

1. 2005 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、2005 年後半も、日本銀行が所要準備を大幅に上回る資金供給を続ける下で、極めて緩和的な状況が続いた。夏場以降は、量的緩和政策の解除やその後の金利上昇を展望した動きが強まり、長めの短期金利は上昇した。

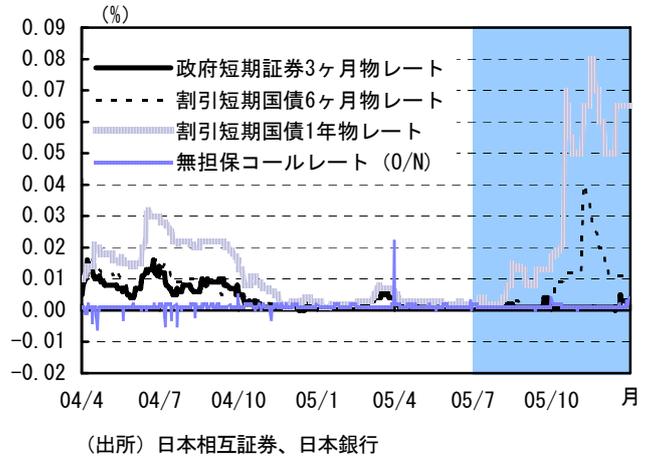
この間の短期金利の推移をみると、日本銀行の当座預金残高目標が 30～35 兆円程度に据え置かれるなか、引き続き市場の資金余剰感は強く、オーバーナイトから 3 か月物の金利は、ゼロ%近傍で推移した (図表 1)。

6 か月を超える長めの短期金利も、7 月から 8 月初にかけては、3 か月物金利と同様の推移を辿った。その後、景気の緩やかな回復や消費者物価の前年比下落率縮小が続くなかで、8 月のいわゆる「踊り場脱却宣言」以降、06 年度にかけての量的緩和解除観測が強まり、長めの短期金利は量的緩和開始以前の水準まで上昇した (前掲図表 1)。

ユーロ円金利先物レートに織り込まれた金融緩和継続期間に関する市場の見通しは、05 年前半にかけて長期化した後、年後半は短期化傾向に転じている (図表 2)。ユーロ円金利先物レート (中心限月) が上昇した 11 月初には、06 年度にかけての量的緩和解除観測とともに、先行き 1 年間に 0.25% 程度政策金利が引き上げられるとの予想が織り込まれていたことが窺える。また、スワップ金利等から抽出した 6 か月先スタートの 6 か月物金利の動向を終値ベースでみると、8 月中旬以降、03 年、04 年夏場の金利急上昇時を上回り、量的緩和開始直前の 01 年 2 月以来となる水準まで上昇した (図表 3)。その後、金融政策運営を巡る各種発言の影響などもあって、06 年度にかけての量的緩和解除観測が幾分弱まり、市場は幾分緩やかな金利上昇を織り込むようになっているが、6 月までに比べれば、より近い時期での金利上昇を織り込んでいる。

日本銀行の資金供給オペに対する金融機関の応札動向をみると、8 月初にかけて「札割れ」(応札額が資金供給予定額に満たない状況) が続き、当座預金残高が目標の下限である 30 兆円を一時的に下回る局面 (7 月 29 日、8 月 3～5 日) もあつ

(図表 1) 短期金利



(出所) 日本相互証券、日本銀行

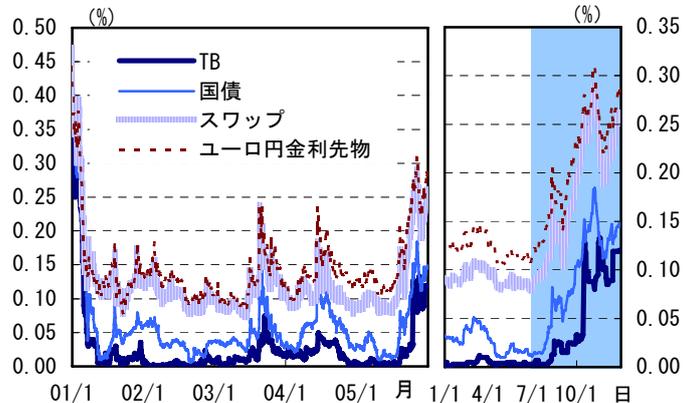
(図表 2) ユーロ円金利先物に織り込まれた市場参加者の予想



(注) ユーロ円 3 か月金利先物のイールドカーブにおいて、一定のレート (①ゼロ金利政策時<99/2 月～00/8 月>、②無担保コール 0/N 誘導水準 0.25%時<00/8 月～01/2 月>のユーロ円 3 か月物金利の平均値) を上回る時点までを、予想される金融緩和の継続期間とした。

(出所) 東京金融先物取引所、Bloomberg、日本銀行

(図表 3) 6 か月先スタート 6 か月物金利



(出所) Bloomberg、QUICK、日本相互証券、日本銀行

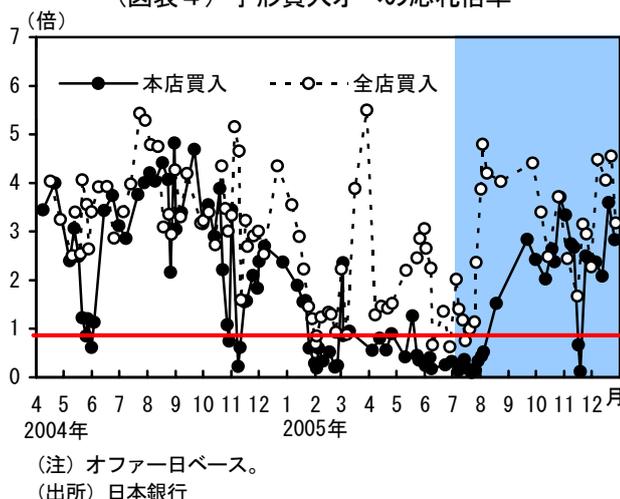
(注) 1. データは特に断りのない限り 12 月末まで。
2. 図表中のシャドローは、本レポートの分析対象期間 (05 年 7～12 月) を示す。

た。その後は、量的緩和解除や金利上昇観測が強まるなかで、オペに対する需要は回復している(図表4)。この間、平均的にみればオペ期間は短期化しているにもかかわらず、札割れの頻度は大幅に減少している。

このように、オペに対する金融機関の応札意欲や札割れの状況は、8月初までとそれ以降で大きく変化した。その主たる要因は量的緩和政策の継続期間を巡る予想の変化にあると考えられる。金融機関がオペへの応札を積極化させる要因としては、オペの期間の長さや金利観、自らの資金繰り見通しなどが挙げられる。これらの要因が、実際に金融機関行動に及ぼした影響をみると、金融機関の信用力の向上や預貸率の低下が当座預金の保有動機を減退させるなかで、これまでオペ期間の長期化がオペへの応札意欲を下支えしてきた。05年後半には、オペへの応札意欲は、一旦低下したものの、時間軸の短期化に伴う金利先高観の強まりが、再び応札意欲を強める方向に働いたことが窺える(図表5)。

