

欧州クレジット市場の活性化とわが国へのインプリケーション

大澤 真

2003年4月

Market Review

欧州クレジット市場においては、間接金融優位の金融構造の下で発展が遅れ気味であった社債・証券化市場が、シンジケートローン市場やクレジットデリバティブ市場とのリンクを強めながら、量・質両面で急速な変貌をとげつつある。こうしたクレジット市場の活性化の背景には、金融機関によるポートフォリオベースでのより合理的なクレジットリスクコントロールの浸透、マーケットメイキングやIR活動の重要性に対する資金調達主体の認識の高まりと、これを背景とする引き受け業者間競争の激化、ユーロ誕生や公的年金の民営化を契機とする投資家の資産運用多様化、市場育成にあたっての公的当局の積極的関与、市場慣行や取引・決済システムといった市場インフラ整備の進展、が存在する。わが国においても、クレジットチャネルの複線化等の観点からクレジット市場の活性化が求められているが、欧州の経験はその推進にあたって留意すべき重要な論点を提示していると考えられる。

はじめに

1999年初のユーロ誕生以降、欧州の金融・資本市場は急速な変貌を遂げつつある。ユーロ建て国債、スワップ、先物市場が、既に各々の米国における市場規模を凌駕するまでに成長しているのはその一例である。こうしたなかで、とりわけ市場関係者が注目しているのは、米国と比べて発展が著しく遅れていた社債・証券化市場が、ITバブルの崩壊や企業会計不信等の逆風にも拘わらず、シンジケートローンやクレジットデリバティブ市場の発展と相俟って、ユーロ導入前の予想を遥かに上回るペースで急速な拡大を遂げていることである。このようなクレジットリスクを内包する商品を売買する市場、いわゆる「クレジット市場」¹の活性化を契機に、通貨統合によって欧州域内の通貨・金利間の裁定取引機会の減少に直面した多くの市場参加者は、クレジット市場に経営資源を大きくシフトさせ始めている。

こうした欧州のクレジット市場の変貌は、欧州同様歴史的に銀行貸出への依存度が高いクレジット市場を有するわが国にとっても、様々なインプリケーションを持つと考えられる。実際、近年わが国においても、シンジケートローン、証券化等のクレジット市場は構造変化の兆しを示しつつあるが²、こうした動きはクレジットチャネルの複線化や金融システムの頑健性改善といった観点から今後も促進していくことが必要であると考えられる。そこで、本稿ではまずユーロ導入

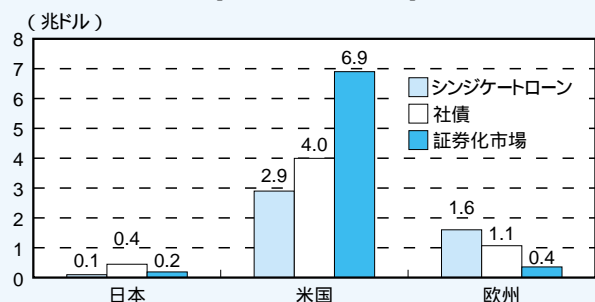
後の欧州クレジット市場動向の特徴をレビューしたうえで、市場におけるプレイヤーとインフラの両側面から市場活性化の推進力を検証する。そして最後にこうした欧州クレジット市場の経験を踏まえ、わが国へのインプリケーションについて論じる。

欧州クレジット市場の最近の特徴

欧州クレジット市場を米国市場と比較すると(図表1)、シンジケートローンは約6割、社債市場は約3割、証券化市場は1割未満に止まっている。もっとも、ロンドンのクレジットデリバティブ市場は米国市場以上に活発な取引が行われているほか、上述の各クレジット市場も、近年は着実な拡大傾向を辿っている(図表2)。

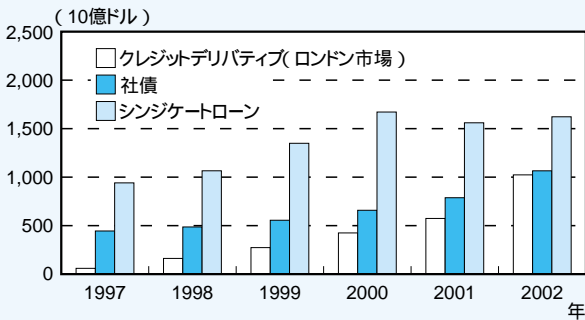
特に最近では、米国市場対比発展が遅れ気味であった社債・証券化市場が大きな変貌を遂げつつある。まず社債の発行高は、ITバブル崩壊に伴い通信セクター

