

円キャリーポジションを理解する

通貨市場

Dominic Schnider, CFA, CAIA, Strategist; Teck Leng Tan, CFA, Strategist; Jessie Ren, Analyst

- 円高の急速な進行を受け、世界の円キャリートレードの規模と、さらなる巻き戻しのリスクに市場の注目が集まった。
- 円キャリートレードは、「短期マネー(fast money)」、「中短期マネー(semi-fast money)」、「長期マネー(sticky money)」の3つのセグメントに分けられると考える。「短期マネー」の円ショート(円売り)ポジションは概ね解消されたとみられる。残りの2セグメントの巻き戻しは、段階的かつ安定的に行われるものと考えられる。
- 我々の現在のドル円予想は、2024年9月が147円、同年12月が147円、2025年3月が143円、同年6月が140円である。ドル円は長期的に下落すると我々は予想している。



出所: UBS

円高の急速な進行と世界的なリスクオフムードの高まりが重なり、市場の関心は世界の円キャリートレードの規模と、さらなる巻き戻しのリスクに集まった。円キャリートレードという言葉は定義が非常に曖昧である。そのため、メディアやアナリストによってその金額が異なり、大きな混乱を呼んでいるようである。

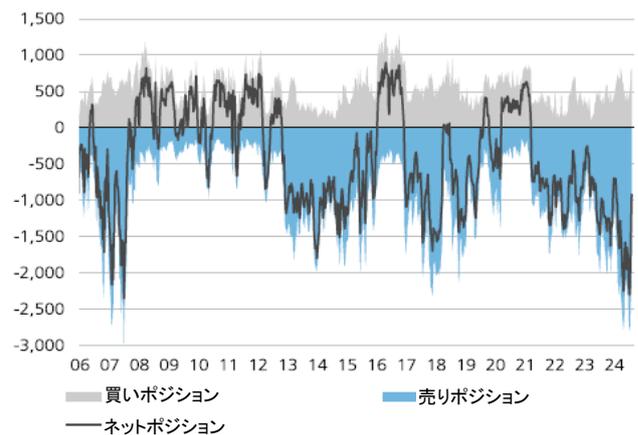
広い意味での円キャリートレードは、金融市場の様々なセグメントで行われている。為替市場における円キャリートレードは、為替トレーダーによるレバレッジをかけた投機的取引(例: 円売り/高利回り通貨買いをし、その過程で金利収入獲得)を示し、そのポジションは世界ならびに日本の外国為替データに反映されている。ローン市場における円キャリートレードは、低金利を理由に非居住者(外国人)が借り入れた円の総額で示される。資本市場における円キャリートレードは、日本の純国際投資ポジション(NIIP)によってその規模を計ることができる。NIIPによると、国内投資家(家計、企業、私的・公的運用機関)が保有する海外資産の方が、外国人が保有する日本資産よりも額が大きい。これらの資産の一部は為替ヘッジなしで保有されており、基本的に日本の投資家による円キャリートレードとみなすこともできる。円キャリートレードの規模と、さらなる巻き戻しのリスクを捉えるために、以下でセグメント別にみていく。

第1に、「短期マネー」(動きの速いマネー)である。これは主に投機筋によるレバレッジを効かせた為替先物取引における円売りポジションである。為替市場では、我々が着目する指標が2つある。1つめは米商品先物取引委員会(CFTC)のデータで、世界の投資家のレバレッジを効かせた円先物のポジションを示すものである。当該データは毎週発表され、7月30日時点のデー

タによると、ドル円が7月上旬の高値162円から155円まで下落する過程で、円売りポジションの60%が巻き戻されたことが確認できる。7月30日以降、ドル円が155円(7月30日)から142円(8月5日)までさらに下落したことで、残り40%も概ね解消されたようだ。

図表1: 142円を下回るドル円急落で、円売りポジションは概ね解消

週次データ(7月30日時点)は約60%の円売りポジション解消を示す
単位: 10億円



出所: ブルームバーグ、UBS、2024年8月

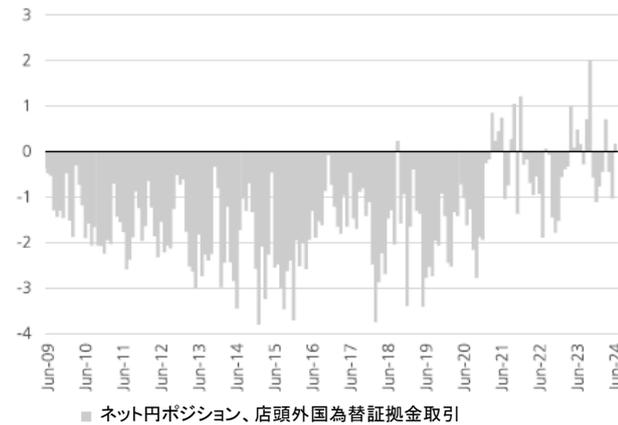
レバレッジを効かせた日本の投資家による円キャリートレードの規模を計る上で有効と考える2つめの指標は、金融先物取引業協会(FFAJ)が発表する店頭外国為替証拠金取引月次出来高

