



# 金融市場レポート

—— 2006 年後半の動き ——

日本銀行  
金融市場局

2007 年 1 月

- ・本レポートの分析対象期間は特に断りなき限り、06年12月末まで。
- ・図表中のシャドーは、06年7月～12月を示す。

本稿の内容について、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

### I. 2006 年後半の金融市場動向

わが国では、2006 年 7 月の金融政策決定会合で金融市場調節の操作目標（無担保コールレート〈オーバーナイト物〉）の誘導水準が概ねゼロ%から 0.25%前後に引き上げられた。短期金融市場ではこれを受けて金利水準が切り上がり、金利機能が活性化した。この間、景気は緩やかな拡大を続けたが、先行きの物価上昇期待が抑制されていたこともあって、長期金利は低下基調を辿るなど、極めて低い金利水準による緩和的な金融環境が維持された。

国際金融市場をみると、世界経済が米国を中心にやや減速しつつも拡大基調を維持するとの見方が各国で共有される中で、活発な企業合併・買収等もあって、良好な企業業績の持続期待が広がり、世界的な株式・クレジット市場の堅調地合いが継続した。

わが国でも、足許の好調な企業業績等を受け、株式市場、クレジット市場ともに総じて堅調を続けたが、株価については、内外投資家や企業が先行きの景気や物価、企業業績に対して慎重な見方を崩さなかったことを背景に、米欧株価に比べると上昇ペースが一様ではなく、振れを伴う展開となった。また、円相場は、ボラティリティが極めて低い環境が継続する中、わが国の金利が相対的に低い水準に止まったため円安傾向を辿った。

市場毎にみると、短期金融市場では、翌日物レートは、7 月の利上げ前後や年末など振れを伴う局面もみられたものの、総じてみれば安定して推移した。一方、ターム物レートは、先行きの政策金利を巡る市場の予想を映じて推移した。この間、利上げ実施後の短期金融市場では、取引が活発化し、各市場間の裁定取引も円滑に行われるようになってきている。

債券市場では、先行きの景気・物価見通し、政策金利水準調整に対する見方や、米国長期金利の低下を受けて、長期金利は中長期ゾーン中心に総じて低下基調を辿り、イールドカーブがフラット化した。

株式市場では、世界経済の持続的な拡大を背景に好調な企業業績が好感される中、株価は、5～6 月のいわゆるグローバル・リスク・リダクション時における年初来安値から総じて上昇基調を辿った。もっとも、企業が総じて慎重な年度業績見通しを維持したことや、内外投資家の先行きの景気・物価に対する見方に不透明感が残ったため、上昇ペースは一様ではなく、振れを伴う展開となった。

クレジット市場では、企業の財務ファンダメンタルズが引き続き良好であったほか、金利のインプライド・ボラティリティが低位で安定したことなどから、春先から拡大してきた社債などの対国債スプレッドや CDS プレミアムは、夏場以降、緩やかに縮小した。

外国為替市場では、低ボラティリティ環境が継続する中、内外金利差が意識されやすい状況が続き、投資家などが高金利通貨を選好する傾向が強かったことから、低金利通貨である円は、主要通貨やアジア通貨に対して下落傾向を示した。一方、米ドルは高金利通貨にもかかわらず、米国の景気減速観測の高まりや外貨準備構成通貨の分散に関する思惑などから、弱含みとなった。

## II. 市場機能面の課題と日本銀行の取り組み

日本銀行は、金融市場の機能や効率性向上に貢献する観点から、様々な市場に関して調査活動を行うとともに、それに基づいて市場の基盤（インフラ）整備のための取り組みを行っている。日本銀行が06年中に取り組んできた主要な課題は、次の2点である。

### （1）短期金融市場

06年は、3月に量的緩和政策が解除された後、7月には政策金利がゼロ%から0.25%に引き上げられ、短期金融市場における取引が活発化した。もともと、5年に及ぶ量的緩和政策の下で、短期金融市場が大幅に縮小した状況が続いたため、さらなる機能向上に向けた課題も少なくない。日本銀行は、06年中を通じ、短期金融市場における取引動向を詳しく調査し、その結果を公表するとともに、市場参加者との意見交換などを通じて、機能向上への課題について認識の共有に努めた。

短期金融市場の機能の向上については、より安定的な金利形成、円滑な金融市場調節を可能にするという意味で、日本銀行も大きな関心を有している。07年にかけても、市場参加者の方々と意見交換を行いながら、マーケットの自律的な発展を支援していく方針である。

### （2）災害時における市場機能の継続（市場レベルBCP）

地震やテロなどの災害時においても、必要な取引を行えるようにしておくことは、市場参加者の利益に適うだけでなく、金融市場や経済全般の安定にも資するものである。わが国においても、近年、市場レベルBCPの重要性が認識されるようになっており、06年は、短期金融市場、外国為替市場、証券市場それぞれにおいて、体制整備が着実に進展した。

日本銀行は、各市場における関係者の議論に参画したり、BCP専用ウェブサイトの構築や共同訓練など、具体的な取り組みの推進に協力した。今後は、各市場における検討がさらに深められることとともに、対応の具体化、実践的な共同訓練、現在市場別に進められているBCPの市場間の連携などが課題になると思われる。日本銀行では、引き続き自らのBCP対応をしっかりと進めていくとともに、関係者の取り組みをサポートし、市場レベルBCPの充実に貢献していく方針である。

## I. 2006 年後半の金融市場動向

### 1. 短期金融市場

短期金融市場では、翌日物レートは、7月の政策金利引き上げ前後や年末など振れを伴う局面もみられたものの、総じてみれば安定して推移した。ターム物レートは、景気・物価指標などを受けた、先行きの政策金利を巡る市場の予想を映じて推移した。

政策金利引き上げ後の短期金融市場をみると、市場取引の一時的な減少に伴って翌日物レート等に上昇圧力がかかる局面も散見されたが、総じてみれば、取引は活発化し、各市場間の裁定取引も利上げ実施前に比べて円滑に行われるようになってきている。

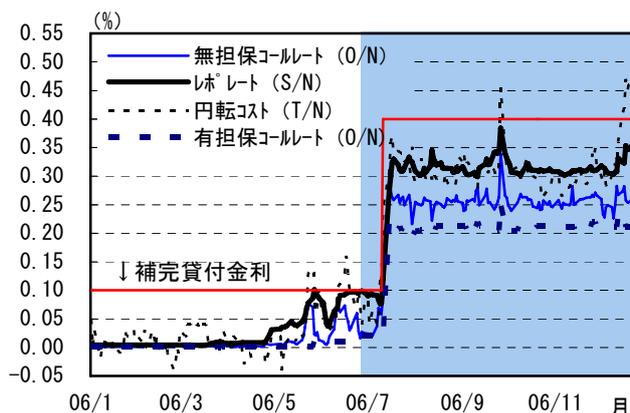
#### (1) 翌日物レートの推移

(翌日物レートは政策金利引き上げ後、全般に安定して推移)

日本銀行は、7月13、14日の金融政策決定会合において、金融市場調節方針を変更し、14日の会合終了後即日実施した。変更内容としては、無担保コールレート（オーバーナイト物<以下、O/N>）の誘導目標を概ねゼロ%から0.25%前後に引き上げ、同時に補完貸付の適用金利である基準貸付利率（以下、補完貸付金利）を0.1%から0.4%に引き上げた。

翌日物レートをみると、利上げ実施前は、レポレート（スポット・ネクスト<以下、S/N>）や円転コスト（トゥモロー・ネクスト<以下、T/N>）が一時、補完貸付金利を超えるなど、不安定に推移していたのに対して、利上げ実施以降、徐々に安定感を増した（図表1-1）。レポレートは、06年5～6月にかけて上昇し、これがコール市場などにおけるレート上昇圧力を牽引した。しかし、7月以降、大きく変動する局面は次第に減少し、中間期末越えや年末越えのレートが幾分強含んだものの、それ以外は概ね0.30～0.32%程度で推移した（図表1-2）。こうした中、補完貸付の利用額は、政策変更日に一時急増したが、その後は大幅に減少した。

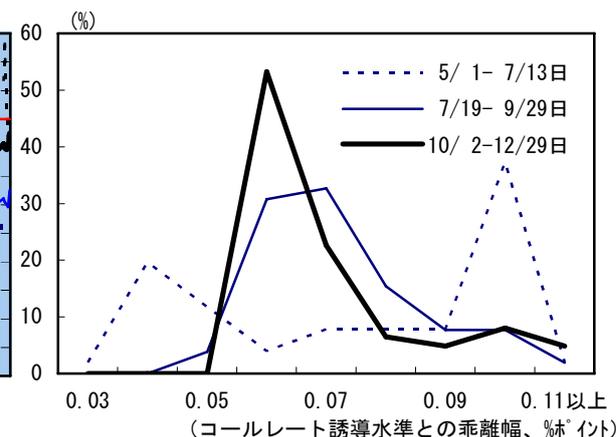
(図表1-1) 翌日物レート



(注) 日付はスタート日ベース。

(出所) メイタン・トラディション、短資協会、日本銀行

(図表1-2) レポレートの分布 (日数)



(コールレート誘導水準との乖離幅、%ポイント)

(注) 各期間中に当該乖離幅が実現した日数の比率。

(出所) 日本銀行

このようにレポレートが次第に安定感を増してきたのは、1つには、利上げ前後から9月にかけて本行がレポレートの上昇牽制も意識した先日付オペを比較的多く実施する中、市場参加者のレポレートの水準に対する目線が次第に定まってきたことに伴って、資金放出スタンスが積極化したためと考えられる。また、より基本的には、金利の上昇を受けて無担保コール取引にかかる

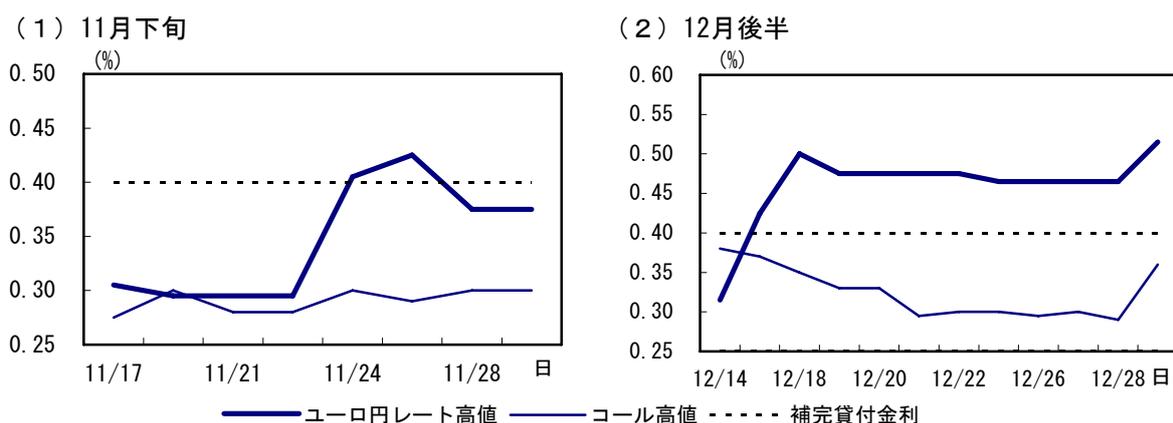
クレジットラインの拡充が相応に進展し、オーバーナイト物での調達に対する安心感が高まっていることも、レポレート of 安定に寄与したものとみられる（詳細は追録「2006年7月の政策金利引上げ後の短期金融市場の動向」参照）。

### （海外における円資金市場との裁定取引動向）

コール市場の調達環境が改善する中、海外における円資金市場（ユーロ円市場や為替スワップ市場）とコール市場との裁定取引も次第に活発化し、円転コストやユーロ円レート（T/N）も、総じてみれば安定して推移した。

もともと、中間期末や11月下旬、12月後半には、為替スワップ市場やユーロ円市場において、季節要因や先行きの政策金利を巡る思惑等からターム物の放出が減少し、一部の市場参加者が調達手段をターム物から翌日物へシフトしたこと等から、T/N レートが補完貸付金利を上回る水準まで大きく上昇する事象がみられた。こうした局面では、海外市場（T/N）で資金を放出し翌日のコール（O/N）で調達するといった裁定取引が増加したが、コール市場でレートの上昇圧力が強まる局面では弾力的に即日資金供給オペが実施されたこと等から、コールレートの上昇幅は限定的であった（図表1-3）。