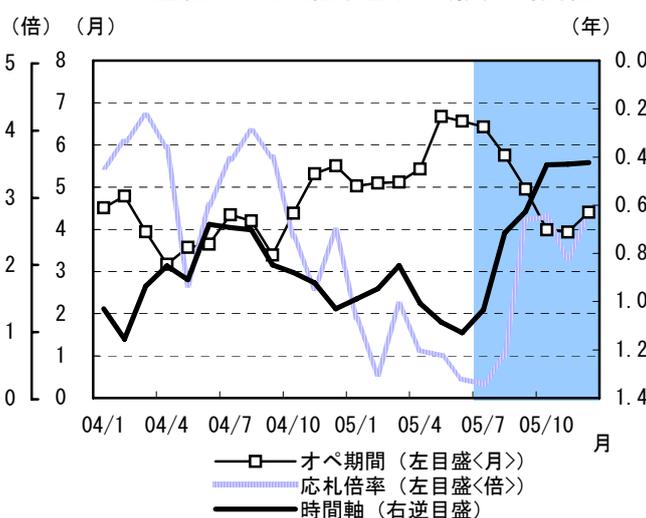
この間、5年近くに及ぶ量的緩和政策の下で、金融機関の資金調達における日本銀行の資金供給オペへの依存度は大きく高まっており、その分、金融機関同士が資金の融通を行なうインターバンク市場の役割が後退している。例えば、無担保コール市場の残高は、足許では幾分回復しているものの、量的緩和開始前と比べると依然低水準で推移している(図表6、短期金融市場の機能について、詳しくは第Ⅱ節の1. 参照)。

(図表4) 手形買入オペの応札倍率



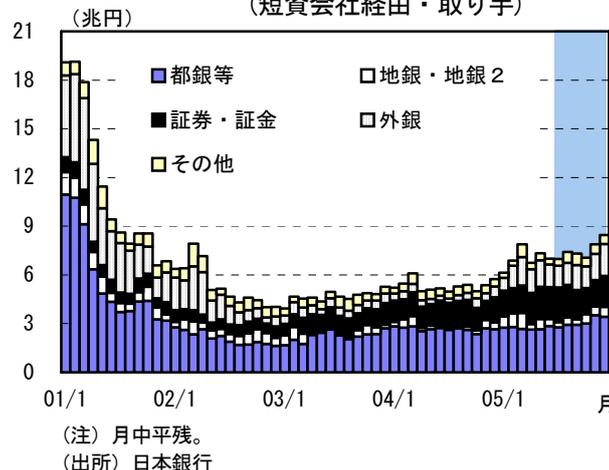
(注) オファー日ベース。
(出所) 日本銀行

(図表5) 応札倍率とオペ期間・時間軸



(注) 1. オペ期間は、①手形買入、国債買現先およびCP等買現先の期間と、②短国買入において実際に買入れた銘柄の残存期間を金額加重平均したもの。
2. 応札倍率は、手形買入(本店)オペ分。時間軸は図表2における①を指す。
(出所) 日本銀行

(図表6) 無担保コール市場残高
(短資会社経由・取り手)



(注) 月中平残。
(出所) 日本銀行

2. 国債市場

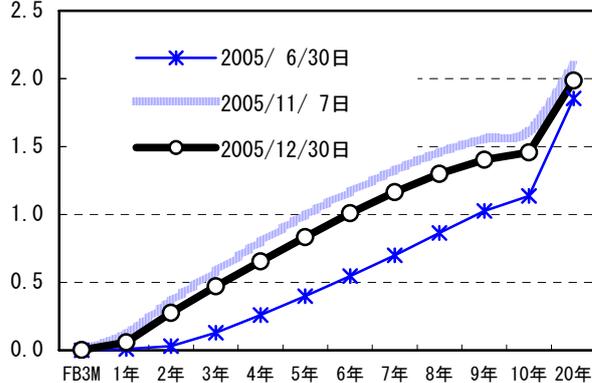
長期金利は、振れを伴いながらも緩やかに上昇した（10年新発国債利回り：6月末1.165%→12月末1.470%）が、総じてみると上昇幅は小幅であった（図表7、8）。

この間の推移をみると、長期金利は年前半にかけて低下傾向を辿った後、11月上旬にかけて、04年9月以来となる1.620%まで上昇した。夏場以降の堅調な経済指標を受けて、市場の景気・物価見通しが改善したことが基本的な背景である（図表9）。消費者物価に対する市場参加者の見通しは、05年度分については6月に下落幅が縮小に転じ、9月以降ゼロ%で推移したほか、06年度の上昇見通しも徐々に上方修正された。11月中旬以降は、金融政策運営を巡る思惑などから短期市場における先行きの金利上昇見通しがやや後退するなか、来年度国債発行計画の抑制方針等を受けて良好な需給環境が続くとの見込みが強まり、長期金利は年末にかけて幾分低下した。

（ゾーン別の金利動向）

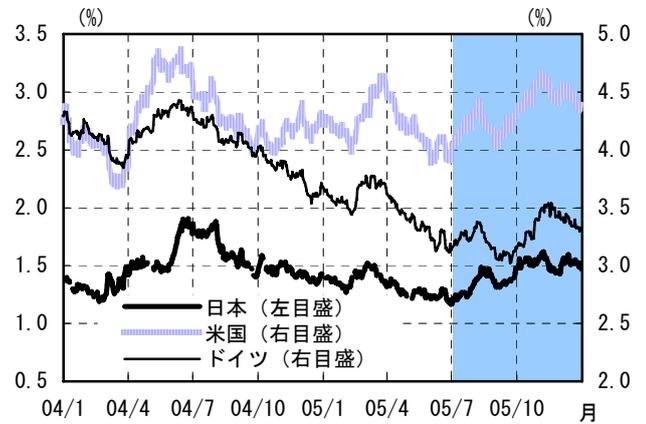
イールドカーブをみると、全てのゾーンで金利は上昇した。ゾーン別の動きを仔細にみると、相対的には短中期ゾーンが大きめの上昇となった（図表10）。これは、このゾーンには金融政策変更を巡る市場予想の変化の影響が及びやすいこと（5年まで）や、先物市場において海外勢の金利先高観が強く反映されたこと（7年前後）によるものとみられる。この間、10年を超えるゾーンでは、中長期的にみたわが国の成長力やインフレ動向は引き続き低目に推移するとの見方が多い下で、国内機関投資家等の需要が底堅かったことから、金利の上昇幅は短中期ゾーンと比較して小幅に止まった。

