

第5章 邦銀の外貨資金調達力の強化

田中 茉莉子

邦銀の外貨資金調達力の強化		
米ドルの基軸通貨としての優位性が続く中で、1. マクロ経済環境の改善、2. 政策対応、3. 邦銀の自助努力の三本柱により、特に米ドル調達コストを低減させることで邦銀の国際競争力を強化することが求められる。		
1. マクロ経済環境の改善	2. 政策対応	3. 邦銀の自助努力
<ul style="list-style-type: none"> • 平時は日本銀行の無制限通貨スワップ協定が発動されず、特に米ドル調達コストの低減が課題。 • 低金利環境下では日本円の魅力が低くなり、邦銀が米銀から米ドルを調達する際の交渉力が低下。 • 日本円の魅力向上のため、利上げできるマクロ経済環境の醸成が必要。 	<ul style="list-style-type: none"> • 世界有数の外貨準備を活用できていないことが課題。 • 政府は、外為特会を活用し、海外展開企業に外貨貸付を行うJBICに対して、補完的な外貨貸付を行ってきた。 • JBICは邦銀と連携した協調融資も行っている。 • 政府がJBICを通じた米ドル貸付を行うことで、邦銀の米ドル調達コストを低減させることも一案。 	<ul style="list-style-type: none"> • 邦銀が平時に短期資金を調達する際、市場調達となる米ドルの調達コスト上昇への対応が課題。 • 米ドル建てCD/CPの発行、米ドル建て預金の確保等、短期の米ドル資金の調達先を分散・多様化させる等自助努力を行うことで、邦銀の国際競争力を高めることが重要。

【エグゼクティブサマリー】

本章では、邦銀がグローバル展開を進める上で不可欠となる外貨資金調達、とりわけ米ドル資金調達力の強化に焦点を当て、長期的・短期的課題を整理したうえで、金融当局・邦銀の対応を検討し、政策提言を行う。

ゼロ金利時代が終わりを迎え、金利のある世界が戻ってきたが、収益が見込まれる海外への投資需要は根強く、グローバル競争社会の中で邦銀の外貨資金調達力の強化が重要な検討課題となっている。米ドルの基軸通貨としての優位性が続く中で、1. マクロ経済環境の改善、2. 政策対応、3. 邦銀の自助努力の三本柱により、特に米ドル調達コストを低減させることで邦銀の国際競争力を強化することが求められる。

邦銀が米ドルを調達する際、主として現地預金で調達を行う他通貨とは異なり、米ドルの入手が市場調達に依存しており、流動性プレミアムの上昇時に調達コストが急騰しやすいことから、米ドルの調達コストをいかにして低下させるかが重要な課題となっている。

世界金融危機や欧州ソブリン危機といった危機時には、FRBとの無制限米ドルスワップ協定が発動される可能性が高く、日本銀行がドル供給を行うことにより邦銀の米ドル調達コストの急騰を抑制することができる。一方、平時は米ドルスワップ協定が発動される可能性が低いため、市場調達コスト上昇への対応が難しい。特に、近年、日本円の避難通貨としての地位が低下していること、そして低金利環境下で日本円に対する魅力が低下していることから、邦銀が米銀との交渉において不利な立場に置かれている。邦銀の交渉力を高めるためには、低金利環境を是正することが重要である。

平時における政策対応の観点からは、日本の巨額の外貨準備を有効活用することも考えられる。政府は、これまで、外為特会を活用し、海外展開企業に外貨貸付を行うJBICに

対して、補完的な外貨貸付を行ってきた。JBICは邦銀と連携した協調融資も行っている。このため、政府が邦銀に対してJBICを通じた米ドル貸付により米ドルを供給することで、邦銀の米ドル調達コストを低減させることも一案として考えられる。

以上のマクロ経済環境の改善、政策対応に加えて、邦銀の自助努力も課題となる。特に平時からの短期調達手段の安定化は喫緊の課題となっている。邦銀は米ドルを主にCD/CPの発行や為替スワップといった市場調達に依存しているが、その調達は市場環境の影響を受けやすい。邦銀が平時の米ドル調達リスクに対処するためには、短期調達の分散化・多様化を進めることが重要となる。

本章では、邦銀の外貨資金調達力、特に米ドルの資金調達力を高めるために何が必要となるのかを検討するため、まず前半では、邦銀の外貨資金調達力に影響を与える要因および課題について、主として米ドルの資金調達に焦点を当てて整理する。そこでは、グローバルな観点からは脱米ドルの動きはあるものの、基軸通貨としての米ドルの地位は維持されていること、わが国においては円の国際化が失敗し、アジアにおいて共通通貨等通貨バスケットは道半ばとなっている中、短期的に安定的な米ドル資金調達が重要となっていることを示す。続く後半では、グローバルに通用する金融システムの整備に向けて、低金利環境、世界有数の外貨準備高の保有といった日本固有の事情を踏まえ、マクロ経済環境、政策対応、邦銀の自助努力の観点から、課題解決に向けた以下の提言を行う。

1. 利上げできないマクロ経済環境を改善する。
2. 政策対応としては、(株)国際協力銀行(JBIC)をハブとして、巨額の外貨準備の活用により邦銀の米ドル資金調達コストを低減させる。
3. 邦銀の自助努力の観点から、邦銀の短期的な米ドル資金の調達先を分散化・多様化させる。

I. はじめに

ゼロ金利時代が終わりを迎え、金利のある世界が戻ってきた。国内に収益機会があるならば、国内投資への回帰も期待されるが、収益性が見込まれる海外への投資需要は根強い。2025年7月31日付の日本経済新聞朝刊によると、2025年3月末時点でのメガバンクの海外融資残高は2年連続で100兆円を超えている。

海外投資を行う際には、外貨、とりわけ基軸通貨である米ドルが必要となる。米ドルを調達するコストは、米ドルに対する需給インバランスを反映して変動する。例えば、2025年2月時点では大手行の預金ベースのドル調達コストが3.9%と高水準を記録し、収益の重荷となっていた（2025年7月31日付日本経済新聞朝刊）一方、トランプ政権下での規制緩和を受けて、同年8月には、米国で利下げ観測が強まったことを背景に3年半ぶりに低下している。（2025年8月13日付日本経済新聞朝刊）このように、米ドルの調達コストが海外要因の影響も受けて変動し、今後流動性プレミアムの急騰も起こりうることから、グローバル競争社会の中での邦銀の外貨資金調達力とりわけ米ドル資金調達力の強化、すなわち邦銀がいかにして米ドルを安定的に安く調達する体制を構築するかが重要な検討課題となっている。

邦銀の外貨資金調達力、特に米ドルの資金調達力を強化するためには何が必要となるのか。それを考えるためには、邦銀の外貨資金調達力にどのような要因が影響を与え、邦銀がどのような課題に直面しているのかを整理することが不可欠となる。そこで、第Ⅱ節では、そもそもなぜ米ドルでの資金調達が必要となるかを整理したうえで、第Ⅲ節では、邦銀の外貨資金調達力に影響を与える要因および課題について、主として米ドルの資金調達に焦点を当てて整理する。続く第Ⅳ節では、グローバルに通用する金融システムの整備に向けて、邦銀がどのような対策をとるべきか、そしてどのような政策対応が求められているのかについて、これまでの邦銀および金融当局の対応に関する先行研究に基づき検討する。低金利、世界有数の外貨準備高の保有といった日本固有の事情を踏まえ、課題解決に向けた提言を行う。第Ⅴ節で結論を述べ、第Ⅵ節で提言をまとめる。