【図表1】日米欧におけるクレジット市場の規模 (2002年末時点)



(注) 証券化市場は資産担保証券の残高。ただし、欧州についてはABCPを含まない。
(出所) Thomson Financial、日本証券業協会、FRB、ECB、日本銀行、TBMA

【図表2】欧州クレジット市場規模の推移



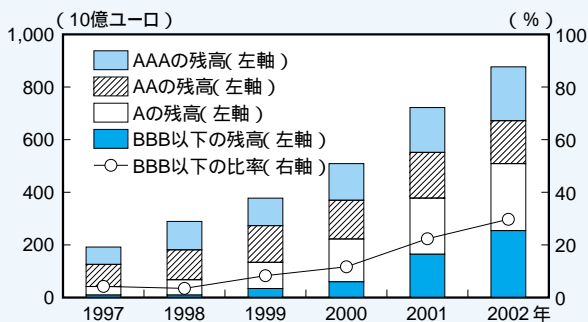
(注) クレジットデリバティブは想定元本ベース。
社債は残存期間1年以上のESA95によるセクター分類で非金融機関とその他金融機関に分類される部門の合計。
(出所) British Bankers' Association、ECB、Thomson Financial

に対するクレジットリスク懸念が高まったにもかかわらず、2002年にはユーロ導入前の1998年対比約3倍となったほか、発行企業数も増加するなど利用者の裾野が着実に広がっている³。こうした発行市場の拡大を映じて、流通市場における流動性も着実に改善している⁴。

証券化市場に目を転じると、米国において証券化商品の主流となっている住宅ローンを裏付け資産として発行されるMBS⁵や、リース・クレジットカード債権を裏付け資産とするABSの発行は、欧州においては限定的である。もっとも、金融機関がポートフォリオリスク・コントロールのために組成するシンセティックCDO (Synthetic Collateralized Debt Obligation) は米国市場を凌駕し発行が増加しているほか、ABCP⁷も米国市場が縮小する中で、3年連続拡大を続けている。

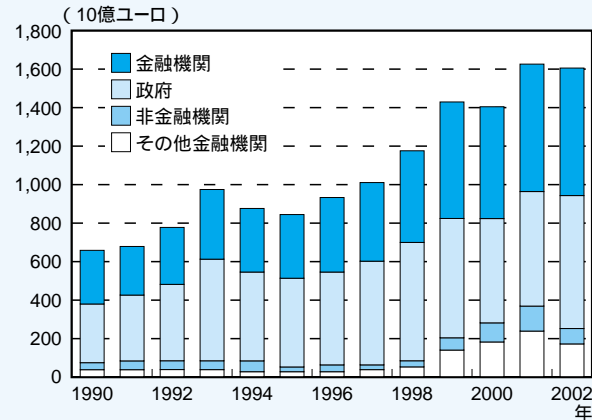
社債・証券化市場の変化は、こうした量的な側面にとどまらず、質的な構造変化をもたらしつつある。社債市場では、投資家層の多様化等を映じてBBB以下の比較的格付の低い債券の発行が増加している(図表3)ほか、発行主体も金融機関から非金融事業法人へ、非金融事業法人のなかでも通信・自動車からそれ以外の業種へと⁸、急速な多様化が進んでいる(図表4)。また、国債以外の物価連動型公社債も1999年以降発行が

【図表3】格付け別に見た残高の推移



(注) メリルリンチが提供する欧州社債インデックスの組入残高。
投資適格債は残存期間1年以上、額面1億ユーロ以上。投機的格付債は残存期間1年以上、額面5千万ユーロ以上の銘柄が含まれる。
(出所) メリルリンチ

【図表4】発行体別に見たグロス発行額の推移



(注) 残存期間1年以上。
(出所) ECB

活発化しているほか、2003年初にはこれまで発行が困難とされていた超長期社債の発行が相次ぎ、注目を集めている。CLO (Collateralized Loan Obligation) や ABCPについては、政府系金融機関による支援もあって、中小企業の資金調達手段としての利用が、ドイツ、スペイン、オーストリア等に広がっている。