本稿は、UBS Switzerland AG、UBS AG Singapore Branch、UBS AG Hong Kong Branch が作成した“USDJPY: Sizing the global yen carry trade”(2024年8月7日付)を翻訳・編集した日本語版として2024年8月19日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

通貨市場

である。これによると、日本の為替トレーダーは 2024 年 6 月末現在で約 1,640 億円(約 11 億米ドル相当)の買い越しであったことを示している。興味深いことに、日本国内の投資家は円安反転を見込んだポジションを組む傾向があり、過去 3 年にわたり円を積極的に売ってこなかった。このため、日本の為替投資家が円売りポジション巻き戻しのリスクをもたらすことはないと考えられる。

図表2: 日本の為替トレーダーは円を若干買い越し
月次データ、2024年6月末、単位: 兆円



出所: 金融先物取引業協会(FFAJ)、2024年6月末

第 2 に、「中短期マネー」(動きの速さが中程度のマネー)である。これは円の借り入れを利用して金利収入を追求する投資家の円キャリーポジションである。この規模を計るためには、国際決済銀行(BIS)が発表する世界(除く日本居住者、非銀行向け)のクロスボーダーの円の借り入れデータに着目する。当該データによると、非居住者向けの世界全体の円の借り入れ額は、2022 年 4-6 月期(第 2 四半期)の約 50 兆円から 2024 年第 1 四半期末の 63.7 兆円まで大幅に拡大し、増加額は約 13.7 兆円(約 945 億米ドル相当)となった。

しかし、いくつかの理由により、これらの円キャリーポジションは完全かつ急速に巻き戻されるとすぐに結論づけることはできない。第 1 に、ポジション巻き戻しのスピードは、米金利の水準に左右されるとみている。これは図表 3 で確認が可能である。円の借り入れ額は世界金融危機の局面であっても、数四半期にかけて減少していった。第 2 に、米国経済は景気後退を回避できると我々はみており、米連邦準備理事会(FRB)は世界金融危機時のような急速かつ大幅な利下げは行わないと考える。このため、円の借り入れ額の縮小スピードは世界金融危機時に比べて緩やかなものになるだろう。我々の基本シナリオでは、FRB は政策金利を年内に 100 ベースポイント(bp)(4.25-4.50%まで)、2025 年に 100bp(3.25-3.50%まで)引き下げるとみている。一方、日銀は政策金利を年内は据え置き(0.25%)、2025 年末までに 0.75%まで引き上げると予想する。日米短期金利差は徐々に縮小することから、ポジションの巻き戻しは段階的になると見込まれる。

図表3: クロスボーダーの円借り入れは、米金利低下で徐々に縮小する見通し

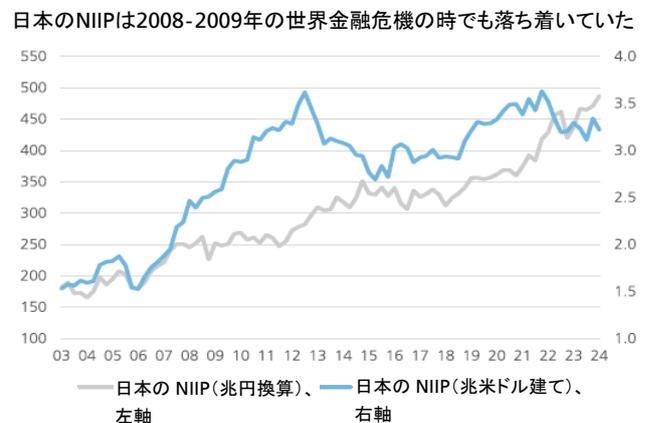


出所: 国際決済銀行(BIS) データ、2024年3月末

第 3 は、「長期マネー」(動きの遅いマネー)である。これは日本人投資家による海外投資を示す。我々は日本の投資家が保有するネットの海外資産残高を計るものとして、日本の純国際投資ポジション(NIIP)に着目する。これには、私的部門(家計および企業)および年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の外貨建て資産や財務省の外貨準備など公的部門が保有する海外資産が広く含まれる。これらの海外資産の一部は為替ヘッジなしで保有されており(例: GPIF のポートフォリオの約 20% は為替ヘッジなし外国債券)、一部の投資家はこれを円キャリートレードの形態の 1 つとみなしている。

