

2016年 BIS 外国為替 サーベイを読む

～リスク選好の低下と 人民元取引の拡大～



武田 紀久子

1. はじめに

BIS（国際決済銀行）が取り纏めとなって、各国中央銀行等が3年毎に実施する「外国為替及びデリバティブに関する中央銀行サーベイ（以下 BIS サーベイ）」⁽¹⁾で確認できるグローバル・ベースの外為取引高が、過去15年で初めて減少した⁽²⁾。具体的には最新調査である2016年4月の1営業日当たりの平均取引高が、2013年4月の前回に比べ▲5.4%減少し、5兆669億ドルを記録している。世界貿易量の伸び率鈍化⁽³⁾に象徴されるように、先進国を中心に経済活動の多くが長期停滞の様相を強める中、多分にその影響を受けるであろう外為市場も例外ではなく、取引高減少はさして驚くに当たらないと言えるのかもしれない。また、そもそも統計上の制約として、単月の計数であるためどこまで正確に実態を捉えているか見極めが難しい点もある。更には、ドル建てでの集計であるため前回サーベイ以降のドル高進行が少なからず影響した可能性等も考えられる⁽⁴⁾。

しかしながら、BIS サーベイで確認できるグローバル・ベースの外為取引高は、ユーロ導入直後の2001年を除けば、1989年の初回⁽⁵⁾から

2013年の前回に至るまで、右肩上がりの著しい伸長を遂げてきた。直近2回の増勢も目覚ましく、2007年調査から2010年調査の増加率は+19.5%（3兆9728億ドル）、2010年から2013年のそれは実に+34.8%（5兆3565億ドル）と、外為取引はグローバル金融危機後も大幅に増加している。となれば今回調査で減少を記録した背景について、ここで改めてサーベイ結果を読み込み、今一度整理する意義はありそうである。

「取引高減少」の背景を一言でいえば、それは、市場のリスク性向が慎重化し、投機（リスク選好）からヘッジ（リスク圧縮）へと、投資姿勢の変化が一段と進んだことにある。本稿ではまずこの点について、ヘッジファンドなど投機筋による取引縮小、年金基金など機関投資家のプレゼンス拡大、及び、それらと表裏をなすスポット取引の減少と為替スワップ取引の拡大を確認する。グローバルな低成長の長期化等によって市場全般にリスク許容度が低下する中、金融危機後に打ち出された金融規制、そして先進国の金融政策ダイバージェンスなども相まって、外為市場に一種の「生態系変化」を促している可能性もある。続いて後段では、今回調査の重要なオブザベーションである「人民元取引の急拡大」と「ドル一極集中の継続」について

図表1 2016年 BIS サーベイのポイントと想定される背景

2016年サーベイのポイント	具体的な結果	想定される背景
1. グローバル外為取引高の減少	<ul style="list-style-type: none"> ■1日当たり取引高は2001年以降で初めて減少(5.4兆ドル→5.1兆ドル) ■スポット取引もサーベイ開始以降初めて減少(2.0兆ドル→1.7兆ドル) ■為替スワップは急拡大(2.2兆ドル→2.4兆ドル) 	<ul style="list-style-type: none"> ➢世界経済の低成長長期化等によるリスク許容度の低下 ➢投機(ヘッジファンド等)からヘッジ(年金など長期投資家)への商流シフト ➢金融規制の影響等による投資銀行ビジネス等の縮小・見直し
2. 人民元取引・アジア市場の拡大	<ul style="list-style-type: none"> ■人民元の取引シェア倍増(新興国で第1位、グローバルで第8位) ■アジア市場のシェア拡大(SPR 5.7%→7.9%、HKG 4.1%→6.7%) ■最大市場であるロンドン市場のシェア縮小(40.8%→36.9%) 	<ul style="list-style-type: none"> ➢人民元の国際化・取引の多様化等の進展 ➢アジア市場はオフショア人民元の取り込みに成功し拡大
3. 外為取引におけるドル依存の継続	<ul style="list-style-type: none"> ■ドルの取引シェアは44%とほぼ不変 ■2位、3位のユーロ、円はシェア縮小 ■人民元取引の95%が対米ドル取引 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ドル基軸体制の継続(=目下ドルに比肩・代替する基軸通貨候補なし) ➢新興国の経済活動におけるドル依存も継続・拡大

(出所) BIS Triennial Central Bank Survey 2016より筆者作成

も確認する。図表1に示した通り、最新のサーベイ結果から得られるこれら3つのポイントは、昨今のグローバル金融情勢と課題の多くがそのまま映し出されていることにも気付かされる。1日当たり5兆ドル超と、世界で最もliquidな(=流動性に厚みのある)市場と言われる外為市場の取引サーベイは、金融の今を映す正に鏡と言えそうだ。

2. 取引高減少の背景：相手別・種類別の状況

冒頭既述の通り、2016年4月の1日当たりの外為出来高は2001年以降で初めて減少し、前年比▲5.4%の5兆669億ドルを記録した。その背景として、市場全般のリスク許容度の低下を映した「投機(リスク選好)」から「ヘッジ(リスク圧縮)」への投資姿勢の変化があったことは、次の通り、取引相手別、及び、取引種類別のデータから読み取ることが出来る。

