

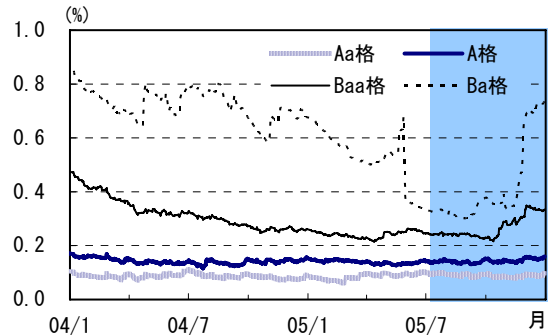
4. クレジット市場

クレジット市場では、クレジット・スプレッドが総じて低位安定傾向を続けたほか、CP・社債やシンジケート・ローン、証券化商品の発行・組成額も拡大するなど、良好な資金調達環境が維持された。近年のクレジット市場の安定基調を形成してきた要因、具体的には、①企業の堅調な収益や財務内容改善、②投資家の利回り追求の動き、③銀行の貸出姿勢の積極化といった点に大きな変化は窺われなかった。

(クレジット・スプレッドは総じて低位安定)

クレジット・スプレッドの動向をみると、A格以上の企業は引き続き極めて安定的に推移したが、BaaやBa格の社債・CDSスプレッドは拡大した(図表37、38)。もっとも、これは一部業績不振先のスプレッド拡大の影響が大きく、クレジット市場全体の異変を示唆するものではない。また、クレジット・カーブの形状をみても、やや長い目でみれば、今期みられたBaa格等でのスプレッドの拡大幅は限定的である(図表39)。

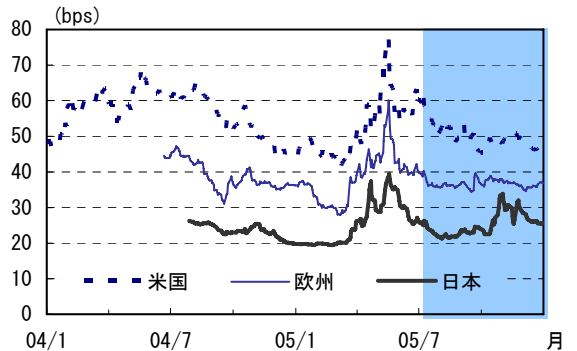
(図表37) 社債スプレッドの推移



- (注) 1. 国債の残存年数は5年。社債は、残存年数4年以上6年未満銘柄より平均流通利回りを算出。
2. 社債利回りは日本証券業協会公表の気配値、格付けはムーディーズによる。