（図表1-3）ユーロ円レートとコールレート



（注）日付はスタート日ベース。  
（出所）Bloomberg、日本銀行

### （2）ターム物レートの推移

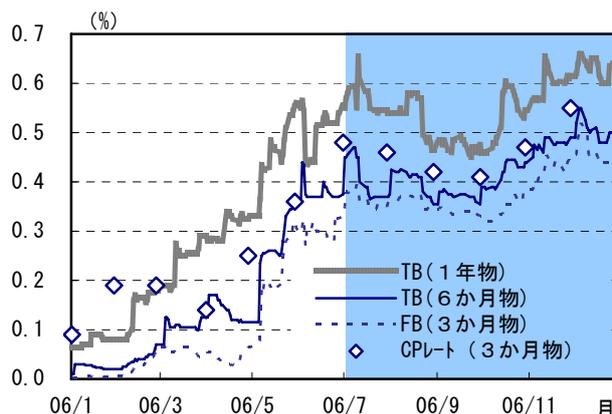
（ターム物レートは金融政策に対する期待の変化を反映して推移）

ターム物レートは、7月の利上げ実施以降、10月初旬まで低下基調を辿った（図表1-4）。この低下の基本的な背景は、わが国景気や物価に対する強気な見通しがやや後退したことや、これが市場参加者の先行きの政策金利に対する見方にも影響したことにある。8月下旬には、消費者物価指数（以下、CPI）の基準改定において、下方改定幅が市場予想を上回ったことも影響した。一方、10月以降の局面では、市場予想比強めの経済指標等を受けて、ターム物レートは徐々に切り上がった。

(各市場金利に織り込まれた政策金利変更時期に関する予想)

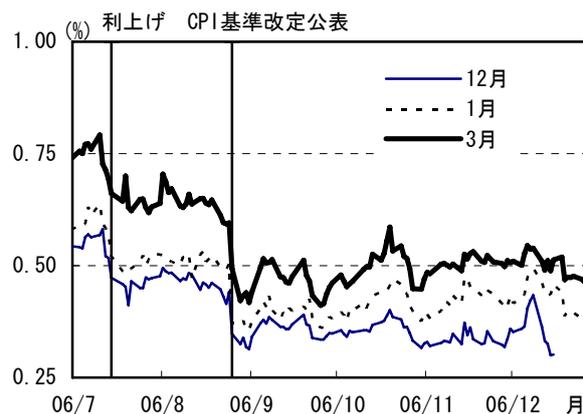
このようにターム物レートは、基本的に、先行きの政策金利に対する市場の予想を映じて変動した<sup>1</sup>。オーバーナイト・インデックス・スワップ（以下、OIS）レートから市場金利に織り込まれた無担保コールレート（O/N）の見通しをみると、7月の利上げ前後および8月下旬のCPI基準改定公表時に大きく低下している。9月以降は概ね横這いで推移したが、12月入り後、変動幅が拡大した（図表1-5）。

(図表1-4) ターム物レート



(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1-5) OISレート

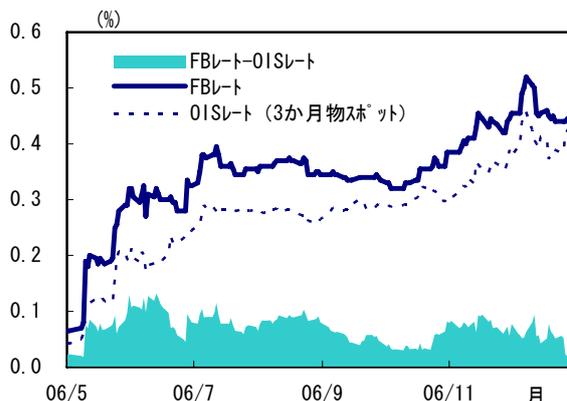


(注) 各月15日からの1か月物フォワードレート。  
(出所) メイタン・トラディション、日本銀行

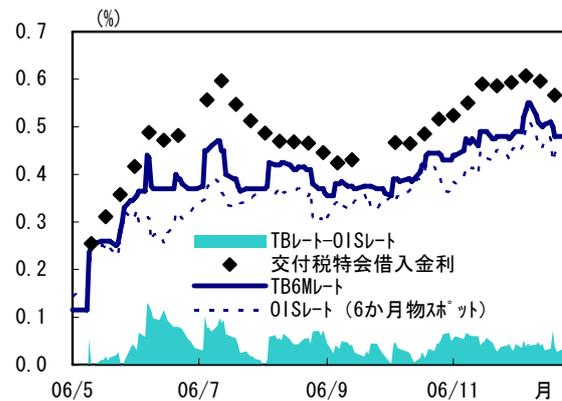
デリバティブ取引であるOISレートに織り込まれた政策金利変更時期に関する予想は、短期国債（以下、FB・TB）レートや交付税および譲与税配付金特別会計の借入金（以下、交付税特会借入）の平均募入利率といった資金取引レートに織り込まれた市場の予想と概ね整合的である。これらの間では調達コストとして意識されている翌日物レートが異なるため、その格差（レポレートと無担保コールレート間の先日付プレミアムなど）などを考慮した上で各種レートを比較すると、相対的に需給要因によりレートが振れやすいFB・TBや交付税特会借入はOIS対比で10月以降のレート上昇幅が幾分か大きいものの、7月利上げ前の局面に比べるとその差は縮小している（図表1-6）。これには、調達コストとしてのレポレートの大幅上昇に対する警戒感が後退したことに加え、後述するように短期金融市場における裁定取引が活発化したことが影響しているとみられる。

(図表1-6) FBレートとOISレート

(1) 3か月物



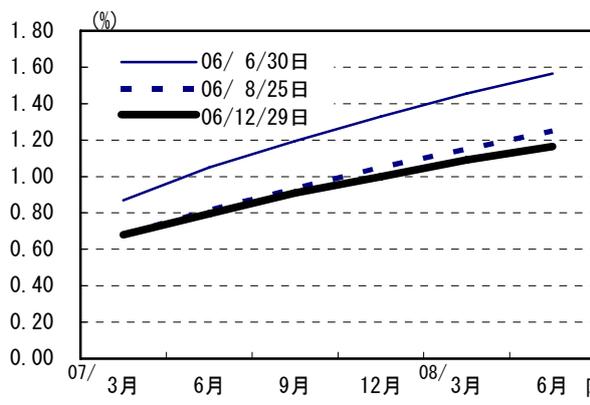
(2) 6か月物



(出所) 日本相互証券、メイタン・トラディション、マネー・ブローカーズ・アソシエーション

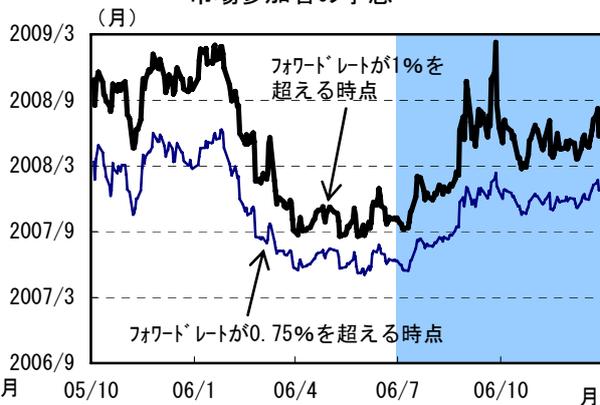
ユーロ円金利先物については、06/12月限や07/3月限といった期近物は、先行きの政策金利を巡る市場の予想を映じるかたちで推移した。一方、より期先のレートは、CPIの基準改定を受けて8月下旬に低下し、その後は、市場予想を下回るCPI公表等を背景に先行きの物価上昇率が小幅に止まるとの見方が拡がり、概ね横這い圏内で推移した。ユーロ円金利先物のイールドカーブは、先行きの金融政策に対する見方を反映して、10月以降フラット化した(図表1-7)。また、国債流通利回りに織り込まれたフォワードレート(3か月物)がそれぞれ0.75%、1%を超える時期をみると、両者ともに8月下旬に四半期程度後ズレした後、総じて横這い圏内で推移した(図表1-8)。

(図表1-7) ユーロ円金先のフォワードカーブ



(出所) 東京金融先物取引所

(図表1-8) 国債のフォワードレートに織り込まれた市場参加者の予想



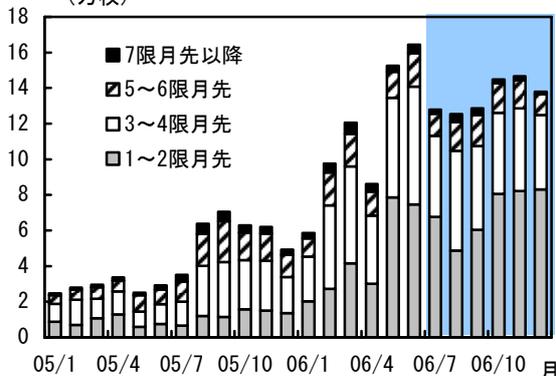
(出所) 日本証券業協会、日本銀行

(デリバティブ市場の取引は活発化)

7月の利上げ後の短期デリバティブ取引をみると、ユーロ円金利先物の取引高は引き続き高水準で推移した。また、OIS やそれ以外の満期1年以内の金利スワップ取引(ショートスワップ)といった、量的緩和政策解除以降に取引が拡大してきた短期デリバティブ商品の取引高は、引き続き増加基調を辿った(図表1-9)。

(図表1-9) 取引高の推移

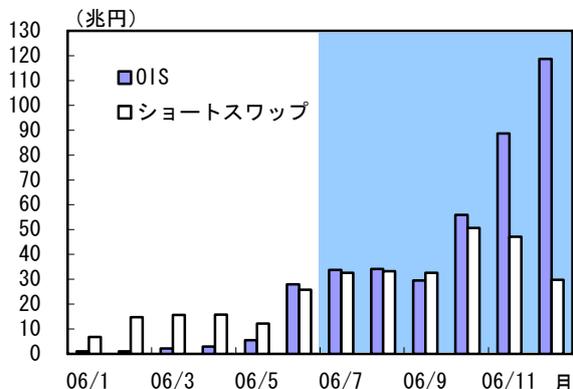
(1) ユーロ円金利先物 (万枚)



(注) (2)はブローカー経由のみ。

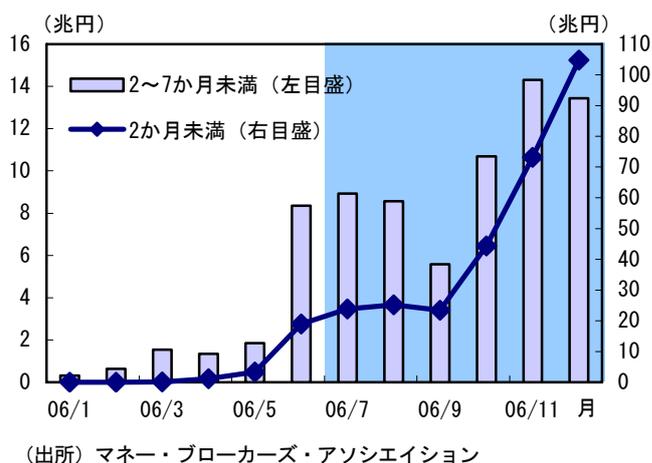
(出所) マネー・ブローカーズ・アソシエーション、東京金融先物取引所

(2) 金利スワップ (兆円)



このようなデリバティブ市場の取引活発化の背景を窺うと、①7月の政策変更前後から先行きの金融政策に対する見方を対象とする取引が拡大したことに加え、②為替スワップやFB・交付税特会借入等との裁定取引が活発化したこと、が指摘されている。取引が急増しているOISをみると、満期が2か月未満の取引と2～7か月未満の取引が特に増えていることがわかる（図表1-10）。前者では上記①に相当する政策決定会合間のコールレートを対象とするInter-meeting取引が、後者では②に相当する裁定取引が多いと考えられる。