(1) 取引相手別：主役は投機筋から機関投資家へ

図表2にある通り、BISサーベイで区分される取引相手は、①「報告対象金融機関」=大手銀行や証券会社など、②「その他金融機関」=

機関投資家やヘッジファンド、中小金融機関など、そして、③「非金融機関顧客」=事業会社や政府部門などの3主体に分類される。その中で、前年比+2.4%と僅かながらも取引高の増勢を維持したのは①「報告対象金融機関」のみ。取引全体の半分以上のシェアを占める②「その他金融機関」は、同▲8.8%と取引高が落ち込む結果となった。

この②「その他金融機関」を構成しているのは、a.「その他インターバンク参加者」=中小金融機関、b.「機関投資家」=保険会社や年金基金、c.「ヘッジファンド及びプロップファーム」等の主体である。各々の結果見ると、顕著に取引を減らした主体はc.「ヘッジファンド及びプロップファーム」のいわゆる投機筋であり、前年比▲32.8%の3890億ドル、金額にして前年比▲1900億ドルもの極めて大きな減少となっている。これに加えて、③「非金融機関顧客(=事業会社や政府部門)」が▲19.1%と落ち込み、これら2つの主体が外為取引全体を15年ぶりに減少させる主因となった。

リスク選好からリスク圧縮へのシフトは、必ずしも投機筋の活動レベル低下だけでなく、保険会社や年金基金といったいわゆる長期投資家がヘッジ目的の取引を活発化させたことから類推できる。外為市場の主たるプレイヤーの中

図表2 グローバル・ベースの外為取引高（主体別・種類別）

（単位：10億米ドル）

	取引高 (2013年4月)	取引高 (2016年4月)	2013-2016年の 増減（金額）	2013-2016年の 増減（率）
世界の為替出来高（10億米ドル、カッコ内は%シェア）	5,357 (100%)	5,067 (100%)	-290	-5.4%
1) 取引相手別				
①報告対象金融機関	2,072 (38.7)	2,121 (41.9)	49	2.4%
②その他金融機関	2,812 (52.5)	2,564 (50.6)	-248	-8.8%
a. その他インターバンク参加者	1,273 (23.8)	1,113 (22.0)	-160	-12.6%
b. 機関投資家	608 (11.3)	798 (15.6)	190	31.3%
c. ヘッジファンド及びプロップファーム	579 (10.8)	389 (7.7)	-190	-32.8%
③非金融機関顧客	472 (8.8)	382 (7.5)	-90	-19.1%
2) 取引種類別				
①スポット	2,047 (38.2)	1,652 (32.6)	-395	-19.3%
②フォワード	679 (12.7)	700 (13.8)	21	3.1%
③為替スワップ	2,240 (41.8)	2,378 (46.9)	138	6.2%
④通貨オプション	337 (6.3)	254 (5.0)	-83	-24.6%
⑤通貨スワップ	54 (1.0)	82 (1.6)	28	51.9%

（出所） BIS Triennial Central Bank Survey 2016

で、一般に保険・年金などの機関投資家は為替変動に対する許容度が極めて低い主体とされる。彼らによる外為取引は、そのほとんどが為替変動のリスクヘッジが目的であり、②b.「機関投資家」の取引高を見ると、前回比+31.3%の798億ドルと大幅な伸びを記録。増加額では1900億ドルと、ヘッジファンド等による取引の落ち込みをほぼ補完する形で、大きく出来高を増やしている。

一般に「投機筋」や「ホットマネー」等と呼ばれる「ヘッジファンド及びプロップファーム」（図表2の1)②c.）の主体は、外為市場における流動性提供や取引活発化の担い手とされてきた。しかし、今回調査において、これらが一転して大きく商いを縮小させる一方で、為替リスクのヘッジに敏感な機関投資家による取引高が大幅に拡大している。今回の結果は、投機筋による活動レベルの低下と、機関投資家によるリスクヘッジの拡大というプル要因とプッシュ要因が同時に発生し、外為市場全般におけるリスク許容度が低下したことを示唆している。

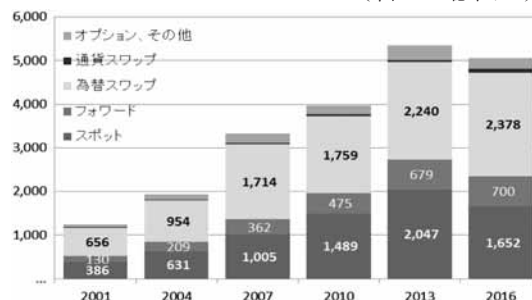
（2）取引種類別：進むスポット取引の減少と為替スワップ取引の拡大

次に取引種類別の調査結果に目を転じると、

図表2の2)①にある通り、今回サーベイでは、スポット取引が前回比▲3950億ドル（▲19.3%）と大幅に減少した。一方で、為替スワップ取引は同+1380億ドル（+6.2%）と拡大している。この結果、為替取引全体に占めるシェアを見ると、スポット取引の32.6%（前回38.2%）に対し、為替スワップは46.9%（同41.8%）と実に半分近くを占めるようになっている。為替スワップは主に、機関投資家や銀行等の金融機関が海外資産に投資した際の為替リスク回避や外貨調達的手段として使われるものである。今回調査で機関投資家は為替スワップ取引拡大に最も大きく寄与しており、前回比+1250億ドル（+81.8%）と極めて顕著な伸びを記録している。全体の為替スワップ増加額（1380億ドル）