このような社債・証券化市場の活性化の動きは、オフショアのユーロ市場において企業の主要な資金調達手段の一つとして定着してきたシンジケートローンや、信用リスクの移転を容易に行うツールとして発展してきたクレジットデリバティブ市場とリンクしながら相乗的な形で生じていると考えられている。例えば、スワップ市場の発展が、債券市場の拡大を促したように、信用リスクを容易にヘッジすることが可能なクレジットデリバティブ市場の存在が社債・証券化市場の活性化を支えている⁹。企業サイドは様々な資金調達手段から最適な手段を選択し、金融機関はポートフォリオベースで最適なリスク・リターンとの組み合わせを模索する動きを強めている。こうした動きを背景に、シンジケートローン、社債・証券化商品、クレジットデリバティブ市場間の価格の連動性が緩やかながら着実に高まってきていると考えられる (BOX1)。

クレジット市場活性化の推進力

以下では、クレジット市場におけるプレイヤー(金融機関、企業等資金調達主体、投資家、公的当局)とクレジット市場の舞台となる市場インフラの両面からクレジット市場活性化の推進力について考える。

金融機関の役割

欧州クレジット市場の発展を支えた最も大きな推進力の一つは、金融機関のビヘイビアの変化であると考え

【BOX1】シンジケートローン、社債、クレジットデリバティブ - 3市場間の価格連動性

理論的には、3市場で同一のクレジットリスクを取引する場合には価格裁定が働くと考えられるが、欧州市場においては、価格の連動性が徐々に高まりつつあるとはいえ、その連動関係は米国市場と比較して未だに弱い。

これは、市場間裁定を行うために必要な空売りが社債市場では可能なものの、ローン市場では不可能であること、各商品の会計上の取り扱いが各国投資家毎に異なること、各投資家の内部で各商品を扱う部署が異なり、中小企業貸出まで含めたローン、社債、クレジットデリバティブを、ポートフォリオベースで統一的にリスク・リターン・マネジメントを行う体制が未だほとんどの金融機関で整っていないこと等を反映したものと考えられる。

また、各市場におけるクレジットスプレッドの水準も理論どおりに決定されている訳ではなさそうである。例えば、同一の借り手に対するシンジケートローンと社債の金利水準については、市場流動性、借り手に関する情報開示の度合い、金融機関に対する付加的な預金保険コスト等の面から、理論的には社債金利がローン金利を下回る水準に決定されると考えられる。もっとも、付随する財務制限条項（コベナンツ）の相対的厳格性やそのオーダーメイド化の容易さ、繰上げ償還可能性、事務的コストの低さ（社債管理会社等が不要）等のように貸出金利を低めに設定させる要因も存在しており、実際には社債金利の方が低くなるケースばかりではないようである。

えられている。

従来欧州では、銀行・証券業務を一体的に運営するユニバーサル・バンキング・システムのもとで、顧客との長期的な取引関係を重視する「リレーションシップ・バンキング」が主流を占めてきた。リレーションシップ・バンキングにおいては、顧客の信用状態に関する詳細な情報や緊密なモニタリングを基に、市場を通さず、相対ベースで取引を行うことが前提とされている。

しかしながら、ユーロ誕生や金融グローバル化の一段の進展を契機に、各国金融機関間の競争激化や結果としての金融統合が加速するなかで、株主価値の最大化を重視する経営が急速に浸透し¹⁰、金融機関によるリスクに見合ったリターンの追求や経済合理性を追求したポートフォリオマネジメントが急速に進展することとなった。具体的には、信用リスクのコントロールや、手数料の稼得や資産の回転率向上を通じた収益極大化を図るために、譲渡を前提に組成するシンジケートローンやコミットメントラインなど借り手にとっての安定的な資金供給手段を顧客開拓上の梃子として活用する一方で¹¹、社債の引き受け、証券化商品の組成、クレジットデリバティブの売買を用いて自らのポートフォリオのリスクをコントロールしながら、顧客に対して魅力的な商品を提供しようという動きである。

実際、こうした金融機関のビヘイビアの変化は、クレジット市場の活性化に大きく貢献している。すなわち、バランスシート上に保有し続ける相対的銀行貸出に代わってシンジケートローンや社債・ABCPの市場が急速に拡大している。また、自行ポートフォリオの

信用リスクをコントロールしながら、クレジットリスク間の裁定取引から得られる収益や手数料収入を同時に稼得する目的で、シンセティックCDOやクレジットデリバティブの利用が急増している訳である。

