとして FINRA への登録ないし FINRA の資格取得を行っておらず、MUS(USA)の関係者ではない場合があります。したがって、調査対象企業とのコミュニケーション、パブリックアピランス、アナリスト本人の売買口座に関する FINRA の規制に該当しない場合があります。FLOES は MUS(USA)の登録商標です。

IRS Circular 230 Disclosure (米国内国歳入庁 回示 230 に基づく開示): MUS(USA)は税金に関するアドバイスの提供は行っておりません。本レポート内 (添付文書を含む)の税金に関する記述は MUS(USA)及び関連会社以外の個人・法人が本レポートにおいて研究する事項に関する勧誘・推奨を行う目的、又は米国納税義務違反による処罰を回避する目的で使用することを意図したのではなく、これらを目的とした使用を認めておりません。

日本: 本レポートが日本において配布される場合、その配布は MUFG のグループ会社であり、金融庁に登録された金融商品取引業者である MUMSS (電話番号: 03-6742-4550)が行います。

シンガポール: 本レポートがシンガポールにおいて配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Asia (Singapore) Limited (以下「MUS(SPR)」)。電話番号: +65-6232-7784)とのアレンジに基づき配布されます。MUS(SPR)はシンガポール政府の承認を受けた merchant bank であり、Monetary Authority of Singapore (シンガポール金融管理局)の規制を受けています。本レポートの配布対象者は、Financial Advisers Regulation の Regulation 2 に規定される institutional investors、accredited investors、expert investors に限定されます。本レポートは、これらの投資家のみによる使用を目的としており、それ以外の者に対して配布、転送、交付、頒布されてはなりません。本レポートが accredited investors 及び expert investors に配布される場合、MUS(SPR)は Financial Advisers Act の次の事項を含む一定の事項の遵守義務を免除されます。第 25 条: 一定の投資商品に関してファイナンシャル・アドバイザーが全ての重要情報を開示する義務、第 27 条: ファイナンシャル・アドバイザーが合理的な根拠に基づいて投資の推奨を行う義務、第 36 条: ファイナンシャル・アドバイザーが投資の推奨を行う証券に対して保有する権利等について開示する義務。本レポートを受領されたお客様で、本レポートから又は本レポートに関連して生じた問題にお気づきの方は、MUS(SPR)にご連絡ください。

香港: 本レポートが香港において配布される場合、本レポートは MUFG のグループ会社である MUFG Securities Asia Limited (以下「MUS(HK)」)。電話番号: +852-2860-1500)とのアレンジに基づき配布されます。MUS(HK)は Hong Kong Securities and Futures Ordinance に基づいた認可、及び Securities and Futures Commission (香港証券先物取引委員会; Central Entity Number AAA889)の規制を受けています。本レポートは Securities and Futures Ordinance により定義される professional investor を配布対象として作成されたものであり、この定義に該当しない顧客に配布されてはならないものです。

その他の地域: 本レポートがオーストラリアにおいて配布される場合、MUS(HK)又は MUS(SPR)により配布されています。MUS(HK)は Australian Securities and Investment Commission (ASIC) Class Order Exemption CO 03/1103 に基づき、Corporations Act 2001 が定める金融サービスの提供者によるオーストラリア金融業免許の保有義務を免除されています。MUS(SPR)は ASIC Class Order

本資料は信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。

Exemption CO 03/1102により同様に義務を免除されています。本レポートはオーストラリアの Corporations Act 2001 に定義される wholesale client のみを配布対象としております。本レポートがカナダにおいて配布される場合、本レポートは MUS(EMEA)又は MUS(USA)により配布されます。MUS(EMEA)および MUS(USA)は international dealer exemption の措置により次の各州において金融取引業者としての登録を免除されています：アルバータ州、ケベック州、オンタリオ州、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州（MUS(EMEA)のみ）。本レポートはカナダにおける National Instrument 31-103 によって定義された permitted client のみを配布対象としております。

又は本レポートは、インドネシアにおいて複製・発行・配布されてはなりません。また中国（中華人民共和国「PRC」を意味し、PRCの香港特別行政区・マカオ特別行政区、及び台湾を除く）において、複製・発行・配布されてはなりません（ただし、PRCの適用法令に準拠する場合を除きます）。

本レポートは、米国、日本やその他の証券規制法規により配付を制限されている投資家、および個人投資家を対象にしたものではありません。

債券取引には別途手数料はかかりません。手数料相当額はお客様にご提示申し上げる価格に含まれております。

Copyright © 2016 Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

本レポートは MUMSS の著作物であり、著作権法により保護されております。MUMSS の書面による事前の承諾なく、本レポートの全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-8127 東京都千代田区大手町1丁目9番2号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ
三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 リサーチ部

（商号） 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2336号

（加入協会）日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。