図表3 グローバル・ベースの外為取引高（種類別）

（単位：10億米ドル）



（出所） BIS Triennial Central Bank Survey 2016

に占める割合は実に9割以上と、そのほとんどが機関投資家によるものとなっている。

スワップ取引の拡大は、東京市場で顕著であり、前回調査比+361億ドル(+21.3%)の2057億ドルと、グローバル・ベースでの伸び率(+6.2%)に比べ、非常に大きなものとなっている。結果、東京市場で実施される為替取引全体の51.6%が為替スワップとなり、こちらも、グローバル・ベースとの対比(46.9%)で比重は大きい。為替スワップが東京市場で顕著に拡大した背景には、先進国の金融政策のダイバージェンス、即ち、米国が金融政策正常化を進める一方で、本邦では今回サーベイの直前の2016年2月にマイナス金利政策が開始されるなど、超緩和政策が強化されたことが考えられる。

周知の通り、本邦における超低金利環境の長期化を受け、機関投資家は以前から外債投資を活発化させていた。今回調査が行われた2016年4月はその直前にマイナス金利政策が導入され、日本国債利回りが超長期セクターに至るまでマイナス域に沈むなどしていたタイミングに重なる。保険・年金など本邦機関投資家は、こうした内外金利差の拡大を受けて、対外証券投資を更に拡大し、つれて外為市場でのヘッジ目的の為替スワップ取引が促されることとなった。また、以前より海外での投融資を積極化させてきた邦銀の外貨調達是一段と必要性が増しており⁶⁾、外貨流動性マネジメントという目的でも、為替スワップの取引ニーズが強まったと考えられる。

為替変動リスクを圧縮したいとするニーズの背景には、日米金利差の拡大そのものに加えて、円相場の高ボラティリティもあろう。2013年4月以降日銀が推進する「量的・質的金融緩和政策」では、2014年10月に大きなサプライズを伴う追加緩和が打ち出されるなどし、外為市場で円安が急進行するドライバーとなった。一方では、2015年夏場以降の中国金融市場の混乱や2016年6月の英国国民投票でのEU離脱派

勝利などが、いわゆる「リスク回避の円買い」を誘発する場面もあった。これらによって、円相場が激しく動意付き、高ボラティリティが常態化したことも、為替変動リスクに対する警戒感=ヘッジ選好を高め、東京市場での為替スワップ取引を促した可能性がある。

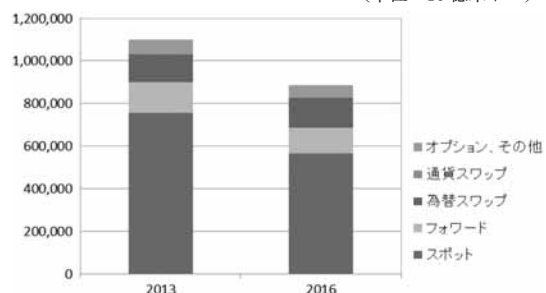
(3) プライムブローカー経由の取引縮小と電子取引プラットフォーム

外為市場においてリスク選好からリスク圧縮への流れが促された環境面での要因としては、上述の通り、金融政策ダイバージェンスがあるが、これに加えて金融規制強化等によって投資銀行がビジネスモデルの見直しに動いたことも影響した可能性がある。2016年12月発表のBIS四半期レビューでは、図表4の通り、プライムブローカー経由の取引が全体で約2割減少、スポット取引のみでは約3割近くもの減少が報告されていた。

プライムブローカーとは、主としてヘッジファンドに対し、資金調達や証券の借入・保管サービス、そして決済代行サービスなどの包括的な金融取引サービスを提供する業態のことであるが、多くの場合、投資銀行業務を行う大手金融機関がそのサービスを提供している。一般に銀行・証券会社に比べ信用力が劣るヘッジファンド等は、自前では取引相手数や取引規模が限られてしまい、結果的に取引レートも不利なものになるケースが多い。そこで大手金融機関は、担保を徴求し手数料を取った上で彼らに信用力

図表4 プライムブローカー経由の取引(種類別)

(単位: 10億米ドル)



(出所) BIS Quarterly Review December 2016

を供与し、自社の名前で取引を行うことを可能にするビジネスを展開している。

プライムブローカーは近年、為替市場の流動性供給等を支える重要なビジネスモデルとされてきた。しかし、グローバル金融危機後の厳しい収益環境、バランスシート圧縮の動きに加えて、金融規制強化の影響もあって、主要銀行はプライムブローカービジネスも含めた収益性・効率性等の見直しを迫られた可能性が高い。担保料率の引き上げや参入基準の厳格化、及び、手数料の引き上げなどを通じ、ヘッジファンド等の活動が抑制されたことなどが考えられる⁽⁷⁾。