II. なぜ米ドルでの資金調達が必要となるか

邦銀経営¹に最も影響を与える通貨は基軸通貨としての米ドルである。米ドルの基軸通貨としての地位は、米ドルが貨幣の3つの機能、すなわち価値尺度としての機能、交換手段としての機能、価値保存手段としての機能を国際的なレベルでどの程度高水準を維持しているかで捉えることができる。価値尺度としての機能とは、米ドルで価値が表示されるということ、交換手段としての機能とは、米ドルで決済が行われるということ、価値保存手段としての機能とは、米ドルを資産として保有するということである。邦銀にとっては、交換手段としての機能および価値保存手段としての機能が重要となる。

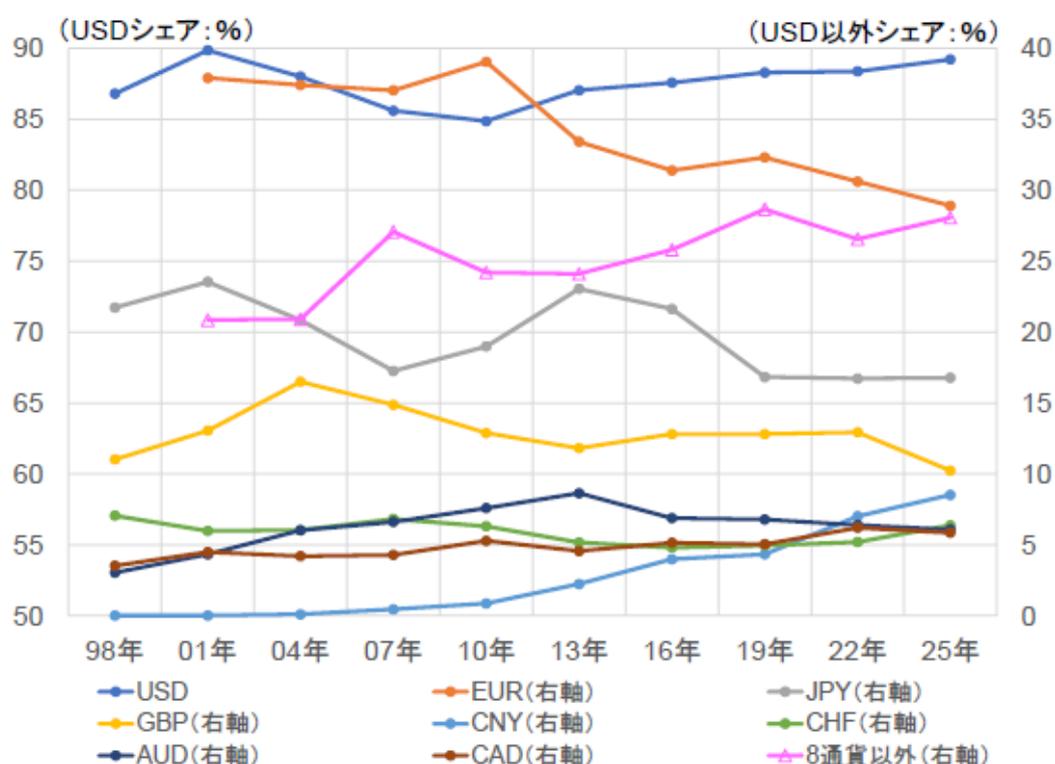
橋本（2024）は、基軸通貨としての米ドルの現状をデータに基づき整理している。そこ

¹ 金融調査研究会では、様々な金融規制による経営の安定性の観点から、一般に5年から10年での外貨資金調達力が重視されているとのご指摘をいただいた。

では、例えば、交換手段としての機能を捉える指標として「世界の外為市場における主要通貨の取引高シェア」、価値保存手段としての機能を捉える指標として「世界の準備通貨に占める主要通貨のシェア」に着目している。図1は、最新の2025年BIS世界外国為替市場調査の結果を反映した橋本（2025）において、世界の外為市場における主要通貨の取引高シェアの推移を示したものである。また、図2は橋本（2024）を参考に、IMF（2026）のCurrency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)のデータを用いて、世界の外貨準備に占める主要通貨のシェアの推移を示したものである。