（図表1-10）OIS取引高

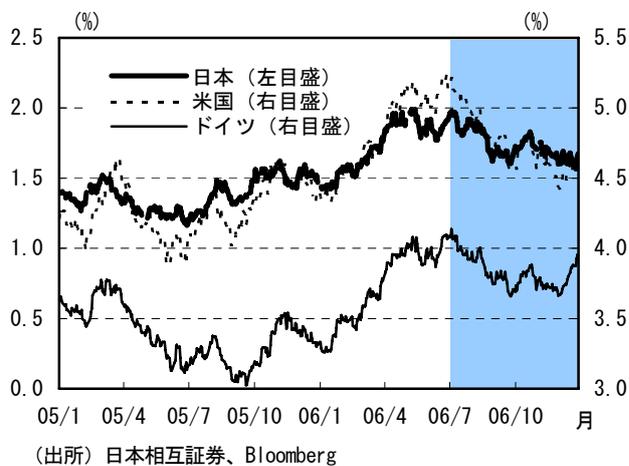


<sup>1</sup>代表的な円金利ターム物レートとしては、短期国債（FB・TB）レートやTIBOR等がある。これらは、総じて同じように変動するが、主要な取引主体が異なるなど、各々に特徴があるため、短期的には異なった動きを示すこともある。このため、レートに織り込まれた市場参加者の見方を正確に把握するためには、特定のレートの動きだけではなく、各レートから読み取れる情報を総合的に勘案することが必要となる。本稿では、その中でも、取引主体の構成にはやや偏りがあるものの、相対的に期待の変化が読み取りやすいOISレートをを用いて、期待の推移をみている。

## 2. 国債市場

長期金利は、7月の政策金利引き上げ以降、市場参加者による先行きの景気・物価見通し、政策金利水準調整についての見方や、米国長期金利の低下を受けて、中長期ゾーン中心に総じて低下基調を辿り、イールドカーブはフラット化した（図表2-1）。具体的には、①市場予想比弱めの経済指標を受けて、景気に対する強気な見方がやや後退したこと、②CPIの基準改定や改定以降の市場予想を下回るCPIなどを受けて、先行きの物価上昇率が小幅なものに止まるとの見方が強まったこと、③米国における景気減速観測の高まりやインフレ懸念の後退、などが影響した。また、主に①および②を背景とする、海外投資家によるポジションの解消が、長期金利の低下を促したとの指摘もある。12月には、国内投資家の債券購入姿勢の強まりもあって、新発10年国債利回りが、3月の量的緩和政策解除後で初めて一時1.5%台まで低下した。

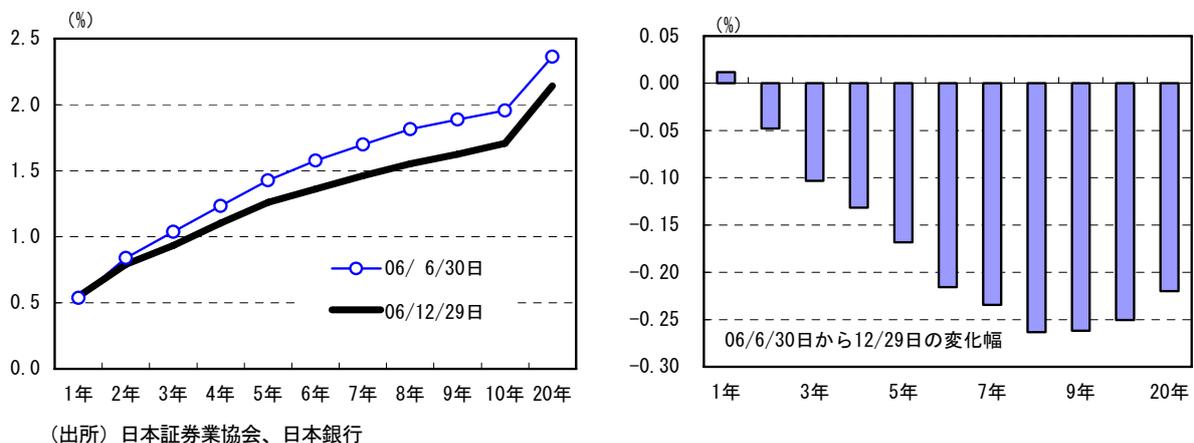
（図表2-1）内外長期金利（10年）



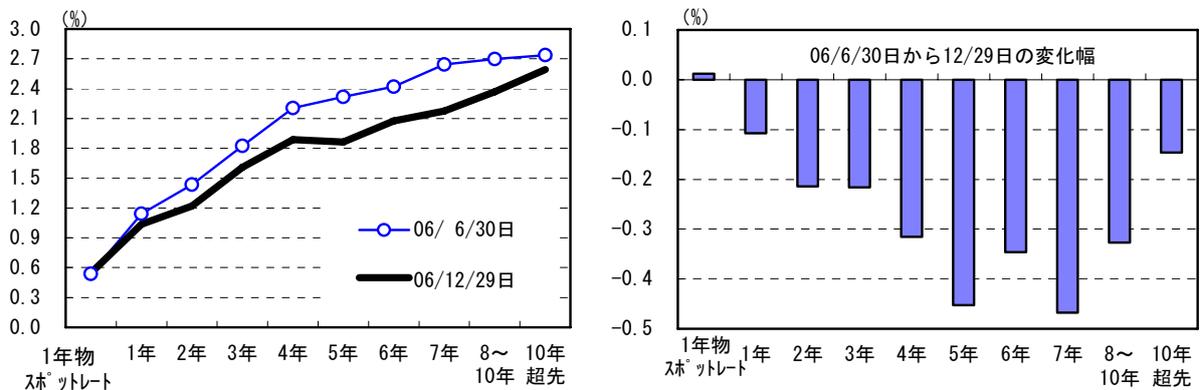
### （中長期ゾーン中心に低下）

長期金利のゾーン別動向をみると、短期ゾーンが横這い圏内で推移した一方、中長期ゾーンが低下したため、イールドカーブはフラット化した（図表2-2）。1年物フォワードレートの様子をみても、中長期ゾーンを中心に低下していることがわかる（図表2-3）。中長期ゾーンは、長い目でみた政策金利水準調整に対する見方や米国長期金利の低下を受けて、総じて低下基調を辿った。

（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）



(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)



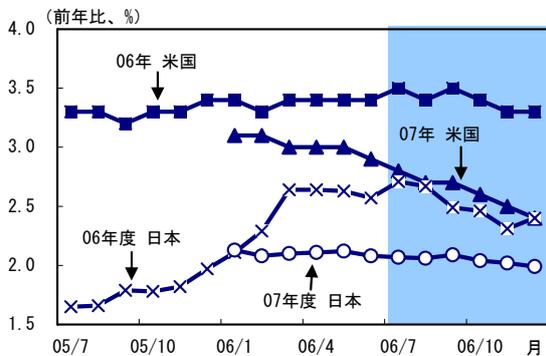
(注)「8~10年」は、8~10年先スタートの1年物フォワードレートの単純平均。「10年超」は、11~19年先スタートの1年物フォワードレートの単純平均。

(出所) 日本証券業協会、日本銀行

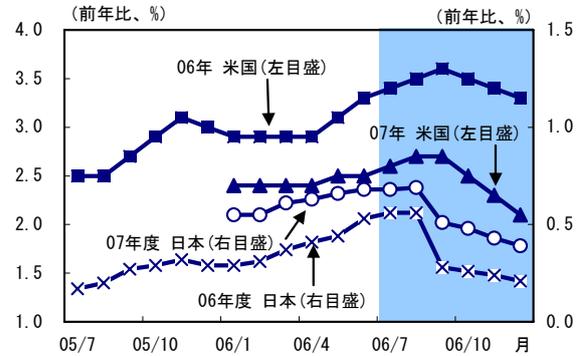
こうした動きの基本的な背景には、景気や物価に対する強気な見通しがやや後退したことがある(図表2-4)。こうした傾向が最も顕著にみられたのは、8月25日に公表されたCPIの基準改定において下方改定幅が市場予想を上回った時であり、新発10年債利回りは、この1日で約10bps低下した。このほか、市場予想比弱めの経済指標や、米国における景気減速観測の高まりも影響を与えた。

(図表 2-4) 日米の景気・物価の見通し

(1) 実質GDP



(2) CPI



(注) 直近の予想集計時点は06/12月。(2)のCPIは、米国は総合、日本は生鮮食品を除くベース。

(出所) Blue Chip Economic Indicators、経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」

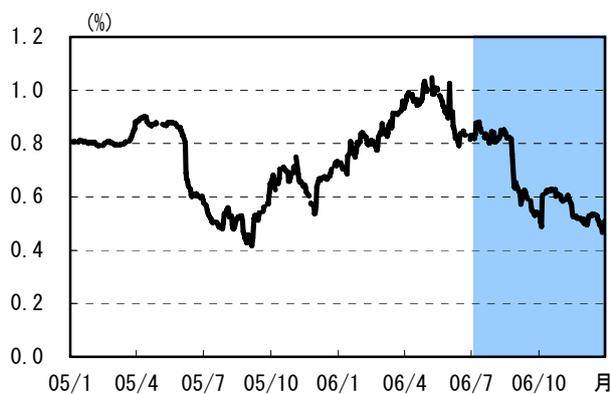
(海外投資家の活発な行動)

この間の金利低下に大きな影響を与えた市場参加者として、ヘッジファンドをはじめとする海外投資家を挙げる声が多い。海外投資家は、先行きの景気・物価および政策金利水準調整に対する予想等に基づき、①イールドカーブの中短期ゾーンにおけるスティーブ化を狙ったポジションや、②期待インフレ率の上昇に伴う国債利回りの対物価連動債利回りスプレッド(以下、BEI)の拡大を見込んだポジションを構築していた。ところが、7月の利上げ以降、CPI基準改定を契機とする長期金利の低下や、これを受けたBEIの縮小等に直面したことから、ポジションの多くを解消したとみられている(図表2-5)。こうした動きが、長期金利の低下を促したと指摘されている。

(国内投資家は慎重な投資姿勢を維持)

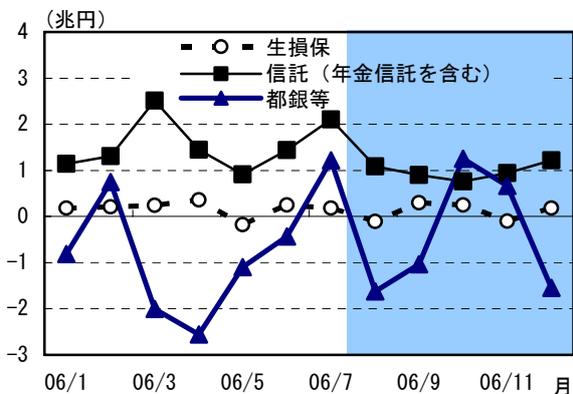
一方、国内投資家の国債売買動向をみると、年金基金と生命保険会社（以下、生保）は国債の購入を小幅ながら継続した一方、銀行は債券投資に対する慎重姿勢を維持した（図表2-6）。やや詳しくみると、年金基金については、公的年金は基本ポートフォリオへの移行過程において国債への投資ウェイトを高めているとみられる<sup>1</sup>一方、企業年金は先行きの金利上昇を展望して年度計画対比国内債券投資をやや抑制気味にしている模様である。生保は、一般勘定資産・負債間の期間ミスマッチを小さくするために、金利が比較的高くなる局面を捉えて長期・超長期ゾーン中心に国債を購入していた模様である。一方、銀行は、06年前半に先行きの金利上昇を展望して国債の売却傾向を強めた後、年後半も金利リスクを抑制する姿勢を維持した。

(図表2-5) 国債利回りの対物価連動債利回りスプレッド (10年物)



(出所) Bloomberg

(図表2-6) 投資部門別売買動向

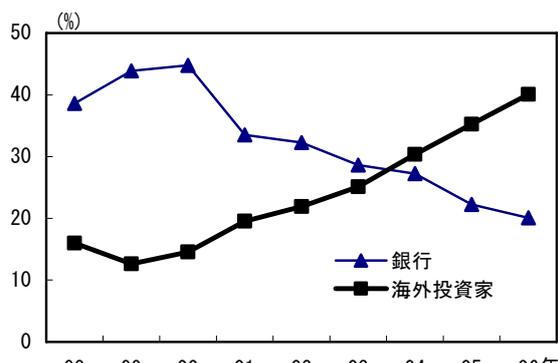


(注) FB・TBを除く。都銀等は、都銀、新生銀行、あおぞら銀行。  
(出所) 日本証券業協会

(海外長期金利との連動性)

