



金融市場レポート

—— 2006 年前半の動き ——

日本銀行
金融市場局

2006 年 7 月

- ・本レポートの分析対象期間は特に断りなき限り、06年6月末まで。
- ・図表中のシャドーは、06年1月～6月を示す。

本レポートの内容について、商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行金融市場局までご相談ください。
転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

要 旨

2006 年前半のわが国金融市場は、景気が着実な回復を続ける中で、長期金利が近年のレンジを抜けて一時 2% 近辺まで上昇したほか、短期金利も 3 月の量的緩和政策の解除を経てそれまでの低位安定から強含みないし上昇に転じた。円相場も、昨年末に比べ円高となった。一方、株価は、わが国経済の良好なファンダメンタルズが上昇要因として作用したが、5 月以降、投資家がリスク資産から資金を引き揚げる動きがグローバルに広がったこと（いわゆる「グローバル・リスク・リダクション」）の影響を強く受け、昨年末に比べると下落した。

市場毎にみると、短期金融市場では、量的緩和政策解除後の利上げペースを巡る思惑から、ターム物金利が、3 か月や 1 か月といった短めのタームも含めて上昇した。翌日物金利も、当座預金残高が減少する下で、5 月以降強含んだ。この間、短期金融市場における取引は全般に活発化し、市場機能の回復、すなわち市場を通じる資金循環の円滑化がある程度進んだ。

長期金利は、景気・物価見通しの改善や先行き利上げ観測の強まり、米国長期金利の上昇などを背景に、一時 04 年のピークを上回る 2% 近辺に達するなど、総じて上昇傾向を辿った。

株価も、わが国経済の良好なファンダメンタルズが意識される下で、一時 2000 年 7 月以来となる 17,500 円前後まで上昇する局面もあったが、5 月以降グローバルなリスク削減の動きの影響を強く受けて下落に転じ、6 月末の株価は昨年末を下回った。昨年後半に急上昇した新興市場株価も、本年前半を通じて調整色の強い展開となった。

クレジット市場では、これまで極めて低位で推移してきたクレジット・スプレッドが、3 月前後から幾分拡大に転じた。また、発行市場では低格付けの社債や、財投機関債の発行が減少ないし鈍化し、CP の残高は減少した。金利の上昇や変動幅拡大を受けて投資家の姿勢が幾分慎重化した面もあるが、社債、地方債、財投機関債それぞれについて、投資家からみて発行体への懸念材料となり得る個別要因が相次いだことの影響が大きく、クレジット市場全体としてみると、安定的な地合いに大きな変化はみられない。

外国為替市場では、米国の対外不均衡問題を巡る思惑や、グローバルなリスク削減の影響もあって振れの大きい展開となったが、本年前半を通じてみると、昨年来の対主要通貨でのドル高傾向に歯止めがかかりドル安地合いとなった。

1. 短期金融市場

短期金融市場では、量的緩和政策解除後の利上げペースを巡る思惑から、ターム物レートが3か月や1か月といった短めのタームも含めて上昇した。翌日物レートも、量的緩和政策が解除され、当座預金残高が減少する下で、5月以降強含んだ。

このように短期金利が強含みないし上昇に転じ、ボラティリティが高まる下で、短期金融市場における取引が全般に活発化し、市場機能の回復、すなわち市場を通じる資金循環の円滑化がある程度進んだ。もっとも、市場参加者によるクレジット・ラインの整備、取引体制の充実などはなお進捗途上であり、市場間の裁定が必ずしも円滑には働かないなど、更なる機能向上への課題も残った。

(1) 翌日物レートの推移

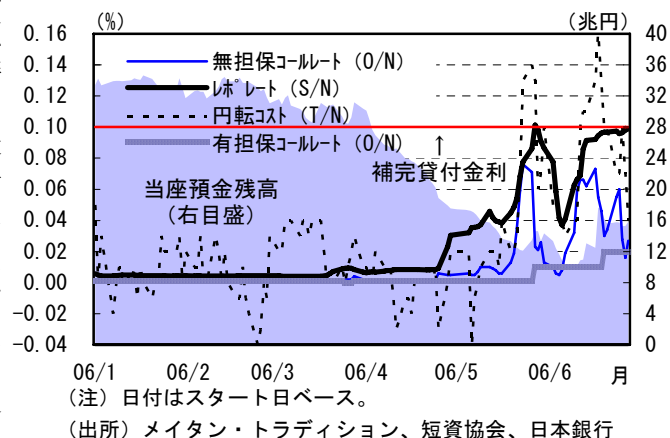
(翌日物レートは5月以降強含み)

日本銀行は、3月8、9日の金融政策決定会合において、金融市場調節の操作目標をオーバーナイト物の無担保コールレートとし、これを概ねゼロ%で推移するように促す旨を決定した（いわゆる量的緩和政策の解除）。同時に、当座預金残高については、数か月程度の期間を目処としつつ、短期金融市場の状況を十分に点検しながら所要準備額に向けて削減していく方針を示し、これに沿った金融市場調節を実施した。

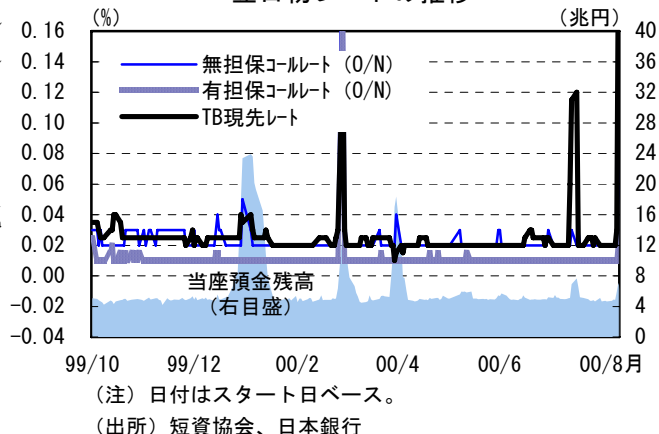
量的緩和政策解除後の翌日物レートの推移をみると、引き続き所要準備額を大幅に上回る当座預金残高が供給される下で、4月まではゼロ%近傍で安定的に推移した。もっとも、当座預金が相当程度減少した5月以降は強含んだ。これは、基本的には、資金供給オペの減少に伴って短期金融市場での調達ニーズが強まったこと、ターム物レートが上昇する下で円資金ポジションを積極的に拡大させ調達を増やす動きが広がったことなどによるものである。日本銀行の資金供給オペによって低下するなど振れはあったが、総じてみると、5、6月を通じてレートが強含みやすい地合いが続いた（図表1-1）。

当座預金残高は、3月末まで30兆円程度が維持された後、4月末にかけては、無担保コールレート・オーバーナイト物（以下、無担保コールレート）が落ち着いて推移する下で、ほぼ一貫して減少傾向を辿った（4月末残高18.9兆円）。5～6月にかけては、レートの強含みなどに対応した資金供給オペの実施もあって、10～18兆円の範囲で推移した。

(図表1-1) 翌日物レートの推移



(図表1-2) 前回ゼロ金利期間中の翌日物レートの推移



なお、前回ゼロ金利期間をみると、当座預金残高がほぼ5兆円前後に維持された下で、西暦2000年問題（いわゆるY2K）など特殊要因のあった時点を除き、翌日物レートは0.01～0.04%程度で安定的に推移した（図表1-2）。今回は、当座預金残高が当時を上回っていたにもかかわらず、翌日物レートの水準、ボラティリティともに高くなっている。

（翌日物レートの強含みはレポレートが起点）

翌日物の資金取引としては、日本銀行が誘導目標とする無担保コールレートのほか、有担保コールレート、円転、レポ・現先（以下、「レポ」と総称*）、ユーロ円などがある。これらは、資金を借りた翌日に返済する点では共通するが、担保の有無や内容、実行日が異なっている（実行日としては、取引約定日から何日後に貸借をスタートするかによって、当日スタートのオーバーナイト<O/N>、翌日スタートのトゥモロー・ネクスト<T/N>、2日後スタートのスポット・ネクスト<S/N>などがある）。これらの金利は相互に関連しているが、5月以降の局面では、このうちレポレートが他の金利より早く上昇し、また上昇幅も無担保コールレートより大きかった（前掲図表1-1）。

この間の動きをやや仔細にみると、他のレートが落ち着く中で、僅かではあるが4月末頃からレポレートが強含む傾向をみせ始めた。5月に入ると、レポレートははっきりと上昇し、一部には日本銀行の補完貸付金利0.1%を上回る取引もみられるようになった。こうしたレポレートの上昇に追随するかたちで、円転コスト、無担保コールレートなども5月以降強含んだ。これは、一部の市場参加者が、レポに比べて金利の低いこれら市場に調達を一部シフトさせたためである。証券会社の中には、銀行などからの借入にシフトする動きもみられた模様であり、こうした動きも、間接的にレポ市場からコール、円転市場などへの調達シフトに繋がった。

（補完貸付の利用増加とT+0・T+1レポの増加）

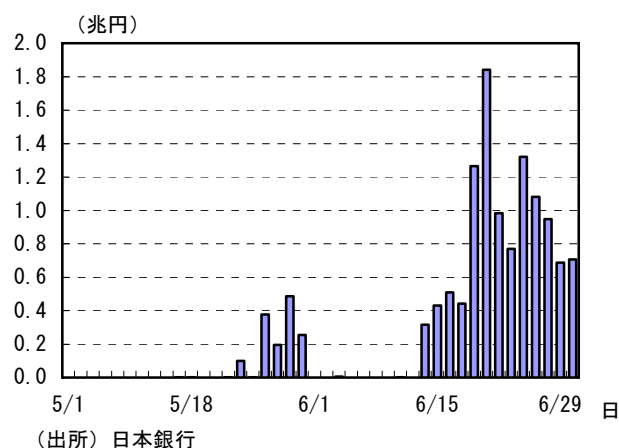
レポレートの上昇に伴って、6月中旬以降、補完貸付の利用が急増した（図表1-3）。これは、補完貸付が国債を中心とした担保での翌日物調達である点でレポと共通性があることに着目し、0.1%を上回る金利でレポ調達するよりは、補完貸付を選好する先が増加したためである。

（参考）主な翌日物取引の実行日
（約定日と決済日の関係）

	中心的な取引	約定日 (T) から 決済日までの日数
無担保コール	O/N	T+0
有担保コール	O/N	T+0
円転	T/N	T+1
レポ	S/N	T+2

（注）ただし、レポ取引については、「決済の3営業日前に取引額とレートを実質的に決め、その翌営業日に国債明細を含めて正式に約定する取引」（実質的なT+3取引）が多くなっている。

（図表1-3）補完貸付残高の推移



* レポは、①特定債券の貸借を主目的とする SC (Special Collateral) と、②債券担保の資金貸借を主目的とする GC (General Collateral) に大別される。本稿でレポとは GC レポを指す。

また、これに伴って、これまで極めて限定的であった T+1、T+0 決済のレポ取引も徐々に増加した（図表 1-4）。証券会社には、先日付で資金繰りを固めておきたいというニーズが強いこともあって、T+3 や T+2 といった約定日の早い取引の方が、T+1 や T+0 取引より金利が高くなる傾向にある（「先日付プレミアム」）。上述の通り、最終的には、T+0 の補完貸付を適用金利 0.1% で利用できるため、一部の証券会社は、金利が高止まりする傾向のある通常のレポ取引（T+3～2 決済）ではなく、T+1 や T+0 のレポ取引も含めてより有利な金利で調達しようという動きを強めた。ただし、こうした取引のウエイトはなお全体の中では小さいものに止まっている。

（レポレートが上昇しやすかった背景）

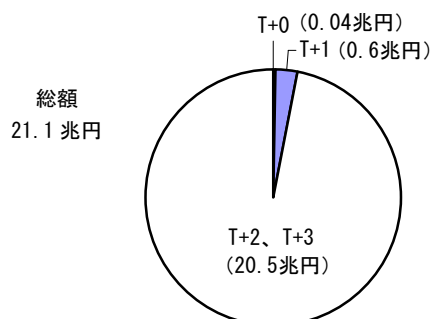
以上のように、5～6月の局面では、レポレートがまず上昇し、これが市場参加者の裁定行動を通じて他の翌日物市場に波及するかたちとなった。また、他市場との裁定がある程度みられた中でも、レポレートが無担保コールレートなどに比べ振れやすく、高止まりする傾向が続いた。その背景を整理すると、第一に、日本銀行の資金供給オペ減少に伴う証券会社などの調達ニーズが、まずレポ市場に向かった。後述するように、ターム物レートが上昇する過程では、証券会社の短期国債在庫が増加気味となる局面もあり、こうした需給面の動きも、レポレートのボラティリティを高める一因になったとみられる。

第二に、取り手にとって、クレジット・ラインに一定の限度があることや、先日付で資金繰りを固めたいというニーズがあることなどから、レポ市場から無担保コール市場などに調達がシフトする動きは必ずしも広範化しなかった。

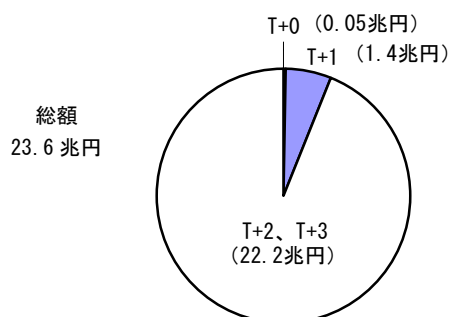
第三に、レポ市場では資金の出し手に広がり不足、レート形成上、出し手の優位性が意識され易い地合いであった。この点は、無担保コール市場において、投資信託（以下、投信）、生命保険会社（以下、生保）、地方銀行（以下、地銀）など、出し手の数や業態に広がりがあることと対照的である。一部機関投資家は、余資が固まるのが当日であるため、先日付が中心のレポはあまり利用しない傾向にある。また、コール市場の出し手の中には、担保受渡しのための体制構築や事務コストの負担が嵩むことから、現時点ではレポでの資金運用を積極化していない先が多い。このため、無担保コール市場の資金の出し手がレポ市場に運用をシフトするといった動きも限定的であった。

（図表 1-4）レポ翌日物の約定日別残高

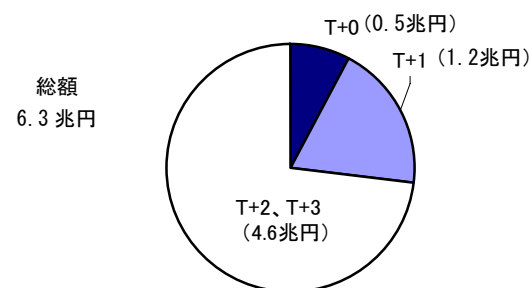
< 2 月末残：オペ先調査ベース >



< 5 月末残：同上 >



< 6/21 日取引高：短資 3 社の取引高ベース >



（注）計数は GC レポベース。

（出所）日本銀行「短期金融市場取引に関するアンケート」

(2) ターム物レートの推移

(ターム物レートは上昇)

ターム物レートのうち、3か月物、1か月物といった短めの金利は、昨年後半はほとんどゼロ%近傍で推移してきたが、本年入り後は、量的緩和政策の解除、更にはその後の利上げが意識される下で徐々に上昇した。3か月物の短期国債（FB）レートは、2月中旬から徐々に強含み、5月以降は利上げ観測を明確に織り込むかたちで上昇幅を拡大した（図表1-5）。