(出所) 日本証券業協会

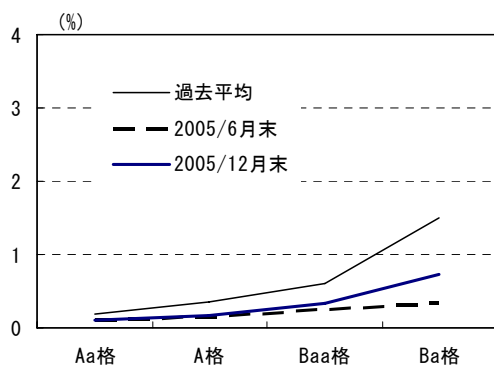
(図表38) CDSインデックス



- (注) 日本: iTraxx CJ、米国: DJ CDX NA. 1G、
欧州: iTraxx Europe

(出所) Markit Group

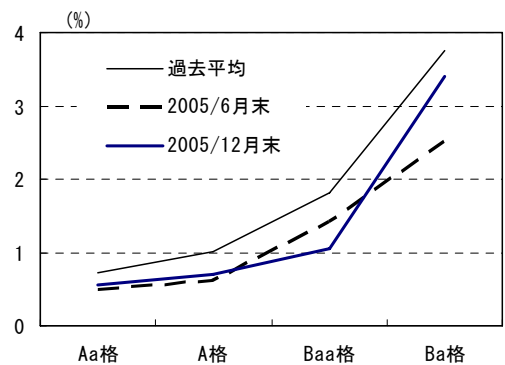
(図表39) 日本の社債クレジット・カーブ



- (注) 1. スプレッドは4~6年ベース。
2. 過去平均は99年1月4日-05年12月30日。
3. 格付けは、ムーディーズによる。

(出所) 日本証券業協会

(参考) 米国の社債クレジット・カーブ



- (注) 1. スプレッドは3~5年ベース。
2. 過去平均は99年1月4日-05年12月30日。

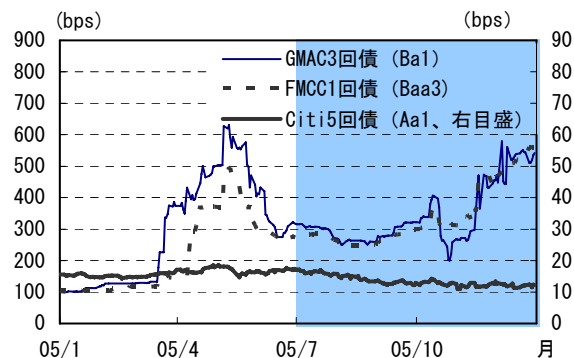
(出所) メリルリンチ

非居住者が発行する国内円建債券（円建外債）市場では、業績不振の米国自動車メーカーの金融子会社のスプレッドが拡大したほか（図表40）、公共債（政府保証債・地方債・財投機関債）市場でも、政府系金融機関の民営化・統合などを巡る議論を受けて、一部機関のスプレッドが拡大した（図表41、42）。もっとも、両市場とも大半の銘柄は堅調に推移した。

このように、05年後半は、クレジット市場において一部発行体で固有の事情によるスプレッド拡大がみられたが、クレジット市場全般に対する影響は限定的で、全体としてみればスプレッドの安定傾向が維持された。

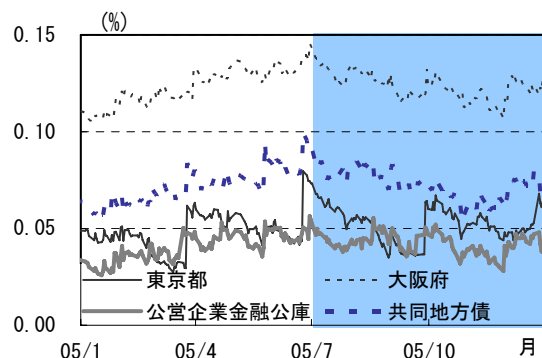
この間、米国市場では、夏場は落ち着いて推移していたGMおよびフォードのスプレッドが、取引関係の深い自動車部品会社が破綻したことなどをを受けて、再び拡大に転じた。もっとも、わが国同様、クレジット市場全体としてみれば、自動車関連が拡大したものの、堅調な企業業績等を背景に、スプレッドは全般的には低水準で推移した。

（図表40）円建外債市場



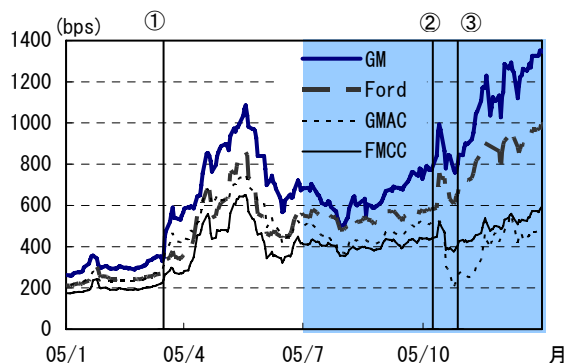
（注）1. 格付けは、ムーディーズの12月末時点。
2. GMACとFMCCは、それぞれGMとフォードの金融子会社。
（出所）Bloomberg

（図表41）政府保証債・地方債スプレッド



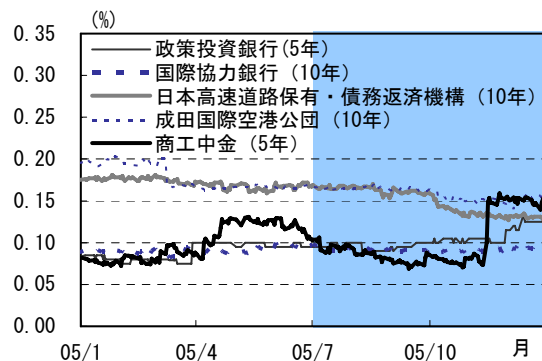
（注）年限は10年。
（出所）日本証券業協会

（参考）米国自動車セクターのCDSプレミアム



（注）1. ①3/16日 GM、05 通年業績見通しを大幅下方修正。
②10/8日 Delphi、Chapter11 申請。
③10/27日 GM、GMAC に対し、SEC が召喚状を送付。
2. 年限は5年。
（出所）Bloomberg