（図表10）国債流通利回りのイールドカーブ



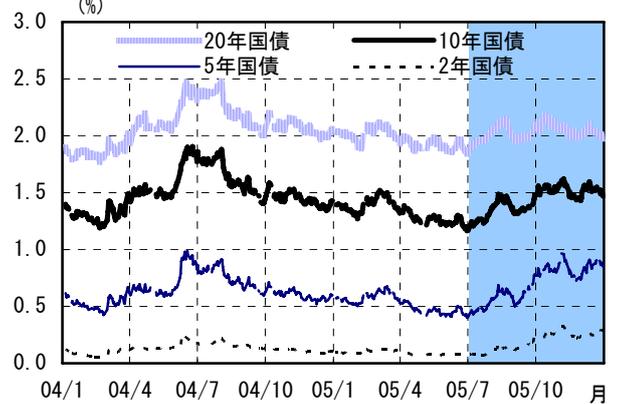
（出所）日本証券業協会

（図表7）内外長期金利（10年）



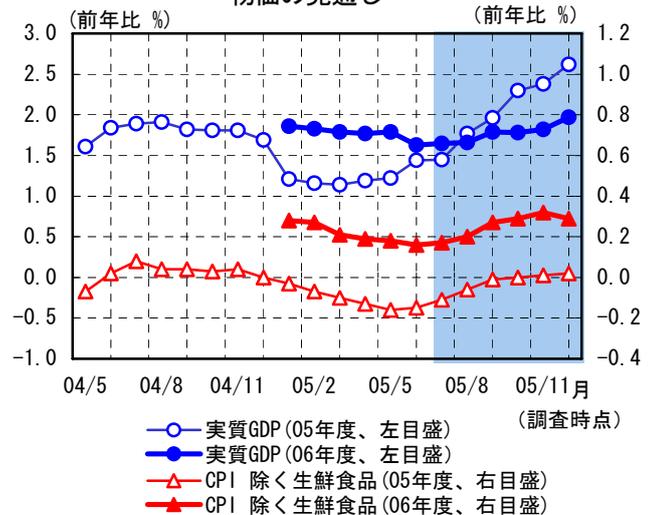
（出所）日本相互証券、Bloomberg

（図表8）期間別金利の推移



（出所）日本相互証券

（図表9）エコノミスト調査による景気・物価の見通し



（注）直近調査時点は、05/11/24～12/1日。

（出所）経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」

こうしたゾーン別の動きは、金利のボラティリティにも表れている。スワップションのインプライド・ボラティリティからみると、長期ゾーンの金利変動見込みが、過去の金利上昇局面に比べて安定的に推移する一方、政策変更予想の変化の影響が大きい1～2年金利については、9月中旬に上昇した後、比較的高い水準で推移している（図表 11）。

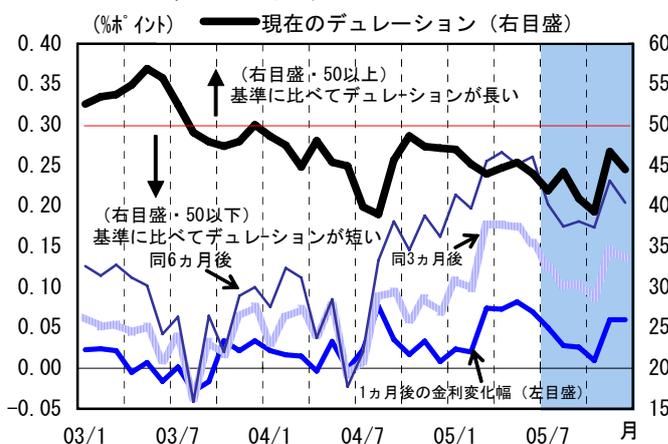
（国内投資家の底堅い需要）

長期金利の上昇が総じて小幅であった背景を需給面からみると、国内投資家の需要の底堅さが指摘できる。

10年以上の超長期ゾーンは、年金・保険等、長期負債を抱える機関投資家の投資需要が強く、金利上昇局面ではこれら投資家がコンスタントに債券を購入する姿勢を維持した（図表 12）。

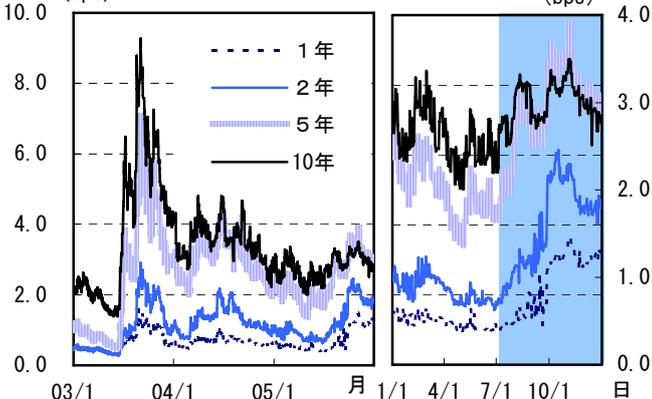
10年未満のゾーンでも、金融機関は、預金残高が貸出残高を上回る状態にあることから、引き続き潜在的には強い投資需要を有している。金融機関は、調達コストとして認識する短期金利の見通しも踏まえながら債券投資を行なっている。05年後半は、量的緩和解除を巡る思惑もあって投資姿勢を慎重化する動きがみられたが、金利がある程度上昇すると、根強い需要もみられた。市場参加者の間では、先行き半年間も金利上昇見通しが続くとする向きが多いが、上昇幅についての見方は引き続き小幅である（図表 13）。

（図表 13） 市場参加者の見通しと保有国債のデュレーション



（注）1. 調査対象は、証券会社・機関投資家の債券担当者。
 2. 直近調査時点は、05/12/26～28日。
 3. 10年新発国債利回り（調査期間中平均）：1.512%
 （出所）Quick「QSS 債券月次調査」、日本銀行

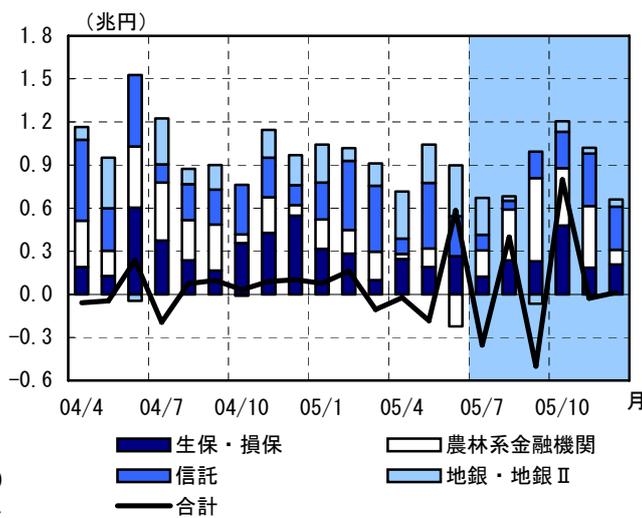
（図表 11） スワップションのボラティリティ指数



（注）スワップションは、スワップを原資産とするオプション取引。上図におけるスワップションの原資産は1、2、5、10年金利スワップ、オプション行使期間は1か月。ボラティリティ指数とは、スワップションのインプライドボラティリティから金利水準の影響を排除したもの。