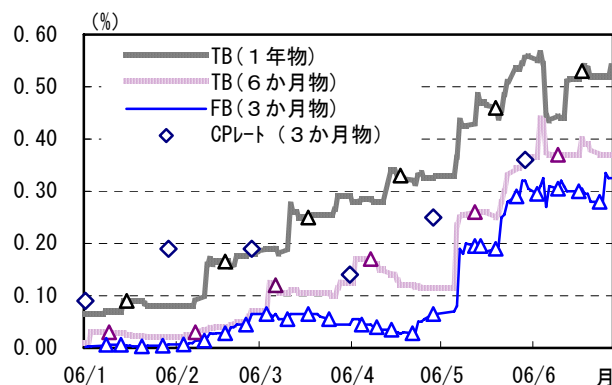
6か月、1年といった長めのターム物レートは、昨年後半から上昇傾向をみせ始めていたが、本年入り後は、ほぼ一貫して上昇した。これは、景気・物価見通しが改善する下で、利上げペースを巡る思惑が強まってきたことを反映したものである。前回ゼロ金利政策の解除前後と比べると、6月末の金利水準は、いずれのタームでも00年8月の解除前の水準より高く、政策金利の誘導目標が0.25%であった時期とほぼ同水準に達している（図表1-6）。

(ターム物レートに織り込まれた市場の利上げ期待)

このように、ターム物レートの上昇は、基本的には、先行きの政策金利引き上げの時期やペースに関する市場の予想を反映したものである。

例えば、3か月物FBは、「目先3か月間、翌日物レートで資金を調達しながらFBで運用した場合に利鞘が得られるかどうか」という点を意識したレート形成がなされた。図表1-7は、「7月に0.25%に利上げ」というシナリオを前提とした場合の翌日物による資金調達コスト（目先3か月間の平均値）と、実際のFBレートとを比較したものである。6月末に近づくほど、7月利上げ後の高いレートによる調達日数が増えるため、調達コストのグラフは右肩上がりとなっている。資金調達コストとしては、無担保コールレートに基づくもの（①）と、レポレートないし補完貸付金利に基づくもの（②、補完貸付は決まったレートで借りられるため、概ね調達コストの上限を画す。利上げ後の補完貸付金利はここでは市場の見方の一つであった0.50%とした）の2種類を想定し

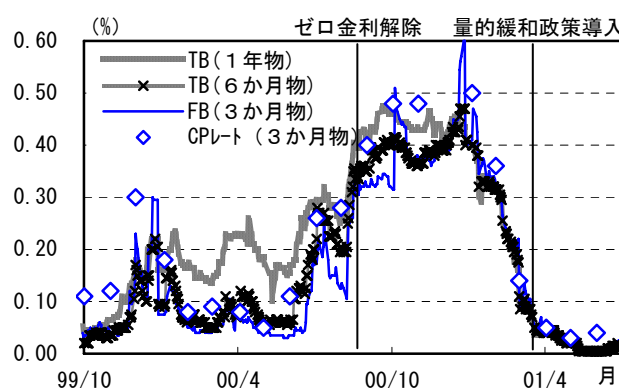
(図表1-5) ターム物レートの推移 (本年1月~6月)



(注) △印は発行日。CPレートは発行レート。

(出所) 日本相互証券、日本銀行

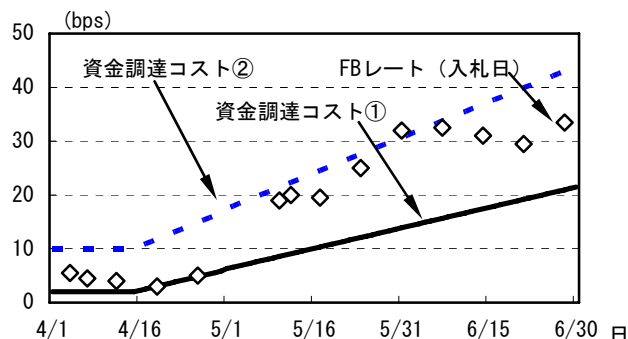
(図表1-6) ターム物レートの推移 (99/10月~01/6月)



(注) CPレートは発行レート。

(出所) 日本相互証券、日本銀行

(図表1-7) FBレートと資金調達コスト



(注) 1. 資金調達コストは、先行き3か月間、以下のレートで日々資金調達を行った場合の平均コストを示したものの。

①7/13日まで2bps、その後25bps。

②7/13日まで10bps、その後50bps。

2. FBレートは入札日における引け値。

(出所) 日本相互証券、日本銀行

た。これによれば、FB レートは、5月中旬以降、ほぼ一貫してこの2本の線の間で推移しており、概ね7月利上げの蓋然性が高いことを前提としながらレートが形成されていたことが窺われる。時折②の調達コストに接近ないし上回る局面があるのは、一時6月利上げを巡る思惑が高まったり、翌日物レートの項でみた通りレポレートが補完貸付金利を上回って上昇するリスクが意識されたことによるものである。

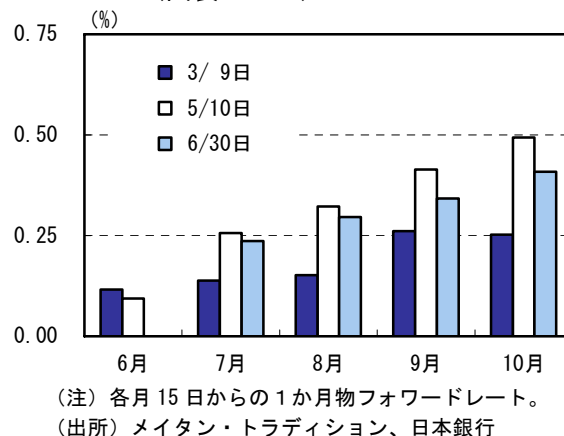
また、本年に入って、OIS (Overnight Index Swap) 取引が増加した。OIS は、一定期間の無担保コールレート(複利運用)と固定金利を交換する金利スワップ取引の一種である。現時点では、市場参加者が外国金融機関などに限定されており、必ずしも幅広い市場参加者の見方が反映されている訳ではないことに留意する必要があるが、OIS 取引から市場の先行きの無担保コールレートに関する見通しをみると、6月末には7月利上げが概ね織り込まれていたこと、10月以降にかけてレートの上昇を展望する動きとなっていたことが窺われる(図表1-8)。

ユーロ円金利先物も3月の量的緩和政策の解除を挟んで取引が急増するとともに、5月中旬にかけて期先物を中心にレートが上昇しており、先行きの利上げを巡る思惑が強まったことが窺われる。5月下旬以降は、株安などから一時レートが低下したが、6月末にかけては株価下落の一服や強めの経済指標を背景に再び上昇している(図表1-9、なおユーロ円金利先物に織り込まれた利上げ期待の抽出については補論1を参照)。

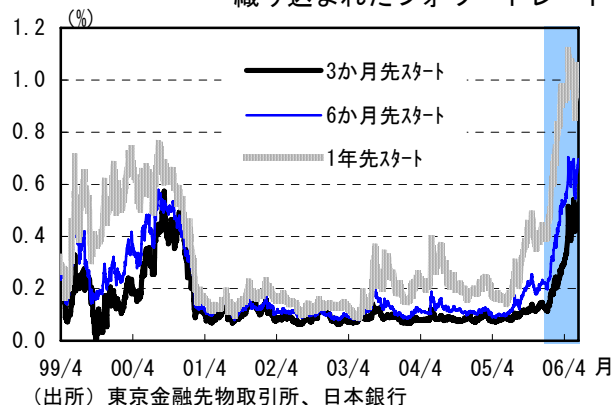
(裁定取引の活発化)

このようにターム物レートが上昇する下で、翌日物レートとターム物レート、あるいはターム物レートの間での裁定も活発化した。海外投資家は、裁定取引を活発化させた主体の一つである。投資部門別の短期国債の売買動向をみると、海外投資家が5月以降、短期国債の主要な買い手となっている(図表1-10)。これは、金利上昇やボラティリティの高まりを受けて、各種の裁定を行うために短期国債投資を拡大させたことによるものとみられる。この時期に海外投資家を中心に活発に実施された裁定取引としては、「短期国債の買入れ-OIS 払い」(短期国債利回りと OIS レートとの利鞘の稼得)や「短中期国債の買入れ-金利スワップ払い」(スワップ・スプレッドが拡大したところで反対取引を行う)などのアセット・スワップ取引が挙げられる(図表1-11、12)。

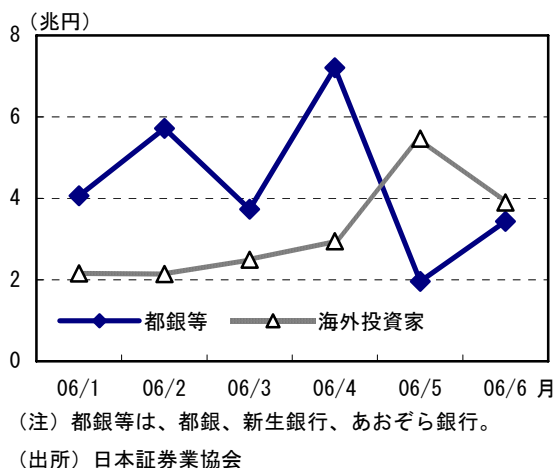
(図表1-8) OIS レート



(図表1-9) ユーロ円金利先物レートに織り込まれたフォワードレート



(図表1-10) 投資部門別売買動向 (FB・TB)



この間、これまで短期国債の中心的な買い手であった大手銀行などは、5～6月にかけて購入姿勢をやや慎重化させた（前掲図表1-10）。このように、5～6月にかけては短期国債の保有主体が変化しており、こうした下で、証券会社の在庫が一時的には積み上がり易い状況になったとみられる。これによって、証券会社のファンディング・ニーズが強まったこともレポレートが上昇し易かった一因と考えられる。反対に、レポレートの上昇が、上述のアセット・スワップ取引の調達コストを上昇させ、巻き戻しを招来することを通じて、ターム物レートのボラティリティを高めた局面もあった（図表1-13）。

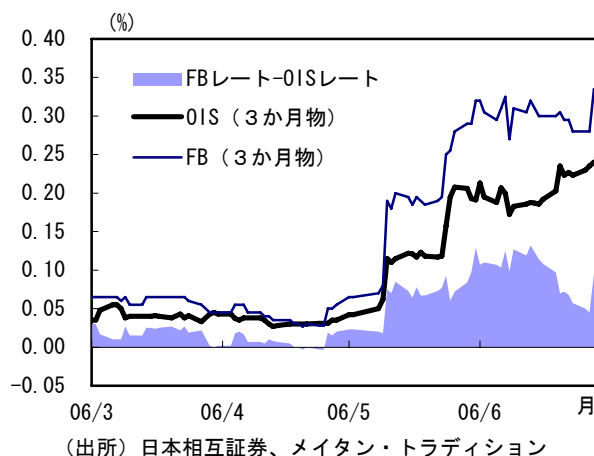
（3）市場機能面の動向

以上、短期金融市場を全体としてみると、金利が強含みないし上昇に転じ、変動幅も拡大する下で、各種の市場間の裁定も含め取引が活発化した。証券会社や外国銀行が主要な取り手として調達額を増やす一方、出し手にも広がりが出てきている。クレジット・ラインの整備も相応に進み、資金の循環が円滑化するなど機能回復も進んでいる。

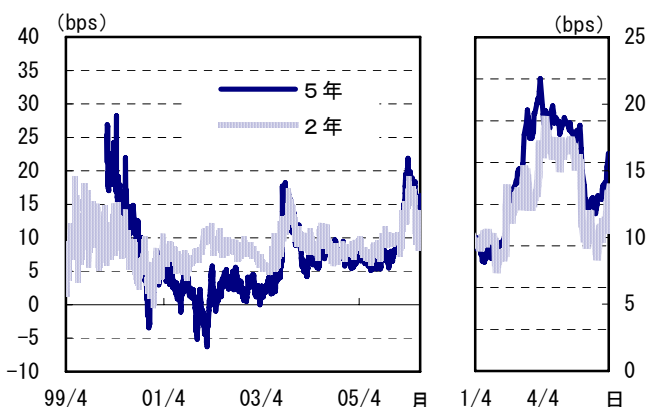
もっとも、無担保コール市場については、取り手や出し手の変化に応じてクレジット・ラインの拡充などを更に進めていく余地がある。また、レポ市場についても、取引体制を整えていない先が少なくないことから出し手の広がりには乏しく、局面によってはレポレートが高止まりないし振れやすい状況にある。レポレートと他のレートとの裁定も必ずしも円滑とは言えない面がある。

市場間の資金の流れを一層円滑にし、より安定的な金利形成を実現していく観点からは、①クレジット・ラインの適切な設定・拡充などを通じて無担保取引を円滑化していくこと、②より多くの市場参加者が有担保での取引体制を整えていくとともに、レポや有担保コールといった有担保市場の流動性、効率性を高めていくことが、重要な課題となっているように思われる（「量的緩和政策解除後の短期金融市場の動向」について、詳しくは同時公表の追録を参照）。

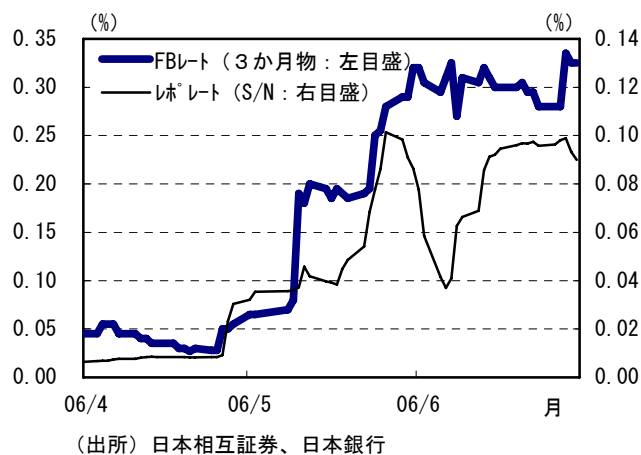
（図表1-11）OISレートとFBレート



（図表1-12）期間別スワップ・スプレッド



（図表1-13）レポレートとFBレートの推移



2. 国債市場

長期金利は、景気・物価見通しの改善や先行き利上げ観測の強まり、米国長期金利の上昇などを背景に、緩やかに上昇傾向を辿った。代表的な長期金利である新発10年国債利回りは、04年6月のピーク（1.905%）を上回り、一時99年8月以来となる2%近辺に達した（図表2-1）。

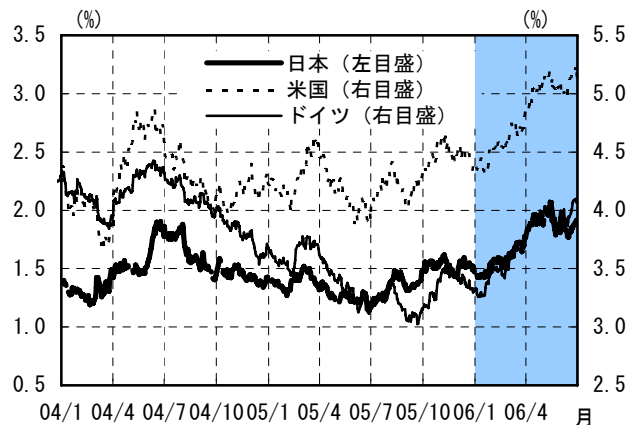
（長期金利は2%近くまで上昇）

この間の推移（新発10年国債利回りベース）をみると、2月末までは、昨年後半からのレンジである1.4~1.6%の範囲内で推移した。もっとも、その後は、①良好な経済指標が相次ぐ中で景気・物価見通しが改善したこと、②3月に量的緩和政策が解除され、先行き利上げペースを巡る思惑が強まったこと、③米国の長期金利がこれまでのレンジを抜けて5%台まで上昇したことなどを背景に、5月上旬にかけて2%近辺まで長期金利は上昇した（4/18日や5/10日などの日中には、99年8月以来となる2%台をつける局面もあった）。5月中旬以降は、わが国株価が大きく下落したことなどから幾分低下したが、6月末の長期金利は1.9%台となった。