（図表42）財投機関債等のスプレッド



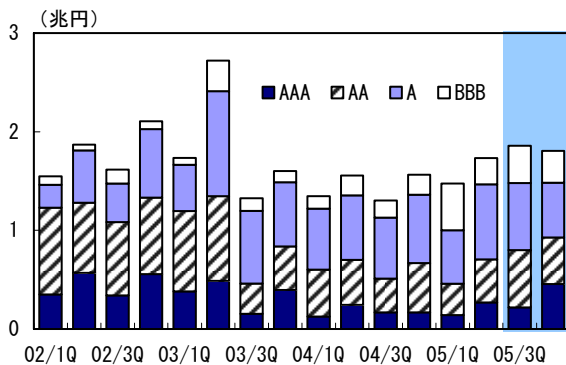
（注）日本高速道路保有・債務返済機構は、05/9月まで日本道路公団。
（出所）日本証券業協会、JSプライス

(良好な発行環境)

発行市場の動向をみると、CP・社債市場では、CPが企業の冬のボーナス払いの調達増加などあって残高が伸びているほか、社債の発行額も増加している(図表43、44)。ここ数年減少基調にあった電力債が設備投資計画の拡大に伴って増加に転じたほか、大手行や地方銀行などによる劣後債発行も増加している。格付別では、BBB格の増加が目立つ(図表45)。

今期の特徴として、初めて社債を発行する新規発行体が増加したことが挙げられる。05年中の新規発行体は37社と、金融システム不安の下で銀行貸出に代替する社債発行が拡大した98年(62社)以来の高水準に達した(図表46、47)。このうち約半数は、地方銀行や銀行持株会社の劣後債発行によるものであるが、REIT(上場不動産投資信託)やIT関連企業などの新規発行も増加した。

(図表 45) 社債の格付別発行額



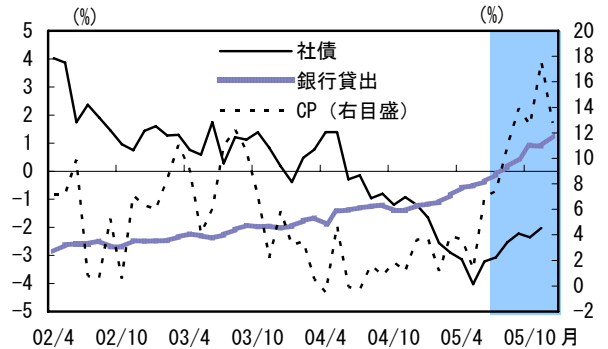
(注) S&P、ムーディーズ、R&I、JCRの最高格付で分類。
(出所) アイ・エヌ情報センター

(図表 47) 業種別の新規発行体

| | 2004年 | | 2005年 | |
|-----------|-------|-------|-------|--------|
| | 社数 | 発行額 | 社数 | 発行額 |
| 新規発行体 | 15 | 6,335 | 37 | 10,800 |
| 銀行・銀行持株会社 | 6 | 3,550 | 19 | 5,450 |
| 地方銀行 | 2 | 350 | 15 | 2,250 |
| REIT | 0 | 0 | 7 | 1,750 |
| その他 | 9 | 2,785 | 11 | 3,600 |
| BBB格 | 6 | 1,085 | 7 | 2,850 |

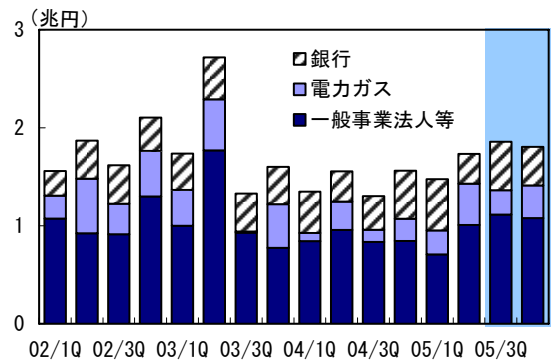
(注) 格付は、S&P、ムーディーズ、R&I、JCRの最高。発行額の単位は億円。
(出所) アイ・エヌ情報センター