近年の外為市場は、取引の自動化や高速化、即ち、アルゴリズム（自動プログラム）取引やHFT（高頻度取引）に代表される、電子取引プラットフォームの普及によって活性化が促されてきた。そうした中、プライムブローカーは、これをサービス面で支えるビジネスモデルの位置づけにあった。しかし、例えば、電子取引プラットフォームの開発等には莫大な設備投資費用がかかること、そして、運用面においても、取引の高速化に対し顧客の与信管理が追い付かず、ブローカーが多大な損害を抱え込むリスク等が指摘されるなどしており⁽⁸⁾、新たなビジネスモデルが新たな課題を生み出している面もある。

また、BIS サーベイから直接的に読み取ることには難しいが、電子取引プラットフォーム上で顧客同士の売買注文を突き合わせる「マリー」といった手法等の定着が、結果的にスポット取引の減少を促した可能性なども考えられる。更には、いわゆる LIBOR 不正操作問題以降、為替指標についても疑惑が持ち上がるなどし、外為市場の取引慣行や行動規範の見直し・整備が進んだことも、投機筋を中心に取引を慎重化させる方向へ作用した可能性もある。いずれにしても、外為市場の拡大を相互補完的に支えてきたビジネスモデルの一つが、様々な要因から見直しを余儀なくされたことが、ヘッジファンドを中心とする為替取引の減少に繋がった背景と

して考えられる。

(4) 取引高減少の含意

以上のように、外為市場では、投機筋の活動レベルが低下する一方で、長期投資家や銀行を中心に為替変動リスクのヘッジと流動性マネジメントに重点を置く取引が拡大した。同時に、それと表裏をなすスポット取引の縮小・為替スワップの拡大が顕著となり、リスク選好からリスク圧縮の大きな変化が BIS サーベイから観察できる。こうした背景には、長期停滞論等で説明される世界経済の低迷以外にも、金融政策ダイバージェンスなど政策面、或いは、金融規制強化等の制度面等の要因が存在し、これらが複合的に作用して、15年ぶりの出来高減少という変化に現れたと思われる。

グローバルに低成長が長期化しているとはいえ、世界全体の経済成長が年率3%程度の成長を維持する中⁽⁹⁾で、▲5%を超える外為取引高の落ち込みは、やはり大きい。取引高減少の背景には、マクロ経済ファンダメンタルズの変化だけでなく、それも伴った政策や制度の変化など、外為市場そのものに一種の生態系変化とも言うべき変化が起きている可能性もあり、取引高減少の含意は見かけ以上に大きいと言えそうだ。

3. 中国人民元取引とアジア市場の拡大

続いて、通貨別・地域別の取引状況を見て行きたい。冒頭図表1で示した通り、今回サーベイでの重要なオブザベーションの一つが、中国人民元、及び、アジア市場の拡大にある。そのこと自体にサプライズはないものの、世界全体の為替取引が縮小する中で、人民元取引が際立って拡大したことは、やはり特筆されるべきであろう。「国際的により多く取引される通貨になること」は、中国当局が推進する人民元戦略の重要な柱であり、その意味では国際化路線の進

捗を示唆するサーベイ結果と言える。

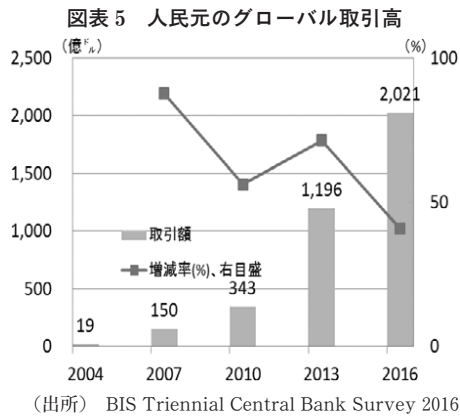
(1) 大幅拡大した人民元取引

中国人民元の取引高は、サーベイ実施の都度著しい伸びを見せており、今回結果では1日当たり2021億ドル、グローバル・シェアは2.0%を記録している（図表5、図表6）。2013年の前回サーベイでは新興国通貨群の中で第1位はメキシコペソであったが、今回は人民元がこれを抜き去り、メキシコペソの約2倍の取引高で第1位になった。世界全体では、スウェーデンクローネ（1123億ドル、同1.1%）やNZドル（1040億ドル、シェア1.0%）などを上回る第8位へ躍進しており、6位のカナダドル（2604億ドル、2.6%）や7位のスイスフラン（2434億ドル、2.4%）に肉薄する結果となっている。