（ゾーン別には短中期中心の上昇）

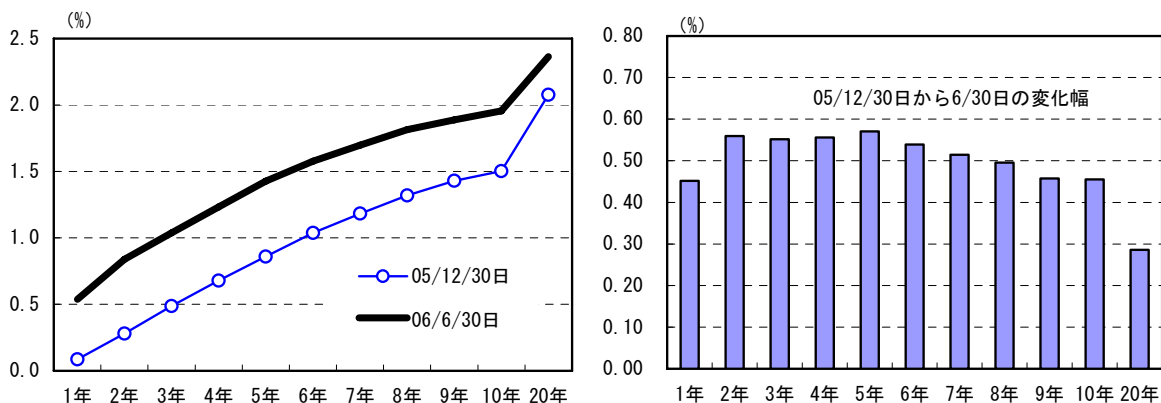
金利のゾーン別動向（イールドカーブの形状変化）をみると、短中期ゾーン中心の上昇となった（図表2-2）。このゾーンの金利が上昇したのは、基本的には、景況感が改善する下で、量的緩和政策が解除されて先行きの利上げ観測が強まったことや、利上げペースの不確実性が意識されリスク・プレミアムが拡大したことによるものと考えられる。一方、10年を超えるゾーンでの上昇幅は限定的であった。

（図表2-1）内外長期金利（10年）



（出所）日本相互証券、Bloomberg

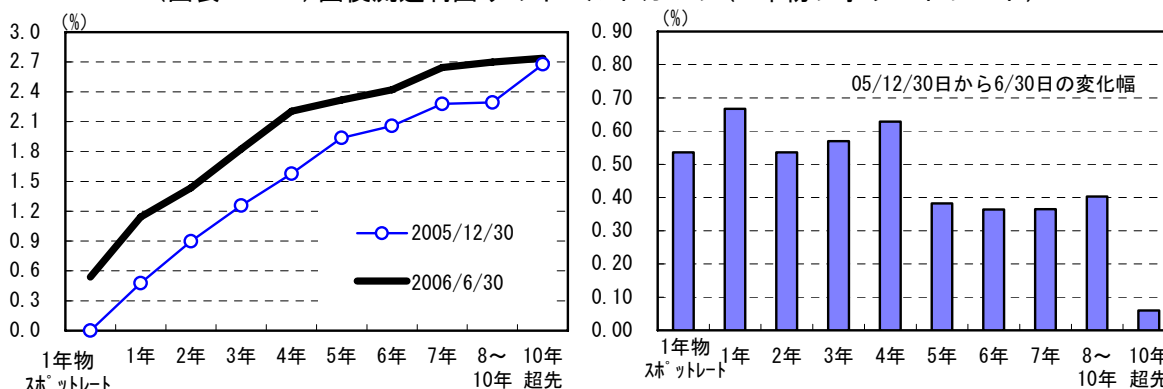
（図表2-2）国債流通利回りのイールドカーブ（スポットレート）



（出所）日本証券業協会、日本銀行

1年物フォワードレートの動きをみると、当面の政策金利の影響を受けやすい1～4年先程度までの上昇幅が大きい一方、10年以上先のレートはほとんど変わっていない（図表2-3）。これは、極めて長い目で見たわが国経済の成長率やインフレ率に対する見方には大きな変化がみられないことを示唆している。この点は、10年先スタートの10年物フォワードレートの動向をみても確認できる。同レートは、概ね長期的な成長・物価見通しに沿って動いており、本年入り後もレート水準に大きな変化はみられていない（図表2-4）。

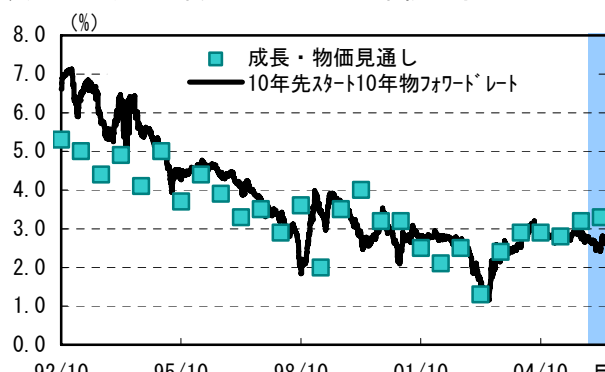
（図表2-3） 国債流通利回りのイールドカーブ（1年物フォワードレート）



（注）「8～10年」は、8～10年先スタートの1年物フォワードレートの単純平均。「10年超」は、11～19年先スタートの1年物フォワードレートの単純平均。

（出所）日本証券業協会、日本銀行

（図表2-4） 10年先スタート10年物フォワードレート



（注）成長・物価見通しは Consensus Forecasts の先行き5～10年後の実質 GDP 成長率見通しと CPI 上昇率見通しの合計。

（出所）Bloomberg、日本証券業協会、Consensus Forecasts、日本銀行

（ボラティリティの上昇も短中期が中心）

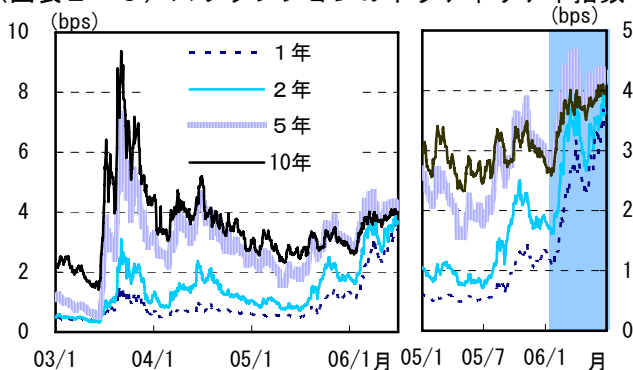
長期金利が上昇する中で、ボラティリティも全般に上昇したが、特に短めのゾーンの上昇幅が大きかった。スワップションに内包された（インプライド）ボラティリティの推移をみると、長めのゾーンの上昇が相対的に小幅であった一方、1、2年物が既往ピーク水準にまで上昇した（図表2-5）。これは、長期的な成長・物価見通しが安定的に推移する中で、先行きの利上げペースの不確実性が意識されたことを反映したものとみられる。

（投資家行動と国債需給）

ゾーン別にみても、中期までの上昇が相対的に大きく、長めのゾーンの上昇が小幅であった背景を、主要な投資家行動や国債需給の面から整理すると、以下の通りである（図表2-6）。

まず、長めのゾーンの債券については、生保、年金など長期負債の多い投資家が継続的に購入を続けており、特に1～3月は購入額が増加した。これは、長期金利が上昇傾向を迎える中で、外債や株式からの資金シフトも含めて、負債とのマッチ

（図表2-5） スワップションのボラティリティ指数



（注）1、2、5、10年物スワップを原資産とした行使期間1か月のスワップションのインプライド・ボラティリティを、金利の変動幅の標準偏差に変換したもの。

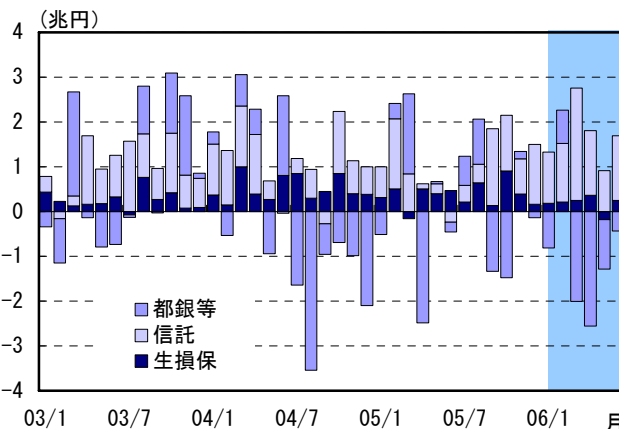
（出所）Bloomberg、ロイター、日本銀行

ングを意識した超長期債購入の動きが強まったことによるものとみられる。

年金は、株、債券といった資産毎の投資配分比率に一定の目安を設けるケースが一般的である。本年1～3月中を含め、05年度中を通じて株価が上昇していたことから、保有株式の時価上昇によって株式のウェイトが予定した配分比率を上回った先が少なくない。このため、本年前半は、株式を売却して債券を購入したり、新規資金の大部分を債券に割り当てるといった行動がみられた。生保も、ここ数年、ALM（資産負債総合管理）の一環として、予定利率をカバーし得る超長期ゾーンの債券の積み増しを進めてきている。本年前半には、長期金利の上昇ピッチが早まる局面で債券購入を一時見合わせる動きもみられたが、基本的には、長期金利が一定水準に達したところで底堅い需要がみられた。

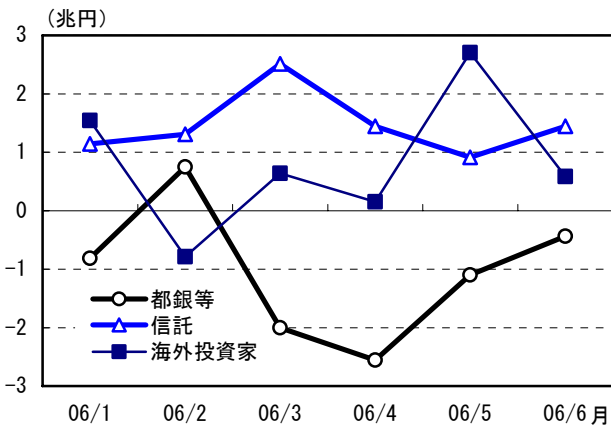
一方、中期ゾーンでは、銀行が量的緩和政策の解除やその後の利上げを展望して債券の売却傾向を強めた。銀行は、このほかにも金利スワップにおける「固定金利払い/変動金利受け」や期先のユーロ円金利先物の売りも併用しながら金利上昇に対するヘッジを進めたとされている。需給面からは、このゾーンの主たる投資家となってきた銀行のポジション削減の動きが短中期ゾーンの金利上昇をもたらす一因になったと考えられる。この間、海外投資家は、第1節（短期金融市場）でみたのと同様、中長期のゾーンにおいても金利上昇を捉えて現物債を活用した積極的な裁定取引、リスク・テイクを行ったとみられる。海外投資家はごく短期間にポジションを大きく変えることもあるため単純化は難しいが、4～6月を通してみると、主要な中長期債の買い手となった姿が窺われる（図表2-7）。

（図表2-6）投資部門別売買動向



(注) FB・TBを除く。都銀等は、都銀、新生銀行、あおぞら銀行。
(出所) 日本証券業協会

（図表2-7）投資部門別売買動向



(注) FB・TBを除く。都銀等は、都銀、新生銀行、あおぞら銀行。
(出所) 日本証券業協会

3. 株式市場

株価は、景気回復や企業収益の改善期待など、良好なファンダメンタルズが意識される下で、一時、00年7月以来となる日経平均17,500円前後まで上昇する局面もあったが、5月以降は、投資家がリスク資産から資金を引き揚げる動きがグローバルに広がったこと（「グローバル・リスク・リダクション」、補論2を参照）の影響を強く受けるかたちで下落した（図表3-1）。6月末の水準は、15,505円と昨年末を下回った。昨年後半に急上昇した新興企業株価も、期を通じて調整色の強い展開となった。

（株価の推移）

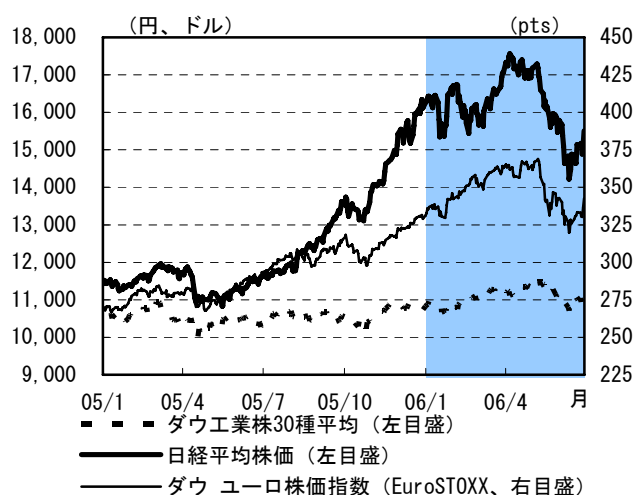
この間の推移をみると、1～2月は、15,000～17,000円のレンジでやや振れの大きい展開となった。これは、昨年末にかけての急ピッチの株価上昇が意識される下で、①一部IT関連企業に対する家宅捜索（1/16日）を契機に新興企業株価が幅広く下落し、個人投資家が投資姿勢を慎重化させたこと、②主要国の金融緩和度合いの修正やグローバルな流動性吸収が株価に及ぼす影響への懸念が市場参加者の中でこの時期に強まっていたこと、などによるものである。

もつとも、3月入り後は、景気回復や企業収益の改善などわが国ファンダメンタルズの良好さが改めて意識され、米欧株価の堅調推移とも相俟って、日経平均株価は4月上旬にかけて00年7月以来となる17,500円台まで上昇した。3月には量的緩和政策が解除されたが、この時点では、わが国金融政策を巡る不透明感が当面払拭された、あるいはわが国経済の堅調さやデフレ脱却の展望が改めて確認されたとの捉え方が多く、株価は解除後も上昇傾向を辿った。

5月に入ると、グローバル・リスク・リダクションや、これを受けた米欧市場などにおける株価下落の影響を受けて、日経平均株価は6月半ばにかけ14,000円近辺まで下落した。グローバルなリスク削減の動きがやや収まった6月半ば以降、月末にかけては、わが国株価も回復に転じたが、6月末の水準は、15,505円と昨年末を下回った。

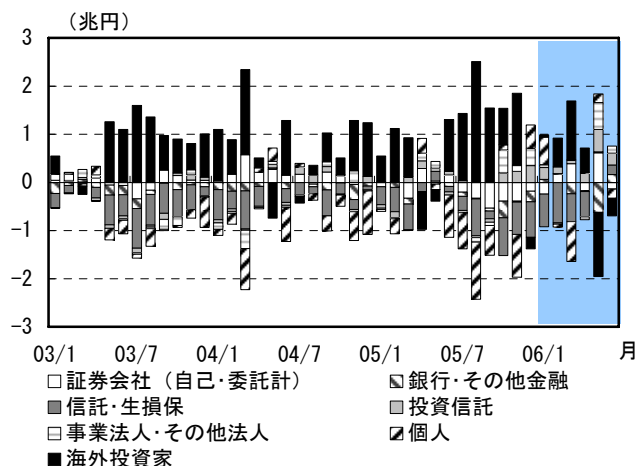
この間、J-REIT指数も、株安の影響などを受けて6月末にかけて下落した（BOX参照）。

（図表3-1）内外株価



（出所）Bloomberg

（図表3-2）投資部門別売買動向（現物・先物合算）



（注）各部門の現物取引（東証・大証・名証の1・2部合計）、先物取引（東証・大証の日本株指数先物）について、買付け額から売付け額を差引き、合算したもの。

（出所）東京証券取引所、大阪証券取引所

(グローバルなリスク削減と海外投資家の売り越し転化)