いずれのグラフにおいても、米ドルのプレゼンスが比較的安定して高い傾向にあることがわかる。

図1 世界の外為市場取引額の通貨別シェア推移

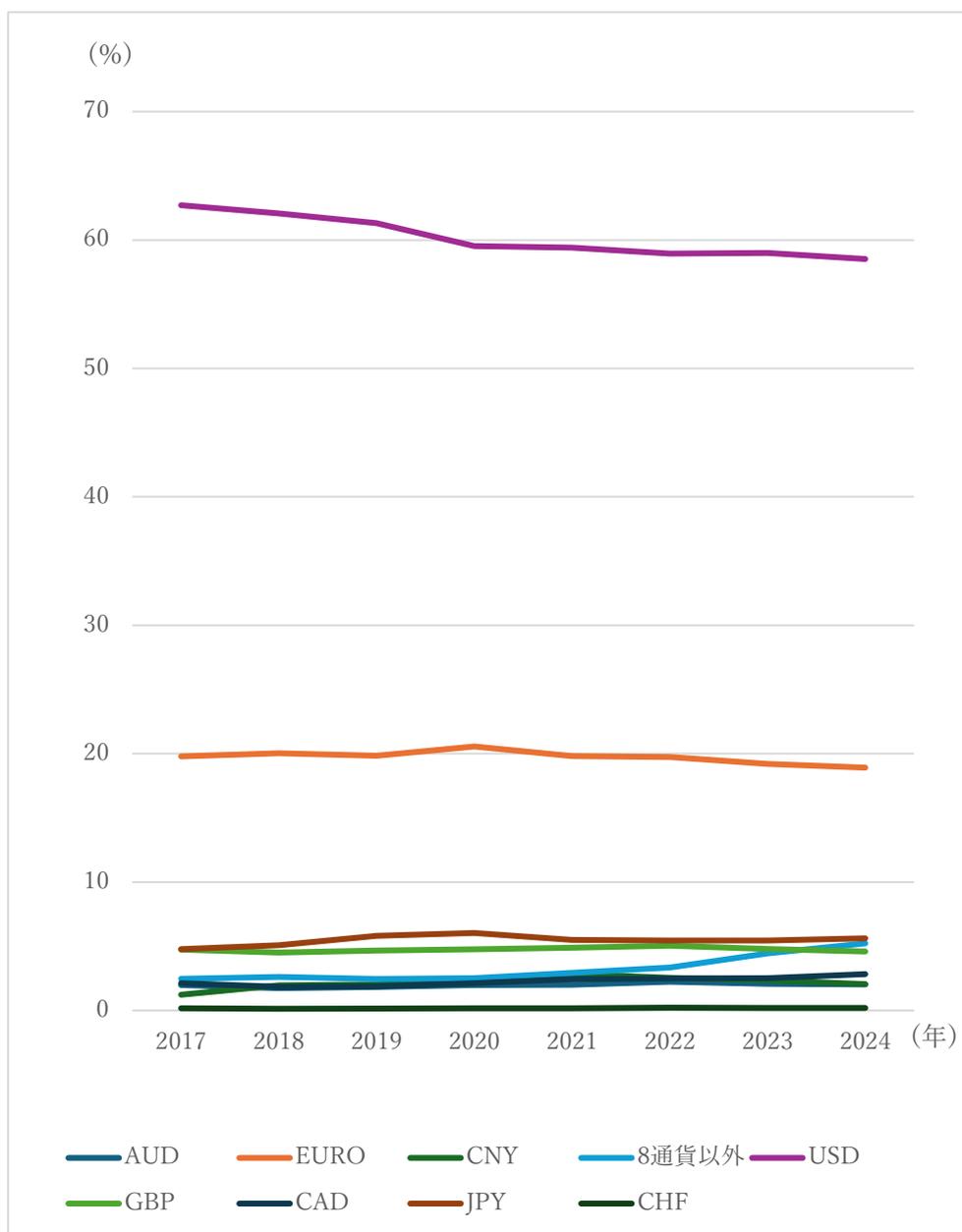


(注)本調査では1つの外国為替取引を両通貨のサイドからカウントし集計しており、個別通貨のシェアの合計は200%となっている。

(資料)BIS “外国為替及びデリバティブに関する中央銀行サーベイ”

(出所) 橋本（2025）

図2 世界の外貨準備に占める主要通貨のシェア



(出所) 橋本 (2024)、IMF (2026) のデータに基づき筆者作成

このような米ドルの高いプレゼンスの理論的な背景については多くの先行研究が存在する。例えば、Matuyama, Kiyotaki and Matsui (1993)は交換手段としての機能に着目し、通貨のネットワーク外部性が存在するために、米ドルを通じた取引で交換コストが節約されることから、国際通貨として米ドルが選択されていること、Ogawa and Sasaki (1998)は交換手段としての機能および価値保存手段としての機能に着目し、ネットワーク外部性の存在により、米ドルから得られる効用が高まり、ドルの基軸通貨としての地位に慣性が働いていることを示している。また、Fukuda and Tanaka (2021)は、経済地理の観点、すなわち米国が欧州よりも西に位置しており、米国市場での取引が欧州市場での取引より後に開始されるという時差の存在から、米ドルの国際的地位に優位性があることを理論的に示している。

近年の地政学的なリスクの高まりや関税政策をはじめとするトランプ大統領による政策の不確実性から、米ドルの基軸通貨としての地位に対して懸念が生じているものの、米ドルには基軸通貨としての慣性から今後も基軸通貨としての地位を維持することが予想され、邦銀がいかにして米ドルを安定的に安く調達できるかが課題となる。

III. 邦銀の外貨資金調達力における短期的課題

ドルの基軸通貨としての優位性が持続している現状では、邦銀がいかにして米ドル資金を安定的に調達するかが短期的課題となる。

一般に通貨を調達する場合には、現地の預金か市場で調達することとなる。²邦銀の場合、米ドル以外の外貨については、その流動性の低さから市場調達コストが高くなるため、現地の預金で調達することとなる。³一方、米ドルは、その流動性の高さから、市場での資金調達コストが圧倒的に低く、市場調達される通貨となっている。米ドルは他通貨と異なり流動性が高く、市場調達コストが低い通貨ではあるものの、規制の一時的な強化やマクロ経済環境の急変に伴い、流動性プレミアムのスパイクが発生し、米ドルを一時的に調達しづらくなることがある。このため、短期的に米ドルの市場調達コストの上昇にどう対処すべきかが課題といえる。

IV. 金融当局および邦銀による短期的課題への対応

前節でみたように、邦銀にとっては短期的な米ドルの市場調達コストの上昇にいかにして対応するかが課題となっている。本節では、金融危機時および平時における政策当局および邦銀の短期的課題への対応を概観する。

1. 金融危機時の対応

流動性プレミアムが大きく上昇する金融危機時には、米ドルの市場調達コストも急騰す

² 邦銀の外貨資金調達力に影響を与える短期的な要因についてはVII1を参照。

³ 専修大学の渡邊隆彦教授より、現地での外貨調達の状況について貴重なコメントをいただいた。

る。例えば、安藤（2012）は欧州ソブリン危機を契機として、2011年7月以降、欧州系金融機関の米ドルでの資金繰りに対する懸念が高まり、ユーロ圏の金融機関がユーロを担保として米ドルを調達する為替スワップへの依存を高めた状況に着目し、ユーロ投ドル転コスト上昇の要因について分析を行うとともに、日本の金融機関についても同様の分析を行っている。⁴安藤（2012）では、2011年7月から10月にかけて欧州や日本でドル転コストが上昇した後、同年11月30日にFRB、ECB、BOE、カナダ銀行、スイス国民銀行、日本銀行がドル資金供給オペの共通措置を行ったこと、年末を通過したことにより、為替スワップ市場固有の米ドル需給の逼迫の要因が低下したことが明らかにされている。また、同年8月初旬および10月末前後に大規模な円売り介入が行われた際には、米ドル需給の逼迫によりドル転コストが急上昇していたことが指摘されている。

なお、世界的金融危機を分析したBaba and Packer（2009）においても、ドル資金供給オペが通貨ベースを縮小させたことが示されている。

以上のように、流動性プレミアムが大きく上昇する金融危機時には、日本銀行による米ドルとの無制限の通貨スワップ協定が発動されることで、邦銀による米ドル調達コストの大幅な上昇を沈静化できる可能性が高いことから、中央銀行の米ドル供給が金融危機時に大きな役割を果たしていることがわかる。

2. 平時に求められる政策対応

1. で見たように、金融危機時には日本銀行による米ドルとの無制限の通貨スワップ協定が発動される可能性が高く、邦銀の米ドル調達コストの急騰を抑制することができる。しかし、平時には通貨スワップ協定が発動されない可能性が高いため、邦銀による米ドル調達コストの上昇を抑えることが難しい。このため、平時の対応を検討することが課題となる。

特に、近年、日本円の避難通貨としての役割が低下していること⁵、そして低金利環境下で日本円に対する需要が少なくなっていることから、邦銀が米銀から米ドルを調達する際の邦銀の交渉力が低下しており、高い調達コストの支払いを余儀なくされている⁶。日本円の魅力を高めるため、利上げできない経済環境を改善することが重要である。

加えて、(株)国際協力銀行(JBIC)がコロナ禍で政府の外国為替資金特別会計を活用しグローバル展開する企業に米ドル融資を行った(2020年5月1日付日本経済新聞朝刊)と

⁴ 安藤（2012）では、ユーロ投ドル転コストに影響を及ぼす要因として、(a)米国政策金利に関する要因、(b)米ドル資金市場のストレス要因、(c)ユーロ資金市場のストレス要因、(d)為替スワップ市場固有の米ドル需給の逼迫の4点が挙げられている。(d)はCIPに相当すると考えられる。この分類に基づき、安藤（2012）は、ユーロ投ドル転コストの上昇が、欧州ソブリン危機を背景とした(b)(c)の上昇、年末に向けた米ドルの出し手の慎重化および米ドルの無担保調達を制限された欧州系金融機関が為替スワップ市場への依存を高めたことで米ドル需給が逼迫したこと、すなわち(d)の上昇によるものとしている。一方、日本の金融機関については、2011年7月からの円投ドル転コストの上昇が(b)の上昇と(d)の上昇によるものであり、円資金市場が円投ドル転コストに影響を与えていなかった点で欧州と対照的な結果を示している。