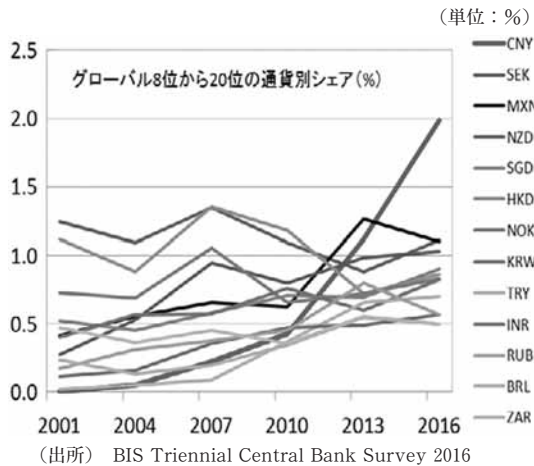
ここで改めて、グローバルな通貨別の取引シ

アを確認すると、上位7位までの通貨の顔ぶれは、過去15年間全く変化がない（図表7）。特に4位までは順位もドル、ユーロ、円、英ポンドで不動となっている。また、それらに続く、豪ドル、カナダドル、スイスフランは、順序を入れ替えつつ、5-7位を維持。もっとも、2010年以降は、豪ドルが第5位の地位を確立し、結果として取引高シェアの上位5通貨が固定されつつある。一方、8位以下の新興国通貨を中心とする通貨群を見ると、全体として、取引高を拡大（〈上位7通貨以外のシェア：2001年10.4%→2016年15.0%〉図表7）。上位20位までの新興国通貨群は総じて0.5-1.0%前後のグローバル・シェアであるが、人民元は今回調査で一人これらから抜け出し、グローバル・シェアでトップ7の先進国通貨群に接近している図表6。換言すれば、外為取引高という物差しで見ると、人民元はハードカレンシーの仲間入り間近、といった状況になっている。