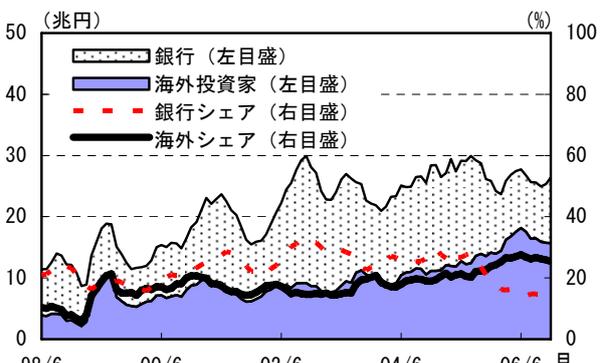
上述のように、内外の景気・物価動向や金利動向を眺めて取引する海外投資家の、国内金融市場における価格形成に対する影響力は、ここ数年高まってきている。海外投資家は従来から、先物・オプションなどのデリバティブの取引を活発に行っていたが、近年では国債など現物市場でも売買高におけるシェアを高めてつある（図表2-7、8）。こうした海外投資家の国債市場価格形成に対する影響力の高まりは、わが国の長期金利を海外金利に連動させる一因となっている可能性がある。実際、日米独の長期金利のデータについて主成分分析を行うと、量的緩和解除が意識され、海外投資家の参入が加速し始めたと言われていた05年半ばを境にして、3か国の金利を同方向に動かすグローバル・ファクターに対するわが国金利の感応度が高まっていることが確認できる（BOX1参照）。

(図表2-7) 主体別国債先物取引売買高比率



(出所) 東京証券取引所

(図表2-8) 公社債投資家別売買高



(注) FB・TBを除く。銀行は、都銀、地銀。取引高シェアは債券ディーラーの取引を除くベース。後方5か月移動平均。  
(出所) 日本証券業協会

<sup>1</sup> 公的年金積立金の運用については、長期的な目標収益を最小限のリスクで達成するための資産構成割合として「基本ポートフォリオ」が定められている。年金積立金の一部は現在、国の財政融資資金への預託で運用されているが、預託金の償還が完了し年金積立金の全額が市場運用されることとなる08年度までに、現在の資産構成から基本ポートフォリオへの移行が段階的に行われる予定である。なお償還される預託金の多くは国内債券への投資に向けられる見込みである。

※基本ポートフォリオ構成比

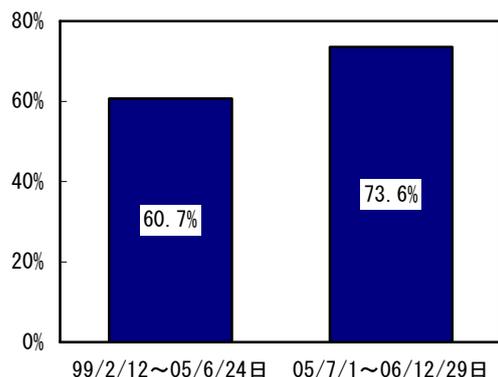
国内債券 67%、国内株式 11%、外国債券 8%、外国株式 9%、短期資産 5%

### BOX 1：日米独の長期金利の連動性に関する主成分分析

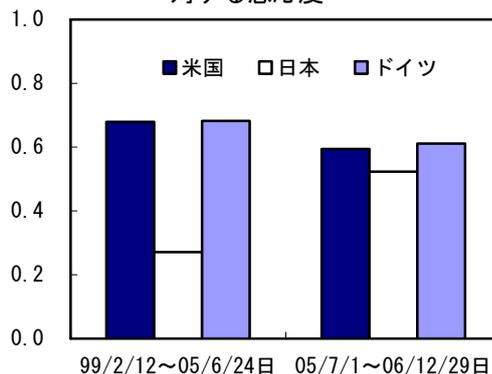
主成分分析とは、互いに相関する複数の変数の動きを、1つまたは少数個のファクター（主成分）に要約することで、変数間に共通の動きなどを抽出する方法である。ここでは、日米独3か国の10年金利の週次変化幅に対して主成分分析を用い、わが国と海外の長期金利の連動性について分析した。なお、長期金利のデータは、99年初から05年半ば、05年半ばから06年末、の2つの期間に分けて分析を行っている。

分析結果をみると、いずれの期間でも、1つのファクターだけで、日米独金利の動きの6割以上を説明可能であることがわかる（BOX 1 図表1）。同ファクターに対する日米独金利の感応度をみると、各国ともに符号が同じであり、このファクターが3か国の金利を同方向に動かす作用を持つグローバル・ファクターと解釈可能であることを示している。感応度の推移をみると、わが国長期金利の感応度の上昇が目立っており（BOX 1 図表2）、05年半ば以降、わが国金利が海外金利との連動性を高めていると言われていることと整合的である。

(BOX 1 図表 1) 第1ファクターの説明力



(BOX 1 図表 2) 各国金利の第1ファクターに対する感応度



(注) 感応度は、各国金利のボラティリティの違いを調整後。

(出所) Bloomberg、日本銀行

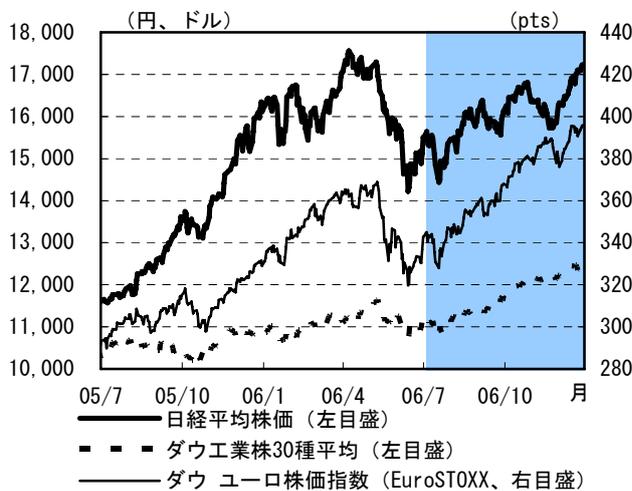
### 3. 株式市場

わが国の株価の動向をみると、世界経済の持続的な拡大を背景とする好調な企業業績が好感される中、5～6月のいわゆるグローバル・リスク・リダクション（詳細は「金融市場レポートー2006年前半の動きー」参照）時における年初来安値（6/13日：日経平均 14,218円）から上昇基調を辿り、12月末には日経平均で 17,225円と 20%程度の上昇となったほか、年初の水準（1/4日：同 16,361円）をも上回った。もっとも、目立った調整もみられず上昇基調を辿った米欧株価との比較では、わが国の株価は、企業が総じて慎重な年度業績見通しを維持したことや、内外投資家のわが国の景気に対する見方に不透明感が残ったため、上昇ペースは一様ではなく、振れを伴う展開となった（図表3-1）。

#### （わが国株価は振れを伴いつつ年末にかけ上昇）

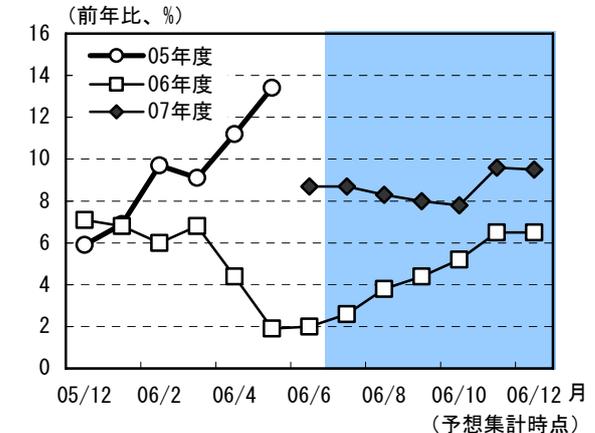
わが国の株価は、2006年後半を通じてみれば上昇基調を辿った。こうした背景として、①東証一部上場企業が中間期決算において+15%程度の経常増益率（図表3-2脚注参照）となるなど、わが国企業業績の好調さが実績ベースで確認されたことや、②為替レートが7月以降、わが国企業の想定レート（06年度下期 113.40円/ドル<06/12月短観・大企業・製造業>）を下回る円安基調で推移したことが、輸出企業の通期業績見通しの上方修正に対する期待を高めたこと、などが挙げられる。もっとも、①市場参加者の間で06年度通期の企業収益に対する上方修正期待が高かった中、企業が中間期決算等において慎重な年度業績見通しを維持したこと（06年度予想経常増益率：+6.5%、図表3-2）や、②市場予想比弱めの経済指標等の公表を受けて、わが国の景気・物価に対する強気の見方がやや後退し、先行き不透明感が台頭する局面があったことなどから、7月、9月、11月にやや大きな調整がみられた。

（図表3-1）内外株価



（出所）Bloomberg

（図表3-2）企業収益見通し



（注）東証一部上場企業（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。

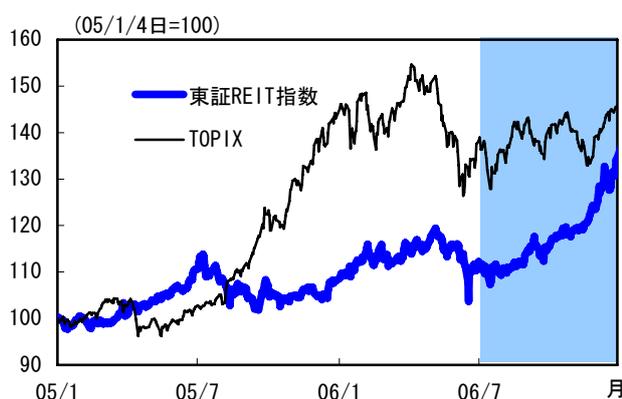
（出所）東洋経済新報社予想をもとに大和総研作成

一方、米国では、住宅市場を中心とした景気減速が確認されたものの、企業収益が好調を維持する中で、底堅い個人消費・雇用関連の経済指標等を受けて景気の軟着陸期待が高まり、株価は概ね上昇基調を辿った。とくに、ダウ工業株30種平均（以下、NYダウ）採用銘柄に代表されるグローバル企業の株価は総じて堅調な推移となり、NYダウは10月以降史上最高値を繰り返し更新した（12/27日：12,510ドル）。また、欧州株価も、輸出や生産の増勢が続く中、企業の好決算に加え、ユーロ域内等で企業合併・買収（以下、M&A）が幅広い業種で増加していることなどを背景に、上昇基調を辿った。

## (J-REIT<日本版不動産投資信託>市場は堅調)

J-REIT 市場は、大都市圏を中心とした堅調な不動産市況などを背景に、好調な決算が続き上昇した(図表3-3)。海外投資家や投資信託からの資金流入も価格上昇に寄与した。いくつかの投資法人に対し業務改善命令などの行政処分があったことが、銘柄選別的な動きを促したが、その市場全体への影響は限定的であった。また、これまでのところ、多くのREITはLTV(loan to value: 保有資産価格に対する負債の割合)を低く抑え、かつ、借入の長期化と金利の固定化を進めていたこともあり、政策金利引き上げによる価格への影響はほとんどみられなかった。なお、市場規模については、7~12月中に新たに4法人が上場し、12月末時点での時価総額は4.9兆円に達した(図表3-4)。