(図表 43) 貸出、社債、CPの残高前年比



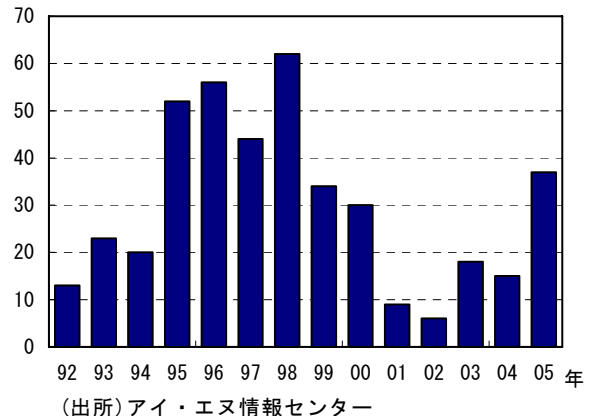
(注) 1. 銀行貸出は、平残前年比(銀行計・特殊要因調整後)。
2. 社債とCPは、末残前年比。
3. 社債の直近は05/11月。
(出所) 日本証券業協会、日本銀行

(図表 44) 社債の業種別発行額



(注) 銀行は、銀行持株会社を含む。
(出所) アイ・エヌ情報センター

(図表 46) 新規発行社数の推移



(出所) アイ・エヌ情報センター

J-REITは、上場法人数が増加し、市場規模は3兆円程度まで拡大した(図表48、BOX 3)。05年には、これら法人が、借入手段の多様化を目的として、REIT債の発行を始めた。一般事業法人では、事業拡大の過程で資金調達ニーズの強いIT関連企業が多いBaa格の発行体の調達額が増加している。

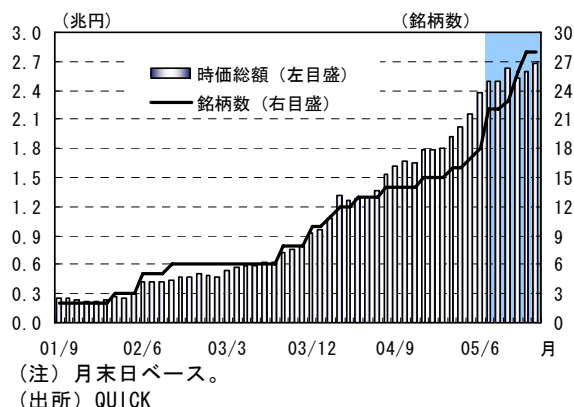
円建外債市場でも、金融関連セクターを中心に発行が増加した(図表49)。発行体にとっては、わが国における発行コストの低さが魅力となった。

この間、公共債の発行額は、住宅金融公庫が発行したRMBS(後述)を除いたベースで、前年比減少した(図表50)。これは、金融機関の公的資金返済に伴って預金保険機構の政府保証債が減少したことが主因である。

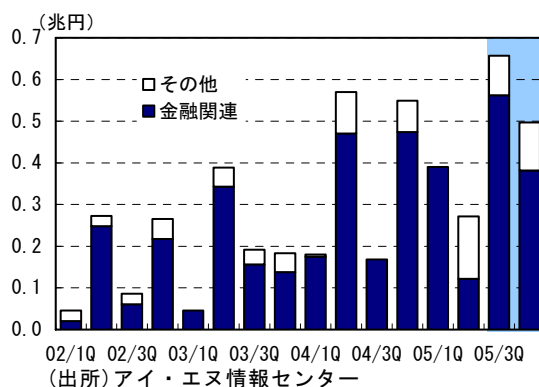
(多様な資金調達チャンネルが着実に成長)

シンジケート・ローンとは、伝統的な相対型の銀行借入れと社債など資本市場調達との中間に位置付けられる調達手段であり、件数・金額ともに前年同期比3割程度のペースで拡大している(図表51)。このところ、上場企業以外向けの比率が過半を占めるに至っており、社債市場と同様、調達主体の裾野が広がっている。