さらに、後述のように、金融機関はこうしたクレジット市場が高い機能を発揮する上で必要不可欠な様々な市場インフラの整備にも、自ら積極的に取り組んでいる。

資金調達主体の役割

できるだけ安価で安定的な資金調達ルートの確保を追求しようとする資金調達主体の動きも、クレジット市場の活性化が進むうえで非常に重要な役割を果たしている。こうした動きは、欧州域内やグローバルな企業間競争の激化を背景に、生き残りを懸けた投資・買収活動を行うにあたって、ファイナンス手段の効率化・多様化ニーズが高まった90年代後半から一段と強まることとなった。

特にスーパーナショナルやマルチナショナルと呼ばれるような大企業・金融機関の場合には、資本市場において安定的でかつ有利な資金調達ルートを確保するため、引き受け主幹事金融機関に対して様々な責務を課す動きが加速している。その一つが、社債流通市場におけるマーケットメイキングの義務付けである。後述のように、欧州資本市場ではMTSを中心とする電子トレーディングシステムが広範に普及しているが、引き受け主幹事は同システム上で常時売り買いの価格を提示することが求められている。このことは、企業・金融機関が発行する債券の流通市場における売

買を円滑化することを通じて、投資家からの信託を高め、結果として安定的で有利な資金調達を可能としている。同時に、資金調達サイドにとっては、流通市場価格と乖離した条件で資金調達を行うことが困難となることを意味しているため、市場価格に常時注意を払いながら経営を行い、投資家にとって必要な企業情報をIR（株主に対するIRと区別して「デットIR」と呼ばれることが多い）を通じて積極的に開示していくという姿勢が求められている。

このような資金調達姿勢の変化を反映して、社債引き受け業務に関する業者間競争は激化している。因みに、欧州における引き受け手数料率は急低下を辿り、直近では米国市場における手数料率をも下回る水準となっている¹²。また、業者間競争を勝ち抜くため、起債に際して主幹事証券会社間で需要動向を一箇所（ポット）に集めて集中管理するいわゆる「POTシステム」が浸透し、これも発行体にとっての手数料削減に寄与していると考えられる。

投資家の役割

ユーロ導入時に資本市場が大きく拡大するのではないかという期待が強まった背景の一つが、欧州投資家の「ホーム・バイアス」からの解放である。通常国際的な投資活動を行う投資家には、自国通貨や自国金融商品に偏って投資を行うという「ホーム・バイアス・パズル」といわれる現象が観察される¹³ことが広く知られているが、欧州単一通貨の誕生によってその影響が緩和され、リスクに見合ったより高いリターンを求める投資資金の流れが欧州域内に広がるのではないかという期待である。また、こうした動きは、欧州各国において公的年金の民営化が加速し、年金マネーのリスクテイク姿勢がより積極化する中でさらに強まることが予想されていた。

市場参加者に対するヒアリングからは、欧州域内資金移動が着実に拡大しているとの声が多く聞かれている。ユーロを自国通貨としない英国等の資産運用においてユーロ建て債券のウエイトが高まっていることは、その一つの証左と考えられる（欧州中央銀行（ECB）によれば99年央の26%から2002年央には34%に増加）。また、統合に伴って生じた社債やクレジットデリバティブ市場における価格連動性の高まりや価格乖離幅の縮小は、域内資金移動の増加を背景にもたらされていると考えられている¹⁴。

こうした欧州域内資金移動の活発化は、ここ数年低迷を続ける株式市場よりも、クレジット市場に対して

ポジティブに作用してきたと考えられる。英国の生命保険会社に対する資産運用規制の変更といった制度的要因もクレジット市場への資金シフトを促した。また、仲介業者によるクレジット分析サービスの強化（欧州クレジット市場を分析するクレジットアナリストの数も急増）は、投資家サイドにクレジットカルチャーを浸透させる上で大きな役割を果たしてきたと認識されている。

公的当局の役割

クレジット市場の活性化における公的当局の役割は、一市場参加者としての役割と、法律・会計・税制や規制監督といった分野を通じた市場インフラ整備主体としての役割に分類することができる。