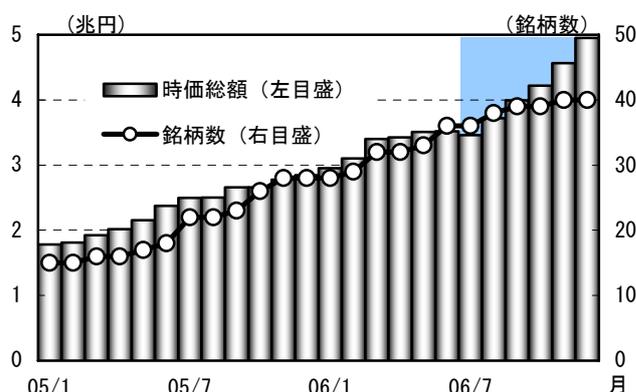
(図表3-3) 東証REIT指数の推移等



(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

(図表3-4) J-REITの時価総額と銘柄数の推移



(注) 各データは、月末日ベース。

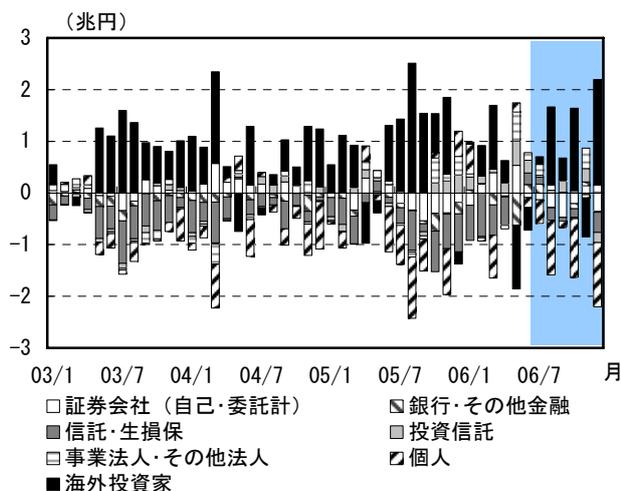
(出所) QUICK

## (内外投資家の投資姿勢はやや慎重化)

05年後半から06年前半にかけて、海外投資家や個人投資家の投資姿勢が株式市場の動向に大きな影響を与えてきたが、06年後半についても内外投資家の投資姿勢がやや慎重化したことが、米欧対比でわが国株価の上昇ペースが一様でなく、経済指標の強弱等を受けた振れが大きかったことの1つの背景と指摘されている。

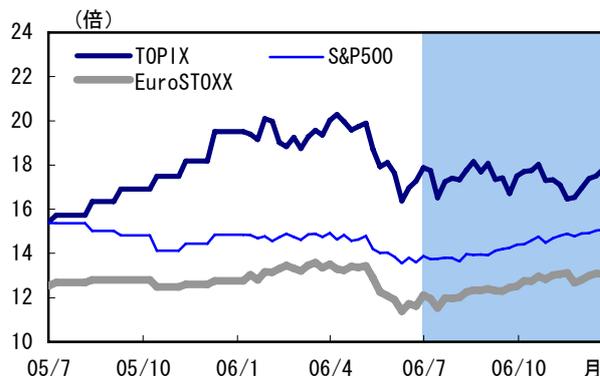
まず05年後半から06年4月にかけてわが国株価が大きく上昇した局面では、景気回復や企業収益の改善などわが国のファンダメンタルズの良好さを背景に、海外投資家からの多額の資金流入がみられた。しかし、06年初のわが国新興株式市場における株価下落や、世界的に市場参加者がリスク評価を見直す動きが強まったことを背景としたグローバル・リスク・リダクションの動きを受けて、個人投資家や海外投資家によるわが国株式に対する投資意欲の減退がみられた(図表3-5)。わが国株式市場の株価収益率(以下、PER)の推移をみても、PERが大きく上昇した05年後半に比べ、06年後半は横這い圏内の推移となっており、上値を追う動きは限定的であったことが確認できる(図表3-6)。

(図表 3-5) 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部等合計)、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

(図表 3-6) 各国株価の PER

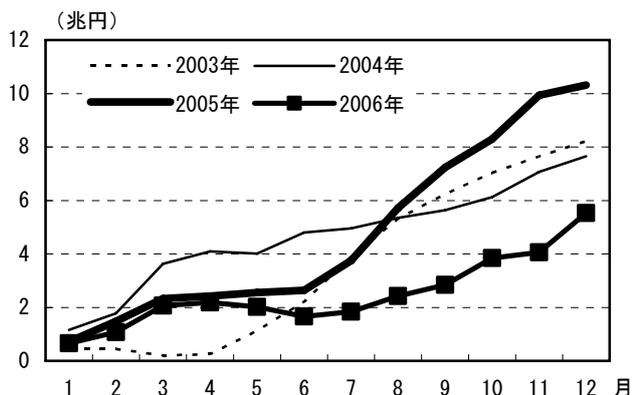


(注) 1. 12か月先の予想EPSを使用。  
2. 06/1/12日までは月次データ。1/19日以降は週次データ。  
(出所) トムソンファイナンシャル

06年については、海外投資家の投資姿勢は05年対比やや慎重化しており、年初来の累積買い越し額は昨年よりも低い水準になっている(図表3-7)。また、先物等でポジションを傾ける動きがみられ、株価が調整した局面では先物主導で下落圧力がかかるとともに、裁定買い残が史上最高額に積み上がるなど、現物株価の振れにつながった模様である。海外投資家は、中長期的にはわが国株式に対して前向きな投資姿勢を維持しているものとみられる一方、経済指標を受けた景気・物価に対する見方の振れに伴い、先物などでエクスポージャーを調整していたと考えられる。

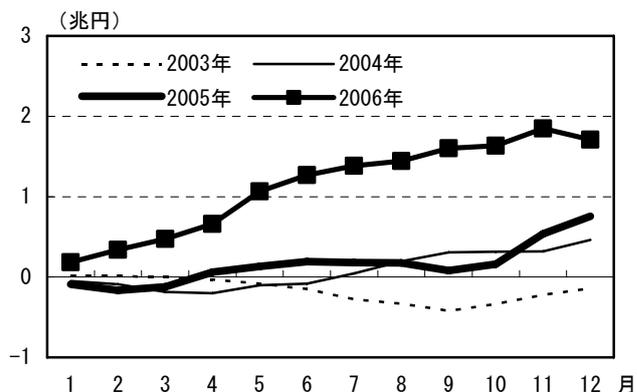
この間、個人投資家の売買金額をみると、05年後半に比べ減少したままで推移している。もっとも、株式投信への資金流入は、堅調な増加基調を示しており、投信を通じた個人投資家による比較的長期の株式運用は継続していると考えられる(図表3-8)。

(図表 3-7) 海外投資家の年初来買い越し額



(注) 投資部門別売買状況(東証・大証・名証の1・2部等合計、株券)のネット売買金額を、年次毎に累計したもの。  
(出所) 東京証券取引所

(図表 3-8) 投資信託の年初来買い越し額

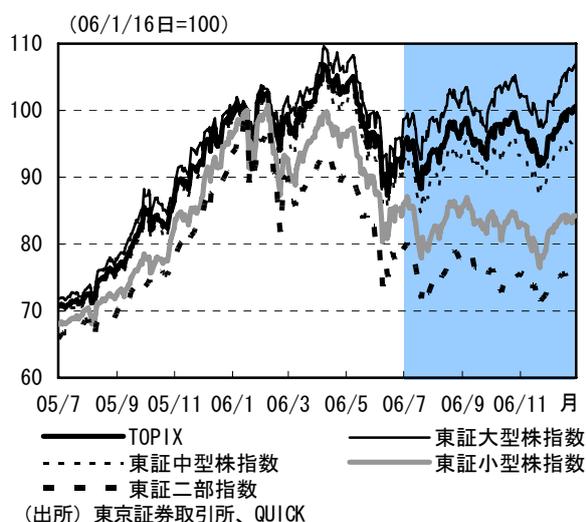


(注) 投資部門別売買状況(東証・大証・名証の1・2部等合計、株券)のネット売買金額を、年次毎に累計したもの。  
(出所) 東京証券取引所

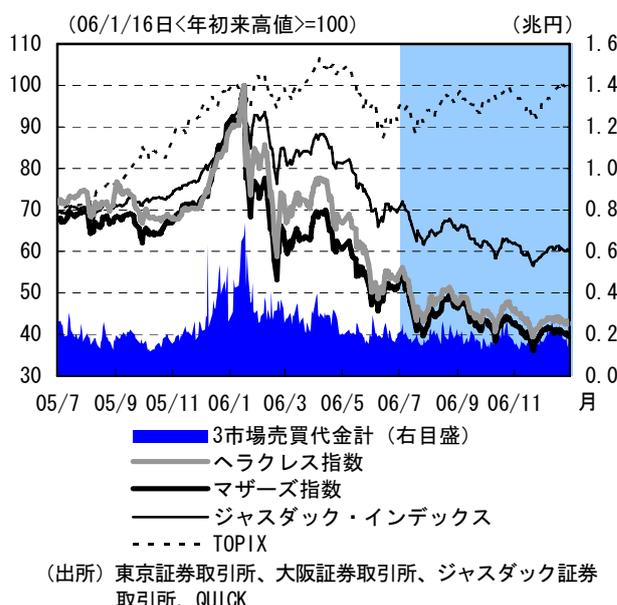
### (大型株中心の株価上昇と中小型株の株価低迷)

06年後半の株価動向の1つの特徴として、グローバルに大型株が選好され、中小型株対比の価格上昇率が高かったことが挙げられる(図表3-9)。わが国においては、一部IT関連企業に対する家宅搜索(06/1/16日)を契機とした中小型株の株価低迷が06年を通じてみられた。新興企業を中心として決算訂正を行う企業が引き続きみられ、中小型銘柄に対する会計不信が払拭されていないことも重石となった。新興市場株価は06年後半を通じて軟調に推移し、6月末の水準を回復しなかった(図表3-10)。このため、05年後半に中小型株投資を積極的に行った個人投資家や、中小型株を買う一方で大型株もしくはインデックス先物を売るポジションを造成していた一部の海外投資家は、年初来のパフォーマンスを05年比大幅に悪化させたとみられている。

(図表3-9) 規模別株価指数



(図表3-10) 新興市場株価



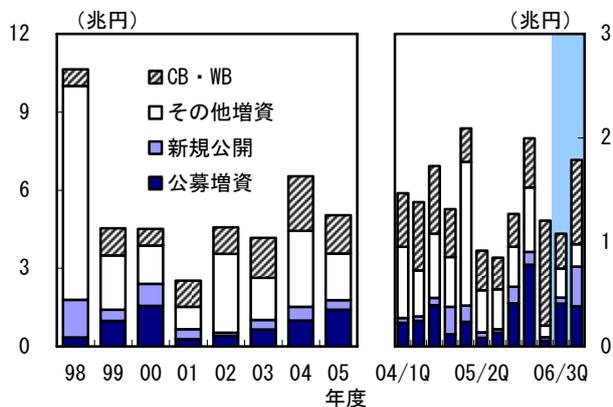
一方、大型株については、グローバルに事業展開する輸出企業を中心として、株価は上昇した。米国の株式市場においても同様の傾向がみられ、大型株指数の代表格であるNYダウは史上最高値を繰り返し更新した。大型株優位の相場が多くの主要市場で観測された要因として、①グローバル投資家のリスク評価が依然としてやや慎重で、相対的に安全な資産が選好される傾向があったこと、②わが国については円安の企業業績押し上げ効果への期待、米国については米国景気の減速が見込まれる中で米国以外の高成長率地域における企業の収益力がそれぞれ注目され、国際的な事業展開をする大手企業が選好されたこと、等が指摘されている。

### (企業の資本調達は引き続き活発)

本年後半のわが国株価が振れを伴った展開となる中、大型の新規株式公開(以下、IPO)や公募増資、株式売出し、転換社債(CB)発行が多くみられ、市場における需給悪化が懸念される局面があった(図表3-11)。IPO時に初値が公開価格割れする事例も05年比で増加し、公開価格の設定において仮条件の上限で決まらない事例もみられた。また、銀行等保有株式取得機構などの公的機関からの株式売出しが開始されたことや、過去の事業再生案件で株式売出しによる再上場が実施されたことも意識されている。もっとも、自社株買いも高水準で推移していることから、ネットの市場調達でみると、需給環境は大きく変わっていない(図表3-12)。また、株式公開買付け(TOB)による非上場化などのM&Aが活発化し、株式市場への入退出が従来より柔軟化し

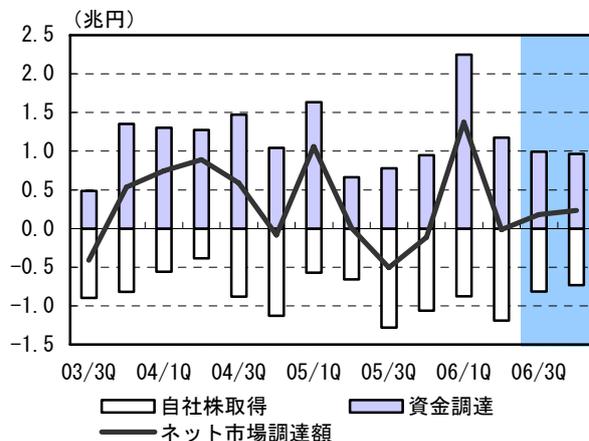
ており、この点でも企業の資本調達増加や株式売出しが、株式市場全体の需給の悪化には結びつきにくかったものと考えられる。