⁵ 日本円の避難通貨としての役割についてはVII2を参照。

⁶ 邦銀が米ドルを調達する際の交渉力についてはVII1(5)を参照。

いう経験を踏まえ、巨額の外貨準備を活用することで、邦銀が米ドルを確保しやすい環境を整備することも一案である。JBICはこれまでも邦銀と連携して協調融資を行う等グローバル展開する企業の支援を行ってきた。また、財務省（2024）も「令和6年版特別会計ガイドブック」において、外国為替資金特別会計が保有する外貨資産の活用として、JBICへの外貨資金の貸付およびJBICから海外展開を行う企業への外貨資金貸付に関する事例を挙げている。このため、邦銀の外貨資金調達面においても、JBICがハブとして一定の役割を果たしうるのではないかと考えられる。

3. 平時における邦銀の対応

邦銀による海外への貸出は拡大しており、それに伴って安定的な外貨資金調達の必要性が高まっている。以下では、邦銀が安定的に外貨資金を調達するためにどのような対応が必要となるか検討する。

青木他（2021）および日本銀行では、外貨資金調達の安定性を評価する指標として安定性ギャップ、すなわち「迅速な資金化が必ずしも容易でない貸出金（資産サイド）」から「安定的な調達とされる預金や中長期の円投・社債等の合計額（負債サイド）」を差し引いたものを用いている。安定性ギャップがプラスの場合は、外貨資金の調達が困難になると、外貨の資金繰りの問題が発生する。一方、安定性ギャップがマイナスの場合には、邦銀が概ね安定的に調達できているとみなされる。理論的には、短期的な資金調達に影響を与える要因として、後載のⅧ1(2)で挙げる流動性リスクの問題をいかにして低下させるか、すなわち資産サイドに対して負債サイドの流動性をいかにして高めておくかが邦銀にとっての課題といえる。

青木他（2021）では、コロナ禍で国際金融市場が不安定化した2020年前半における、大手邦銀の外貨調達の安定化をめぐる取組みについて紹介している。論文では、近年、大手邦銀が長期の市場性資金での調達や法人預金を増加させる取り組みを行ってきたことにより、安定性ギャップが改善していることが示されている。また、大手邦銀は短期の市場性調達であるCD/CPに一定程度依存しているものの、調達先を分散、多様化させており、外貨資金調達の安定性を高めているとしている。

しかし、コロナ禍で円投ドル転コストが高まり、短期での資金調達が困難になったことから、青木他（2021）では、ドル預金の確保、流動性の高いドル資産の確保、そして収益性を勘案しつつ、社債等の中長期でのドル資金調達が重要になるとしている。また、同論文では、コロナ禍でコミットメントラインを引き出した非日系企業が急な支払いに備えてメインバンクである米銀等の決済口座に積んだことから、決済性口座を増加させることで、ストレス時にも流出しにくい預金を増やす取り組みの重要性を指摘している。このようなコロナ禍での資金流出の背景に、非日系企業とのコミットライン契約締結の推進や大口顧客への取引の集中があったことから、「日系・非日系、業種、大口・小口先、金額・金利階層、格付」といった企業区分の観点でリスクプロファイルを把握し、ストレステストに反映させることを提案している。

以上の青木他（2021）に基づくと、実務的には、(a)中長期の市場性資金での調達、(b)法人によるドル預金の確保、(c)短期の市場性資金調達先の分散・多様化、(d)決済性口座

の増加、(e)企業区分別リスクプロファイルのストレステストへの反映が安定的な米ドル調達に有効であったといえる。理論的な観点からは、いずれの取組みも、邦銀の調達面での流動性リスクを効果的に低減させるものであったということになる。

以上の分析結果のうち、中長期の資金調達については、社債等による安定した資金調達が可能となっている。一方、短期の資金調達については、平時はスワップ協定を発動することができない可能性が高く、日本銀行による米ドル供給で米ドル調達コストの上昇への対応が難しいという課題がある。このため、邦銀のドル資金調達の安定化のためには、平時における米ドル調達コストの変動に備えて、米ドル建て CD/CP の発行、米ドル預金の確保等により短期的な米ドル資金の調達先を分散化・多様化させることが重要になると考えられる。

V. 結論

本章では、邦銀の外貨資金調達力、特に米ドルの資金調達力を強化するための方策について検討した。そのために、邦銀の米ドル資金調達に影響を与える要因および邦銀が直面する課題を整理したうえで、金融当局や邦銀のこれまでの取組みに関する先行研究に基づき、低金利環境や世界有数の外貨準備高の保有といった日本固有の事情を踏まえ、グローバルに通用する金融システムの整備に向けた提言を行った。

グローバルな観点からは、近年の地政学的なリスクの高まりや関税政策⁷をはじめとするトランプ大統領による政策の不確実性から、米ドルの基軸通貨としての地位に対して懸念が生じているものの、基軸通貨としての米ドルの地位は維持されている。一方、わが国において、円の国際化は日本経済の低迷により失敗し、また、ASEAN+3 では、チェンマイ・イニシアティブ (CMI) の創設、CMI のマルチ化 (CMIM)、AMRO の設立に見られるように、域内の通貨協力は深化しているもののアジア共通通貨等通貨バスケットは道半ばとなっている。

このように、米ドルに基軸通貨としての優位性が続く中、安定的な短期の米ドル資金調達が重要な課題となっている。米ドル以外の外貨については、その流動性の低さから現地での預金により外貨資金を調達することになるが、米ドルについてはその流動性の高さから市場調達コストが低いため、市場調達に依存している。このため、規制やマクロ経済環境の一時的な変化による流動性プレミアムの急騰は、邦銀の外貨資金調達に大きな影響を及ぼすこととなる。金融危機時には、流動性プレミアムを低下させる強力な手段として、日本銀行の FRB との無制限の米ドルスワップ協定が発動される可能性が高い。それに対して、平時には、FRB との無制限の米ドルスワップ協定が発動される可能性が低いため、短期的な対応が課題となる。本章では、米ドルの市場調達を安定化させる方策として、次節

⁷ 2025 年 4 月には、トランプ大統領による相互関税の導入が公表されると、ドル安基調が持続するとの見方から、アジアを中心とした非米国の投資家がドル安に伴う為替差損を防ぐためにヘッジ比率を高め、米ドルが急落するという事態 (Shin et al., 2025) も発生した。

で示す提言を行った。

VI. 提言

本章における分析に基づき、グローバルに通用する金融システムの整備に向けて、邦銀の外貨資金調達、とりわけ米ドルの資金調達の観点から以下の提言を行う。

1. 利上げできないマクロ経済環境を改善する。
2. 政策対応としては、(株)国際協力銀行(JBIC)をハブとして、巨額の外貨準備の活用により邦銀の米ドル資金調達コストを低減させる。
3. 邦銀の自助努力の観点から、邦銀の短期的な米ドル資金の調達先を分散化・多様化させる。