（出所）Bloomberg、日本銀行

（図表 12） 超長期国債の投資家別売買高



（出所）日本証券業協会

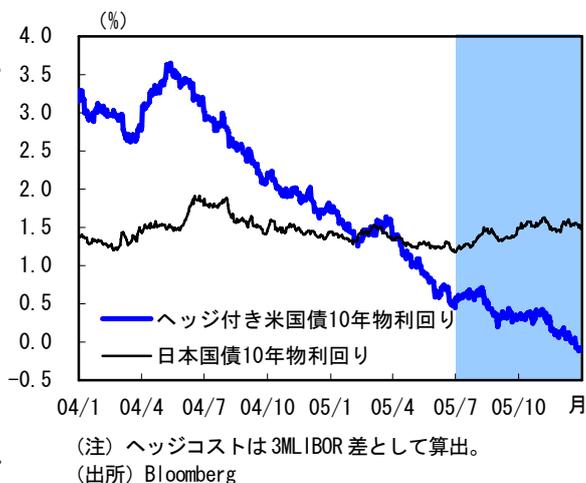
また、これまで一部の機関投資家は、先行き数か月間の為替リスクをヘッジした上で外国債券へ投資を行ってきた（いわゆるヘッジ付き外債投資）が、これを日本国債への投資にシフトする動きもみられた。これは、ヘッジ付き外債投資の運用利回りが、これまでヘッジコストを勘案しても相対的に国債よりも有利であったものが、05年半ば以降、内外短期金利差の拡大、欧米の長短金利差縮小を受けて、国債対比の投資妙味が低下したことによるものである（図表 14）。

（海外投資家のプレゼンスの高まり）

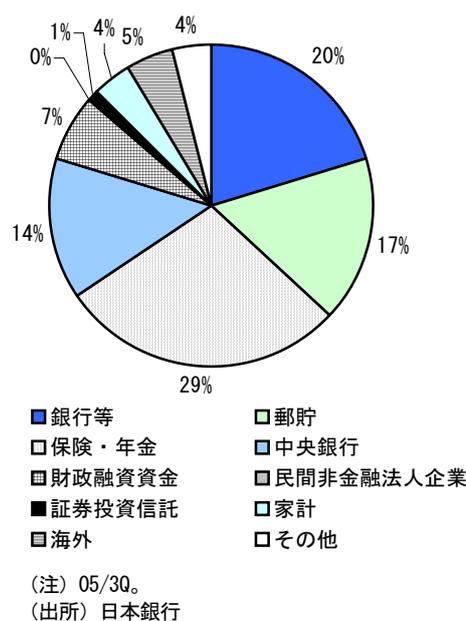
この間、わが国の金利水準が低いなかで、海外投資家による現物債への投資は引き続き限定的であり、ストックベースでみた国債の海外保有シェアは5%に止まっている（図表 15）。

ただし、国債の先物や現物債の売買については、海外投資家のシェアはかなり高まっている（図表 16）。海外投資家は、わが国株式への積極的な投資姿勢を続けたことから窺われるように、全般的には日本経済に対する強気の見方を背景に、どちらかと言えば金利上昇見通しが強かったとみられる。このため、05年後半中も、局面によっては海外投資家による国債先物等でのショート・ポジション造成の動きが指摘されるなど、わが国の金利に対する影響力も増している。06年入り後、わが国イールドカーブがフラット化した局面でも、国内投資家の買入需要の強さに加えて、海外、とくに米国でイールドカーブがフラット化したことを受けて、海外勢の先物ショートポジションの巻き戻しがみられたことが少なからず影響したとみられる。

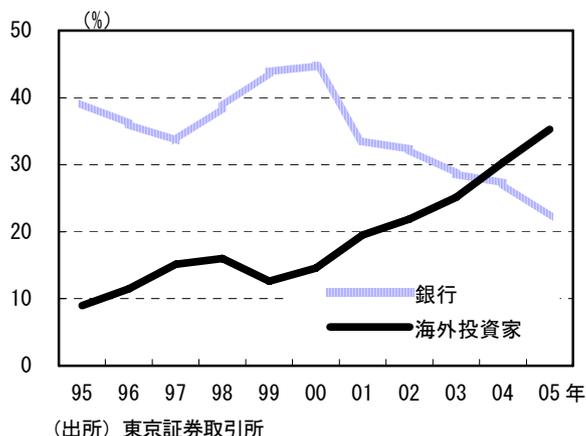
（図表 14）「ヘッジ」後の米国債利回りと日本国債利回りの比較



（図表 15）国債の保有主体構成



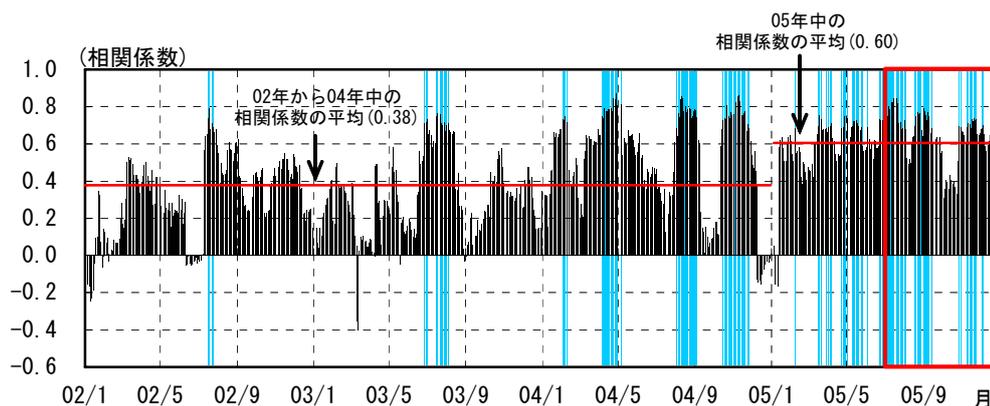
（図表 16）主体別国債先物取引売買高比率



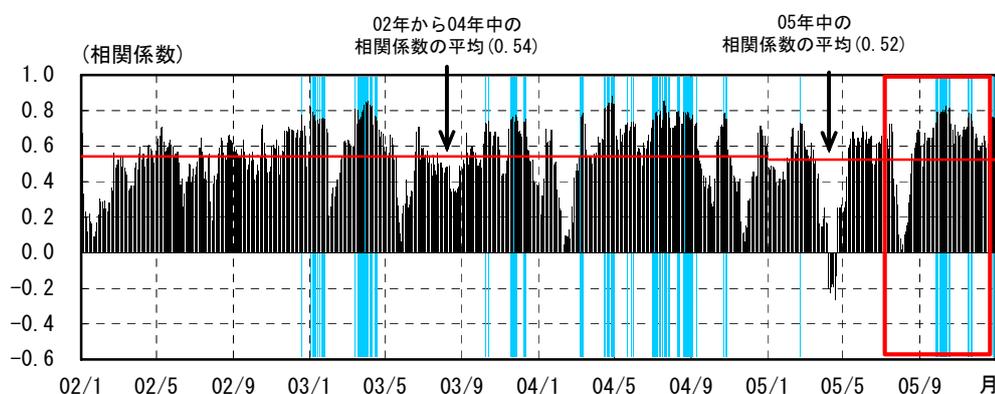
(内外金利の連動性の高まり)