(図表3-11) 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3-12) 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。06/4Q は11月まで。  
(出所) 東京証券取引所

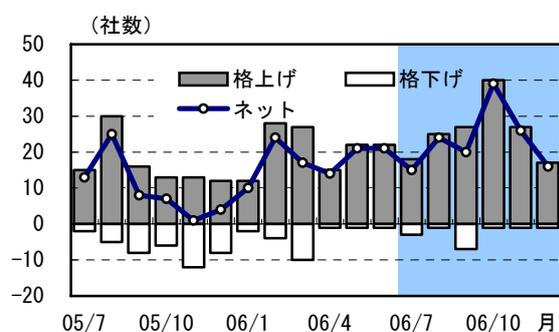
#### 4. クレジット市場

クレジット市場をみると、春先から拡大してきた社債などの対国債スプレッドやクレジット・デフォルト・スワップ（以下、CDS）プレミアムは、夏場以降、緩やかに縮小した。その主因は、企業業績や信用力といった企業の財務ファンダメンタルズが引き続き良好であったほか（図表4-1）、金利のインプライド・ボラティリティが低位で安定したことである。また、そうした環境のもとで、投資家がクレジットに対する投資意欲を強めたことも、スプレッドやプレミアムの縮小を後押しした面がある。

（社債スプレッドは、Aa 格・A 格は横這い推移、Baa 格は縮小）

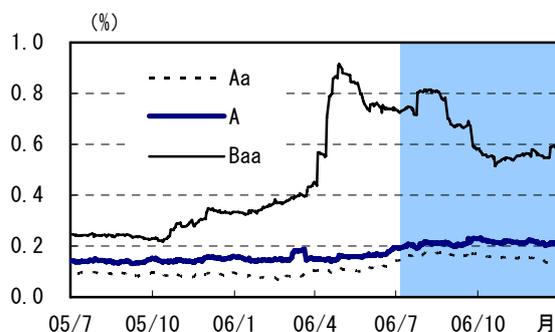
社債の対国債スプレッドをみると（図表4-2）、Aa 格、A 格は、夏場以降、低水準で横這いとなった。一方、Baa 格は、前述した良好な投資環境の下、例えば、消費者金融の貸出上限金利の規制を巡る議論など、夏場にかけてスプレッドを押し広げてきた個別要因が収束するにつれて、スプレッドが緩やかに縮小した。

（図表4-1）格付変更の推移



（注）格付機関（ムーディーズ、S&P、R&I、JCR）の長期格付変更数を集計。  
（出所）Bloomberg

（図表4-2）社債の対国債スプレッド



（注）1. 対国債スプレッド。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

（CDS プレミアムは、夏場以降、緩やかに縮小）

主要50社をカバーするCDSインデックスをみると（図表4-3）、CDSプレミアムは、春先から7月頃にかけて拡大した後、8月以降、緩やかな縮小傾向を辿り、既往ボトム近傍に達した。こうした動きの基本的な背景は、社債と同様、企業の良好な財務ファンダメンタルズである。それに加えて、ファースト・トゥ・デフォルト（FTD）債<sup>1</sup>など仕組み商品の組成が引き続き活発に行われる中で、クレジットに対する投資家の投資需要が顕在化したことが、プレミアムの押し下げに寄与したとの指摘もみられる。個別にみても、業績の不振が目立つ一部事業会社などを除くほとんどの銘柄でプレミアムが縮小した。

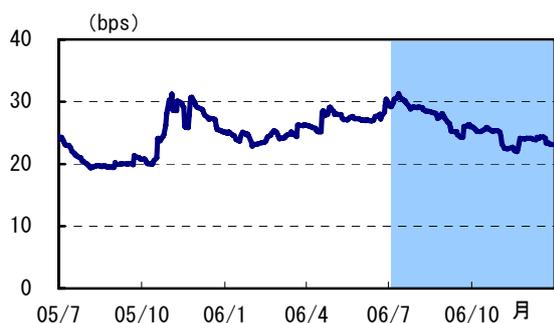
（地方債の対国債スプレッドは、一旦拡大した後、緩やかに縮小。財投機関債は、総じて落ち着いた展開）

地方債の対国債スプレッドは、地方債に関する様々な環境変化——地方債の債務履行に関する法制度の見直しについての検討<sup>2</sup>、一部の地方公共団体の財政悪化を巡る動き、市場公募債の統一

条件発行方式の見直し<sup>3</sup>（8～9月）——などを材料に、春先から9月半ばにかけて水準が切り上がるとともに、銘柄間格差が拡大した（図表4-4）。その後、金利のインプライド・ボラティリティが低位で安定する中、地方債制度を巡る様々な思惑が沈静化するにつれて、スプレッドが緩やかに縮小した。

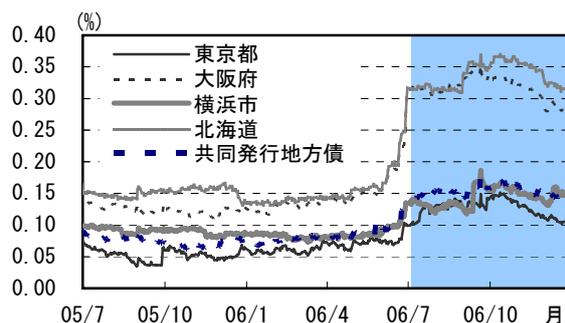
財投機関債の対国債スプレッドは、夏場にかけて政策金融改革の影響が意識されて拡大したが、改革の大枠が明らかになった後は、水準を若干戻し落ち着いた展開を辿った（図表4-5）。

（図表4-3）CDS プレミアム



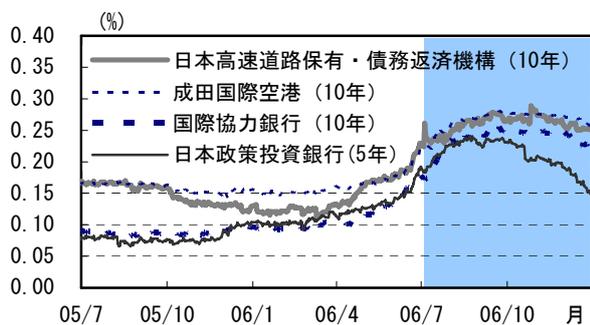
（注）iTraxx Japan  
（出所）Markit

（図表4-4）地方債の対国債スプレッド



（注）対国債スプレッド。年限は10年。  
（出所）日本証券業協会

（図表4-5）財投機関債の対国債スプレッド



（注）対国債スプレッド。  
（出所）日本証券業協会

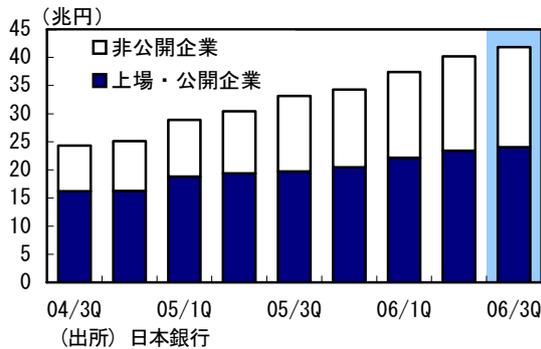
### （多様な資金仲介チャネルは、成長傾向継続）

シンジケート・ローンの組成額（7～9月）は、前年同期に大型案件が集中した反動などもあって前年を下回った。このため、残高は、増加傾向を辿っているものの、増勢が幾分鈍化している（図表4-6）。

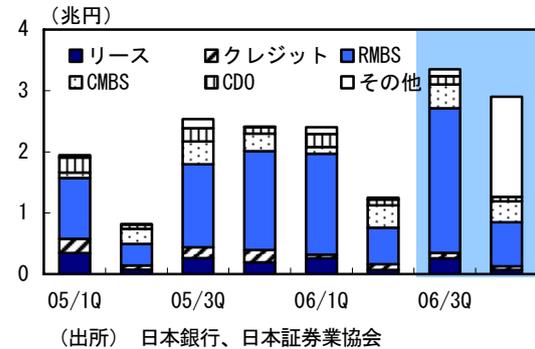
証券化商品については、不動産関連を裏付けとする商品（住宅ローン債権等を裏付け資産としたRMBS、商業用不動産担保ローン債権等を裏付けとしたCMBSなど）を中心に底堅い伸びを示しており、06年の発行額は、既往最高を更新したとみられる（図表4-7）。

円建て外債（いわゆる「サムライ債」）は、一般債振替制度の開始（06年1月）に伴って、発行体本国での税務上の取り扱いが不透明になったため、発行額が前年を大きく下回った。もっとも、11月に米国税務当局が利息の源泉徴収を免除する条件を明らかにすると、米国企業による久方振りの起債がみられた。

(図表4-6) シンジケート・ローン残高



(図表4-7) 証券化商品の発行額



<sup>1</sup> 複数の企業などのクレジット・リスクを参照する債券。参照する企業などのいずれかに信用事由（法的倒産や不払いなど）が発生した場合、債券は全額償還となり、その償還額は信用事由を起こした企業などの債務（社債や融資など）の時価に準じて決まることが多い。参照する企業などのうちどれか1つでも信用事由に該当すれば償還が起こるため、単一のクレジット・リスクを参照する仕組み債に比べて高い利回りが付される。

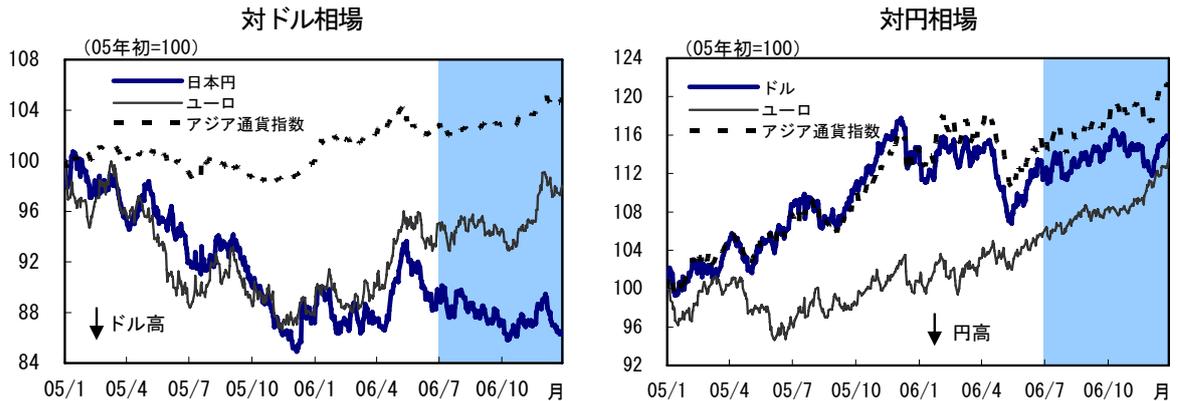
<sup>2</sup> 総務省では、2006年1月以降、「地方分権21世紀ビジョン懇談会」、「新しい地方財政再生制度研究会」などの場において、地方債の債務履行に関する法制度の見直しを議論していた。

<sup>3</sup> 統一条件発行方式は、市場公募債の発行条件の決定方式の1つ。地方公共団体の代表もしくは総務省が窓口となって、毎月、引受シ団の代表と当該月に起債される市場公募債全てに適用される発行利回りを交渉・決定する。総務省は、2006年8月14日付けの事務連絡で、市場公募債を発行する地方公共団体に対して、統一条件交渉方式から個別条件交渉方式への移行を促した。それを受けて、9月以降、各地方公共団体は個別条件交渉方式による起債に移行している。

## 5. 外国為替市場

外国為替市場では、低ボラティリティ環境が継続する中、内外金利差が意識されやすい状況が続いた。市場参加者の動向をみても、短期筋やわが国の個人投資家などが、高金利通貨を選好する傾向が強かった模様である。こうした投資家の動きなどから、低金利通貨である円は、下落傾向を辿った（図表5-1）。一方、米ドルは、景気減速観測の高まりや外貨準備構成通貨の分散に関する思惑などから、高金利通貨にもかかわらず弱含みとなった。