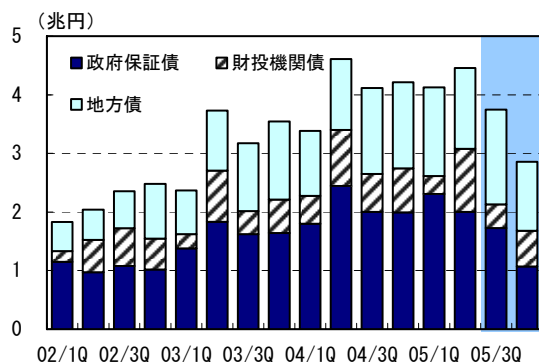
(図表 48) J-REIT の市場規模の推移



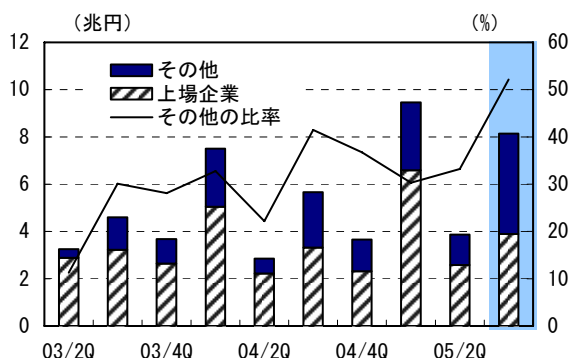
(図表 49) 円建外債の発行額



(図表 50) 公共債の発行額



(図表 51) シンジケート・ローン組成額

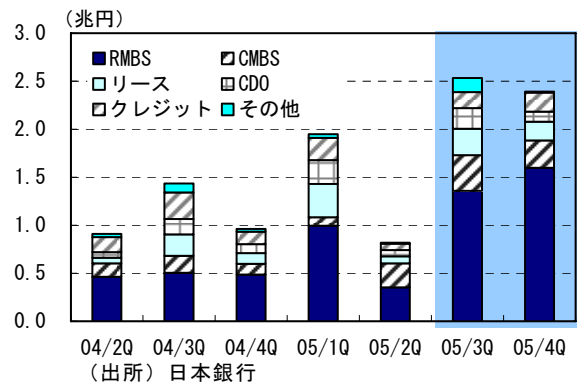


(出所) 日本銀行

(注) 財投機関債は、住宅金融公庫が発行したRMBSを除く。05/4Qは11月まで。
(出所) 日本証券業協会、住宅金融公庫

(図表 52) 証券化商品発行額

証券化商品の発行額も増加した(図表52)。裏付資産別にみると、とくに、住宅ローン(RMBS)や商業用不動産(CMBS)など、不動産関連資産が裏付けとなる商品の増加が顕著である。6月の住宅金融公庫法の一部改正を受けて、住宅金融公庫が過去の住宅ローン債権の証券化による大ロットの発行を開始したことがRMBS増加の主因である。

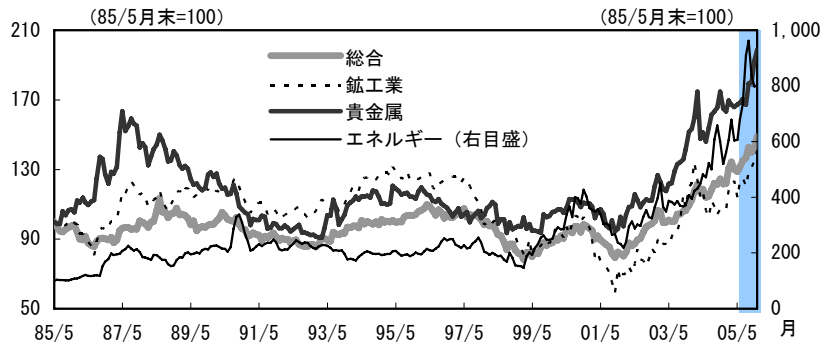


(投資家の利回り追求の動き)

クレジット市場において、発行体の裾野が広がり、スプレッドが低位で安定的に推移するなど、良好な資金調達環境が維持された背景には、投資家の利回り追求の動きがある。これは、長期金利が幾分上昇したとはいえ、総じて低水準にあることが基本的背景と考えられる(BOX 4)。利回り追求の動きは、クレジット市場に限らず、幅広い市場で観察された。個人投資家は、既にみたように株式市場での取引を拡大している。また、法人・個人のリスク資産への投資の受け皿として、外貨資産に投資する投信や株式投信の残高もここに来て伸びを高めている(BOX 5)。

欧米の長期金利が低水準で推移する下で、利回り追求の傾向はグローバルにもみられている。主要国の株式や社債などのほか、エマージング市場への資金流入が近年再び拡大している。なかでも銀行のエマージング諸国向け与信額は、欧州銀行の東欧・アジア向け与信を中心に既往最大となっており、邦銀のアジア向け与信額も引き続き低水準ながら回復傾向を示している(BOX 6)。ヘッジファンドにも引き続き資金が流入している(BOX 7)。ここ数年と比較すると収益性は低下しているものの、絶対収益やリスク分散の観点から引き続き機関投資家の需要は根強い。同様に、コモディティ市場への資金流入も拡大している模様である(図表53)。このような利回り追求の動きは、市場間の裁定や分散投資などの広がりを通じて、内外あるいは関連市場間の相互作用を強める方向に働いているとみられる。