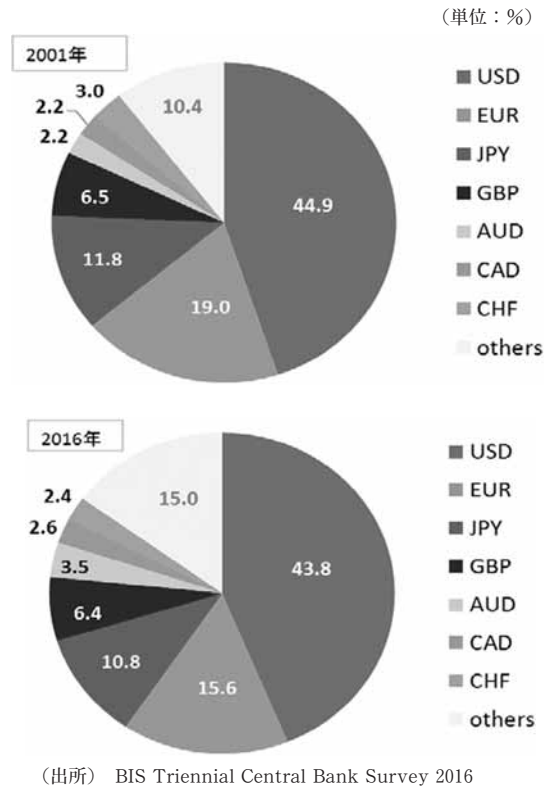
人民元取引の拡大は、それが単なる実需取引・



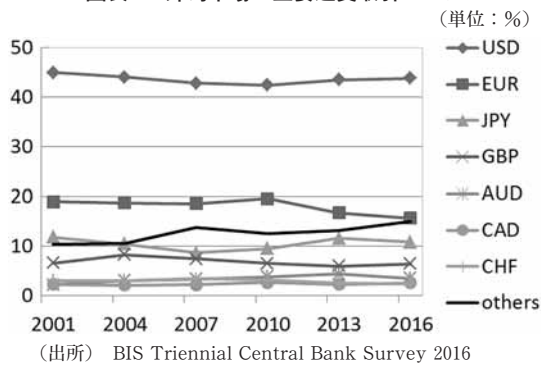
図表6 人民元の取引シェア



図表7 外為市場の主要通貨取引シェア



図表 8 外為市場の主要通貨取引シェア



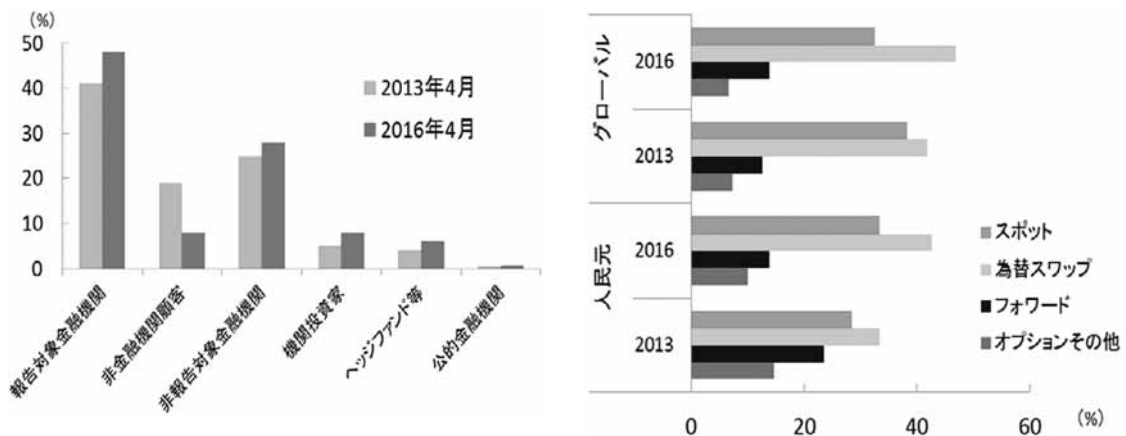
貿易決済中心であった段階を脱し、デリバティブなど多様な金融取引が可能になる「金融の高度化」が進んだことも反映している。これをサーベイ結果から読み取ると、まず取引種類別では、スポット取引が3割程度のシェアとなる一方、為替スワップが4割超へ拡大。比較的大きかったフォワード取引の比率が低下するなどした結果、人民元の取引種類別シェアはグローバル・ベースのそれに近い“国際スタンダード”的なものになりつつある(図表9、右図)。同様に、取引主体別にみても、今回サーベイでは「報告対象金融機関」=大手銀行や証券会社によるシェアが拡大(41%→48%)する一方、非金融機関顧客の活動レベルが大幅に低下した(19%→8%) 図表8、左図)。こちらグローバル・ベースの結果に近いばらつきになっている。

(2) 人民元を取り込み拡大するアジア市場

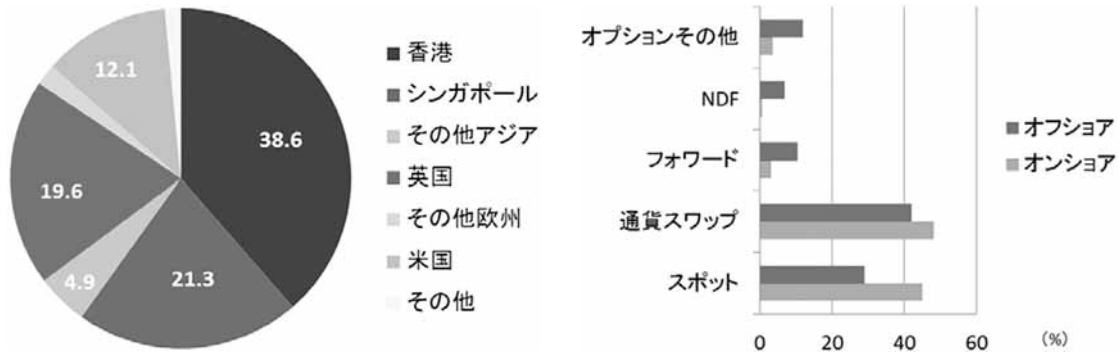
人民元取引の特徴は、何と言っても、オフショア市場のプレゼンスの大きさである。中心となるのは1996年に初めて人民元NDF取引が開始された香港市場、次いで、シンガポール市場であり、現在、オフショア人民元ビジネスの2大集積市場となっている(図表10、左図)。人民元の取引拡大をそのまま反映する形で、今回サーベイでは、シンガポール市場(グローバル・シェア:2013年5.7%→2016年7.9%)、香港市場(同4.1%→6.7%)、ともに大きくプレゼンスを拡大している(図表11)。地理的・歴史的関係の優位性やそれを映したグローバルバリューチェーンの拡大等から、人民元取引の取り込みに成功していることに加え、自国通貨も含め人民元以外の周辺アジア通貨の取引が増加したことも背景として考えられる。アジアに位置することの恩恵は東京市場も同様であり、シェアでは6.1%とシンガポール・香港の後塵を拝しているものの、シェアそのものは前回(5.6%)から拡大している。

こうして、オフショア人民元取引の実に65%がアジア市場で実施されるなど、アジア市場の独占が続いているが、同時に、人民元取引のグローバルな裾野は広がっており、例えば、NY市場のシェアは前回調査の7%から12%へ

図表 9 人民元の相手別(左図)・種類別(右図)取引状況



図表 10 オフショア人民元取引の地域別（左図）・種類別（右図）シェア（2016年、%）



(出所) BIS Quarterly Review December 2016

拡大するなどしている。

(3) 残る国際化への課題

外為取引の規模の点では国際通貨の仲間入りが視野に入る人民元だが、より本格的な国際化については、依然として課題を多く残している。為替取引を見ても、人民元の取引はその95%が対ドルに集中するなど、ドル以外の通貨での相対取引の機会はまだ極端に少ない。また、オンショアとオフショアで取引可能な金融商品や価格の格差は依然として大きく、オンショアでのデリバティブ取引が限定的である一方、スポット取引の比重が非常に大きいなど、オンとオフの様相は異なっている（図表10、右図）。新たな資本規制の発動も続くなど、多くの規制に保護された通貨であること、更に、CLS⁽¹⁰⁾の対象外であることなど決済上の制約もある。人民元の為替取引高の目覚ましい伸びや取引手段の