（図表5-1）主要通貨の対ドル相場、対円相場

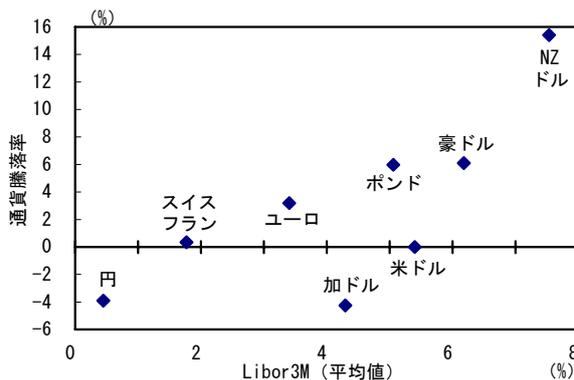


（注）アジア通貨指数（対円相場）は、アジア通貨指数（対ドル相場）とドル/円レートから計算。  
（出所）Bloomberg、日本銀行

### （低ボラティリティ環境の継続）

外国為替市場では、内外金利差に注目が集まりやすい状況が続き、低金利通貨である円は、他の多くの通貨対比で下落傾向を辿った（図表5-2）。このように高金利通貨が選好された背景として、ボラティリティが低位で推移したため、為替のポジション保有に伴うリスクが抑制された環境にあったことを指摘できる（図表5-3）。

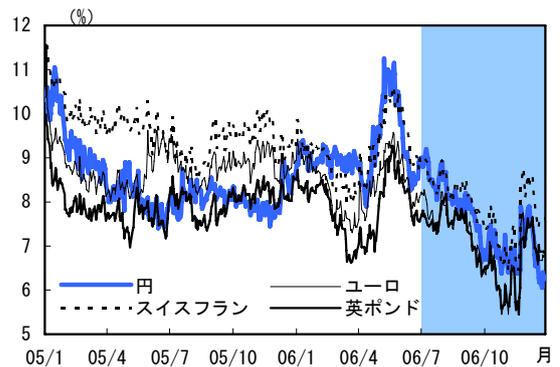
（図表5-2）短期金利水準と通貨（対ドル）騰落率



（注）通貨騰落率は6/30日から12/29日までの騰落率。  
Libor3Mは、6/30日から12/29日の平均値。

（出所）Bloomberg

（図表5-3）各国通貨（対ドル）のボラティリティ



（注）インプライド・ボラティリティ（1か月）。

（出所）Bloomberg

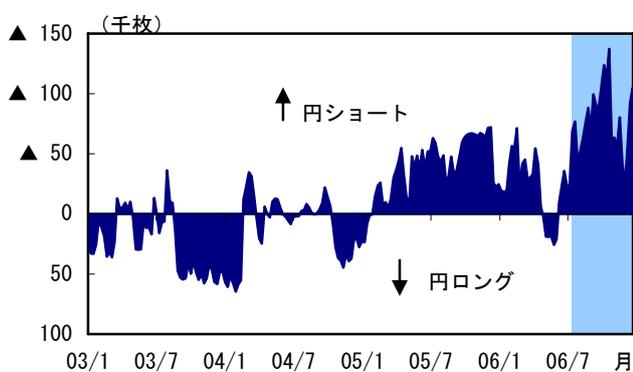
過去30年程度について、ドル/円のボラティリティの動きをみると、足許の水準は、過去の低ボラティリティ局面（83年や03年）と同程度にあり、長期的にみても低い状態にある。この長期のボラティリティ・データに対して統計モデルを用い、高ボラティリティ期と低ボラティリティ期に分離してみても、足許は低ボラティリティ期にあることが確認できる（BOX 2参照）。

### (金利差を意識した取引)

市場参加者別の動向をみても、金利差に注目した動きがみられる。まず、短期筋の動きを一部示すと言われているシカゴ・マーカンタイル取引所における非商業目的投資家の IMM 先物取引ポジション（ドル/円）をみると、円のショート超幅が高水準で推移し、10月下旬には既往ピークとなる13万枚超（約1.7兆円）にまで達した（図表5-4）。

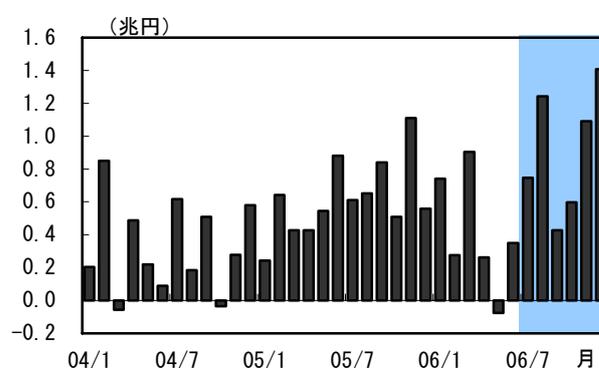
このような低金利通貨ショート・高金利通貨ロングの動きは、わが国の個人投資家の取引にもみられた。例えば、外貨建て投資信託の残高は増加を続けている（図表5-5）。また、外為証拠金取引も拡大しており、10月中旬から11月下旬にかけて円をショートする動きが強まった（図表5-6）。

(図表5-4) ドル/円のIMMポジション（非商業目的）



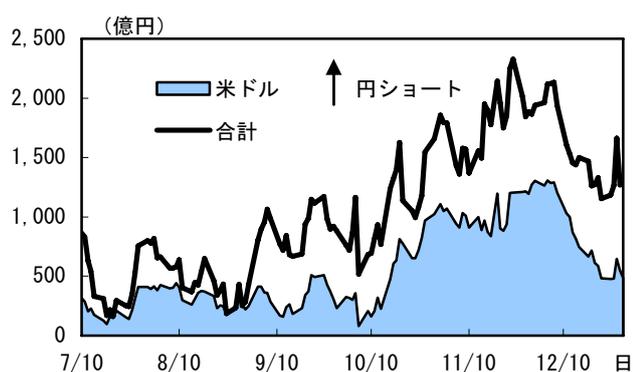
(注) 1枚=1,250万円  
(出所) CFTC

(図表5-5) 外貨建て投資信託残高の前月差



(注) 外貨建て公募投資信託の純資産残高の前月差。  
(出所) 投資信託協会

(図表5-6) 取引所為替証拠金取引のポジション動向



(注) 1. 円に対する他通貨のネットロングポジション。  
2. 合計は、米ドル、ユーロ、英ポンド、豪ドル、  
スイスフラン、カナダドル、NZドルの合計ポジション。

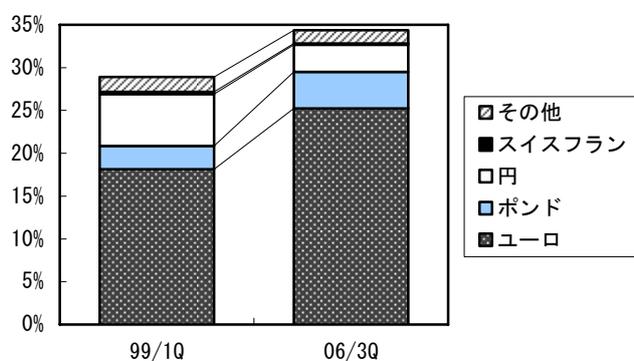
(出所) 東京金融先物取引所

### (外貨準備構成通貨の分散)

高金利通貨が選好される環境にあっても、米ドルは弱含みで推移した（前掲図表5-2）。この背景として、米国における景気減速観測の高まりのほか、外貨準備構成通貨の分散に関する思惑を挙げることができる。現状入手可能なIMFのデータに基づき外貨準備の通貨別構成比の推移を長い目でみると、ドルの比率が低下する一方、ポンド、ユーロの比率が上昇している<sup>1</sup>（図表5-7）。こうした状況のもとで、最近では、外貨準備の分散に関する各国高官発言を受けて、ドルが下落する局面もみられた。

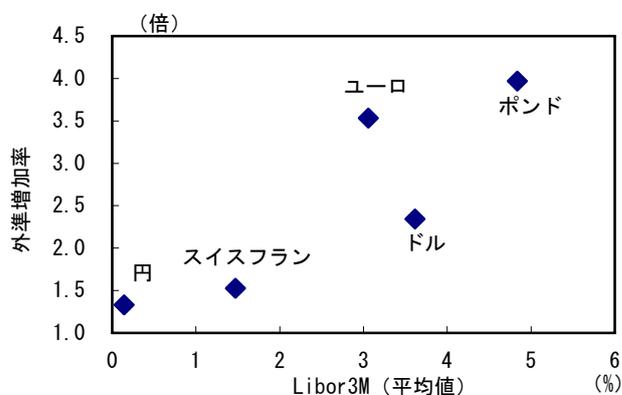
一方、円の比率は低下した。外貨準備高の増加額と金利水準には正の相関がみられていることからみて、低金利であるため円が分散対象として敬遠された可能性もある（図表5-8）。

(図表5-7) 外貨準備高の通貨別構成比（ドル以外）



(出所) IMF

(図表5-8) 外貨準備高増加率と金利水準



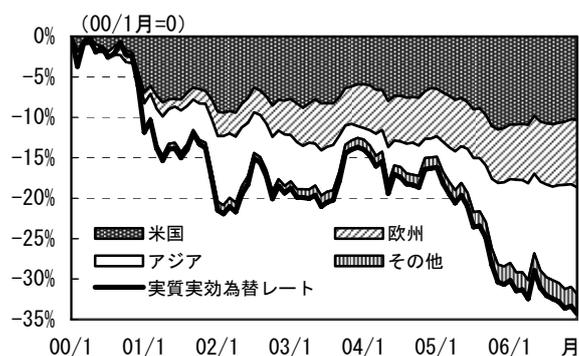
(注) 外貨準備高の増加率は99/1Qから06/3Qのもの。

(出所) IMF、Bloomberg

### (幅広い通貨に対する円安の進行)

円の実質実効レートも低下傾向を辿っており、足許では85年以来の水準に達している。この低下傾向に対する国・地域別の寄与度を試算すると、最近では、対アジア通貨の寄与が大きくなっていることがわかる（図表5-9）。こうした動きの背景として、良好なファンダメンタルズを受けて、アジア各国に海外からの資金流入が継続しており、為替レートも堅調に推移していることが指摘されている（前掲図表5-1）。また、わが国の輸出総額に占めるアジア各国の割合も増加傾向にあることから、アジア通貨の上昇が円の実質実効レート（輸出金額で加重平均）を押し下げやすくなったことも指摘できる。

(図表5-9) 円の実質実効レートの対数変化率



(注) 1. 06/12月の実質実効レートは、06/11月の物価データを用いて試算。

2. 各通貨のウェイトは、前年の輸出ウェイトを使用。

(出所) Bloomberg、日本銀行

<sup>1</sup> IMFが四半期毎に公表する Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)。全ての先進国、および発展途上国（160か国）のうち80~90か国が、外貨準備の通貨構成を報告している。

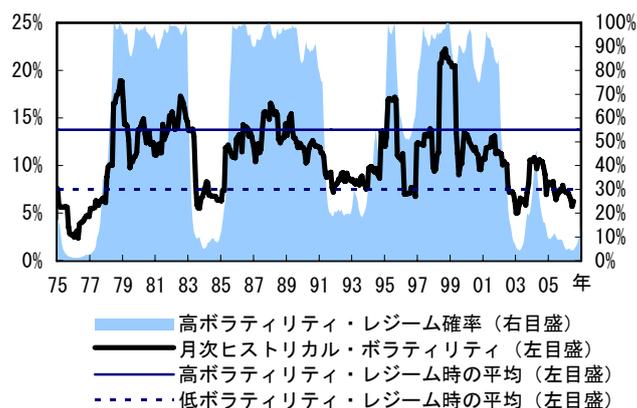
## BOX 2 : レジーム・スイッチング・モデルを使った為替レートのボラティリティに関する分析

為替レートのボラティリティは、一旦上昇（低下）すると、高い（低い）状態が持続することが知られている。このような現象は「ボラティリティ・クラスタリング」と呼ばれており、為替レート以外にも多くの金融時系列データで観測される。こうした現象を分析する際には、状態が複数のレジーム間で確率的に推移するレジーム・スイッチング・モデルが用いられることが多い。