VII. 補論

1. 邦銀の外貨資金調達力に影響を与える短期的な要因

邦銀の外貨資金調達力に短期的影響を与える要因として、需給構造、とりわけ米ドル調達を行う際の邦銀の需要および米銀による供給が挙げられる。服部(2017)は、実務の世界において、ドル調達コストの上昇が主としてドル調達の需給インバランスで説明されることが多い一方、学術論文では、需給インバランスを「カバー付き金利平価」(Covered Interest Parity: CIP)からの乖離として捉え、近年活発に研究が行われているとしている。⁸

邦銀の外貨資金調達力に影響を与える短期的な要因は大きく5つに分けられる。第一に金利の水準、第二に信用リスクおよび流動性リスク、第三に金融規制、第四に投資家の対外証券投資に対する選好、第五に金融政策のスタンスの違いが挙げられる。

(1) 金利の水準

本節冒頭で言及したCIPとは、為替リスクがヘッジされている場合、円建てで投資しても、円を米ドルに交換して米ドル建てで投資しても、両者の収益率が等しくなるというものである⁹。Peel and Taylor(2002)によるサーベイ論文では、CIPが基本的に成立しているとされている。CIPが成立していれば、日米の金利差はヘッジコストに反映されることになる。このため、平時においては、邦銀の外貨資金調達コストは金利差で概ね説明できることになる。

⁸ 金融調査研究会において、実務の世界では、需給により決まるCIP(外貨資金調達の追加的コスト)と流動性(取引相手の多寡)により決まる「調達のしやすさ」に分類することが一般的であり、CIPの乖離が大きくても流動性が高ければ外貨資金を調達できる一方、ストレス時には、流動性の悪化から連鎖的に外貨資金の調達コストが上昇することがあるとのコメントをいただいた。

⁹ 邦銀が米ドル資金を調達する(円投ドル転)際に行われる為替スワップ取引および通貨スワップ取引についてはVII3を参照。

(2) 信用リスクおよび流動性リスク

(1)では、邦銀の外貨資金調達コストが平時には金利差で概ね説明できることを示した。しかし、近年、CIPが成立していない¹⁰とする研究が増えてきており、金利差以外の要因も重要になってきていると考えられる。このため、(2)以降では、金利の水準以外の要因について説明することにする。

世界金融危機や欧州ソブリン危機といった金融危機時には、信用リスクや流動性リスクの高まりによりCIPの乖離が拡大することは多くの研究で指摘されている。

例えば、Hanajiri(1999)では、1990年代後半にジャパンプレミアムが発生した背景として、1997年から1998年にかけての日本の金融危機における邦銀の信用力低下による信用リスクの上昇に注目している。また、服部(2017)では、世界金融危機下において、信用リスクの上昇が通貨ベース（通貨スワップ取引において、ドル金利を支払う邦銀に対し、米銀が邦銀に円金利を支払う際の上乗せ分）拡大の原因として注目されるようになったとしている。関連する代表的な先行研究として、Baba and Packer(2009)では、CDSをカウンターパーティーリスクの代理変数として、CDSが通貨ベースに有意な影響を与えたことを示している。

以上のように、危機時における信用リスクや流動性リスクの高まりは、邦銀の外貨資金調達コストを短期的に増加させるものであるといえる。

(3) 金融規制

(2)では、信用リスクや流動性リスクが顕在化する金融危機において、邦銀の外貨資金調達が困難となることを明らかにした。しかし、信用リスクや流動性リスクが低下した金融危機収束後もCIPの乖離が拡大・持続していることも指摘されている。実務家と学者の間でコンセンサスが得られている要因として、服部(2017)は、流動性規制、OTCデリバティブ規制、レバレッジ比率規制といった、リーマンショック後の反省を踏まえて、バーゼルⅢで新たに検討・導入されることとなった金融規制の存在を挙げている。新たな金融規制によって自己資本や流動性を厚めに確保することが求められるようになる結果として、資本の調達コストが上昇し、外貨資金を調達しづらくなるというものである。大野(2020)も世界金融危機後に各国でCIPからの乖離が継続している1つの要因として金融規制の厳格化を挙げている。

例えば、Du et al.(2018)では、四半期末に通貨ベースが拡大する現象に注目し、四半期末に規制コストが強くかかることを踏まえて、規制コストが通貨ベースに影響を与えていることが示されている。

¹⁰ 例えば、服部(2017)は、通貨ベースがリーマンショック以降、分析対象の2017年まで大きなマイナス（日本円の通貨ベースが最大-100bp超であり、英ポンド、ユーロ、スイスフランよりも大きい）であったことを指摘している。このことは、金融危機以降もCIPが成立しておらず、米ドル資金調達をする邦銀が他国の銀行と比べて高いヘッジコストを支払っていたことを示唆している。

(4) 投資家の対外証券投資に対する選好

(1)では、邦銀の外貨資金調達コストが平時には金利差で概ね説明できることを説明したが、金利差から派生した対外証券投資の需要自体の変化もCIPの乖離の一因とする研究もある。例えば、Ohno(2019)では、米ドル建て証券への投資選好が強く、対外純資産が大きい国ほど、対外証券投資が拡大する時期に米ドルの調達コストが高まることが示されている。このことは、近年、海外の金融機関が日本の短期国債への投資を増やしていることが日本円の調達コストの増大（米ドルの調達コストの低下）につながる可能性があることを示唆している。

海外の金融機関が日本国債に投資している背景にキャリートレードがある。キャリートレードにおいて、海外の金融機関は、低金利の日本国債を調達して、通貨スワップ取引により高金利の米ドルに交換し、最終的に米国債等に投資している。なお、手持ちの米ドル資産を通貨スワップ取引で日本国債に交換する際、これまで言及してきたCIPからの乖離、すなわち日本円に対するプレミアムが現実に発生しているため、低金利の日本国債に投資しても米国債より高い利回りを得られる投資環境となっている。こうして日米金利差に加えて、外国為替市場における日本円のプレミアムを背景として、海外の金融機関が収益獲得のために円キャリートレードを活発に行うようになると、円キャリートレードでは円が売られることになるため、円安が急速に進行することとなる。

(5) 金融政策のスタンス

金利の水準に加えて、流動性供給の観点から、金融政策のスタンスも邦銀の外貨資金調達に影響を与える要因となっている。例えば、Kent(2021)では、オーストラリアにおいて、国内銀行が資金調達手段を多様化するために、米ドル建ての社債等で資金調達を行い、入手した米ドルをスワップ取引で豪ドルに交換して国内への融資等を行うという構造となっていることを背景として、オーストラリア中央銀行の流動性供給に対するスタンスが外貨資金調達コストに影響を及ぼしていたことを明らかにしている。具体的には、コロナ禍以前は、オーストラリア中央銀行の流動性供給に対して、国内銀行の需要が旺盛であったため、豪ドルを調達することがオーストラリア国内の銀行でも難しい状況となっており、CIPがマイナスとなっていた。しかし、コロナ対応で中央銀行のスタンスが変更され、流動性供給が増加したことで、国内銀行による豪ドル調達圧力が相対的に弱まった結果、CIPがプラス、すなわち、米ドルの入手が困難になったとされている。このように、政策金利の高低というよりも、中央銀行のスタンスの変化が米ドルに対する需給を通じて外貨資金調達コストに影響を及ぼしたといえる。