(図表 53) コモディティ価格動向



(注) エネルギーは、原油、ヒーティングオイル、天然ガス、鉱工業は、銅、綿<コットン>、貴金属は、金、プラチナ、銀。
(出所) CRB

5. 外国為替市場

外国為替市場では、円相場が、ドル、ユーロなどの主要通貨やアジア通貨に対して全面安の展開となった（図表 54）。一方、ドル相場は、05 年前半の地合いを引き継ぐかたちで、主要通貨に対して堅調に推移した。

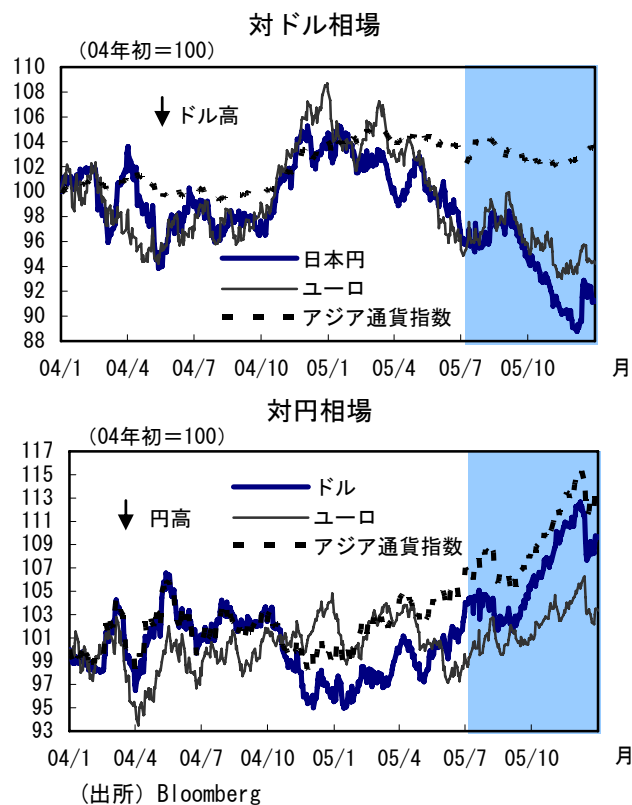
この間の推移を見ると、円の対ドルレートは、日米間の短期金利差の拡大のほか、本邦投資家による外貨資産投資等を背景に、05 年 6 月末の 111 円前後の水準から 12 月上旬にかけて 121 円台まで下落した（03 年 3 月以来の円安水準）。

ユーロの対ドルレートは、米欧間の短期金利差拡大に加え、米国の雇用創出法に絡んだ同国企業による海外拠点から本国への送金に伴うドル買い・ユーロ売りもみられたことなどから、05 年 6 月末の 1.21 ドル前後の水準から 12 月上旬にかけて 1.17 ドル台まで軟化した。円・ユーロともに対ドルで下落したが、円の下落幅が相対的に大きかった結果、対ユーロ相場も 05 年 6 月末の 134 円前後の水準から 12 月中旬にかけて 143 円台まで下落した（99 年のユーロ発足以来の最安値）。

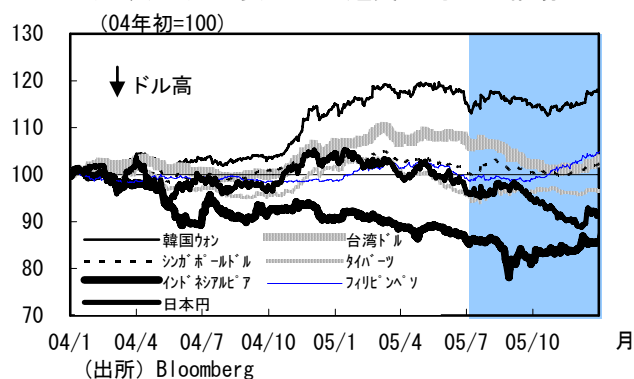
もっとも、05 年 12 月中旬以降 06 年初にかけて、ポジション調整のドル売りが優勢となり、ドルは主要通貨に対して幾分下落して推移している。

この間、主要アジア通貨の対ドルレートは、05 年後半を通してみれば概ね横這い圏内での動きとなった（図表 55）。原油価格上昇がアジア経済に与える影響が懸念されたほか、一部海外投資家が決算を控えて利益確定のためにアジア株式を売却したことなどから、10 月にかけて下落する局面もあった。その後、年末にかけては、アジア経済の底堅さと政策金利の引き上げ、株高などを背景に再び上昇した。中国人民元の対ドルレートは、7 月 21 日の通貨制度見直しに伴う切上げ後は、概ね横這いで推移し、05 年末時点で、切上げレートである 8.11 元／ドルからの上昇幅は 0.5% に止まっている（図表 56）。こうしたなかで、円は主要アジア通貨に対しても下落した。なお、06 年入り後も、海外投資家によるアジア株式購入などから、主要アジア通貨の対ドルレートは堅調に推移している。