まず、市場参加者としては、中小企業向けのCLOやABCPプログラムに対する信用補完を行ったり、公的セクター自身の保有する資産を裏付けにした証券化商品（州立銀行が保有する地公体向け資産や住宅ローンを裏付資産とするドイツのファンドブリーフ等）を組成することを通じて、市場の発展を側面支援している（BOX2）。一方市場インフラ整備面では、2005年のEU金融市場完全統合を企図した「金融サービス行動計画」¹⁵や、国際会計基準の導入等を通じて市場機能を向上させようとする努力がなされている。また、ECBも、域内証券決済機関のリンケージ強化や汎欧州CP市場育成プロジェクト等において、市場参加者間の「協調の失敗」（coordination failure）を解消するよう中立的な仲介者として働きかけを行っている。

市場インフラの役割

欧州クレジット市場の活性化は、こうした政府によるサポートに加え、市場慣行や取引・決済システムといった市場インフラの整備によってサポートされている。

まず、市場慣行面では市場参加者の努力によって様々な進展が見られている。シンジケートローンについてはローン市場協会（LMA）、債券市場については国際発行市場協会（IPMA）や国際証券市場協会（ISMA）といった市場振興団体が、従来から市場慣行の設定やそのために必要な公的当局への働きかけを行ってきた。また、クレジットデリバティブについても、民間の市場振興団体である国際スワップ・デリバティブ協会（ISDA）による基本契約書上のリストラクチャリング条項についての定義の明確化や、クレジットイベント対象となる参照主体（reference entity）の統一といった努力がなされている。その意味で、市場参加者間の協調を通じて市場慣行整備を進めようという

動きはクレジット市場全体に広がっているといえよう。

次に、取引・決済インフラの面では、電子取引システムが、市場の流動性向上に大きな役割を果たしている。特に、イタリアの国債取引システムとして1988年に創設されたMTS (Mercato Telematico dei Titoli di Stato) は、欧州全体の国債取引システムとして定着しただけでなく、エージェンシー債や社債の取引プラットフォーム (Bondvision) として欧州クレジット市場の発展に寄与していると言われている。また、ユーロクリア等の証券決済システムによって提供されているトライパーティレポサービス¹⁶は、証券の担保価値を高めることを通じてクロスボーダー債券投資の魅力を高めている。

証券の清算・決済サービス分野では、欧州域内で依然として多くのプラットフォームが乱立する状況下、取引コストの7割以上を占めると推計される取引後事務処理コストは、特にクロスボーダー取引において米国比割高といわれてきた。そして、何らかの形でこれを効率化することが必要であるという認識から、市場間競争によってプラットフォームの統合や合従連衡の動きが推進されてきた¹⁷。例えば、ユーロクリア・フ

ランスが運営している証券決済システムRGVでは、ユーロシステム参加中銀間の資金決済システムであるTARGETと直接リンクすることによって、ABCP等短期の金融商品については既に即日 (t+0) のDVP決済を実現しており、欧州全体に広がる可能性を持つひとつのビジネスモデルとして注目を集めている。

わが国へのインプリケーション

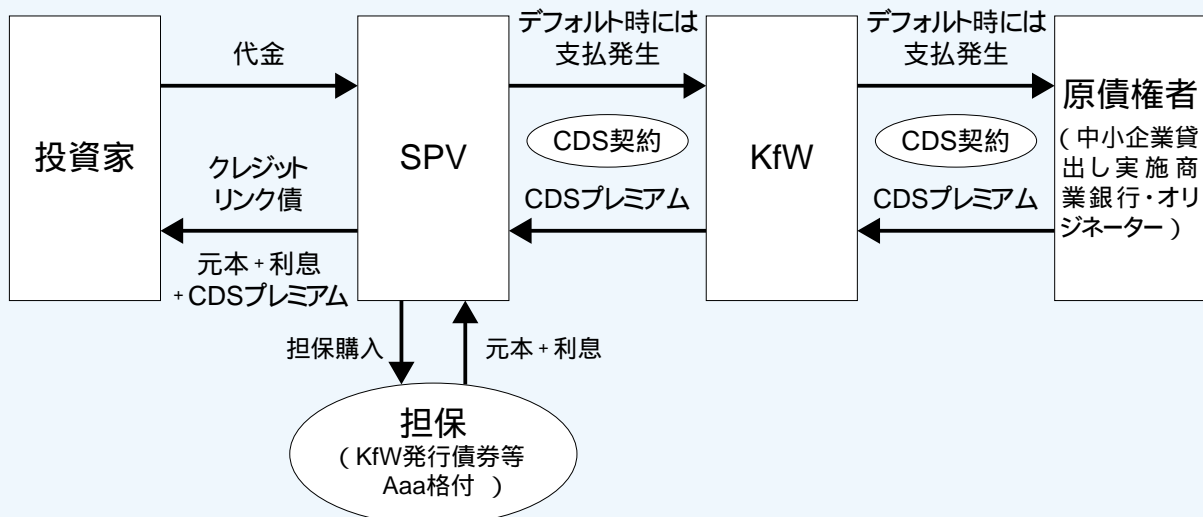
欧州クレジット市場の経験はわが国クレジット市場にとってどのようなインプリケーションをもたらしているであろうか。