関連する先行研究として、Fukuda and Tanaka(2017)では、リーマンショック以降の各国の政策スタンスの違いが通貨の入手しやすさ（理論的にはCIPからの乖離）に及ぼした影響について推計を行っている。リーマンショック以降、例えば、日本では、金融緩和政策が実施されると、CIPからの乖離が縮小する（米ドルの追加的な調達コストが高まり、円に対して米ドルを相対的に入手しづらくなる）のに対して、オーストラリアやニュージーランドといった、そもそも金利がプラスの国では、CIPからの乖離が縮小するどころかマイナスになる（米ドルに対して豪ドルやニュージーランドドルを入手しづらくなる）現

象が観察された。論文では、この背景として、日本をはじめとする主要国がリーマンショック以降政策金利をゼロ近傍に誘導することで本国通貨の流動性リスクを緩和させた一方、オーストラリアやニュージーランドでは政策金利がプラスであったため、国内の流動性リスクが低下しておらず、豪ドルおよびニュージーランドドルを入手しづらくなっていたことを明らかにしている。

Fukuda and Tanaka (2017)は2016年までの状況を分析しているが、その後、日本では、コロナ禍を経て、2024年3月にマイナス金利を解除し、2024年7月および2025年1月に追加利上げを行うことで、金利のある世界に移行しつつある。このような日本の金融政策の方針転換に伴い、邦銀による米ドル調達コストがこれまでと異なった動きをする可能性がある。一方、オーストラリアやニュージーランドでは、コロナ禍の2020年に金融緩和政策を進めてゼロ金利となり、ポストコロナ期の2022年には、日本以外の主要国とともに利上げが実施された。これまで金利の高い時期を経験していない日本に対して、オーストラリアやニュージーランドは米ドルより政策金利が高い時期と低い時期を経験しており、今後の日本の外貨調達の推移を見極めるうえで重要な示唆を与えられよう。

そこで、福田・田中 (2025)¹¹では、各国の金融政策のスタンスが当該国の銀行の外貨調達における交渉力を通じて、その銀行の外貨調達コストに影響を及ぼすという理論仮説（金融緩和スタンスの場合、当該国の銀行の交渉力が弱まり、その銀行の外貨調達コストを上昇させるという仮説）を立てたうえで、オーストラリアおよびニュージーランドのデータを用いて、理論仮説の妥当性を検証し、邦銀に対する政策的インプリケーションを導いている。

その経済学的直観を日本に当てはめると、以下のとおりとなる。米ドルと円を交換するケースにおいて、米銀は超金融緩和政策で豊富に存在する円を簡単に入手できる一方、邦銀は相対的に希少な米ドルを入手しづらくなる。このため、米ドルを保有する米銀の交渉力は高くなる一方、円を保有する邦銀の交渉力は低くなる。円と米ドルに対する需給バランスの結果として、米ドルを必要とする邦銀は、高いコストを払って米ドルを調達することとなる。

このことは、円を保有する邦銀が米銀から米ドルを調達する際、日銀の緩和的スタンスが邦銀の交渉力を低下させることで、邦銀の米ドル調達コストを上昇させる可能性があることを示唆している。政策的含意としては、日本の超金融緩和政策が邦銀の米ドル調達コストを高めていることから、円を保有する邦銀の外貨調達コストを抑え、外貨資金調達力を強化するためには、金融政策を正常化させることは望ましいことであるといえる。逆に、米国による金融緩和政策は、邦銀の米ドル調達コストを低下させることを示唆している。

2. 避難通貨 (Safe haven currency) としての日本円

日本円は基軸通貨ではないが、リーマンショックなど有事の際にはスイスフランとともに避難通貨 (Safe haven currency) として機能する傾向があることが知られている。例えば、Masujima (2019) では、VIX をドル建て為替レートの対数差分に回帰した” Safe-

¹¹ 詳細はVII4を参照。

Haven Index (SH) ”を避難通貨の指標として定義し、近年は、低金利によるキャリートレードの機会や危機前後での外国為替市場における流動性の多寡が逃避度を高めていることを示している。このことは、米ドル調達に困難となる状況では、日本円が避難通貨として選択される場合、日本円に対する需要の増加から、日本円の調達コストも同時に高まり、邦銀が日本円も入手しづらくなる可能性や円高となる可能性があることを示唆している。

実際、スイスでは、逃避マネーの流入によりスイスフラン高が続いた結果、デフレ懸念が高まり、欧米の主要な中央銀行としては約3年ぶりに政策金利を0%とすることが発表された。(日本経済新聞 2025年6月20日朝刊) また、北欧・東欧はアメリカへの依存度が低く、輸入関税の影響を受けにくいことから、投資家から分散投資先として選好される傾向にあり、北欧・東欧通貨の上昇が続いた。(日本経済新聞 2025年6月20日朝刊)

ただし、日本円がそもそも避難通貨として選好されにくくなってきているとの指摘もある。2025年5月13日の日本経済新聞朝刊では、トランプ大統領が相互関税の導入を公表した2025年4月の財務省「対外及び対内証券売買契約等の状況」によると、海外投資家の日本株・債券の買い越し金額が8兆円超と過去最大を記録したものの、4月8日からの1か月間の対米ドルの騰落率で見ると、主要通貨で最下位の0.1%となっており、むしろ、台湾ドル(10%)や豪ドル(8%)等の上昇率ははるかに高くなっていることが明らかにされている。また、OBBB(2025年7月4日成立)をはじめとした財政赤字拡大の懸念を受けて米国債の信用格付けが最上位から1段階引き下げられる等米国債に対する警戒感から、投資家が米国債に代わる安全資産として、金に分散投資する動きも広がっている。

有事の円買いの実態に関する先行研究として、高山(2025)では、経済および地政学的な不確実性の指標であるIIMA Global Market Volatility Index (IIMA-GMVI)が円の名目実効為替レートに与える影響について、移動ウィンドウ最小二乗法(OLS)を用いたローリング回帰による推計を行っている。そこでは、IIMA-GMVIに対する円の名目実効為替レートの弾性値がサンプル期間(1999年1月4日~2025年5月30日)のおよそ3/4で有意とはならなかった一方、有意となった期間のうち約9割でIIMA-GMVIの上昇が円の名目実効為替レートを押し上げる関係が確認されたことから、「有事の円」が一定程度成立しているとしている。直近でも、2024年末から2025年4月上旬にかけて「有事の円」が確認されている。ただし、2020年代の不確実性に対する円の名目実効為替レートの弾性値が2010年代よりも低下していることから、高山(2025)は有事における円の上昇幅が縮小している可能性があり、今後注視することが必要としている。

以上のように、日本円は以前ほど選好されなくなっている可能性があるが、避難通貨としての側面も失われてはならず、有事の際の流動性確保や円高に対する備えを念頭に置いておく必要はあると考えられる。

3. 為替スワップ取引と通貨スワップ取引

邦銀が海外投資を行う場合、主として米ドル資金を調達することになる。その際、為替スワップ取引で円を米ドルに交換する円投ドル転が行われる。「為替スワップ」とは、外国為替市場において、直物取引と逆方向の先渡取引を同時に行うことで通貨を交換する取