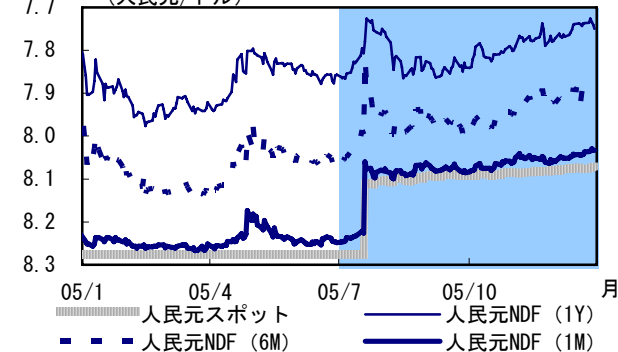
（図表 54）主要通貨の対ドル相場と対円相場



（図表 55）主要アジア通貨の対ドル相場



（図表 56）人民元のスポット及び NDF レート
(人民元/ドル)



(円安の背景)

このように05年後半は、わが国景気が回復し、株価も海外を大きく上回って上昇するなかで、円安傾向が続いた。この背景としては、次の3点が挙げられる。

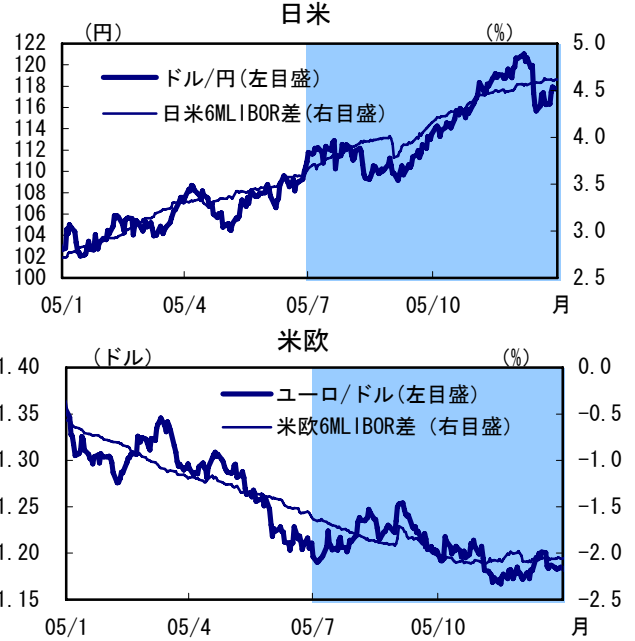
第1に、米国が政策金利の引き上げを継続する下で、日米の短期金利差の拡大が続いた(図表57)。短期金利差の拡大は、調達コスト・ヘッジコストの変化を通じて、投資家の為替リスクテイクやヘッジ行動に影響を及ぼした。既にみたように、海外投資家による国内株式投資は、7月以降毎月1兆円を超える規模の投資が続いているが、最近では、日本株への投資にあたり、金利の低い円資金の調達または為替リスクをヘッジした形での資金調達を行うケースが少なくないとされている。また、為替リスクをヘッジした外債投資(10年債)のリターンがゼロ近傍まで低下する中、日本国債の利回りが上回っていることから、生保等の本邦投資家がヘッジをはずしたり、ヘッジ付き外債を売却して日本国債等を購入する動きもあったとみられる。いずれも定量的な影響は把握し難いが、短期金利差の拡大が上記のようなメカニズムを通じて、円安方向に働いたとみられる。

第2に、本邦貿易収支の黒字幅が大幅に減少した(図表58)。05年7~11月の貿易黒字(国際収支ベース)は原油価格の上昇や堅調な内需を背景とする輸入増加を主因に、約4.0兆円と前年同期比約3割の大幅減少となった(前年同期差▲1.5兆円の黒字減少)。貿易黒字の縮小は、輸出入企業等いわゆる実需筋による円買い圧力を軽減させる方向に働いたと考えられる。

第3に、わが国投資家の対外証券投資が大幅な流出超となった(図表59)。7~12月の対内証券投資(株式、中長期債、短期債合計)は、10.9兆円のネット流入超となったが、同期間中の対外証券投資はこれを上回る13.0兆円のネット流出超となり、対内外証券投資に絡む外国為替需給は円売り超であった可能性を示唆している。