こうした下で、日米長期金利の日々の連動性が高まっている(図表 17)。これまで金利急上昇時等ストレス時以外では、両者が連動する傾向は必ずしも強くなく、欧米間の連動性と比較しても総じて低水準に止まっていた(図表 18)。05 年春以降は、平時においても連動する傾向が強まり、欧米間の連動性を上回るケースもみられた。

(図表 17) 日米長期金利の連動性



(図表 18) 欧米長期金利の連動性



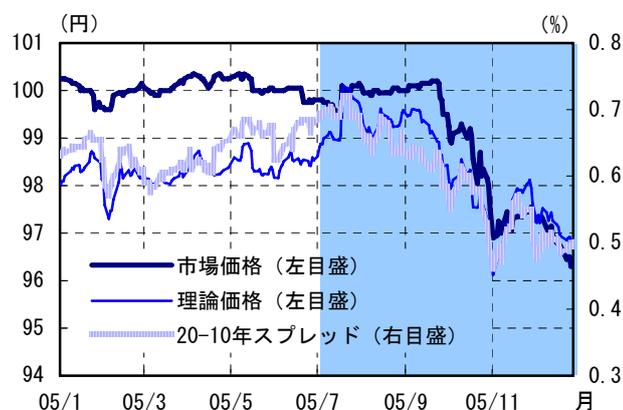
- (注) 1. 図表 17 における連動性は、前日の米 10 年国債利回りの対数変化率と、わが国長期国債先物の前日終値と当日寄付値の対数変化率の 20 日相関係数。
 2. 図表 18 における連動性は、米 10 年国債利回りの対数変化率と独 10 年国債利回りの対数変化率の 20 日相関係数。
 3. 横線は、期間中の相関係数の平均。
 4. シャドーは、相関係数が平均+1 標準偏差以上の期間。
 (出所) Bloomberg、東京証券取引所、日本銀行

(15年変動利付国債価格の下落)

超長期ゾーンのイールドカーブのフラット化を受けて、これまで上昇を続けてきた15年変動利付国債価格が下落したことも今期の特徴の一つである(図表19)。

変動利付国債の価格は、イールドカーブが全体として上昇する場合には、あまり影響を受けないことから、金融機関を中心に強い需要があり、理論価格より割高な状況が続いていた。一方、イールドカーブが全体として均一に上昇しない場合、例えば15年以下の金利が上昇する一方で、15年超の金利が低下する場合には、変動利子部分と償還額の現在価値がともに下落し、理論価格も大幅に下落するという性質を有している。実際に10月以降の金利上昇局面では、超長期ゾーンの上昇が限定的である一方、中期以下のゾーンが上昇するという展開となった(図表20)。この結果、変動利付国債の市場価格はわずか1ヶ月程度の間で3円近く下落し、足許では、理論価格に比べて割安な水準にまで低下した。

(図表19) 15年変動利付国債価格

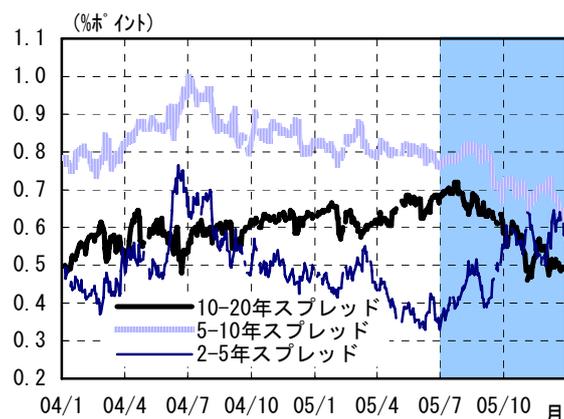


(注) 1. 理論価格は、コンベキシティ等を調整していない簡易的なもの。

2. 11/16日以前は新発債、11/17日以降は36回債。

(出所) 日本相互証券、日本銀行

(図表20) 期間別スプレッド



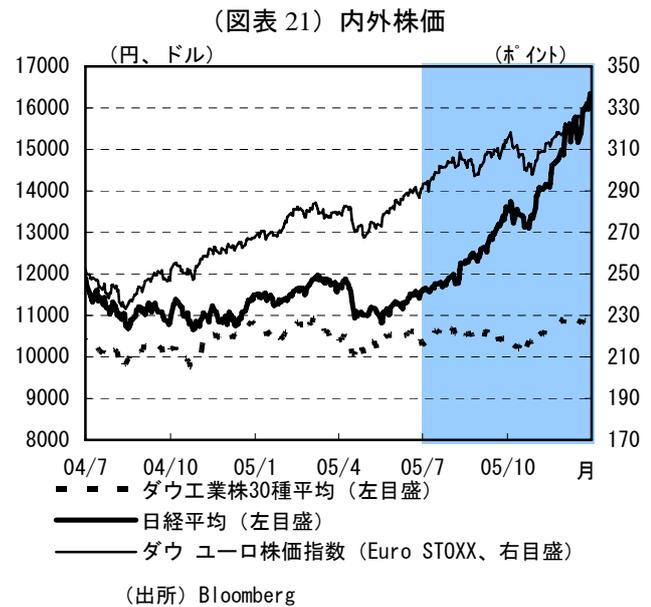
(出所) 日本相互証券

3. 株式市場

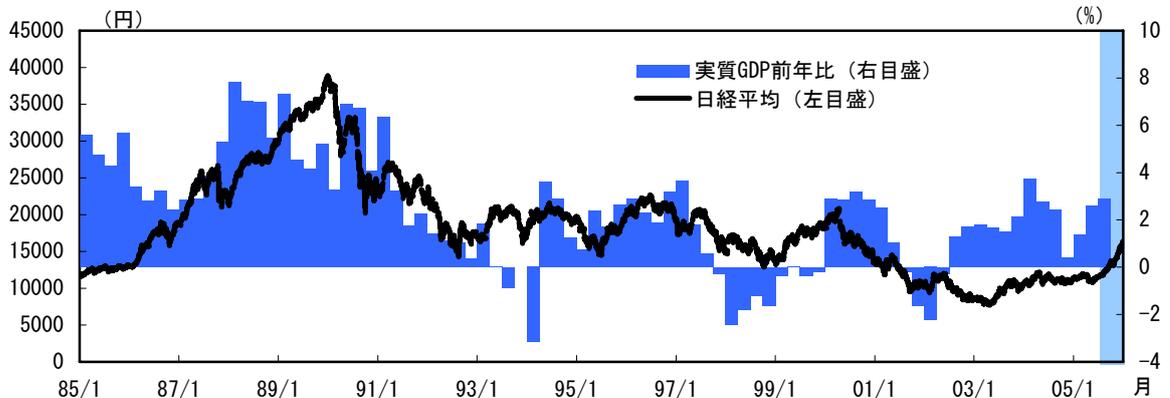
株価は、景況感の改善や企業収益見通しの上方修正等を背景として、期を通じて、大きく上昇した。日経平均株価は、近年のボックス圏を脱して 2000 年 10 月以来となる 1 万 6 千円台となり（図表 21、22）、05 年中の上昇率は 40%と、主要国株式市場の中でも最大となった（米国ダウ△0.6%、欧州 Euro STOXX+23%）。また、個人のインターネット取引の拡大、海外投資家の資金流入、企業の自社株買いなど、投資家の裾野が広がる下で、売買高、売買代金がバブル期を超える水準となった。