まず、第一に、欧州クレジット市場の発展過程では、プレイヤーの面では金融機関のビヘイビアの変化が非常に大きな牽引役となっている。わが国においても、監督規制上の要請からだけでなく、株主価値の最大化の観点から、信用リスクに見合った貸出スプレッドの設定や、ローン、社債・証券化商品、クレジットデリバティブ等に内在する信用リスクをポートフォリオベースでできるだけ統合的にコントロールしていこうという兆しが見られ始めているが、今後こうした動きを一段と加速させていく必要がある。

【BOX2】公的当局の役割

欧州各国では、中小企業向け資金供給プログラムの促進のために、公的金融機関がこれをサポートする動きが広範化している。下にスキーム図を示したクレジットデフォルトスワップを活用したドイツ復興公庫 (KfW) のプログラム (2000年9月設置) はその一例である。また、公的セクターの資産を裏付に発行される債券については、ドイツの州立銀行等が発行するファンドブリーフ (地公体向けローンを裏付とするものと住宅ローンを裏付けとするものの二種類が存在し、発行残高は1兆1190億ユーロ (2001年3月末時点)。但し、通常のABSと異なり金融機関にとっての資産圧縮効果はない) の例等に倣って、イタリア等幾つかの国でABSを用いた公的資産の流動化が試みられている (イタリアでは政府保有不動産の流動化や高速鉄道建設資金調達のために証券化を活発に利用している)。

【KfWの中小企業向けスキーム】



第二に、資金調達主体や投資家の役割も重要である。わが国においては、証券発行体が、引き受け主幹事に流通市場におけるマーケットメイク義務を課すといった動きは本格化しておらず、POTシステムによる社債発行も例外的なものにとどまっている。今後は、公的当局を含めた債券発行主体が、発行市場と流通市場のリンケージをより強く意識した調達・債務管理政策を採る必要があるといえよう。一方、国内投資家においては、報酬体系と投資収益とのリンクが弱いこともあって、リスクをコントロールしながらリターンを最大化しようという経済合理的な投資行動が必ずしも浸透しているとはいえないのも事実である。こうした傾向は、公的投資主体への資金流入増加によって一層拍車がかかっている。公的機関も含め投資家の投資行動がより適切なものとなるような仕組み（例えばディスクロージャーの強化等）を整備していくことが喫緊の課題である。

最後に、市場インフラの整備も極めて重要な課題である。わが国においても2001年に設立された業界横断的な市場振興団体である日本ローン債権市場協会（JSLA）が、シンジケートローンに関する基本契約書の雛形作成や公的当局へ働きかけ等を通じて市場の整備に貢献しているが、こうした動きが今後他のクレジット市場においても広がっていくことが期待される。また、市場整備にあたっては、公的当局、中央銀行の役割も大きい。公的当局が、税制・法制・会計・規制監督等の面でクレジット市場の活性化を念頭にいた中長期的な施策を講じていくことが重要である。日本銀行としては、これまでも担保政策等を通じたクレジット市場の活性化に向けた市場整備促進策や、関係方面に対する広報活動、政策提言を行ってきた。また、本年4月には、金融緩和の波及メカニズムを強化するため、中堅・中小企業関連資産を裏付資産とする資産担保証券を時限的措置として金融調節上の買入れ対象とすることについて検討を開始している。今後もこうした努力を続けていく方針である。