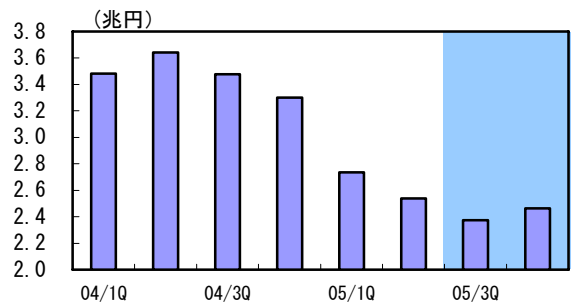
対外証券投資の投資家部門別内訳をみると、銀行(銀行勘定)が5.6兆円の流出超であったほか、証券会社経由4.3兆円、投資信託委託業者経由4.6兆円とそれぞれ流出超であった。証券および投信

(図表57) 日米・米欧の短期金利差と為替相場



(出所) Bloomberg

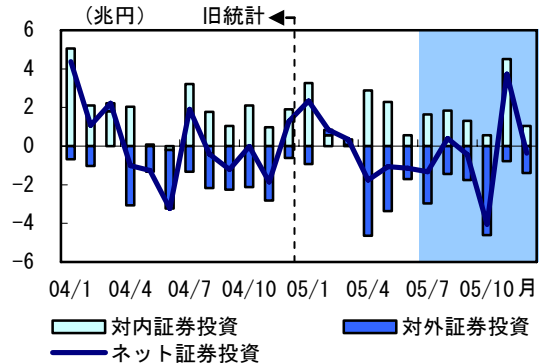
(図表58) 本邦貿易収支の推移



(注) 1. 2005年10月と11月は速報値。
2. 2005年第4四半期のデータは、10月と11月の合算値を1.5倍したもの。

(出所) 財務省、日本銀行

(図表59) 対内・対外証券投資の状況

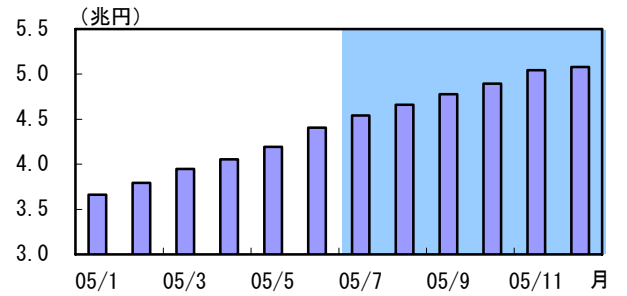


(注) 2004年12月までは決済ベース、2005年1月からは約定ベース。2005年1月の取引分から、一部計上方法が変更されており、従前のデータとは連続していない。2005年10月、11月分は速報値、12月分は指定報告機関ベース。

(出所) 財務省、日本銀行

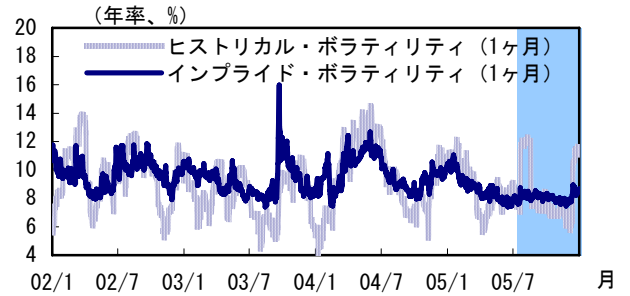
経路には、いわゆる「売出外債」（非居住者発行による個人向け外債建債）や海外債券を対象とする投信等、個人投資家の資金が含まれており、これらの投資においては、為替ヘッジが付されないことが多いといわれる（図表 60）。為替リスクをとって内外金利差等のリターンを稼ごうとする個人投資家の間では、外貨預金など他の外債建て商品と比較して取引コストが低い外為証拠金取引の利用も拡大した。国内の景気拡大や株価上昇等を背景に個人投資家のリスクアペタイトが拡大したことが、外債資産投資の積極化につながったと考えられる。また、為替相場のボラティリティが低水準で推移したこと（図表 61）も、本邦投資家による外債建て証券投資拡大に寄与したと考えられる。

（図表 60）毎月分配型グローバル・ソブリン・オープンの純資産残高の推移



（出所）Bloomberg

（図表 61）ドル／円のヒストリカル及びインプライド・ボラティリティの推移



（出所）Bloomberg