本年前半は、昨年後半の力強い株価上昇を支えた海外投資家、個人投資家の積極的な買い姿勢に、それぞれ変化がみられた。

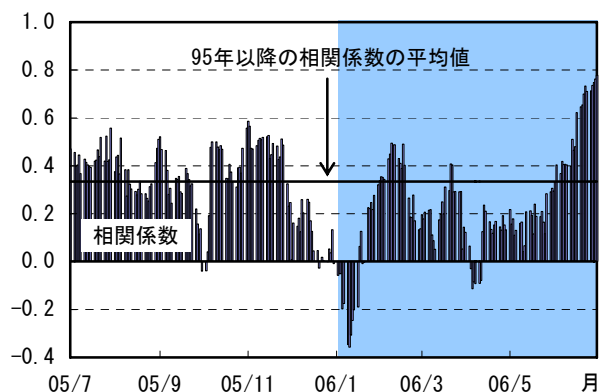
株式市場における投資部門別の売買動向をみると(図表3-2)、近年ほぼ一貫して買い越し基調を続けてきた海外投資家が、5月以降、売り越しに転じた。この時期は、グローバルなリスク削減の動きが強まり、米欧株価をはじめ、コモディティ、エマージング市場などで幅広く価格調整が生じており、わが国にもこの影響が強く及んだことが窺われる。日米株価の相関係数が5月以降急速に高まったことも、こうした点を裏付けている(図表3-3)。

グローバルなリスク削減の動きは、03年以降続いた各市場における中期的な価格上昇の調整とみることが可能である。市場では、03年以降、投資家の利回り追求(search for yield)の主たる背景となってきた緩和的な金融環境が変化しつつあるとの見方があるほか、米国についてインフレ懸念が残る下での景気減速懸念が指摘されている。これらに伴って投資家が幅広くリスクを再評価する姿勢を強めたことが価格調整が広がった基本的な背景と考えられる。

この間、わが国の経済や企業収益といったファンダメンタルズに対する市場の見方は(図表3-4、5)、円高進行の影響(4月中旬 118 円台→5月中旬 109 円台)や、企業の06年度収益見通しが総じて慎重なものとなったことなどが一時的に不安材料視される局面もあったが、大きくは変わっていない。

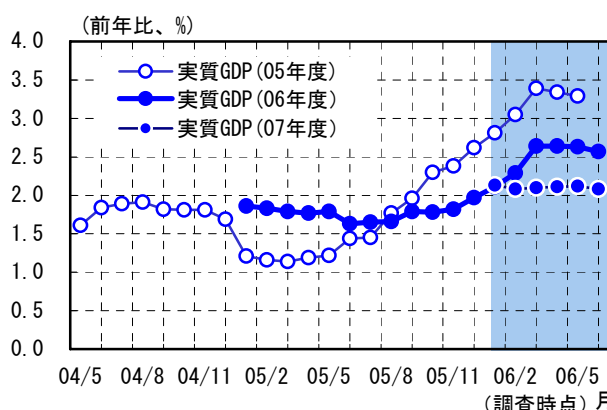
リスク削減の動きは6月中旬までに一服し、多くの市場で回復に転じているが、価格が調整前の水準にまで復している商品は少なく、投資資金の還流状況も市場によって異なっている。わが国株価も6月中旬以降に回復に転じているが、なお、昨年末の水準を下回っている。今後も、クロスボーダーでの資本フローの拡大などを背景に、海外市場の影響を受け易い状況が続くとみられ、特に7月以降、市場では中東情勢をはじめとする地政学的リスクの高まりや、米国の株価・景気動向、これらを受けたグローバルな投資家動向などが意識される状況が続いている。

(図表3-3) 日米株価の連動性



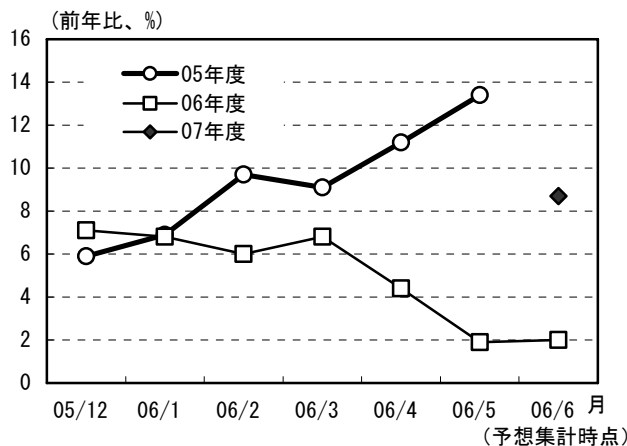
(注) TOPIX 日次騰落率と前日の S&P500 日次騰落率の相関係数。祝日は線形補完。計算期間は 20 日。
(出所) Bloomberg、日本銀行

(図表3-4) わが国の実質GDP見通し



(注) 直近調査時点は、5/29~6/5 日。
(出所) 経済企画協会「ESP フォーキャスト調査」

(図表3-5) 企業収益見通し



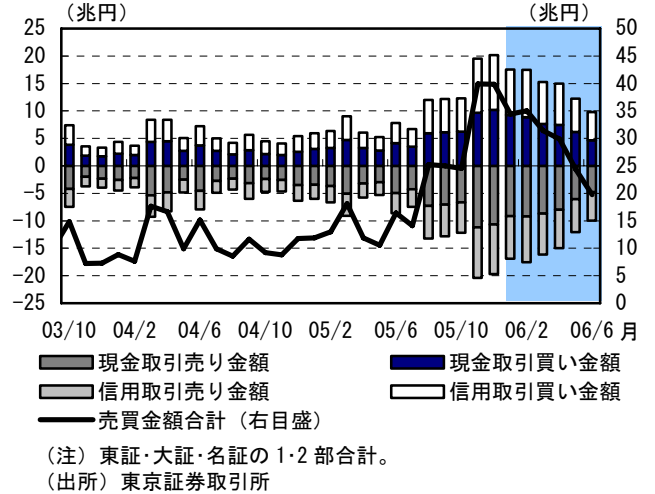
(注) 東証1部上場企業(金融業を除く3月決算銘柄。ただし、直近の決算変更・合併銘柄、親会社上場銘柄を除く)の連結優先経常増益率見通し。上場株式数ベース加重平均。
(出所) 東洋経済新報社予想をもとに大和総研作成

(新興企業の株価調整と個人の投資姿勢慎重化)

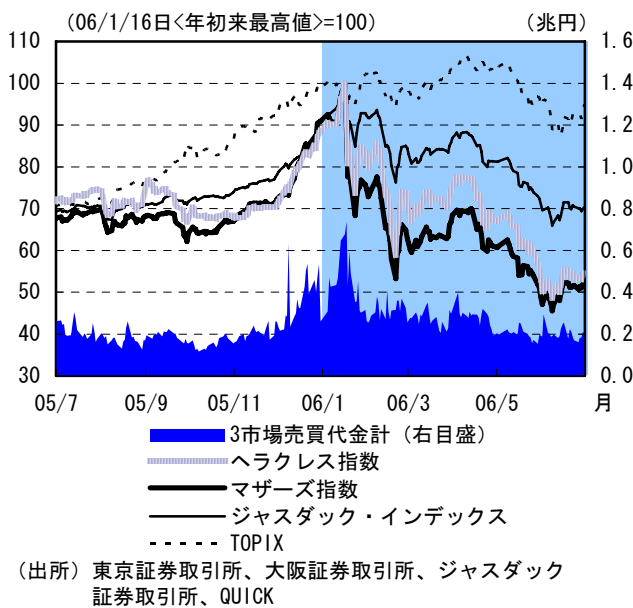
個人投資家の売買高は、昨年後半に急増した後、本年入り後は大幅に減少した(図表3-6)。これは、一部IT関連企業に対する家宅捜索(1/16日)を契機に、新興企業株全般に見直しの動きが広がったことが主因である。その後、大手監査法人に対する行政処分や、一部企業の決算訂正もあって、新興企業を中心に企業ガバナンスに対する懸念が強まった。このため、新興市場株価は、本年前半を通じて下落基調を続けた(図表3-7)。昨年急増した個人の信用買いも、追い証の発生もあって減少した(図表3-8)。

もともと、株式投信への資金流入は続いている。投資部門別の売買動向をみても、投信の買いは5月以降も継続しているほか、個人も5月の下落局面では買い越しとなっている(前掲図表3-2)。

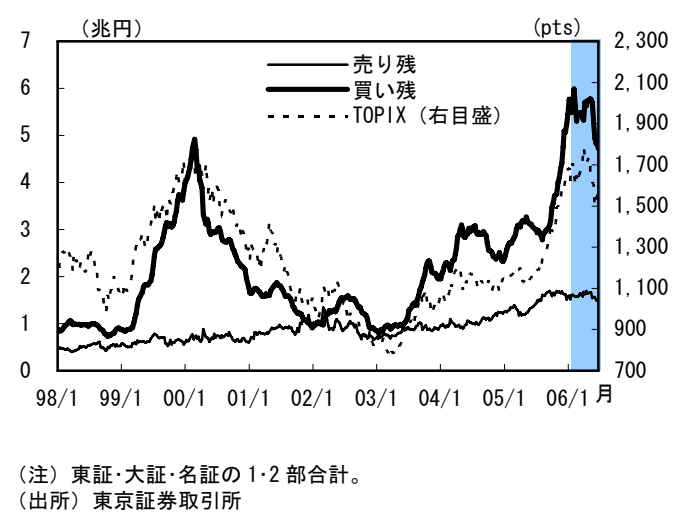
(図表3-6) 個人投資家の売買動向



(図表3-7) 新興市場株価



(図表3-8) 信用取引の動向

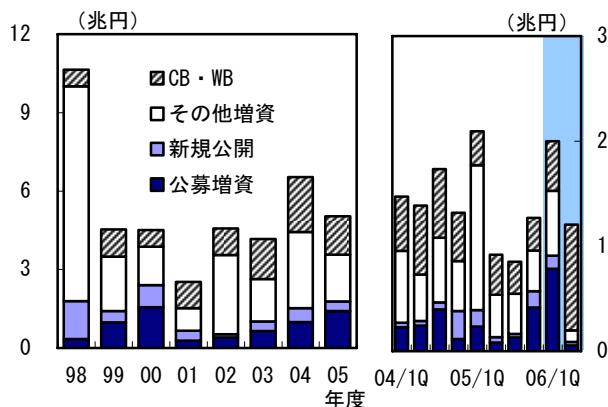


(エクイティ・ファイナンスは増加)

以上のように、株価はやや調整色の強い展開となったが、株式市場を通じる資本調達（エクイティ・ファイナンス）は、昨年後半に比べて増加した（図表3-9）。

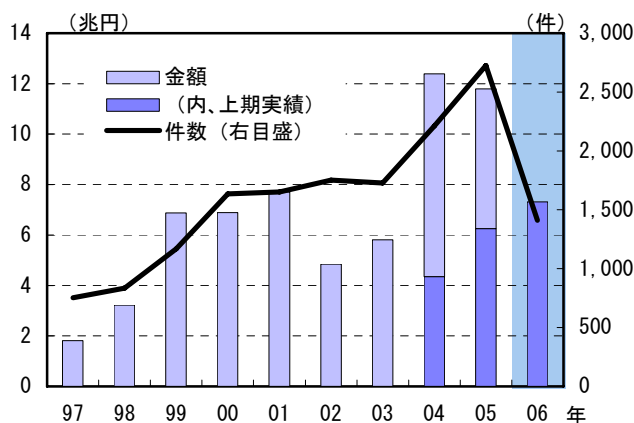
06年前半は、企業の信用力改善や昨年後半の株価上昇を背景に、事業再生や銀行の公的資金返済に伴うリファイナンスが実施されたほか、設備投資やM&A、資本提携などを積極化する企業による資本調達がみられた（図表3-10）。大型のLBO（Leveraged Buyout: 買収先の資産と将来収益を担保に買収資金を調達する手法）案件も複数みられ、買収資金の一部をMSCB（Moving Strike Convertible Bond: 転換価額修正条項付転換社債）で調達するといった動きもみられた。このように積極的な事業展開に向けたエクイティ・ファイナンスが増加した一方で、資本効率の向上を企図した自社株買いや、増配の流れも続いている（図表3-11）。

(図表3-9) エクイティ・ファイナンス



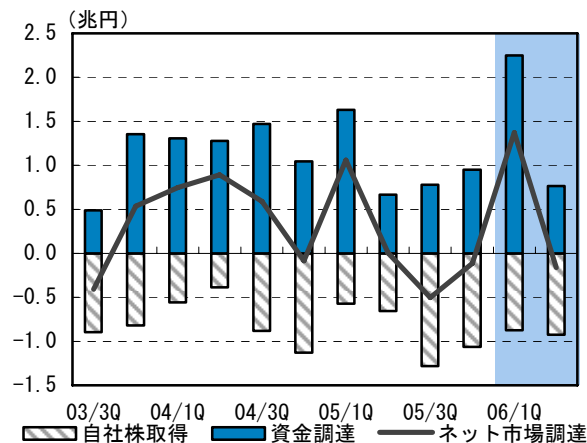
(注) その他増資には、第三者割当、株主割当が含まれる。
(出所) 日本証券業協会

(図表3-10) M&A



(注) 集計対象は、日本企業が当事者となる合併・買収（50%超の株式取得）、資本参加・出資拡大（50%以下の株式取得）、営業譲渡。グループ内M&Aは、上場会社同士のみ含む。金額は公表されたM&A対価（一部推計含む）の合計値。なお、06年は6月末まで集計。04年以降は上期実績を内訳表示。
(出所) レコフ

(図表3-11) 株式市場からのネット資金調達



(注) 東証上場会社合計。資金調達はIPOを除く増資（優先株、自社株売却を含む）、新株予約権行使、CBの合計。なお、自社株取得のうち、子会社からの買受け分は除外。ネット市場調達は、上図表の資金調達と自社株取得の差。06/2Qは5月まで。
(出所) 東京証券取引所

【BOX】 J-REITの動向

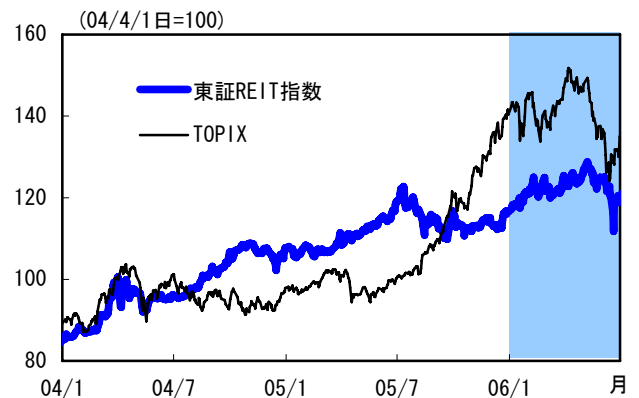
J-REIT（日本版不動産投資信託）指数は、5月上旬までは上昇基調を辿った（BOX 図表1）。

この間の投資部門別の売買動向をみると、①海外REITに比較して高めのイールド・スプレッド（配当利回り－新発10年国債利回り。BOX 図表2）や、景気拡大に伴う不動産取引の活発化に着目した海外投資家の買いが続いたほか、②投信を通じた個人投資家からの資金流入も継続した（BOX 図表3）。昨年後半の価格調整局面以降、割高な投資案件を警戒する投資家の銘柄選別が進んでいることから、多くのREITにおいて物件の収益力に比べ割高な不動産取得が抑制された模様であり、価格上昇の要因としては、こうした運営姿勢が好感された面もあると考えられる。

もともと、6月末にかけては、株価下落の影響や、一部REITの投資法人、運用委託会社に対する行政処分勧告（組み入れ不動産の審査業務に関する善管注意義務違反など）が行われたことなどから下落した（6月末の同指数は1,653.15と昨年末対比で3.2%の上昇）。