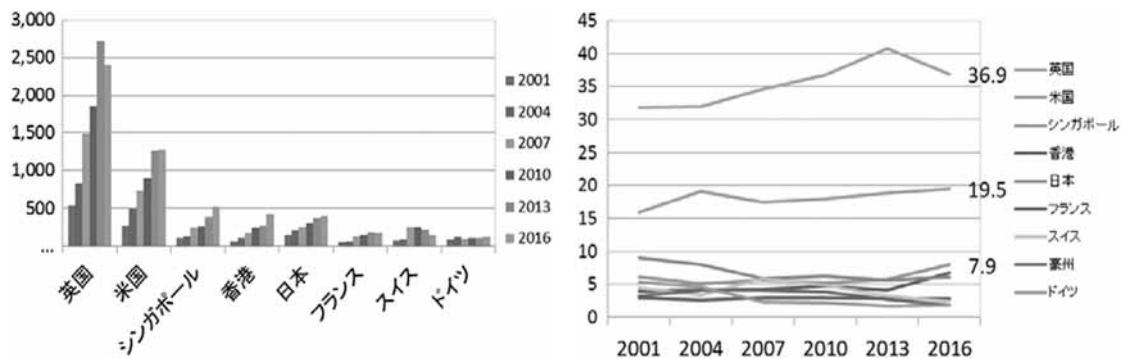
多様化は、国際化プロセスが進展していることの証左であり歓迎すべきことであるが、それに伴った政策面・制度面の整備等が引き続き課題となるだろう。

4. 継続するドル依存

～結びにかえて～

これまで見てきた通り、冒頭掲載の図表1で挙げた1.2.では、グローバル金融危機後の低成長長期化や中国経済の台頭といった世界経済の大きな構造変化が、外為市場における取引手法や取引構図に変化をもたらした点がポイントであった。一方、これらと対照的であるのが、図表1の3.の「外為取引におけるドル依存の継続」であり、世界経済が大きな構造変化に直面しているにも関わらず、実は外為市場では「ドル一極体制」が何ら変わることなく続いて

図表 11 外為市場の地域別取引高：左図（金額）、右図（%シェア）



(出所) BIS Triennial Central Bank Survey 2016

いる。ドル以外の先進国通貨が総じてグローバル・シェアを落とす中、ドルはほぼ15年前と変わらず44%程度のシェアを維持している図表7。新興国通貨は総じて取引シェアを伸ばしているが、それらの相対通貨は概ねドルと想定され、先にも触れた通り、今回の調査では人民元取引の95%が対ドルであることが確認されている。

「ドル一極体制」の継続はドルに代替・比肩する通貨が存在しないためという一種の消去法的な事情は、ドル以外の主要通貨、及び、米国・アジア以外の主要市場に後退感がうかがわれる今回サーベイ結果からも浮かび上がる。ドル高進行の影響もあるが、2位のユーロ（16.7%→15.7%）、3位の円（11.5%→10.8%）、及び5位の豪ドル（4.3%→3.4%）等は、いずれも前回比で取引高シェアが低下している。また、特筆すべきは世界最大の外為市場である英国のプレゼンス低下であり、ロンドン市場の取引高シェアは前回の40.8%から今回36.9%へ低下した。また、豪州市場（2.7%→1.9%）やスイス市場（3.2%→2.4%）もシェアが縮小している。

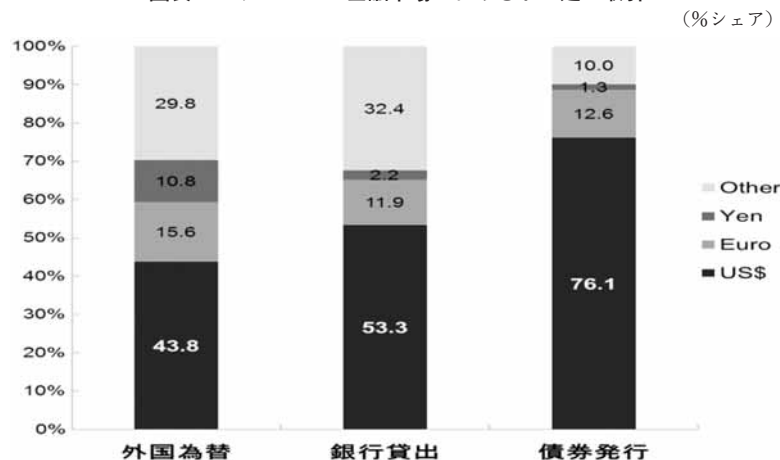
そうした中、NY市場は19.5%と全体の2割弱程度のシェアを過去15年にわたり維持している。この背景の一つとして推測されるのが、電子ブローキング取引等の推進に積極的である米銀の存在である。ユーロマネー誌「2016年

FXサーベイ」によれば、電子ブローキングの浸透が為替取引の集中化を呼ぶなどする中、外為市場ではトップ5銀行がフロー全体の45%程度を独占しており、このうち3行が米銀であるという。