（株価の推移）

この間の推移をみると、8月のいわゆる「踊り場脱却宣言」、9月の衆議院総選挙結果を受けた改革継続期待の高まり等を材料に、株価は10月初にかけてほぼ一本調子で1万3千円台まで上昇した。この時期、米国は原油高や大型ハリケーンの影響、欧州はドイツ総選挙に伴う政治的不確実性の高まりなどから、それぞれ株価が力強さを欠くなか、相対的にわが国経済のファンダメンタルズの改善が意識され、海外投資家からの旺盛な投資が続いた。その後、米国での金利先高観の強まりなどから世界的に株価が調整するなか、わが国株価も、海外ファンドの決算を控えた利益確定売りの動きもあって、一時的に軟調な推移となった。もっとも、11月にかけてわが国企業の05年度上期業績が一段と好調なことが明らかになったこと等から、株価は上昇ペースを速め、12月29日には16,344円まで上昇した(2000年9月21日16,311円以来)。06年入り後は、一部企業に対する検察当局による家宅捜索をきっかけに調整の動きが広がり幾分下落し、1万5千円台で推移している。



(図表 22) わが国株価の長期推移



(注) 実質 GDP 前年比の直近は 05/3Q。なお、95/1Q 計数より新系列。

(出所) 日本経済新聞社、内閣府

(内需・金融・素材業種を中心とする株価上昇)

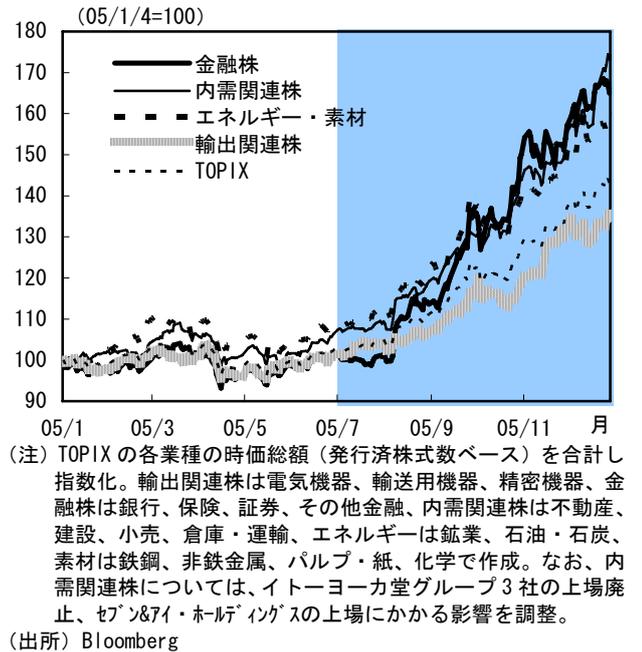
業種別の株価動向をみると、05年後半は、内需主導の景気回復や原油・金属価格等の上昇を背景として、不動産・小売等内需関連業種や、金融、素材関連業種の堅調が目立った(図表 23)。なかでも銀行株は1999年12月以来の水準まで上昇した。この背景には、不良債権問題の克服を織り込んだ上で、将来の銀行の収益力向上に対する市場の期待が強まったことによるものと考えられる(BOX 1)。

(売買の増大と投資家層の広がり)

流通市場では、売買高、売買代金がバブル期を超える水準を記録した(図表 24)。11月8日には日次売買高が47億株超と既往最高になったほか、月次ベースでも8月以降、数度にわたり既往ピークを更新した。この背景には、個人や海外投資家など、投資主体の裾野が広がっていることが挙げられる。

個人投資家は、インターネット取引や信用取引制度を活用して、売買両面で取引を拡大させている(図表 25)。インターネット口座数は増加を続けており、05年9月には約800万口座に達している(図表 26)。信用取引は、一部金融機関で利用期間の制約を緩和するなどの拡充が図られてきたほか、信用買いのための借入れ金利も低水準で推移したことから、個人投資家の利用が拡大した。

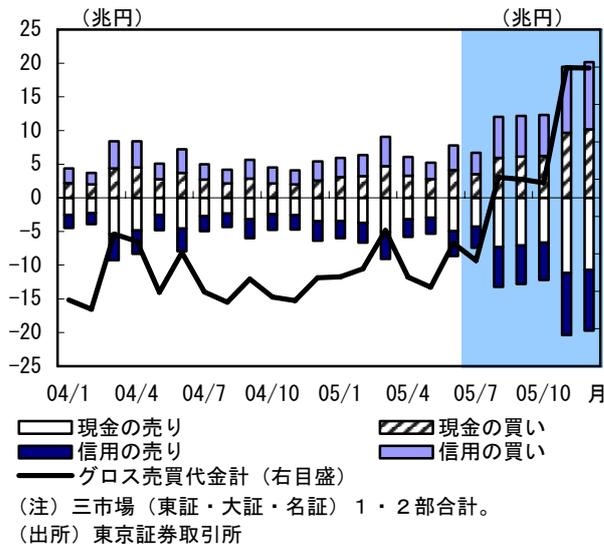
(図表 23) 業種別時価総額



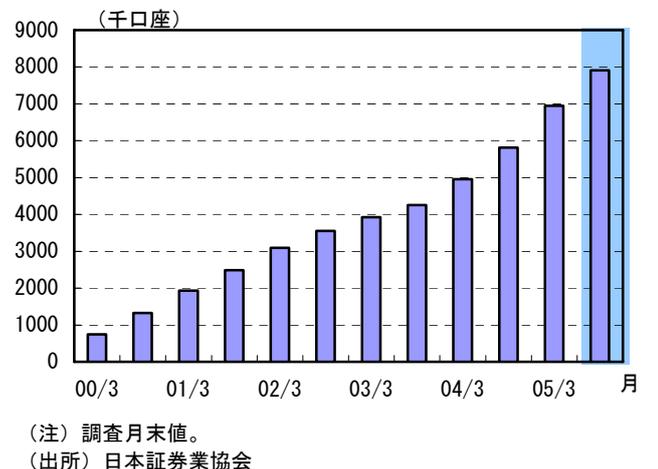
(図表 24) 株式売買高等



(図表 25) 個人投資家の売買動向



(図表 26) インターネット口座数の推移



個人投資家の売買拡大を受けて、東証2部やジャスダックなど小型株や新興企業株も活発に取引された。夏場には大型株中心の相場上昇のなか、上昇ペースが鈍化する局面もみられたものの、その後は再び上昇し、既往最高値圏で推移した（図表27）。