引である。具体的には、図3が示すように、邦銀が米銀に対して現時点（厳密には取引日から2営業日）で米ドルを買い、円を売るという直物（スポット）取引を行うとともに、将来（厳密には取引日から2営業日以降）米ドルを売り、円を買うという先渡（フォワード）取引を同時点で実施することを意味する。

図3 為替スワップ取引

<直物取引：現時点での取引>



<先渡取引：将来時点での取引>



為替スワップ取引により、邦銀にとっては、調達容易な円を担保として、米ドルを一定期間調達できることになる。特に、フェデラル・ファンド市場（FF市場）等無担保で米ドルを調達できる無担保資金市場で米ドル資金を調達することが難しい銀行も、有担保で米ドルを調達することが可能となることから、金融危機等の有事の際には為替スワップ取引が邦銀にとって重要な米ドル調達手段となる。

なお、為替スワップは1年未満の取引で用いられることが多いが、長期の場合には通貨スワップが用いられることが多い。「通貨スワップ」とは、図4が示すように、将来時点では、現時点と同じ為替レートが適用されるものの、期中において、受け取った通貨（邦銀の場合は米ドル）の金利（米ドルの場合は3か月物ドルLIBOR）を支払う一方、相手方に渡した通貨（邦銀の場合は円）の金利（円の場合は3か月物円LIBOR）を受け取る取引である。受け取る円金利が支払う米ドル金利より少ない場合には、米ドル資金を調達するコストが高くなっていることを意味する。

図4 通貨スワップ取引

<直物取引：現時点での取引>



<期中：将来時点での取引>



<先渡取引：将来時点での取引> *現時点での取引と同じ為替レートが適用される。



いずれのケースにおいても、円を米ドルに交換する円投ドル転コストが高まると、邦銀の資金調達には海外と比べて不利になるため、いかにしてドル転コストを抑えるかが重要となる。

4. 福田・田中（2025）の紹介

福田・田中（2025）では、各国の金融政策のスタンスが当該国の銀行の外貨調達における交渉力を通じて、その銀行の外貨調達コストに影響を及ぼすという理論仮説を立てたうえで、オーストラリアおよびニュージーランドのデータを用いてコロナ前、コロナ禍、そしてポストコロナ期における理論仮説の妥当性を検証している。特に、オーストラリアおよびニュージーランドの政策金利が低下した2020年以降、豪ドル・NZドルに対するプレミアムが消えているかについて検証を行った。詳細は以下のとおりである。

福田・田中（2025）の実証分析では、米ドルからのCIPの乖離（米ドル調達の追加的なコスト）に着目した。CIPは以下の計算式で計算される。

$$(1+i_t^n) - (1+i_t^{us}) (F_{t+1}^n / S_t^n),$$

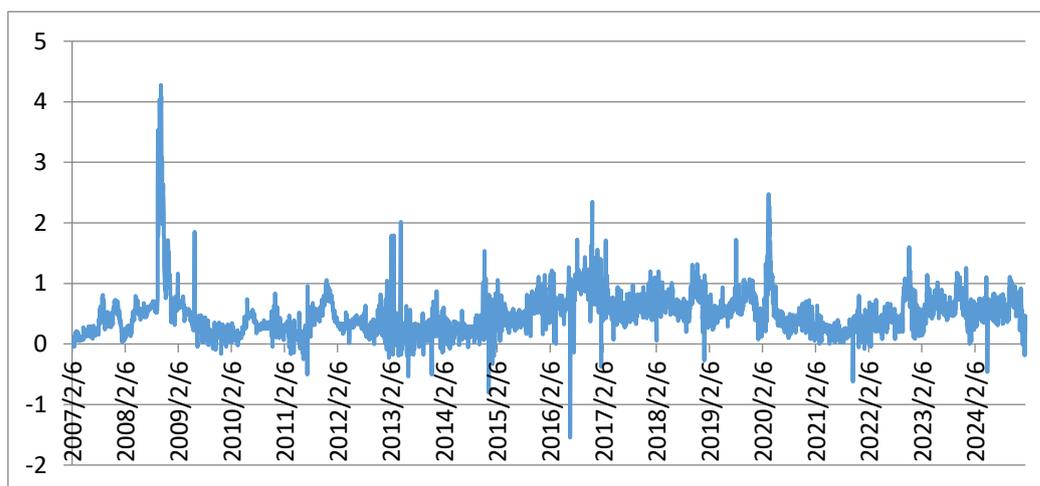
ここで、 i_t^n ≡ 通貨 n の 3 か月物 OIS レート、 i_t^{us} ≡ 米ドル 3 か月物 OIS レート、 S_t^n ≡ 2 通貨間の直物レート、and F_{t+1}^n ≡ 3 か月物先渡レートである。

為替スワップ取引は相対取引であるため、CIPからの乖離は、先渡レート（フォワードレート）を用いて定義されている。ただし、もし裁定が働き、無裁定条件が成立するならば、取引所で取引が行われる先物取引における為替レートである先物レート（フューチャー）レートと等しくなる。

なお、相対取引では、金融機関固有のカウンターパーティーリスクも存在する。しかし、先物レートで、相対取引でカウンターパーティーリスクを捕捉する OIS レートを用いた場合には、そのカウンターパーティーリスクは取り除かれることとなる。

米ドルからの CIP の乖離がプラスである場合には、米ドルにプレミアムがあり、米ドルを入手しづらいことを意味する一方、米ドルからの CIP の乖離がマイナスである場合には、当該通貨にプレミアムがあり、米ドルを入手しやすいことを意味する。

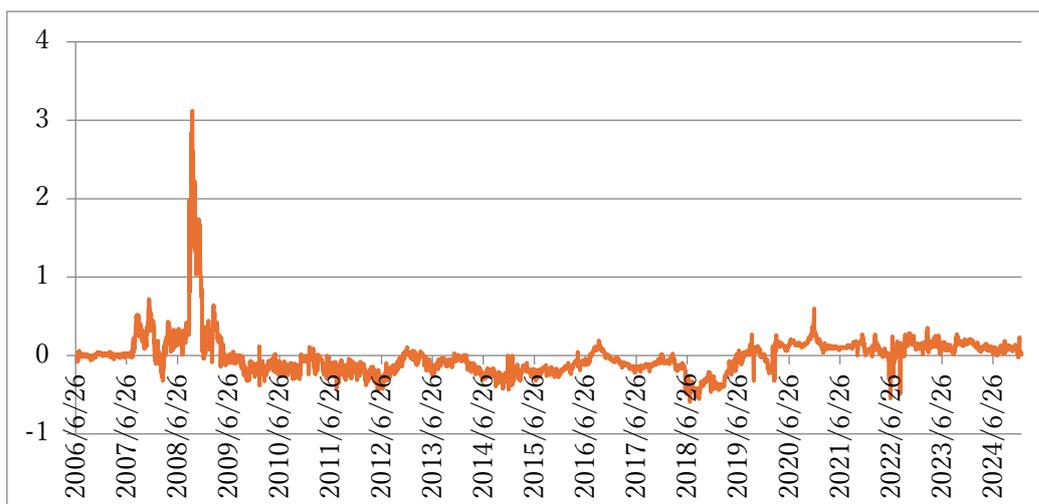
図 5 米ドルからの CIP の乖離：日本円



(出所) 福田・田中 (2025)