しかし、これらの保有資産の大半は長期で戦略的に保有しているものであり、大幅または急速に売却される可能性が低いことから、そうした NIIP を円キャリートレードとみなすことには懐疑的だ。このことは、世界金融危機の局面で日本の NIIP が 250 兆円近辺を安定推移したことからも明らかだ。もう 1 つ重要なポイントとして、日本の NIIP が 360 兆円(2020 年末)から 487 兆円(2024 年 3 月末)まで 35%急増したのは、日本の投資家の大規模マネーの流出が牽引したわけではなく、NIIP が外貨建て資産で構成されていることから、貿易加重ベースの為替レートが 25%急落したと関係があることを指摘したい。

図表4: 日本の純国際投資ポジション(NIIP)



出所: 日本銀行、2024年3月末

通貨市場

重要なポイント

第1に、ドル円の7月上旬の高値162円から直近の安値142円までの急落の後、「短期マネー」(主に投機筋によるレバレッジを効かせた円売りポジション)は概ね解消されたものと考えられる。

第2に、「中短期マネー」(世界の非居住者・非銀行部門が調達した円の借入れ)は、今後数四半期にわたりポジションが解消され、そのペースはFRBの利下げペース次第とみている。我々はFRBが政策金利を2024年末までに4.25-4.50%、2025年末までに3.25-3.50%まで引き下げると予想しており、急速なポジションの解消は起こらないだろう。

第3に、「長期マネー」(日本の私的・公的部門が保有する海外資産)は、保有資産の大半が長期戦略に基づき保有されていることから、大規模かつ急速に巻き戻される可能性は低いと考えられる。しかしながら、円高の見方が強まると、日本の投資家は為替エクスポージャーに対してヘッジを増やすだろう。このため、ドル円の反発を抑え込むことになるかとみている。

我々の足元のドル円予想は、2024年9月末が147円、同年12月末が147円、2025年3月末が143円、同年6月末が140円であり、長期的に下落すると予想する。

通貨市場

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS Group AG (「UBS Group」)傘下のUBS Switzerland AG(スイスのFINMAの規制対象)またはその関連会社(「UBS」)の事業部門であるUBS チーフ・インベストメント・オフィス(CIO)・グローバル・ウェルス・マネジメンが作成したリサーチレポートをもとに、UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメン株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。UBS Groupには旧Credit Suisse AG、およびその子会社、支店、関連会社が含まれます。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

UBS Group内の様々な部門、グループ、人員は相互に独立して別個のリサーチ資料を作成・配布することがあります。CIOが発行するリサーチレポートはUBS Global Wealth Managementが作成しています。UBS Global ResearchはUBS Investment Bankが作成しています。投資推奨、投資期間、モデルの想定、バリュエーション算出方法などのリサーチ手法と格付けシステムはリサーチ組織ごとに異なることがあります。よって、一部の経済予測(UBS CIOとUBS Global Researchの共同作成によるもの)を除いては、投資推奨、格付け、価格見通し、バリュエーションは各個別のリサーチ組織間で異なる、または矛盾する場合があります。各リサーチ資料のリサーチ方法や格付け制度の詳細については各リサーチ資料をご参照下さい。すべてのお客様が各組織が発行するすべての資料を入手できるわけではありません。各リサーチ資料は作成した組織の方針および手順に則っています。本レポートを作成したアナリストの報酬はリサーチ・マネジメンおよびシニア・マネジメンのみによって決定されます。アナリストの報酬は投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門の収益に基づきませんが、報酬は、投資銀行、営業およびトレーディング・サービス部門を含むUBS Group全体の収益と関係することがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したのではなく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。銘柄の選定はお客様ご自身で行って頂くようお願い致します。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。また当社では税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等：UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメン株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3233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

当社における国内株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらを超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接ご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証

通貨市場

券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大2.20%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AGおよびUBS Group内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

©UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社 2024 すべての権利を留保します。事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS SuMi TRUSTウェルス・マネジメント株式会社は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第649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