通貨体制を巡る歴史の中で、1972年ニクソン・ショック、1985年プラザ合意、そして、2008年以降のグローバル金融危機など、金融市場に大きなショックや不均衡が発生する度に、ドル一極体制が問題視されてきた。しかし、例えば2008年の危機時に発生したのはドル離れやドル危機ではなく、むしろドル需要の高まりであり、市場参加者の多くが危機の震源地通貨であるはずのドルの流動性確保に走り、結果として外為市場ではドルが増価した。また、図表12の通り、為替はもとより、銀行貸出や債券発行におけるドル建て比率も依然として極めて高い。現在、米国の政治・経済の実力低下が様々に問われているが、その一方で、こうして金融面の大きな影響力は引き続き維持されており、そのギャップが広がりつつあることは、グローバル金融市場の不確実性を高める要因として懸念される。

金融政策正常化を粛々と進める米FRBの一挙手一投足に、世界中の金融市場が右往左往しているが、それは依然としてグローバル外為取引の半分近くをドルが占めているという事実と、

図表12 グローバル金融市場におけるドル建て取引



(出所) World Bank Global Economic Prospects January 2017

コインの表裏の関係にある。政治的にも経済的にも大きな構造変化が進む昨今の世界情勢の中で、ドル一極体制という従前の通貨体制が続いていることは正に「新しい葡萄酒を古い革袋に入れる」故事の通りの状況であり、古い革袋への依存が、グローバル金融市場の不安定化を促す背景の一つになっているように思われる。

《注》

(1) BIS (国際決済銀行) が取り纏めとなって、3年毎に各国中央銀行等が実施する「外国為替及びデリバティブに関する中央銀行サーベイ」は、外為取引高については1989年に開始された。最新調査(2016年4月の出来高調査)は、52ヵ国・地域の中央銀行等により、1,200以上の金融機関等を対象に行われている。なお、本稿で引用した計数は次のBIS ホームページに基づいているが、グローバル・ベース及び各国市場の計数は今後リバイスされる可能性がある。

<http://www.bis.org/publ/rpfx16.htm>

(2) ユーロ導入時後初のサーベイとなった2001年調査では、初の取引高減少を記録している。背景としては、①ユーロ導入に伴い域内取引が減少したこと、②電子ブローキングシステムの利用拡大に伴い、外為ディーラー相互の取引が減少したこと、③金融機関の統廃合進展により一部の取引が内部取引化されたことなどが挙げられている。

(3) 世界貿易量の伸び率は2003-2006年の前年比+8%近傍から2012-15年には同+2%弱に鈍化した。グローバル金融危機以前は世界貿易量の伸び率が世界の実質GDP成長率を上回っていたが、危機以降、貿易量の伸び率は実質GDP成長率を下回っている。日本銀行「スロー・トレード：世界貿易量の伸び率鈍化」等参照。

https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2016/data/ron161020a.pdf

(4) ドル相場の変動を調整した上で算出された取引高は今回微増(前回比+3.4%)となっているが、過去4回のサーベイでは平均して20%以上の高い増加率を記録してきたことを勘案すると、事実上横ばいの結果は、やはり際立って低調と言える。

(5) 1986年には当該サーベイの前身となる外国為替市場の出来高調査が行われている。

(6) 日銀が半年毎に纏める「金融システムレポート(2016年10月)」によれば、邦銀の外貨金利リスク量は増加しており、特に地域銀行の増加が相対的に大きくなっているという。同様に、外貨流動性については、一定期間調達が困難化しても資金不足をカバーできる流動性を確保しているほか、

調達基盤の拡充に向けた取り組みが着実に進捗しているものの、「市場性調達の比重はなお高く、幅広い主体が外貨需要を高めているもとの、外貨調達コストが上昇傾向にあることから、引き続き外貨資金の安定調達基盤の拡充に取り組んでいく必要がある」としている。

(7) BIS Quarterly Review, December 2016” Downsized FX markets: causes and implications”によれば、プライムブローカー経由の取引縮小の理由は複合的であり、サービスを提供する側である投資銀行サイドの事情としては、ここで触れた以外に、顧客を厳選し取引量の多いマーケットメイカー顧客を優先、小口相手の取引から撤退したことなどに触れている。また、ヘッジファンドサイドの事情としては、何と云っても活動規模の縮小があり、グローバルマクロファンドのドル運用資産(コモディティ等除く)は、危機直後の1300億ドルから、2016年半ばには半分以下となる600億ドル程度へ縮小したとしている。

(8) 日銀レビュー「外国為替市場における取引の高速化・自動化：市場構造の変化と新たな論点」等より

(9) IMFのWEOによれば、グローバル経済の成長率は2014年3.4%、2015年3.2%、昨年2016年についても3.1%程度の成長が見込まれている。

(10) Continuous Linked Settlement Bank。外為取引の決済リスクを削減するための多通貨決済サービスで、2002年に稼働開始された。双方の通貨の支払いを同時に同じ場所で履行することによって、決済上のタイムラグをなくす仕組み。現在、18通貨が対象になっている。