なお、1～6月中に新たに8法人が上場され、時価総額は6月末時点で3.5兆円に達した。

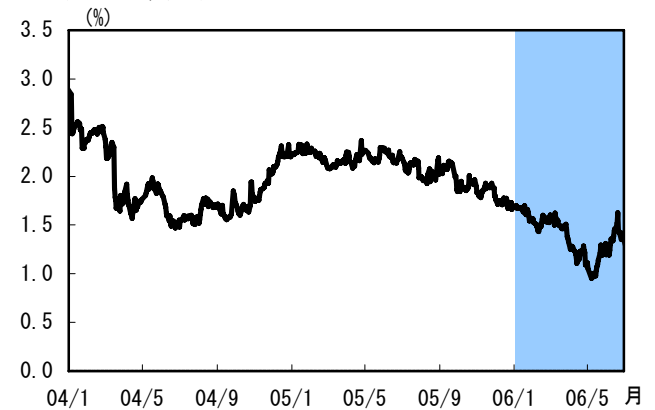
（BOX 図表1） 東証REIT指数の推移等



（注）東証REIT指数は、東証上場のREIT全銘柄を対象とした時価総額加重平均指数。

（出所）Bloomberg

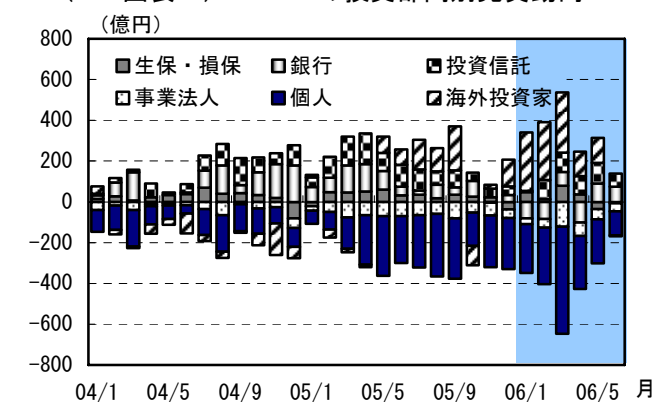
（BOX 図表2） J-REITのイールド・スプレッド



（注）イールド・スプレッド＝配当利回り－新発10年国債利回り

（出所）Bloomberg

（BOX 図表3） J-REITの投資部門別売買動向



（注）各部門の買付け額から売付け額を差引いたもの。

（出所）東京証券取引所

4. クレジット市場

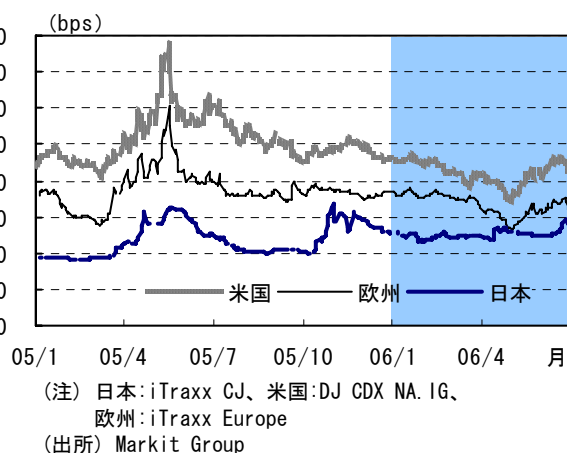
クレジット市場では、これまで極めて低位で推移してきたクレジット・スプレッドが、3月前後から強含みないし拡大に転じるとともに、低格付けの社債や、財投機関債の発行が、減少ないし鈍化した。これは、①金利の上昇や変動幅拡大を受けて投資家の姿勢が幾分慎重化したこと、②社債、地方債、財投機関債それぞれについて、投資家からみて発行体への懸念材料となり得る個別要因が相次いだことによるものと考えられる。

近年のクレジット市場の安定基調を形成してきた要因のうち、企業収益の堅調さや財務内容の改善、あるいは銀行貸出の積極化といった要因は、本年前半も変わっていない。また、A格以上の高格付け社債など、②の要因のない債券のスプレッド拡大幅は限定的であったほか、証券化商品などには投資家の底堅い需要もみられた。こうしたことから、クレジット市場全体としてみると、安定的な地合いに大きな変化はみられない。主要50銘柄をカバーするCDSインデックスをみると、スプレッドは春頃から幾分拡大したものの、米国大手自動車会社の業績不振などを契機に不安定化した昨年5月と比べれば、なお低めの水準にある（図表4-1）。この間、株式市場などでみられたグローバル・リスク・リダクションの波及は、クレジット市場に関しては、海外のクレジット市場同様、軽微なものに止まった。

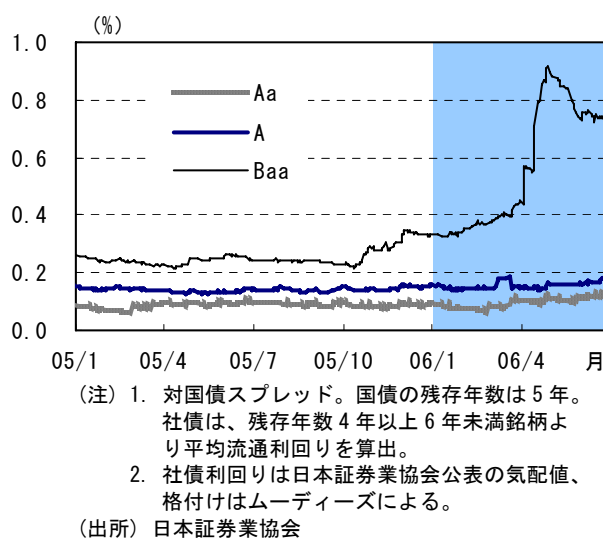
（社債スプレッドはA格以上では総じて安定、BBB格では拡大）

社債スプレッドの動向をみると（図表4-2）、AA格やA格といった信用力の高い企業は、3月以降、幾分拡大したが、総じてみれば、安定的に推移した。3月以降、スプレッドが幾分拡大したのは、長期金利の上昇やボラティリティの高まりを受けて、一部の投資家による投資姿勢の慎重化、保有社債の売却がみられたことによるものである。もっとも、企業収益や信用力といったクレジット市場の良好なファンダメンタルズに大きな変化はみられていないことから（図表4-3）、スプレッドの拡大幅は限定的であり、過去に比べても引き続き低水準にある。

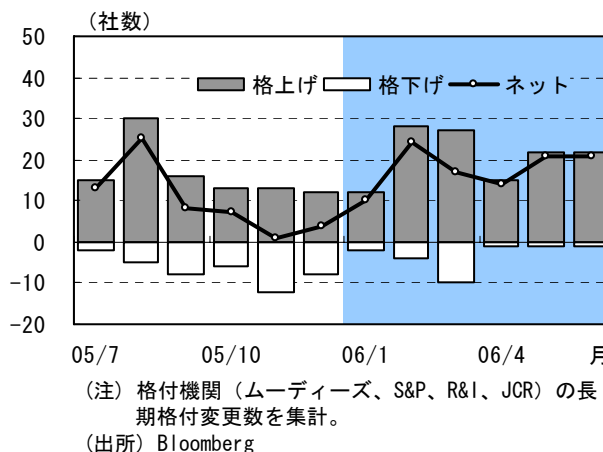
（図表4-1）CDSインデックス



（図表4-2）社債スプレッドの推移



（図表4-3）格付変更の推移



一方、BBB格社債の спреッドは4月に大きく拡大した。その後、幾分落ち着いてきてはいるが、マイカル債のデフォルトなどからspreッドが急拡大した01～02年以来の高水準で推移している。これは、一部大型LBO案件を手掛けた企業や、消費者金融会社（大手企業への行政処分や貸出上限金利規制の議論）など、流通市場におけるウエイトの大きい個社、個別業種の固有の事情に基づくspreッド拡大が全体の平均を引き上げたことによるものである。ちなみに、その他のBBB格企業のspreッドは相対的に落ち着いて推移している。

（地方債、財投機関債のspreッドは拡大）

地方債や財投機関債（格付は概ねAA格以上が多い）のspreッドも拡大した。いずれも、社債と同様に、投資家の姿勢がやや慎重化したことによる面もあるが、地方債については、主として地方公共団体の再建型破綻手続を巡る議論や、一部地方公共団体の準用財政再建団体の指定申請が強く意識されたことによるものである。全体の水準上昇に加え、発行体によるspreッド格差の拡大もみられる（図表4-4）。財投機関債についても、公的金融機関の民営化など、政策金融改革が個別の発行体に及ぼす影響が意識されたことから、4月以降、拡大傾向が続いた（図表4-5）。

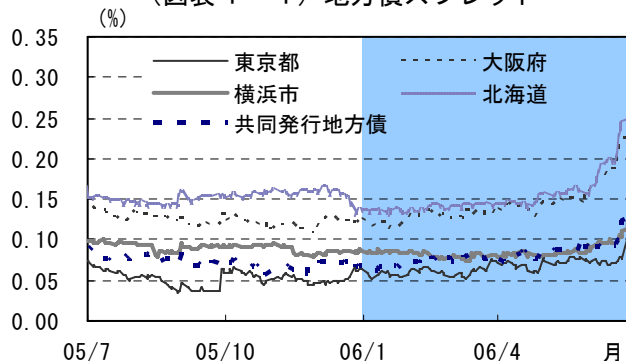
（CP残高・社債等の発行額の減少）

CP市場では、利上げを巡る思惑からターム物の金利が上昇し、ボラティリティが高まる中で、発行レートの上昇を嫌気した企業が発行を手控えたり、相対的に低利の調達が可能銀行借入にシフトしたことなどを背景に、残高が3月以降前年を下回って推移している（図表4-6）。

社債についても、1～3月は前年を上回る発行が続いたが、4～6月は長期金利の先高観が強まる下で投資家が様子見姿勢を強めたこともあり、発行額は前年を幾分ながら下回った（図表4-7）。

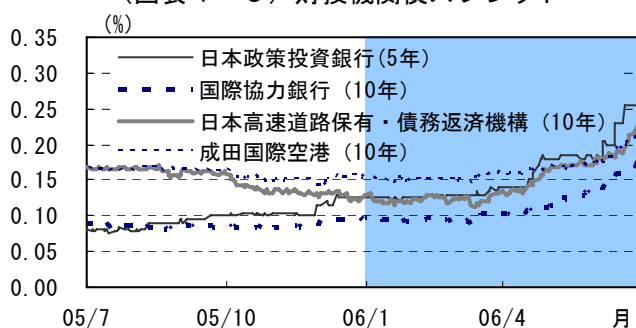
財投機関債などの公共債の発行額も減少した（図表4-8）。金融機関の公的資金返済に伴って預金保険機構債が減少したほか、財投機関債もspreッドが拡大する下で発行が減少した。財投

（図表4-4）地方債spreッド



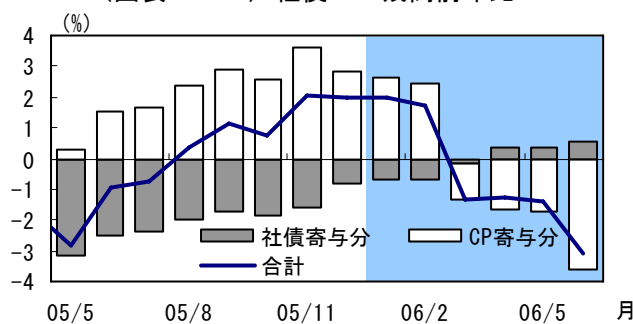
（注）対国債spreッド。年限は10年。
（出所）日本証券業協会

（図表4-5）財投機関債spreッド



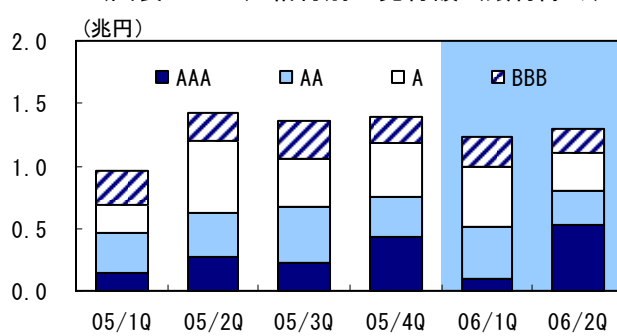
（注）対国債spreッド。
（出所）日本証券業協会、JSプライス

（図表4-6）社債・CP残高前年比



（注）社債残高の直近（6月末）は速報値。
（出所）日本銀行、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

（図表4-7）格付別の発行額（銀行除く）



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

機関債については、年度発行計画に対する6月までの進捗率が前年に比べて低下している。

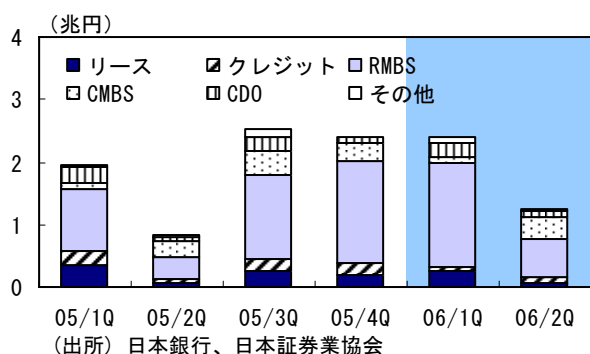
(多様な資金仲介チャンネルは引き続き成長)

シンジケート・ローンとは、前年同期にみられた大型再生案件が剥落した中であって、1～3月は前年を上回る組成額となった。4～6月についても、LBOに伴う大型資金調達のみられたこともあって、増加基調を維持したものとみられる(図表4-9)。

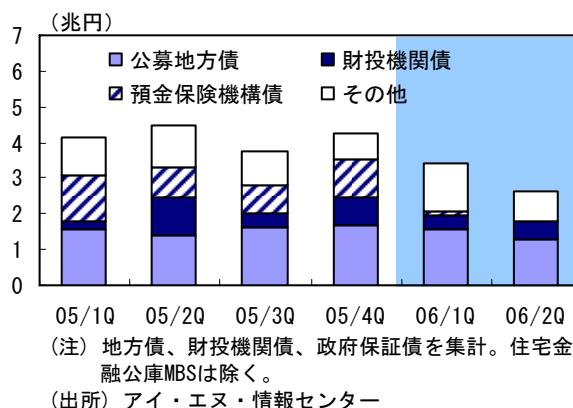
証券化商品も、住宅金融公庫のRMBSやCMBSなど不動産関連を裏付けとする商品を中心に、引き続き投資家の底堅い需要がみられており、前年比でみた発行額の増加傾向が続いている(図表4-10)。本年3月には、証券化商品の一種であるシンセティックCDOの会計上の取り扱いが見直され、信用リスクが高くない商品については償却原価法の適用が可能となったことが、新たな投資家需要を喚起するとの見方もある。

この間、円建外債は、本年1月から一般債振替制度が開始されたことに伴い、国により発行体本国での税務上の取り扱いが不透明になったことを主因に発行が急減している(図表4-11)。

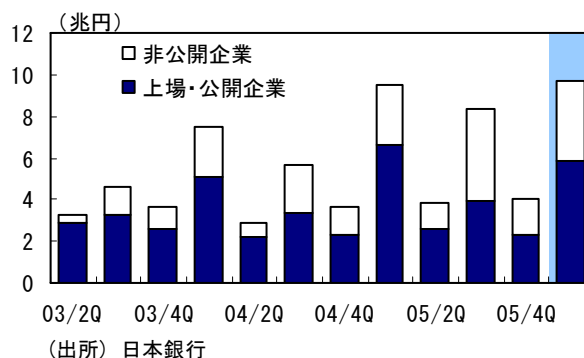
(図表4-10) 証券化商品の発行額



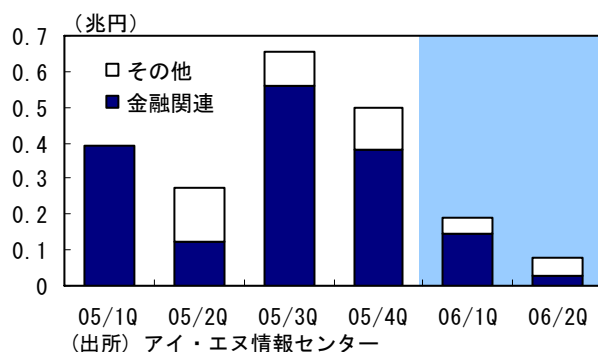
(図表4-8) 公共債発行額の推移



(図表4-9) シンジケート・ローン組成金額



(図表4-11) 円建外債の発行額



5. 外国為替市場

外国為替市場では、米国の対外不均衡問題を巡る思惑（4月）や、グローバル・リスク・リダクション（5～6月）の影響もあって振れの大きい展開となったが、本年前半を通じてみると、昨年来続いてきた対主要通貨でのドル高傾向に歯止めがかかり、昨年末対比ではドル安地合いとなった（図表5-1）。