図 5 は日本円の米ドルからの CIP の乖離を示しており、大きなプラスとなっていることがわかる。このことは、米ドルを入手しづらくなっていることを意味する。

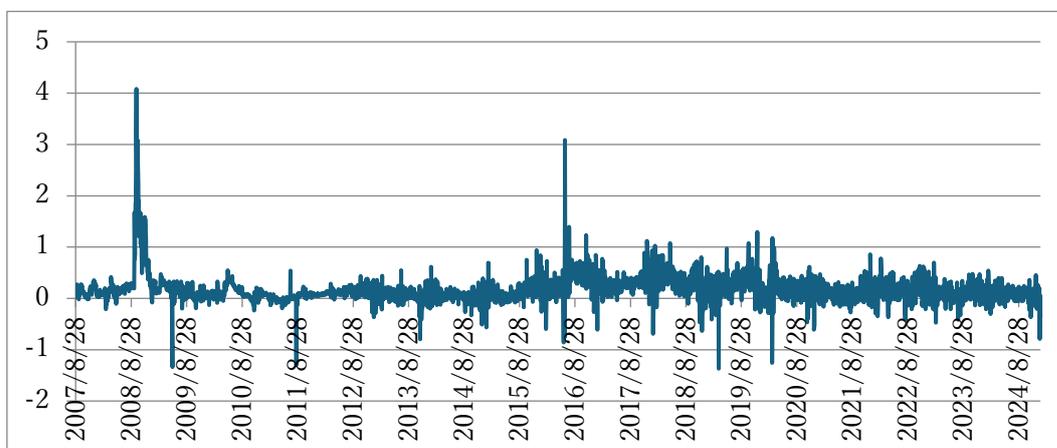
図6 米ドルからのCIPの乖離：豪ドル



(出所) 福田・田中 (2025)

図6では豪ドルの米ドルからのCIPの乖離がリーマンショック以降マイナスであったが、コロナ以降プラスとなっていることが示されている。このことは、リーマンショック以降、豪ドルは入手しづらかったが、コロナ以降は米ドルを入手しづらくなったことを意味している。

図7 米ドルからのCIPの乖離：英ポンド



(出所) 福田・田中 (2025)

図7は英ポンドの米ドルからのCIPの乖離を示しており、リーマンショック以降もプラスであったが、近年プラス幅が縮小していることが示されている。このことは、リーマンショック以降も米ドルを入手しづらかったが、近年は緩和されていることを意味している。

各国通貨のCIPの推移に対し、図5で示した日本円の米ドルからのCIPの乖離は大きなプラスのままであり、これは、日本だけが米ドルを入手しづらくなっていることを意味している。このことは、日本だけが金融緩和政策を続けていたことの影響と推察される。

参考文献

- 青木凌、安徳久仁理、福島駿介、八木智之、渡邊真一郎（2021）「最近の大手行の外貨資金繰り運営——新型コロナウイルス感染症拡大の影響を中心に——」日銀レビュー 2021-J-12. https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2021/rev21j12.htm（2024年11月18日閲覧）
- 安藤雅俊（2012）「為替スワップを利用した米ドル資金の調達コストの動向について」日銀レビュー 2012-J-3. https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2012/rev12j03.htm（2024年8月2日閲覧）
- 大野（2020）「CIPからの乖離に関する検証～マクロ構造要因との関係について～」信託研究奨励金論集第41号（2020.11）p.154-p.169.
- 財務省（2024）「令和6年版特別会計ガイドブック」第II-4 外国為替資金特別会計 p.58-59.
https://www.mof.go.jp/policy/budget/topics/special_account/fy2024/2024-kakuron-4.pdf（2025年12月28日閲覧）
- 高山真（2025）「「有事の円買い」は過去のものか？」 2025年6月9日 国際通貨研究所 IIMA コメンタリー.
- 日本経済新聞(2020)「ドルで1兆円低利融資枠」2020年5月1日朝刊 p.9.
- 日本経済新聞(2025)「海外勢「日本買い」過去最大」2025年5月13日朝刊 p.11.
- 日本経済新聞(2025)「スイス利下げ、ゼロ金利に」2025年6月20日朝刊 p.7.
- 日本経済新聞(2025)「北東欧通貨の上昇目立つ」2025年6月20日朝刊 p.10.
- 日本経済新聞(2025)「3メガ銀、海外融資100兆円」2025年7月31日朝刊 p.9.
- 橋本将司（2024）「基軸通貨米ドルの現状評価と今後」2024年8月16日 国際通貨研究所 IIMA コメンタリー.
- 橋本将司（2025）「2025年 BIS 世界外国為替市場調査について～米ドルのシェアは安定、中国人民元はさらに躍進～」2025年10月10日 国際通貨研レポート.
- 服部孝洋（2017）「ドル調達コストの高まりとカバー付き金利平価」ファイナンス10月号、56-63.
- 福田慎一、田中茉莉子（2025）mimeo
- Baba and Packer（2009）“Interpreting Deviations from Covered Interest Parity during the Financial Market Turmoil of 2007-08.” *Journal of Banking & Finance* 33(11), 1953-1962.
- Du, Wenxin Tepper, Alexander and Verdelhan, Adrien, (2018) “Deviations from Covered Interest Rate Parity.” *Journal of Finance* 73(3), 915-957.
- Fukuda, Shin-ichi and Mariko Tanaka (2017) “Monetary Policy and Covered Interest Parity in the Post GFC Period : Evidence from the Australian Dollar and the NZ Dollar.” *Journal of International Money and Finance* 74, 301-317.
- Fukuda and Tanaka (2022) “Economic Geography and a Theory of International Currency: Implications of a Random Matching Model.” CIRJE Discussion Paper F- 1184, the University of Tokyo 2022年1月.
- Hanajiri, Tetsuro (1999) “Three Japan Premiums in Autumn 1997 and Autumn 1998 : Why did

- Premiums Differ between Markets?” *Bank of Japan Financial Market Working Paper Series 99-E-1*.
- Kent, Christopher (2021) “Speech-FX Markets Around the Turn of the Year.” Australian Corporate Treasury Association FX Roundtable Webinar – 17 February 2021, Reserve of Australia.
- Masujima, Yuki (2019) “Time-Variant Safe-Haven Currency Status and Determinants,” RIETI Discussion Paper Series 19-E-048.
- Matuyama, Kiyotaki and Matsui (1993) “Toward a Theory of International Currency,” *Review of Economic Studies* 60 (2), 283-307.
- Ogawa, Eiji and Yuri N., Sasaki (1998) “Inertia in the key currency,” *Japan and the World Economy*, 10(4), pp.421-439.
- Ohno, Sanae (2019) “What Factors Caused the Increasing Currency Hedging Cost?” *Musashi University, Faculty of Economics, Discussion Paper*, 94, 1-24.
- Peel, David A. and Mark P. Taylor (2002) “Covered Interest Rate Arbitrage in the Interwar Period and the Keynes-Einzig Conjecture.” *Journal of Money, Credit and Banking* 34(1), 51-75.
- Shin, Hyun Song, Philip Wooldridge and Dora Xia (2025) “US Dollar’s Slide in April 2025: the Role of FX Hedging.” *BIS Bulletin* 105, 20 June 2025.