ここでは、為替レートの月次騰落率が正規分布に従い、同分布の標準偏差（ボラティリティ）が高い状態（高ボラティリティ・レジーム）と低い状態（低ボラティリティ・レジーム）の2つのレジーム間を確率的に推移すると仮定するレジーム・スイッチング・モデルを用いて、ドル/円レートのボラティリティの分析を行った。

推計結果から、各月において高ボラティリティ・レジームにあった確率を求めると、03年以降は低水準で推移しており、足許は低ボラティリティ・レジームにある確率が高いことが確認できる（BOX 2 図表）。過去30年程度を振り返ると、足許と同程度の低ボラティリティ環境にあった時期として、75～77年と83～85年が挙げられるが、それぞれ78年のカーターショック<sup>1</sup>、85年のプラザ合意<sup>2</sup>をきっかけに高ボラティリティ・レジームに転換している。

(BOX 2 図表) 高ボラティリティ・レジーム確率の推移



(注) レジーム確率などは、ドル/円レートの月次ヒストリカル・ボラティリティ（中心12か月）を2状態マルコフスイッチングモデルで推計。

(出所) Bloomberg、日本銀行

<sup>1</sup> 米国のカーター大統領により1978年10月31日に公表されたドル防衛策を受けた為替相場の大幅な変動。円はドルに対して、1日で7円近く（4%弱）下落した。

<sup>2</sup> G5諸国（日・米・英・独・仏）の大蔵大臣・中央銀行総裁が1985年9月22日に合意し、公表した過度なドル高に対する是正策。ニューヨークのプラザホテル（当時）で会議が行われたことからこう呼ばれる。円はドルに対して、5日間で20円程度（8%強）上昇した。

### 参考文献

Kim, Chang-Jin & Nelson, Charles R. & Startz, Richard, 1998. "Testing for mean reversion in heteroskedastic data based on Gibbs-sampling-augmented randomization," *Journal of Empirical Finance*, vol. 5(2), pages 131-154, June.

## II. 市場機能面の課題と日本銀行の取り組み（06年中）

日本銀行は、金融市場の機能や効率性向上に貢献する観点から、様々な市場に関して調査活動を行うとともに、それに基づいて市場の基盤（インフラ）整備のための取り組みを行っている。以下では、日本銀行が06年中に取り組んできた課題の中から、主なものを2点紹介する。

### 1. 短期金融市場

06年は、3月に量的緩和政策が解除された後、7月には政策金利がゼロ%から0.25%に引き上げられ、短期金融市場における取引が活発化した。

もともと、5年に及ぶ量的緩和政策、日本銀行による大量の資金供給の下で、短期金融市場が大幅に縮小した状況が続いたため、取引が円滑に拡大していく上で、個々の参加者が取引体制（例えばクレジットラインなど）を整えるのにどの程度の期間がかかるのか、市場の取引基盤に何らかの制約が生じないか、といった不確実性が意識されていた。また、この5年の間に、短期金融市場を取り巻く環境も大きく変化した。例えば、かつては主要な資金の取り手であった大手銀行が大幅な預金超過（貸出の残高を預金の残高が上回る状態）となり資金の出し手となっていること、外国銀行や証券会社を取り手としての比重を高めたこと、決済制度が変わったこと（日本銀行当座預金決済の即時グロス決済化）、取引先に対するリスク管理が一段と高度化・厳格化したことなどが挙げられる。こうした環境変化の影響が、量的緩和政策解除後に短期金融市場にどのような形で顕現化してくるのかについても不確実な面があった。

以上のような認識を踏まえ、日本銀行は、市場における不透明感を少しでも取り除き、市場参加者が取引しやすくしていくとともに、機能向上への課題について認識を幅広く共有していく観点から、06年中を通じて短期金融市場における取引動向を詳しく調査し、その結果を公表した（06年4月5日、7月31日、07年1月19日の金融市場レポート・追録を参照）。

短期金融市場を全体としてみると、量的緩和政策の解除等を経て、取引が活発化し、より効率的に資金の融通、金利形成が行われるようになってきている。無担保コール市場では、クレジットラインの整備、資金の出し手の顔ぶれの増加、調達面での安心感の醸成などの面で着実に改善した。有担保コール市場でも限界的ながら利用者が増加している。レポ市場では、T+0レポ市場が徐々に拡大している。大手先を中心に裁定も活発になってきており、市場間の資金の流れが増えて金利差が安定してきている。もともと、レポなど有担保市場については、より多くの参加者が取引体制を整え、市場の厚みや効率性を高めていく余地が残されている。短期金利のデリバティブ市場も、着実に拡大してきているが、欧米に比べるとまだ小規模で、より多くの参加者の金利観が反映され流動性を高めていくことが期待される。

短期金融市場の機能の向上については、より安定的な金利形成、円滑な金融市場調節を可能にするという意味で、日本銀行も大きな関心を有している。今後とも、市場参加者の方々と意見交換を行いながら、マーケットの自律的な発展を支援していきたいと考えている。

## 2. 災害時における市場機能の継続（市場レベル BCP<Business Continuity Plan>）

地震やテロなどの災害が発生すると、市場参加者等の業務処理能力が低下し、取引や決済が滞りやすくなるが、災害時においても、資金繰りやポジション調整のための市場取引ニーズは存在する。市場参加者が必要な取引を行えない状態が長期化、広範化すると、不確実性や不安心理が高まり、価格形成にも悪影響を及ぼす可能性がある。このため、災害時でも必要な取引を行えるようにしておくことは、個々の市場参加者の利益に適うだけでなく、金融市場や経済全般の安定にも資するものである。BCPの基本は個々の市場参加者の体制整備であるが、市場取引を成立させるためには、参加者間で、連絡・情報共有の方法、取引面で採り得る異例対応などについて、一定の共通理解や約束事を準備しておく必要がある。

欧米市場等では、01年9月の米国同時多発テロをきっかけに、災害時における市場の業務継続体制（市場レベル BCP）の充実が必要との認識が強まり、幅広い市場参加者や金融当局の協力の下で体制整備が進み、実践的な共同訓練が行われるようになってきている。わが国においても、近年、市場レベル BCP の重要性が認識されるようになっており、06年中も各市場において体制整備が着実に進展した（図表）。

（図表）市場レベル BCP に関する主な取り組み（06年中）

短期金融市場 (全国銀行協会)	外国為替市場 (東京外国為替市場委員会)	証券市場 (日本証券業協会)
4月：BCP体制の整備、専用ウェブサイトの稼働開始	1月：「外国為替市場BCPセミナー」を日本銀行と共催	2月：「証券市場全体の事業継続計画に関するワーキング」が報告書を公表
8月：首都圏大規模停電において初のBCP発動	5月以降：BCP小委員会を新設し検討	4月：証券市場BCP協議会の開催、証券市場BCPフォーラムの設置
9月：初の共同訓練	5月：ノルウェーでの金融セクター・ストライキの可能性を踏まえた取引上の注意事項の周知・徹底	5月以降：取引所取引専門部会、公社債取引専門部会、取引所市場外取引専門部会、BCP運営専門部会における検討
9月：金融高度化セミナー	9月：金融高度化セミナー	9月：金融高度化セミナー
	9月：タイでのクーデターを踏まえた取引上の注意事項の周知・徹底	
	10月以降：決済小委員会における検討	10月：中間報告を公表

短期金融市場（コール市場）では、06年中に、全国銀行協会を中心とする BCP 体制の発足（4月）、BCP 専用ウェブサイトの稼働開始（同）、初の共同訓練の実施（9月）などの進展があった。この BCP 体制は、自然災害、伝染病、テロ、停電等による広域および局地被災が発生した際の、市場機能の維持と早期の機能回復を目的としており、①BCP の発動を誰がどのように決定・周知するか、②市場参加者の業務状況および決済システム等の稼働状況をどのように情報共有するか、③被災状況の深刻さをどのように分類・認定するかや、④取引・決済の時間帯や方法などを通常

時から変更する場合の選択肢や決め方などが定められている。この BCP 体制には、銀行、信用金庫、証券会社、短資会社、生命保険会社、損害保険会社、投資信託委託会社、証券金融会社等の幅広い市場参加者が参加している（200 先弱）。日本銀行も、金融庁、決済システム等運営者、取引所などとともに参加しており、②に関連して災害時には日本銀行の対応方針や業務稼働状況等の情報を提供するほか、③、④の検討に際しての協議に参加することとなっている。8月14日の首都圏大規模停電では、上記ウェブサイトが実際に利用され、影響度の把握や情報共有に役立てられた。また、9月には、全ての BCP 体制参加者等が参加して初の共同訓練が行われ、BCP 発動時の運用が確認された。07 年中も、訓練等を通じて得られた意見や教訓を踏まえつつ、体制・運用面の改善が図られていく予定である。

外国為替市場では、06 年中、東京外国為替市場委員会において BCP 体制の整備に向けた検討が進展した。06 年5月には、同委員会の下に BCP 小委員会が新設され（日本銀行からもこれに参加）、被災情報等の収集や取引・決済方法の変更に関する協議・連絡のための手段（ウェブサイトの活用）、BCP 発動時の司令塔となるコマンドセンターのあり方などが議論されてきている。また、東京外国為替市場委員会決済小委員会では、外国為替取引にかかる円資金の決済が行われる CLS（外国為替の多通貨同時決済システムである Continuous Linked Settlement）や外国為替円決済制度の BCP とどのように連携していくかについて検討が行われている。海外に起因する BCP についても、ノルウェーの金融セクター・ストライキ（最終的には実施されなかったが、06 年5月に予定されていた）や、タイのクーデター（06 年9月）の際には、東京外国為替市場委員会が当該国通貨の取引や決済についての情報収集・還元、取引上の注意事項の周知・徹底などを行った。今後、海外の外国為替市場委員会との連携強化等についても検討が行われる予定である。

証券市場でも、06 年中、日本証券業協会を中心に BCP 体制の整備に向けた検討が進展した。06 年4月には、「証券市場 BCP 協議会」およびその下部会合である「BCP 運営専門部会」、「取引所取引専門部会」、「公社債取引専門部会」、「取引所市場外取引専門部会」が新設され（これらを全体として「証券市場 BCP フォーラム」と呼ぶ。日本銀行もこれらの会合の多くに参加）、証券市場全体に共通する対応と市場毎の対応が並行的に議論されてきている。06 年10月には、取引所取引専門部会においては報告書が、その他の専門部会では中間的な報告書が公表された。

このうち、取引所取引については、①各取引所および清算・決済機関が整合性を図りつつ BCP を整備していくこと、②再開・復旧目標を、清算・決済は2時間以内、売買は24時間以内とすること、③中期的課題としてバックアップ機能の整備にも取り組んでいくこと、などが取り纏められており、今後、これに沿って各取引所、清算・決済機関が具体的対応を進めていくことになっている。公社債取引については、被災時の情報共有体制や取引・決済方法の変更に関する協議・連絡のあり方などが検討事項となっており、07 年春頃に予定している最終報告に向けて議論が進んでいる。証券市場全体に関しては、コマンドセンターのあり方や横断的な情報共有手段である BCP 専用ウェブサイト（「証券市場 BCPWEB」）構築などが検討されている。

日本銀行は、03 年に「金融市場の BCP に関するフォーラム」を開催して以降、市場レベル BCP の充実に力を入れており、06 年も、以上のような市場関係者の議論に参画し、必要となる対応事項について日本銀行の考え方を説明したり、BCP 専用ウェブサイト構築・共同訓練など具体的な取り組みの推進に協力した。06 年9月には、全国銀行協会、日本証券業協会、東京外国為替市場

委員会等の協力を得て、金融高度化セミナー「金融機関の業務継続体制の高度化に向けて」を開催し、各市場における足許の取り組み状況についての認識共有にも努めた。06年中は、各市場で体制整備に向けた検討が大幅に進捗し、共同訓練やBCP専用ウェブサイト構築など具体策でも一定の進展があった。今後は、各市場における検討がさらに深められることとともに、対応の具体化、実践的な共同訓練、現在市場別に進められているBCPの市場間の連携などが課題になると思われる。日本銀行では、引き続き自らのBCP対応をしっかりと進めていくとともに、関係者の取り組みをサポートし、市場レベルBCPの充実に貢献していく方針である。