（昨年来のドル高傾向の修正）

円の対ドル相場は、昨年来のドル高傾向に歯止めがかかり、年初から4月下旬にかけては概ね114～119円前後で推移した。昨年中は、日米短期金利差の拡大傾向が強く意識されるかたちでドル高地合いが続いたが、本年入り後は、日米金融政策の先行きを展望すると、これまでのような金利差の拡大傾向は続かないのではないかとの思惑が強まった。こうした市場の金利観の変化が、昨年来の円安傾向に歯止めのかかった一因と考えられる。

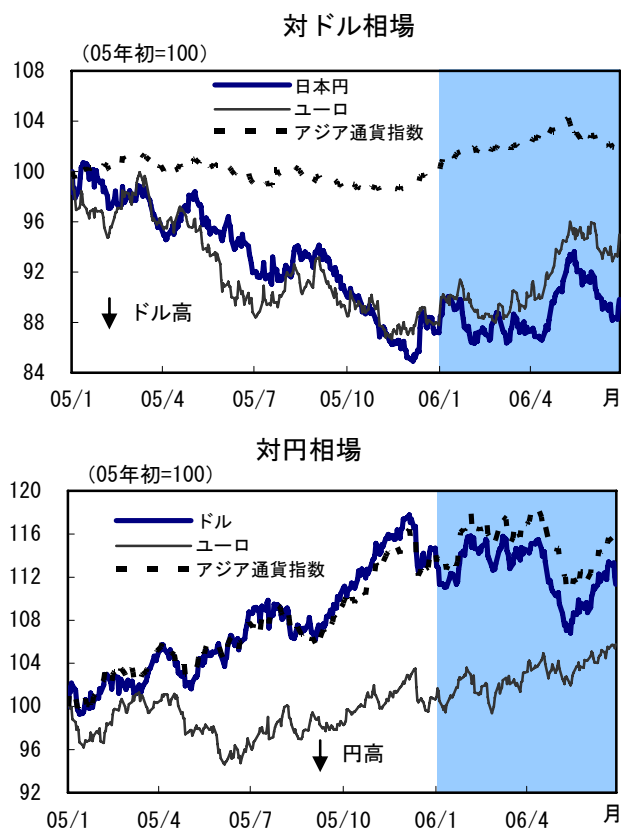
4月下旬以降は、G7声明などを受けて米国の対外不均衡問題を巡る思惑が強まったことからドルが対主要通貨で全面安の展開となり、円相場は一時108円台にまで大幅に上昇した。5月中旬以降は、グローバルに投資家がリスク削減を強める中でドル高に転じたが、6月末時点のレートは114円台と昨年末に比べ円高となった。

ユーロの対ドル相場も、円の対ドル相場とほぼ同様の推移を辿り、6月末は1.27ドル台と、昨年末に比べユーロ高の水準となった。ユーロは、対円でもECBによる利上げ継続観測が意識される中で上昇し、6月末時点では146円台となった。

（対内外証券投資は流入超過に転化）

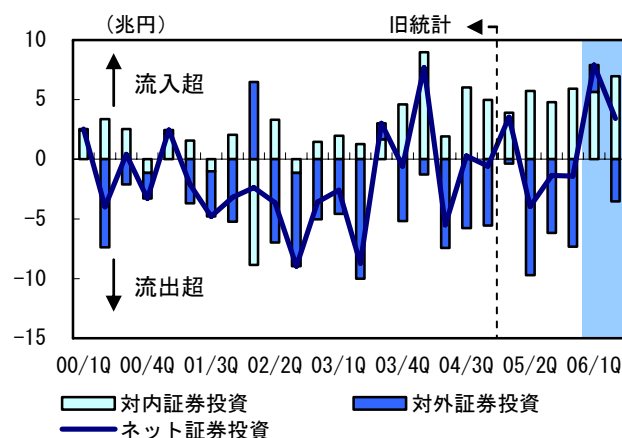
このように、円の対ドル相場は、昨年来の円安ドル高傾向に歯止めがかかったが、わが国を巡る国際資本フローにも昨年までとは変化がみられた。本邦対内外証券投資の動向をみると、昨年までは、ある程度の振れはあったものの、基本的に海外への資本流出超過の状況が続いていた。本年入り後は、これが1～3月、4～6月と連続して資本流入超過に転じている（図表5-2）。

（図表5-1）主要通貨の対ドル相場、対円相場



（注）アジア通貨指数（対円相場）は、アジア通貨指数（対ドル相場）とドル/円レートから計算。
（出所）Bloomberg

（図表5-2）対内外証券投資の動向



（注）04/12月までは決済ベース、05/1月からは約定ベース。05/1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。06/4月、5月分は速報値、6月分は指定報告機関ベース。
（出所）財務省、日本銀行

内訳をみると、昨年まで流出超を続けたわが国投資家の対外債券投資が大きく減少したほか、4～6月には海外投資家による対内債券投資が大幅に増加した（図表5-3）。前者は、米国長短金利差の縮小を眺めて金融機関などが外債投資を削減したこと、後者は、わが国の金利上昇を眺めて海外の投資家が裁定目的での債券保有を増やしたことを反映したものであり、いずれも金利環境の変化を反映した動きとみられる。

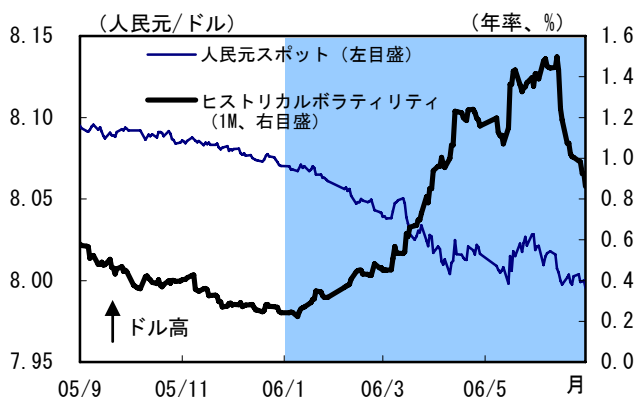
（アジア通貨の上昇）

アジア通貨の対ドル相場は、5月初にかけて堅調に推移し、一部の通貨は97年のアジア通貨危機後の最高値を更新した（図表5-4）。政情不安などを背景に軟調に推移した通貨もあったが、アジア全体としては、良好なファンダメンタルズと、グローバルな投資家の利回り追求（search for yield）の動きを背景に、海外からの株式、債券投資が継続的にみられた。ちなみに、海外投資家のアジア・太平洋諸国向け国際資本フローをみると、本年3月期までは着実に増加傾向を辿っていたことが窺われる（図表5-5）。

5月中旬以降は、グローバル・リスク・リダクションの影響から、アジア諸国の株価が下落、それに連れてアジア通貨の対ドル相場も下落に転じた。もっとも、6月中旬以降は株価の戻りに連れて再び上昇しており、6月末は、昨年末に比べ平均3%程度アジア通貨高の水準となった（前掲図表5-1、4）。

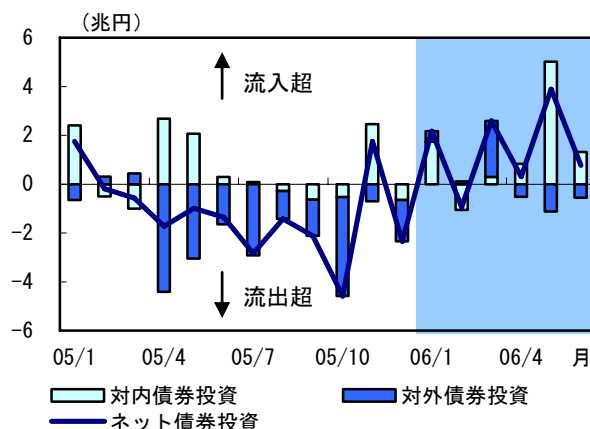
この間、中国人民元は、昨年7月の通貨制度見直し以降、ほぼ一貫して緩やかな元高傾向が続いているほか、1日の変動幅もやや大きくなっている（図表5-6）。

（図表5-6）人民元の対ドルレートと
ヒストリカル・ボラティリティ（1か月）



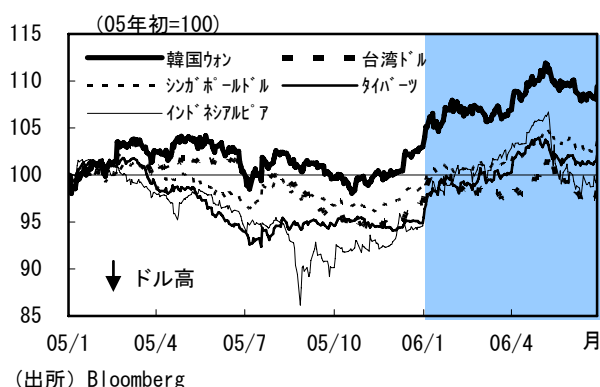
（出所）Bloomberg、日本銀行

（図表5-3）対内外債券投資の動向



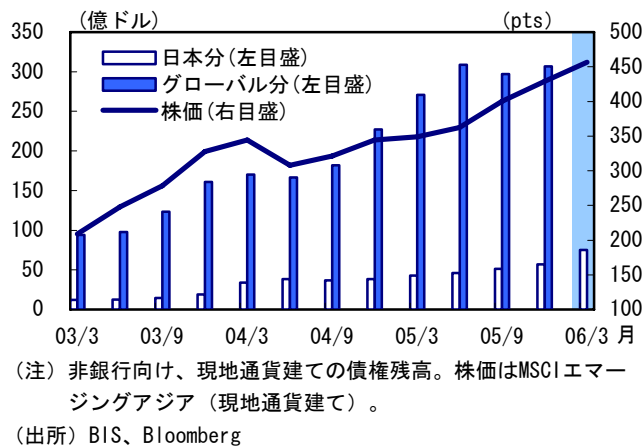
（注）04/12月までは決済ベース、05/1月からは約定ベース。05/1月の取引分から、一部計上方法が変更されており、従前のデータとは連続していない。06/4月、5月分は速報値、6月分は指定報告機関ベース。
（出所）財務省、日本銀行

（図表5-4）主要アジア通貨の対ドル相場



（出所）Bloomberg

（図表5-5）アジア・太平洋向け債権残高



（注）非銀行向け、現地通貨建ての債権残高。株価はMSCI エマージングアジア（現地通貨建て）。
（出所）BIS、Bloomberg

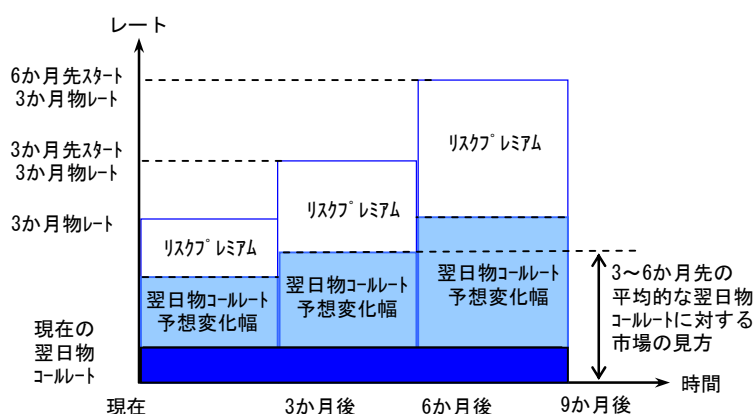
補論1 ユーロ円金利先物レートに織り込まれた利上げ見通し

本文中でみた通り、わが国においてもOIS（Overnight Index Swap）のように、翌日物金利を原資産とするデリバティブ取引が徐々に拡大しつつある。OISは、政策金利である翌日物コールレートについての予想を直接取引対象としているため、市場の利上げ見通しを観察するのに適している。しかし、現時点では参加者が少なく、取引高も限定的である。

こうした中で、実際に観察される市場金利から先行きの翌日物コールレート見通しに関する情報を得るには、市場金利に織り込まれた3か月物など短期のフォワードレートの動きを観察することが有益である。短期のフォワードレートは、3か月物ユーロ円TIBORを原資産とするユーロ円金利先物取引などを通じて市場で直接、取引対象となっているほか、短期国債や残存期間の短い国債に内包された（インプライド）フォワードレートとしても観察が可能である。これらのマーケットは、OISと比べると厚みをもって取引されているほか、金利スワップなども幅広く裁定されており、より多くの市場参加者の見方を反映していると考えられる。

短期のフォワードレートは、概念的には将来の翌日物コールレートに対する市場の期待値に、先行きの不確実性への対価であるリスク・プレミアムが上乗せされたものと考えられることができる（補論図表1-1）。

（補論図表1-1）フォワードレートとリスク・プレミアム



従って、フォワードレートから先行きの翌日物コールレートに対する市場の見通しを抽出する際には、このリスク・プレミアムを控除する必要がある。もっとも、実際にフォワードレートが変動した際に、それがリスク・プレミアムの変動によるものか、翌日物コールレート見通しの変化によるものか、識別することは難しい。これは、リスク・プレミアムが直接観察できず、かつ推計も容易ではないためである。

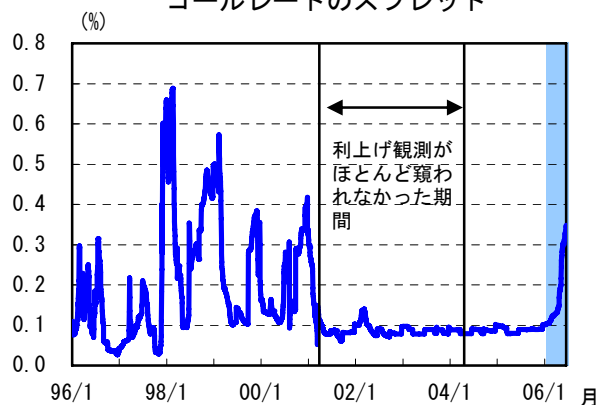
先行きに不確実性が意識される局面では、リスク・プレミアムは通常より拡大するのが自然と考えられるため、金融商品の特徴を勘案しつつ、不確実性の状況に応じてリスク・プレミアムを推計する必要がある。本補論では、代表的なフォワードレートであるユーロ円金利先物から導出したフォワードレート（1年先スタート3か月物）について、リスク・プレミアムを推計し、これを差し引きことを通じて、先行きの翌日物コールレートに対する市場の見通しを抽出することを試みた。

前述のように、ユーロ円金利先物は、3か月物ユーロ円TIBORを原資産とした先物商品である。そのため、リスク・プレミアムは、①3か月物ユーロ円TIBORと翌日物コールレートのスプレッド（以下、ベースス）、②先行きの不確実性に起因するリスク・プレミアム、に分

けて考えることができる。前者は、信用不安が高まった局面や利上げ観測が高まった局面を除いてみると、概ね10bps程度で推移しているため、先行きも大きくは変動しないと仮定する（補論図表1-2）。一方、後者は、先行きの不確実性の程度に応じて大きく上下していると考えられる。

この背景には、ユーロ円金利先物が、短期金融市場におけるヘッジ・投機手段として広く利用されていることがある。預金・貸出も含め短期の資産・負債を多く持つ本邦金融機関は、大手行を中心に、ユーロ円金利先物をALM（資産負債総合管理）における短期の金利リスク調整手段として用いることが多い。また、量的緩和政策の解除観測や金利先高観が強まり始めた昨年後半以降は、海外投資家などによる投機的な動きも活発化してきている。06年前半は、ユーロ円金利先物の取引高が急増しており、こうした市場参加者の短期金利を巡る思惑を反映して、取引が急速に膨らんだ可能性を示唆している（補論図表1-3）。