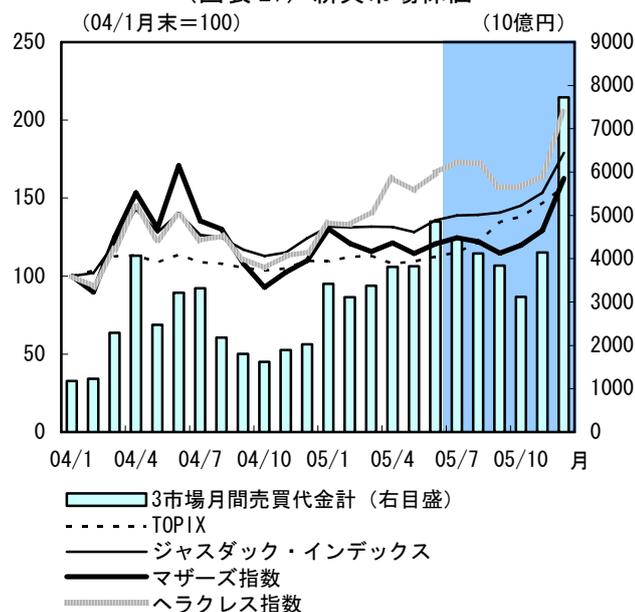
海外投資家による旺盛な株式投資も続いた（図表28）。海外投資家の買い越し額は本年後半だけで7兆円を上回り、年間の買い越し額は10兆円を超え、既往ピーク（1999年）を更新した。こうしたなかでグローバル投資家がわが国株式を他国比オーバーウェイトする傾向が続いている（図表29）。とくに05年後半には、ヘッジファンド等グローバル投資家の中でも、これまで積極的に日本株投資を行ってこなかった主体がポートフォリオに日本株を組み込む動きがみられた。

投資信託も買い越しとなった。これまで上昇相場では解約が増加する傾向がみられたが、足許では、個人向けの分配型投信や金融機関による私募投信等を中心に新規の株式投信設定が増加している。

（株式市場のインフラを巡る動き）

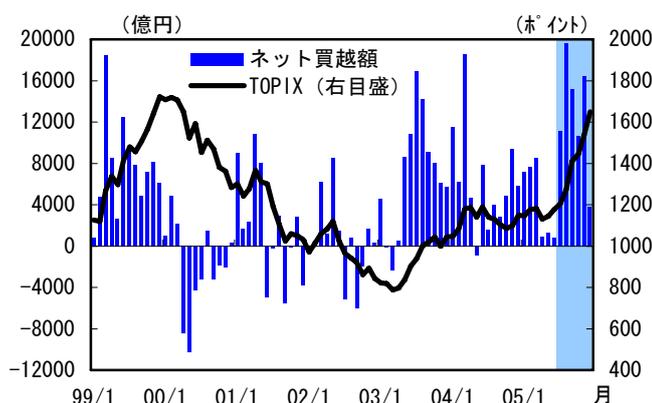
このように株式市場での取引が大幅に増加する下で、05年後半は、証券取引所や証券会社のシステム面の問題などを契機として市場取引に支障の生じる局面もみられた。5月から10月にかけて、大阪証券取引所がヘラクレス市場における新規上場申請の受付を一時停止したほか、11月1日には、東京証券取引所のシステム・トラブルにより後場にかけて取引が全面停止した。また、12月8日には、マザーズに新規上場された銘柄にかかる証券会社の誤発注を発端に、発行済株式数を大幅に上回る売買が成立し、いわゆる「解け合い」（決済条件の改定）という方法が採られるに至った。この間、一部の証券会社でインターネット取引システムの障害により、サービスが一時停止するといったことも生じている。06年入り後も、一部企業に対する検察当局による家宅捜索をきっかけに取引が急増し、システムの処理能力を上回る可能性があったことから、1月18日には東京証券取引所で売買停止措置がとられたほか、翌日以降取引時間の30分短縮等が行われている。

（図表27）新興市場株価



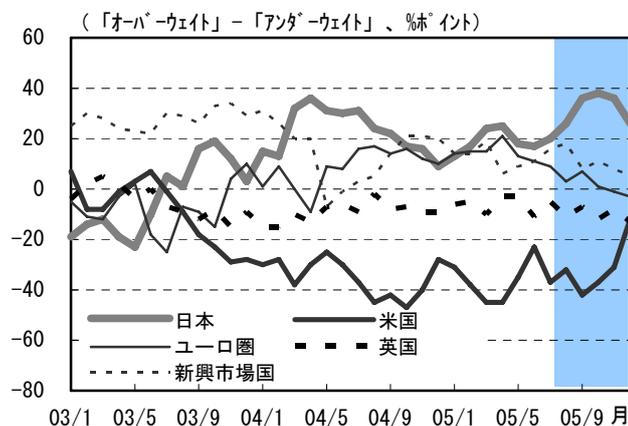
（出所）東京証券取引所、大阪証券取引所、ジャスダック証券取引所、QUICK

（図表28）外国人投資家による日本株買い



（注）三市場（東証・大証・名証）1・2部合計。
（出所）東京証券取引所

（図表29）グローバル投資家の投資スタンス



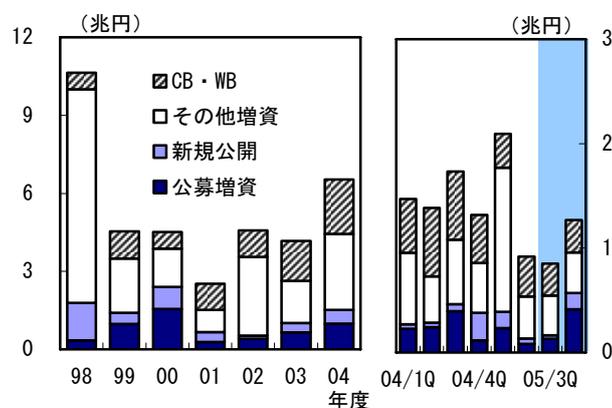
（注）今後1年間における投資スタンス。計数は、ネット（「オーバーウェイト」-「アンダーウェイト」）ベース。
（出所）メリルリンチ「グローバルファンドマネージャーサーベイ」

(自社株買いの増加)

この間、株式市場を通じる資本調達状況を見ると、株価が堅調な中で調達額は減少した(図表 30)。ここ数年みられた大型の事業再生案件が少なかったほか、わが国企業が資本効率向上を重視する傾向を強めている下で、今期はむしろ自社株買いの増加が目立った。

