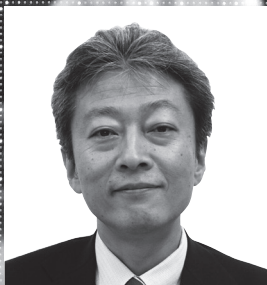


経営者目線で読む 景気動向



武藤泰明（むとう やすあき）
1955年生まれ。1980年東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授職任。専門はマネジメント。

武藤泰明

統計は整備されていない。日本からの海外投資に紛れているものもあれば、外国への円の貸出になっているものもある。およそ50兆円前後ではないかと言われる。

前号で述べたように、日本は低金利なので投資収益率が低い。低いとかほぼゼロで、国債はマイナスである。それなら、外国の政府がしているように海外投資で稼げばよいがそれをしていない。しかし一方で、この低金利を利用して投資収益を上げているファンドもある。そ

- ⑤これを円に換える
- ⑥円で返済する

外国の債券は利率が高いので、為替等の手数料を支払っても利益が出る。手持ち資金が不要（とはいえ、お金を借りられるだけの信用は必

連載
第29回

円キャリー

の方法が「円キャリー」である。

具体的な方法のイメージは図のとおりである。すなわち、

- ①日本で円で借り入れる
- ②この円を、外貨に換える
- ③外貨で外国の債券や株式を買う
- ④元本と投資収益を手に入れる

要だが）だという点が特徴である。この投資のリスクは、為替変動である。ただしこれは、円キャリーでなくとも、日本円を持つ投資家が外国の債券などで運用する場合には当然負わなければならないリスクである。つまり、円キャリーだからリスクが大きいかというとそんなことはない。

めたときに何が起こったかである。以前この項でも説明したが、金融機関等は国債を日銀に売るとキャッシュが手元に入る。このキャッシュの投資先の1つが日本株である。

現在の日本では、金利が上がらないことは確実である。加えて、GPIF（日本の社会保障基金の運用機関）は保有資産のうち国債を放出して株式等に投資することを表明した。異次元緩和で国債を買っても収益が出ないからである。つまり、株価は上がることが半ば保証されている。この環境の下では、外国人投資家は日本株に向かうのだが、日本株を買うなら円安のほうが買いやすい。そして円キャリーは円安をもたらす。つまり、低金利、円キャリー、日本の株高、円安は同時に起きるのである。というより、円キャリーが円安の促進要因となつて、株高を演出したとみることもできるだろう。

○量的緩和で増えたお金が海外に向かう

さて、前述のとおり円キャリーの残高は50兆円程度と見られるのだが、これは、日銀が国債の買取を通じて供給した400兆円（日銀の国債保有残高）の12・5%である。「ザルで水を汲む」まではひどくないが、供給したお金は日本から逃げている。そしてそうであるにもかかわらず、銀行は日銀にお金を預ける。金利はマイナスである。とにかく、国内には運用先がないのである。またそう考えるなら、円キャリーをしている投資会社は、日本国内の余った資金を海外に移転（投資）することで、日本の金利

を高め、投資先の国の金利を引き下げる（投資需要が多ければ金利は下がるだろう）ことによって、内外金利差の解消に向けて貢献しているともみることができそうである。「教科書的」には、そうなる。

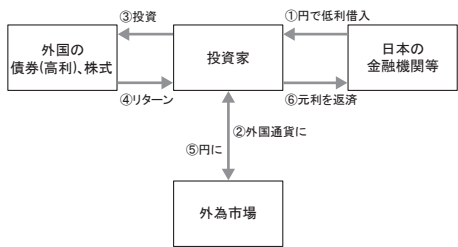
とはいえ、日本の金利はゼロで動かないので、金利差の解消は外国（債券）の金利低下によって実現される。まともな市場原理によらないメカニズムが、日本から世界に「輸出」されているということもできるだろう。また日本からの海外金融投資が増えると、円が売られて外貨が買われる。つまり、日本以外の国は「通貨高」になる。これも市場原理から外れた歪みである。

○リスクオフと円キャリーの「巻き戻し」

さて、ここからはさらに教科書的でない話である。問題は、円の変動の幅が、金利変動や内外金利格差よりはるかに大きいところにある。2011年には、1ドルは70円台だった。その後量的緩和とともに下落し、2015年には120円台になった。5割の変動である。仮に円キャリー取引で内外金利差5%ぶんの投資収益を得ようとしても、円を借り入れたときの為替レートより、返済するときのレートが5%以上高くなっている場合、この投資の収益はマイナスになる。

この場合、円キャリーの投資家はどう行動するか。選択肢の1は、外貨のまま保有を続け、その外貨が円に対して強くなる（つまり円安になる）まで待つというものである。しかし、円

図 円キャリーの流れ



○円キャリーは円安と株高を演出した

円キャリーの影響の1つは、円が売られるので円安になりやすいという点である。もちろん、最終的には外国債券等に投資したお金は円に戻して返済することになるのだが、投資されている資金の残高が50兆円あるとすると、この50兆円分、円が売り越しになっているということである。

ここで思い出していただきたいのは、日銀が異次元緩和、つまり国債を大量に買い入れはじ

資金は自分のお金ではなくて借りたものなので返済しなければならない。返済原資がなければ外貨を円に換えて損失を出すことになるが、たとえば日本株を持っていれば、これを売却して返済に充当することができる。この場合為替差損は発生しない。結果は「円高／株安」という、セオリーどおりの展開である。

選択肢の2は、外貨投資を早めに手じまいして「損切り」をする。現在の世界経済は、米国はトランプ大統領、EUは英国の離脱など、先進国に不安定要因がある。結果として、投資家（円キャリーの投資家ではなく、年金資産など長期運用を目的とする投資家を中心である）はリスクオフ、つまり安定した資産を選ぶ。このため、円が買われやすい。つまり円高基調だとすると、円キャリーの投資家は、投資収益を円に換えるタイミングが遅いと損失が拡大するので、外貨資産を円に換えようとする。これは円キャリーの「巻き戻し」と呼ばれる現象で、皆が円を買うとさらに円高になる。だから早目に外貨を円に換える必要があるのだ。

海外では何が起こるかと言うと、自国通貨が円に換えられるので、通貨安になる。また市場から資金が逃げるので、金利が上昇する。円キャリーの対象がドルやユーロ建ての債券なら問題はまだ少ないが、たとえば東欧各国だと経済規模が小さいので日本からの資金の逃避が大きな変動をもたらす。そしてそういう国の中には金利が高いところ、つまり円キャリー取引の対象として魅力のあるところが少なくない。日本の資金余剰が、世界を攪乱してしまうのである。