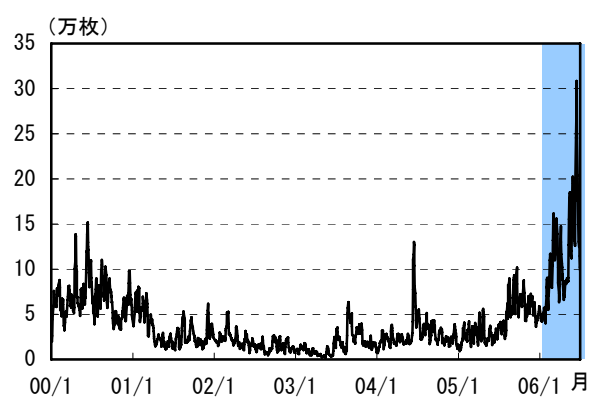
（補論図表1-2）3か月物TIBORと翌日物コールレートのスプレッド



（注）1. 翌日物コールレートは誘導水準。ゼロ金利政策及び量的緩和政策下では、ゼロとした。
2. 98/2月以前のTIBORは日本円TIBOR。98/3月以降は、ユーロ円TIBOR。
3. 利上げ観測がほとんど窺われなかった期間（01/4月～04/4月）はサーベイ調査（共同通信社「金利羅針盤」）によるもの。

（出所）Bloomberg

（補論図表1-3）ユーロ円金利先物の出来高

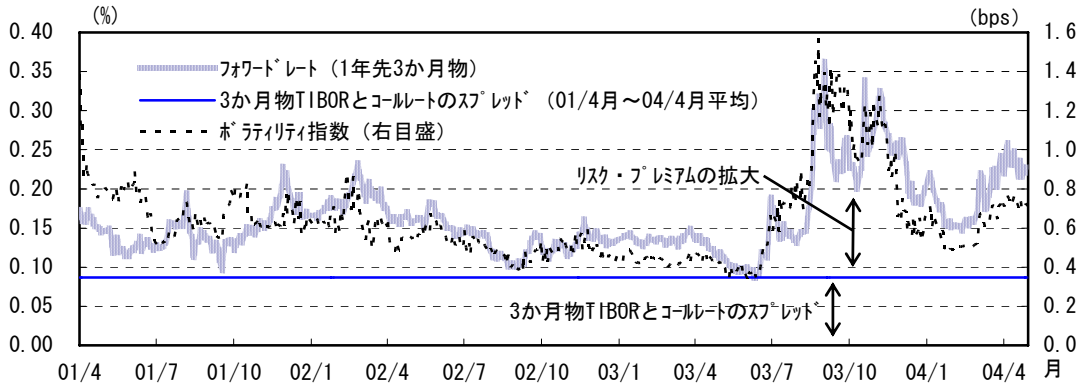


（注）全限月合計の5日後方移動平均値。
（出所）東京金融先物取引所

以下は、先行きの不確実性に起因するリスク・プレミアムについて、「リスク・プレミアムのベース対比の上振れ幅が、スワップションのインプライド・ボラティリティに比例する」との単純な仮定を置いた上で、リスク・プレミアムを試算した結果である。具体的には、1年以内の利上げ観測がほとんど窺われなかった期間（01/4月～04/4月）をサーベイ調査（共同通信社「金利羅針盤」）によって明らかにした上で、以下のような手順で推計を行った（補論図表1-4）。

1. ベーシスの推計値として、当該期間の3か月物ユーロ円TIBORと翌日物コールレートのスプレッドの平均値を使用（ここでは8.7bps）。
2. 「ベーススを控除したフォワードレートの上振れ＝リスク・プレミアムの拡大」と仮定。これは、同期間におけるフォワードレートの上振れが1年以内に翌日物コールレートが上昇するとの観測を映じたものではないとの仮定に基づいている。
3. 同期間について「リスク・プレミアムの拡大分」と「スワップションのボラティリティ」の関係を推計。

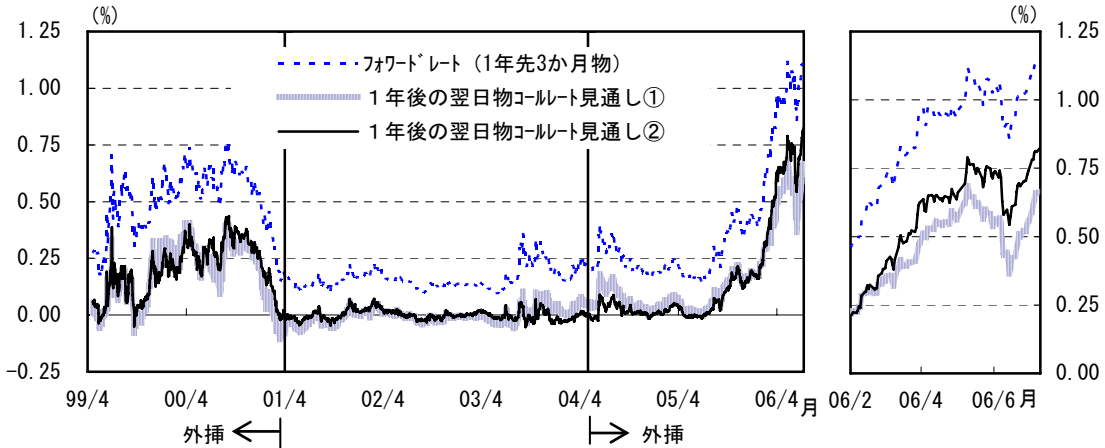
(補論図表 1-4) フォワードレートとリスク・プレミアム (1年先3か月物)



(注) ボラティリティ指数は、1年物スワップを原資産とした行使期間1か月のスワップションから算出。
 (出所) Bloomberg、ロイター、東京金融先物取引所、日本銀行

このようにして推計したパラメータをその他の期間に外挿し、スワップションのボラティリティからリスク・プレミアムを推計した。3か月物フォワードレートから、ベースと推計したリスク・プレミアムを控除したものが、補論図表1-5の「1年後の」コールレートの見通し、に相当する。なお、ここでは、フォワードレートと同じ1年先3か月物のスワップションが存在しないため、リスク・プレミアムを推計するためのボラティリティとして、①行使期間1か月の1年物金利のスワップションと、②行使期間1年の1年物金利のスワップションの2種類を用いた。これにより、1年から1年3か月後の翌日物コールレートに関する市場の見通しを抽出した結果は以下の通りである。

(補論図表 1-5) 「1年後の」翌日物コールレート見通し



(注) 見通し①は、1年物金利スワップを原資産とした行使期間1か月のスワップションから推計したリスク・プレミアムを控除、見通し②は、同様の原資産について行使期間を1年としたスワップションから推計したリスク・プレミアムを控除したもの。リスク・プレミアムの推計式は、以下のとおり。

$$\text{リスク・プレミアム} = \beta \times \text{スワップションのボラティリティ指数} + \text{推計誤差}$$

	見通し①	見通し②
β	0.123	0.059
	(0.005)	(0.001)

括弧内は標準誤差。パラメータはいずれも1%水準で有意。なお、標準誤差はNewey-Westの手法で推定した。

(出所) Bloomberg、ロイター、東京金融先物取引所、日本銀行

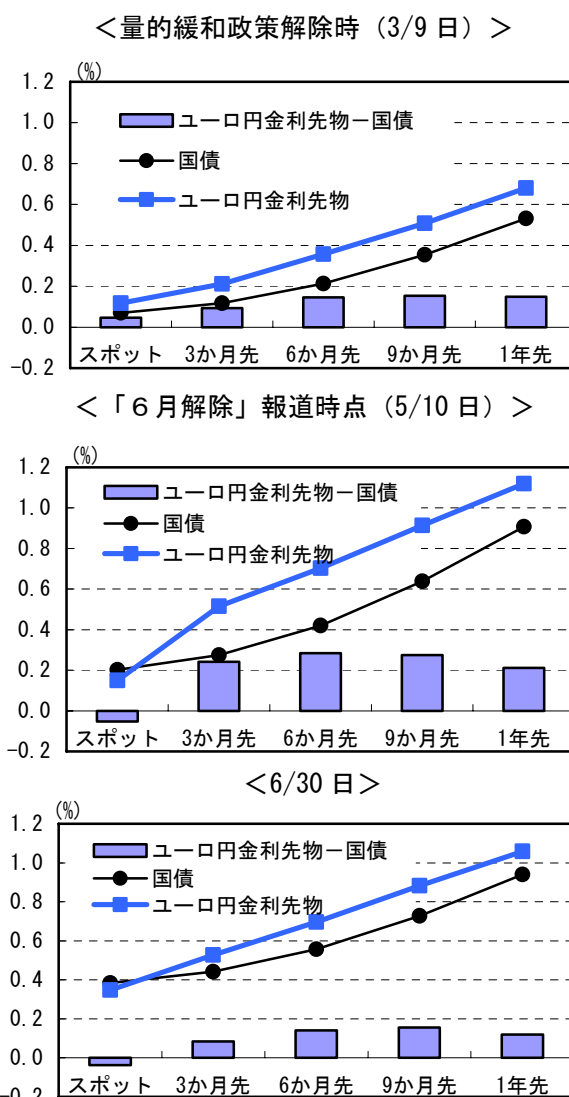
1. 1年後の翌日物コールレートについての見通し（以下、予想コールレート）は、05年7月末まではほぼゼロ近傍にあったが、その後徐々に上昇を始めた。予想コールレートが0.25%を超えたのは、06年2月初時点である。
2. その後も、量的緩和政策の解除を挟んで予想コールレートは徐々に上昇している。なお、4月以降は、リスク・プレミアムの推計値の振れが大きくなっているため、翌日物コールレートに関する市場の見通しについても幅をもってみる必要がある。
3. 01年4月以前に外挿した結果をみると、00年8月のゼロ金利解除やその後の利下げ、量的緩和政策導入を市場がある程度は先取りして予想していた姿が窺われる。

以上の推計はユーロ円金利先物という特定の短期金融商品のデータを用いて、一定の仮定に基づいて試算した結果である。オプションのボラティリティとリスク・プレミアムの関係が安定的なものであるかどうかは不確実な面があるほか、リスク・プレミアムの推計が、どのオプションを用いるかで結果に比較的大きな差が出ている点にも留意する必要がある。また、先に指摘したように、ユーロ円金利先物は、取引規模が大きく流動性も相対的に高いが、大手行のALMや海外投資家などの大口プレイヤーのプレゼンスが大きいとされており、最近の金利上昇局面にみられたように、相場が一方に大きく動きやすい面もある。ユーロ円金利先物と国債金利から導出したフォワードレートを比較すると、両者は概ね似た動きを示すが、「6月ゼロ金利解除」説がみられた5月上旬には、両者の格差は拡大している（補論図表1-6）。

FB・TBレートなどは、取引の参加者層は広いが、投資家が満期まで保有する傾向が強く流動性が厚くないほか、本文中指摘したように、レポレートなど資金調達コスト変動の影響を受けやすくなっている。OISは、翌日物コールレートを原資産としているためベースス変動の影響を受けないといったメリットがある一方、現時点では市場参加者が外国金融機関に限られており、必ずしも市場のコンセンサスを映じているとは考えにくい。

このように、政策変更にかかる市場の見通しを読み取る上では、各商品とも一長一短があり、相互補完的にみていく必要がある。

（補論図表1-6）ユーロ円金利先物と国債に内包されたフォワードレート（3か月物）



（出所）東京金融先物取引所、日本証券業協会、日本銀行

補論2. グローバルなリスク削減の動き

5月にコモディティ、新興国市場などで始まった価格調整の動きは、6月にかけて主要国の株式市場などに拡大した。この全世界的な傾向は、いわゆる「グローバル・リスク・リダクション」（グローバルなリスク削減）と呼ばれている。

いずれの市場も、ITバブルの調整が概ね一巡した03年以降、中期的な価格上昇トレンドにあった。共通する背景としては、①米国を中心とする世界経済のファンダメンタルズが良好であったこと（景気の拡大と低インフレ）、②主要国で緩和的な金融環境が維持される下で、より高い利回りを求めて投資家がリスク資産への投資を積極化する傾向（search for yield）を強めたこと、が挙げられる。この間、伝統的な投信だけでなく、ヘッジファンドをはじめとする各種のファンド、証券化商品などを通じ、機関投資家の資金がコモディティ、エマージングなど幅広い市場に投資される傾向が強まったことも、グローバルに市場の連動性が強まった一因と考えられる。

価格調整の度合いは市場、商品により区々であるが、特に05年半ば以降の価格上昇が急であり、市場規模に比して、海外投資家や非実需投資家からの資金流入が大きかったコモディティ市場、エマージング市場では調整幅が大きかった。こうした市場においては、ヘッジファンドなどが類似したポジションで多額の取引を集中して行っていた（crowded trades）ことが指摘されている。

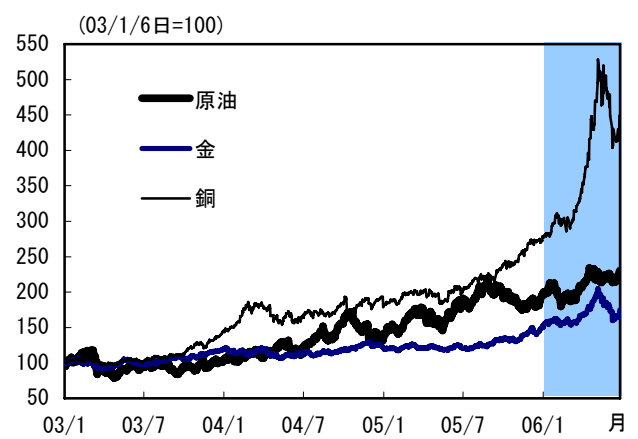
この間、ほとんどの市場において、良好なファンダメンタルズに大きな変化はなく、中期的にはそれを映じた上昇基調に復するとの見方が多いように窺われる。もっとも、市場では、日米欧の金融政策がそれぞれ転機を迎えている下で、上記②の与件（緩和的な金融環境）がいずれ変化していくとの見方が少なくない。また、①（良好な世界経済のファンダメンタルズ）に関しても、中心となる米国経済について、景気減速の一方でインフレ圧力が当面高止まる可能性が意識されている。リスク削減の動きは6月中旬までに一服し、多くの市場で上昇に転じているが、調整前の価格は回復していない。いったん退避した資金の還流状況も、市場によってまちまちであり、全体としては以前の状態に戻ったとは言えない状況にある。また、7月以降は新たに中東情勢をはじめとする地政学的リスクが高まっている。こうしたことから、今回の動きが一過性のものに止まるのかどうかを見極めていくには、今しばらく時間を要すると考えられる。

以下、主な市場毎に、価格調整の状況について整理する。

（コモディティ市場）

春先からの調整が最も大きかったのは、コモディティ市場である（補論図表2-1）。原油をはじめとするエネルギー価格はやや例外的に高止まりしているが、貴金属（金、銀など）、ベースメタル（銅、亜鉛など）は、ピーク比で2～3割の下落となった。コモディティは、発展途上国などからの需要急増や供給不安の高まりもあり、いずれもここ数年趨勢的な価格上昇が続いていたが、本年入り後の価格上昇が急ピッチであったため、ポジションを大幅に積み増していたファンドなどの利益確定、リスク削減の動きが広がった。6月中旬以降は価格上昇に転じており、商品により幅は