- 5 商品性等の詳細については、二宮他、「米国MBS市場の現状とわが国へのインプリケーション」、マーケット・レビュー、2002年8月を参照されたい。
- 6 商品性等の詳細については、杉原他、「信用リスク移転市場の新たな展開」、マーケット・レビュー、2003年1月を参照されたい。
- 7 商品性等の詳細については、清水他、「ABCP市場拡大に向けた取組み」、マーケット・レビュー、2002年4月を参照されたい。
- 8 社債市場における通信・自動車の比率は4割前後と、ほぼ米国市場（35%）並みの水準まで低下している。
- 9 欧州においては、そもそもオフショアとしてのユーロ債市場が発達していたために、金融機関においてはアセットスワップを通じてクレジットリスクをスプレッドで捉えるカルチャーが浸透していた。これが、クレジットデリバティブ市場と債券市場とのリンケージが米国市場よりもスムーズに確立された背景の一つであるとも考えられる。
- 10 欧州間の競争条件の平準化を狙って進められている金融機関（ドイツのランデスバンク等）に対する公的サポートの撤廃もこうした傾向に拍車をかけている。
- 11 このため、貸出やコミットメントローンの供給能力が社債の引き受け実績にも大きな影響を及ぼすようになってきており、米系証券会社に代わってユニバーサルバンキングの下で貸出・社債・株式引き受けを制約なく行うことができる欧州系金融機関が社債引き受けのリーグテーブル上でも上位を占めるようになってきている点が最近の特徴である。
- 12 欧州における国際債の引き受け手数料率は、98年には1.66%と米国（0.86%）のほぼ2倍の水準にあったが、2001年には0.426%（米国0.586%）に急低下している。市場参加者には、引受業務における一時的な過当競争の結果と憂慮する向きも多いが、一方でユーロの誕生が引受業務やクレジットリサーチ等の付随サービス提供において「規模の経済性」をもたらした、これが手数料低下に繋がっている側面もある点には留意する必要がある。
- 13 ホーム・バイアス・パズルをもたらす一つの要因に投資規制が挙げられる。欧州各国においても年金や生命保険会社に対する外貨資産投資規制や通貨ミスマッチ規制がバイアスをもたらす一因となっていたと認識されている。
- 14 大手金融機関の中には、シンジケートローン、社債、クレジットデリバティブだけでなく、中小企業向けを中心とする相対型貸出を含めて信用リスクを一元的にコントロールする体制を整えようという動きが見られており、こうした動きがさらに市場間裁定を強めることが期待されている。もっとも、企業向け貸出金利は、国債金利や住宅ローン金利と比較して、域内における価格収束スピード（いわゆる コンバージェンス）や価格乖離幅（コンバージェンス）の面で大きく見劣りするという統計的実証結果が示すとおり、欧州域内クレジット市場間裁定にむけた動きは緒についたばかりであることも事実である。
- 15 「金融サービス行動計画」の一環として、取引所・業者規制の根幹をなす投資サービス指令の改正、証券決済システム統合・効率化の障害となっている各国規制・市場慣行・税制等に関するアクションプラン、欧州域内単一パスポート制を企図した証券発行目録見書指令の制定等について議論がなされている。
- 16 トライパーティレボとは、レボ取引における証券の売り手と買い手との間に第三者が入り、約定の斡旋や決済・担保管理などを代行する仕組み。
- 17 もっとも、最近では市場参加者のみに委ねているだけでは、市場統合・効率化効果が十分達成されないとの認識も高まりつつあり、市場間競争がより効果的に機能するためにも、競争条件の整備などの面で公的関与を強めるべきだとの議論もなされているようである。

1 欧米市場関係者の間では、クレジットリスクを内在する金融商品を取引する市場を「クレジット市場」と総称するのに対し、市場リスクを内在する金融商品（国債等のリスクフリー商品、株式、外国為替等）を取引する商品を「レート市場」と呼ぶことが多い。

2 わが国クレジット市場の最近の動向と課題については、大澤真、「構造変化に向けて歩み始めた我が国クレジット・マーケットの現状と課題」、週刊金融財政事情、2002年7月1日および白川方明、「企業金融 市場整備が重要」、日本経済新聞2003年3月7日を参照。

3 ユーロ建て国際社債の発行件数も1999年以降急増し、その年以降ドル建て発行件数を上回っている。

4 ユーロクリアによれば、ユーロ建て民間債の月次取引高は1998年の730万ドルから2000年の112億万ドルへと53%増加。

マーケット・レビューは、金融市場に関する理解を深めるための材料提供を目的として、日本銀行金融市場局が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局清水（Email：tokiko.shimizu@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、マーケット・レビューおよび金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。