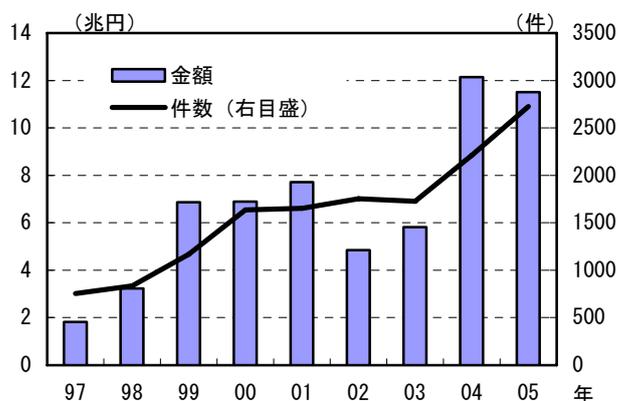
エクイティ・ファイナンスの減少は、企業行動が慎重化していることによるものではない。このことは、設備投資やM&Aの増加(図表 31)からも窺われる。M&Aの積極化や自社株買い等を通じ、企業が抱える余剰資金が市場で機動的に活用される動きが見られ始めている。今期は、一部大手企業による大規模な自社株買い戻しのほか、株主政策の一環として、市場で自社株買いを進める動きが定着するなど、資本調達額を上回る規模で自社株買いが行われた(図表 32)。このような企業行動も、需給面から05年後半の株価上昇を支える一因になったと考えられる。

(図表 30) 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

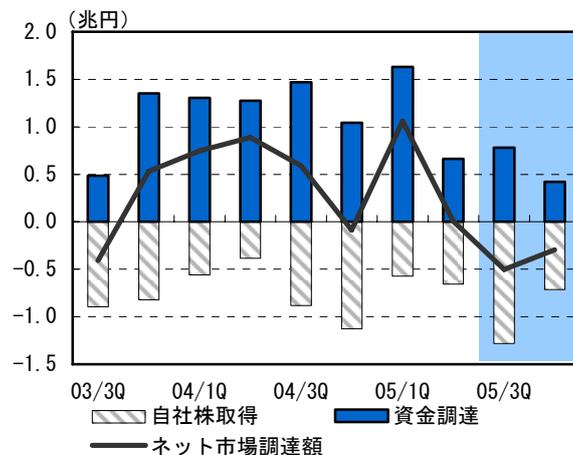
(図表 31) M&A



(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。

(出所) レコフ

(図表 32) 株式市場からのネット資金調達額



(注) 1. 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。
2. 05/4Qは11月まで。

(出所) 東京証券取引所

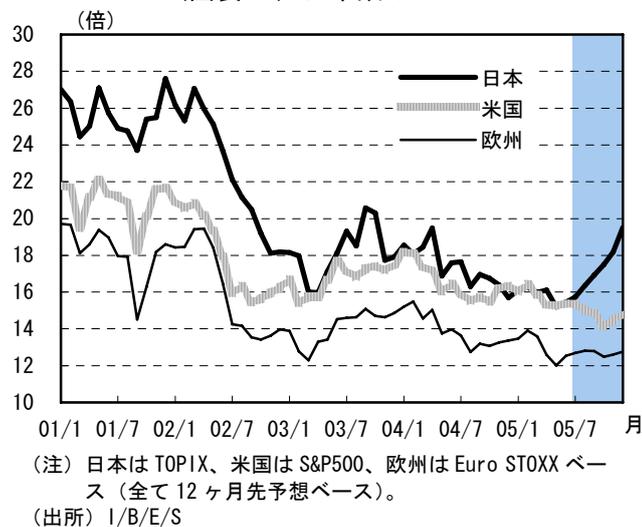
(株価のバリュエーション)

以上みてきたように、株価は05年後半を通じて力強い上昇傾向を辿った。株価水準のみならず、売買高、投資家層の広がり、企業の資本政策の充実といった様々な観点からみて、わが国の株式市場はここ数年とは局面が変わってきているようにみられる。

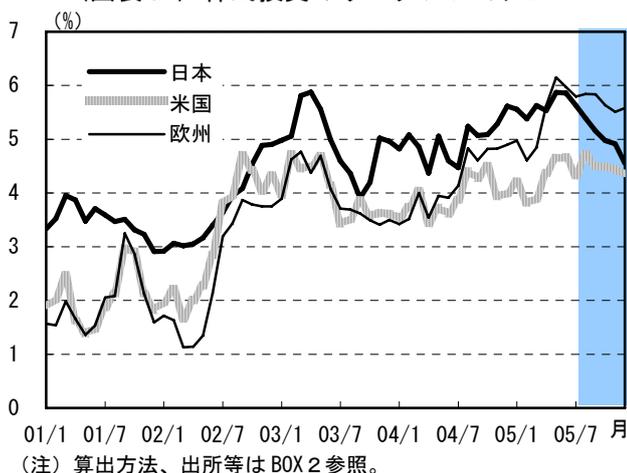
この点は、株価のバリュエーション指標からも窺われる。わが国株価のPERを欧米と比較すると、近年ほぼ同様の推移を辿っていたが、8月以降、欧米のPERが横這いで推移する中で、わが国PERは上昇傾向に転じている(図表33)。

8月以降PERが上昇した基本的な背景としては、中長期的にみたわが国企業収益の拡大期待が高まったことに加えて、近年拡大基調にあった株式保有にかかるリスクプレミアムが縮小に転じたことによる面も大きいと考えられる(図表34、BOX2)。従来、わが国株式市場では、時価会計の導入、持ち合い解消、自己資本比率や資産・負債管理の観点からの機関投資家の株価リスク削減の動きなどを背景とする構造的な売り圧力が意識されてきた。こうした投資家の意識を背景に、株価に織り込まれたリスクプレミアムも拡大傾向を続けてきたと理解できる。05年後半には、これが縮小に転じた。海外投資家に加えて、個人、株式投信、企業(自社株買い)などに幅広い需要がみられ(図表35、36)、潜在的な売り圧力への懸念が幾分薄らいだこともリスクプレミアムの縮小に寄与したとみられる。

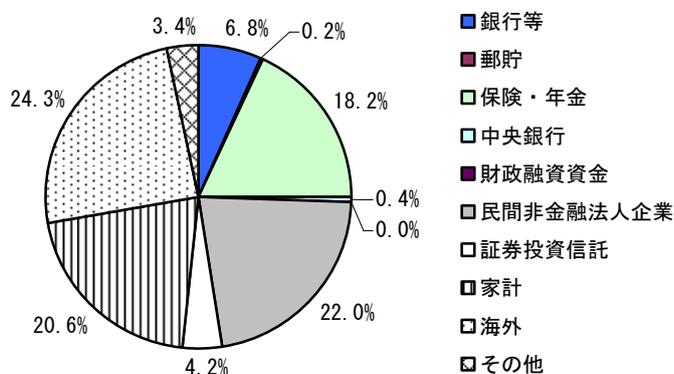
(図表33) 日米欧のPER



(図表34) 株式投資のリスクプレミアム



(図表35) 株式の保有者構成



(図表36) 株式の委託売買に占める外国人のシェア