（補論図表2-1）主要コモディティの価格動向



（注）金、原油はNYMEX期近物、銅はLME3か月物。

（出所）Bloomberg

あるが、7月中旬までにこの間の下落の約半分を回復したかたちとなっている。

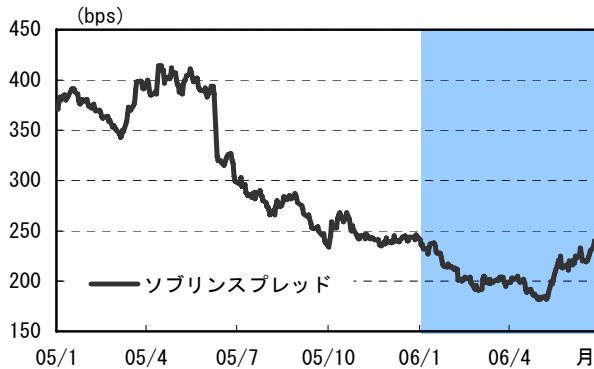
コモディティ市場は、伝統的な金融資産市場と比較すると規模や流動性が小さく、実需のヘッジや比較的短期のトレーディングが主体であった(補論図表2-2)。こうした小規模のマーケットに対して、ここ数年、欧米の年金などが分散投資の観点から投資を増加させる傾向がみられた。商品ファンドやCTA(先物運用顧問業者)、インデックス派生商品、商品ETF(上場投資信託)といった受け皿が整備されてきたこともその一因とみられる(補論図表2-3)。これらの投資資金がある程度集中して流出したことが、価格の下落幅を増幅させたものと考えられる。

(エマージング市場)

エマージング諸国の株価も、比較的大きな調整となった。地域によって差はあるが、代表的な地域インデックスはピーク比で2割前後下落している(補論図表2-4)。また、エマージング諸国のクレジット・スプレッドも株ほど大きな調整ではなかったが拡大した(補論図表2-5)。

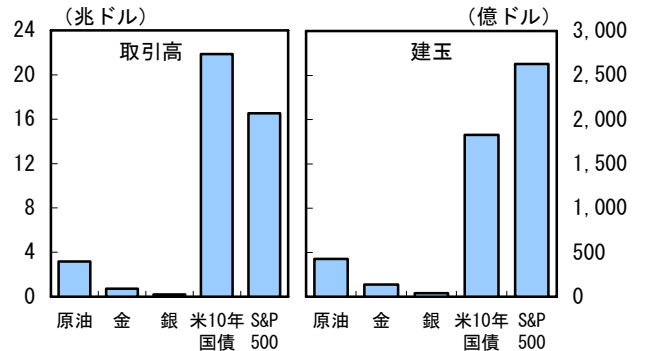
ここ数年、エマージング市場にも主要国の投信やヘッジファンドをはじめとする投資資金が流入しており、この一部が短期間のうちに流出し大幅な価格調整を招いた構図は、コモディティ市場と同様である。ちなみに下落幅の相対的に大きかったインド株(ピーク比約3割の下落)をみると、海外投資家が大きく売り越していることが確認できる(補論図表2-6)。6月中旬から7月初にかけては、国により幅はあるが、概ねこの間の株価下落の半分程度を回復した姿となっている。

(補論図表2-5)エマージング債券スプレッド



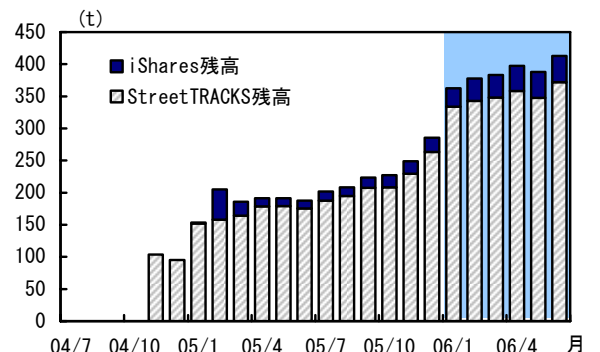
(注) EMBI。米国債利回りとのスプレッド。
(出所) JP Morgan

(補論図表2-2)先物市場規模の比較



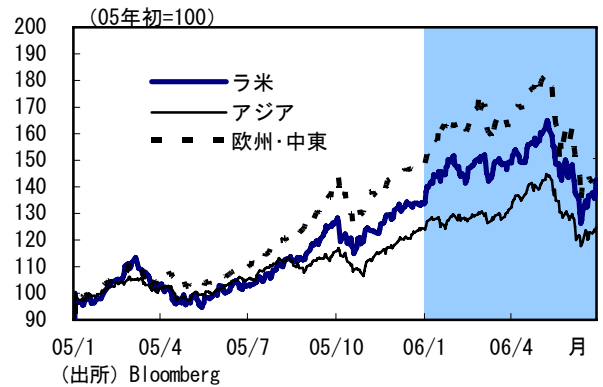
(注) 期間は04/10月~05/9月。取引高は期間中の合計値、建玉は期間中の月末値の平均値。
(出所) CFTC、Bloomberg

(補論図表2-3)金ETF残高(金地金換算値)の推移



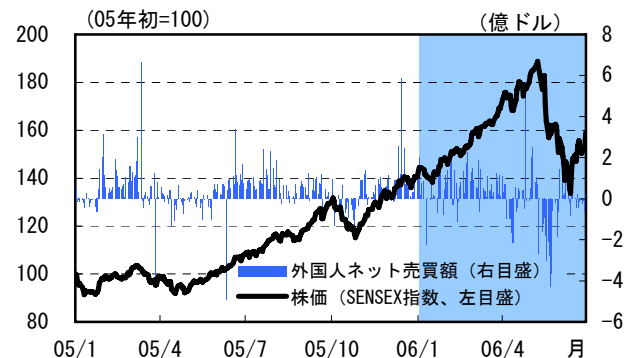
(注) 月末値。金ETFは、金地金を裏付資産とする上場投資信託。StreetTRACKS、iSharesは各々、NYSE、AMEXに上場されている。
(出所) Bloomberg

(補論図表2-4)MSCIエマージング株価指数(現地通貨建て)の推移



(出所) Bloomberg

(補論図表2-6)インド株価と海外投資家売買動向

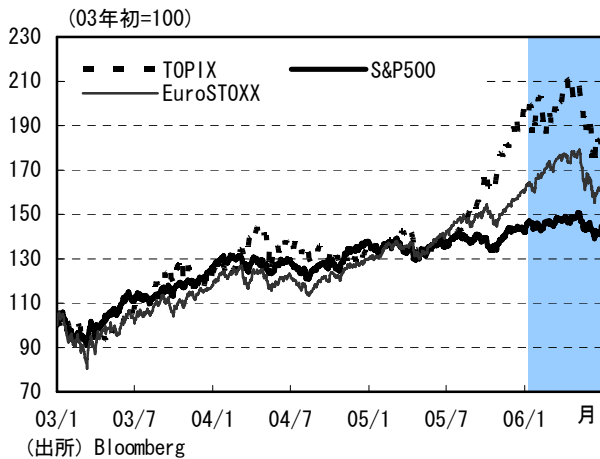


(出所) Bloomberg

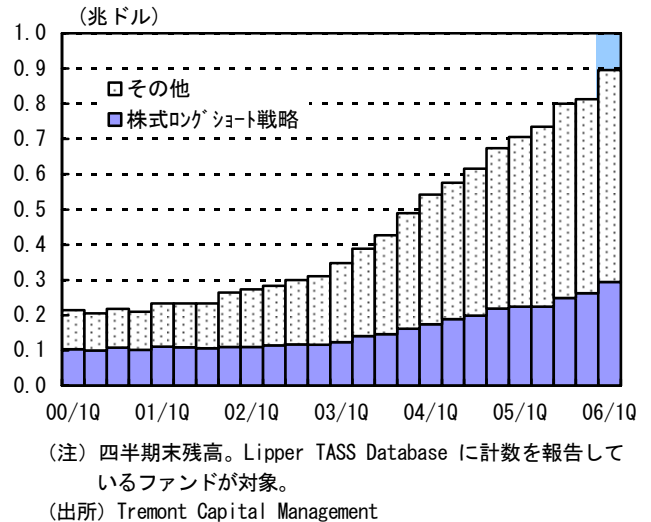
(米欧株式市場)

米国および欧州における株価の調整は、コモディティやエマージング市場に比べれば小幅であったが、ピーク比の下落幅は、米国で8%、欧州で13%程度に達した(補論図表2-7)。これらの市場は、前述の市場に比べれば規模も大きく、流動性の高いマーケットであるが、このところヘッジファンドの影響力が増しているとの指摘も聞かれる。特に04年以降は、ヘッジファンドの中でも主要国の株式市場に投資する「株式ロング・ショート戦略」を採るファンドが増加するとともに、ポジションを株式の買持ちに大きく傾斜させてきている(ヘッジファンドの株式市場に対する連動性 β :ベータ>が05年秋以降一段と上昇。補論図表2-8)。今回の調整局面では、ヘッジファンドがこのポジションを手仕舞う動きを強めたことが、株価調整を比較的大きなものとした一因との見方もある。

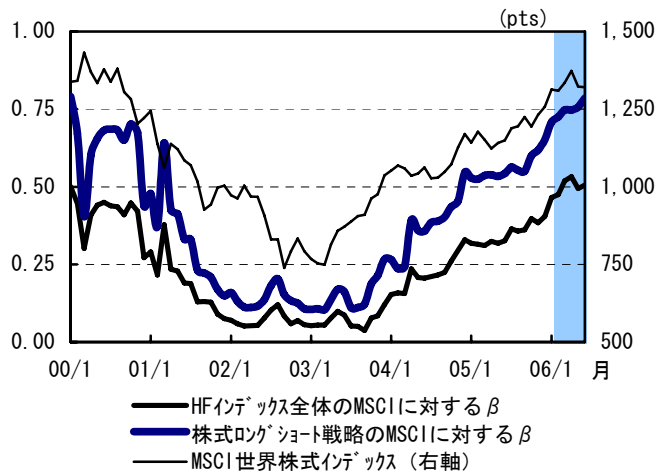
(補論図表2-7) 日米欧の株価推移



(補論図表2-8①) ヘッジファンド残高の推移



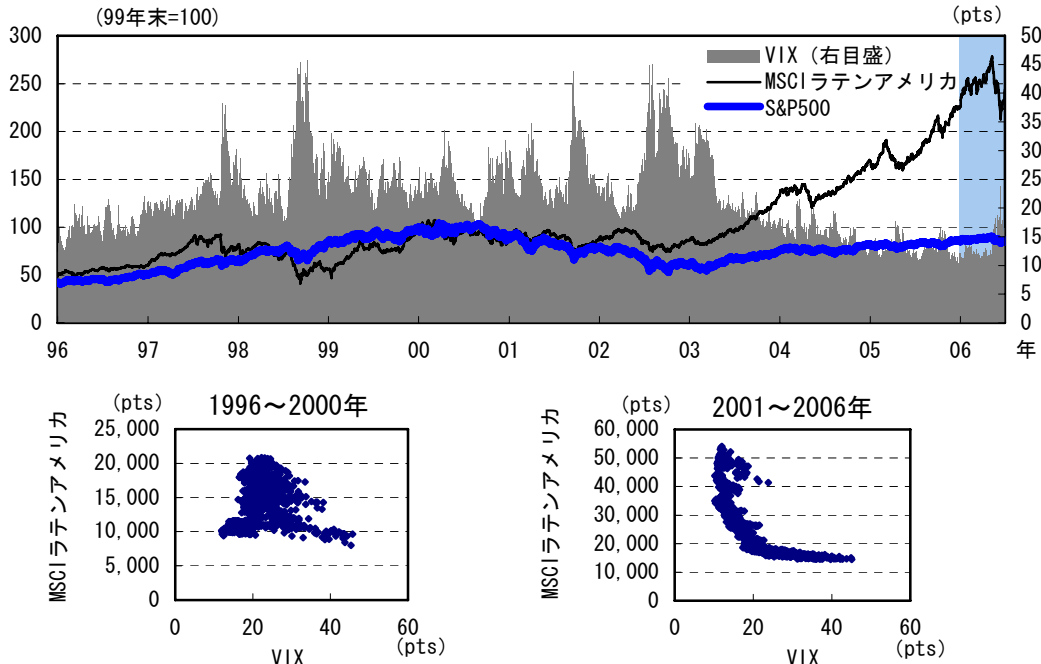
(補論図表2-8②) ヘッジファンドのリターンと
株式インデックス・リターンの連動性



(注) β は、HFインデックスとMSCI世界株式インデックスの月次リターンの共分散を、MSCI世界株式インデックスの月次リターンの分散で除したものの、12か月後方移動平均。
(出所) Credit Suisse/Tremont、Bloomberg、日本銀行

なお、本文中、わが国の株価と米国株価の連動性の高まりをみたが、エマージングなど他市場についても、米国株価の影響を受けやすくなっているように窺われる。例えば、ラテンアメリカ諸国の株価には、近年、米国株のボラティリティとの逆相関が窺われる（01～06年についてみると、米国株が不安定化するとラ米諸国の株価が下落し易い関係がある、補論図表2-9）。このように、クロスボーダーでの資本移動の活発化や市場間裁定の強まりは、全体としての市場の安定性、効率性を高めている反面、一部の市場、商品で大幅な価格下落が生じた場合に、投資家のロスカットやポジション縮小を通じて、他市場に波及し易い要因ともなっている。投資家のポートフォリオに含まれる資産が多様化していることから、影響が及ぶ市場の範囲も従来より広がっている可能性がある。

(補論図表2-9) 米国株ボラティリティとラテンアメリカ株価の連動性

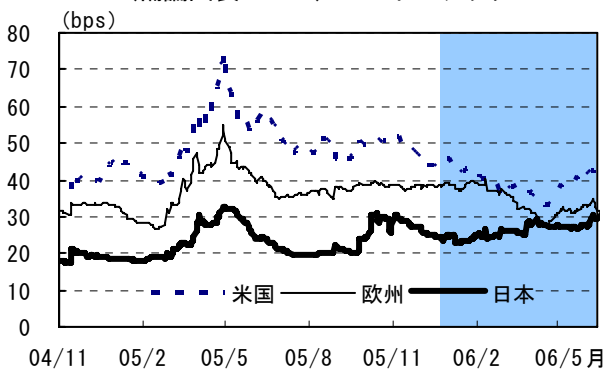


(注) 米国株ボラティリティ (VIX 指数を使用) と MSCI ラテンアメリカ指数を日次でプロットしたもの。
(出所) 大和総研、Bloomberg

(米欧クレジット市場)

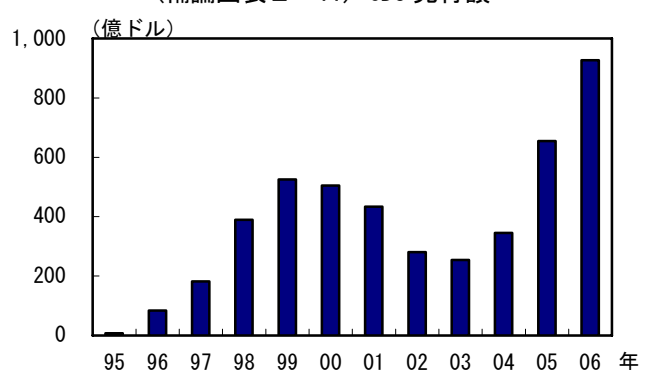
グローバルに投資家がリスク資産から資金を引き揚げる中で、米欧のクレジット市場でも低格付けの銘柄を中心に一定の調整の動きはみられた。もっとも、調整の度合いは極めて限定的であった (補論図表2-10)。近年、CDO などの証券化商品やファンドを通じた豊富な資金流入が、クレジット・スプレッドの縮小をもたらしてきた図式は他の市場とも類似しているが、5月以降の局面においても、価格下落を促すような投資資金の目立った流出はみられなかった (補論図表2-11)。

(補論図表2-10) CDS インデックス



(注) 日本: iTraxx CJ、米国: DJ CDX NA. IG、
欧州: iTraxx Europe
(出所) Markit Group

(補論図表2-11) CDO 発行額



(注) 1. HY Bonds、IG Bonds、Leveraged Loan を裏付け資産とするものが対象。
2. 06年は、5月までのデータを用いた推計値。
(出所) Lehman Brothers