



金融市場レポート  
—— 2007 年前半の動き ——

日本銀行  
金融市場局

2007 年 7 月

- ・本レポートの分析対象期間は特に断りなき限り、07年6月末まで。
- ・図表中のシャドーは、07年1月～6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。

## 目 次

要 旨 .....	1
1. 短期金融市場 .....	2
BOX 1 市場金利やサーベイ調査に基づく政策金利予想の動向 .....	6
2. 国債市場 .....	7
BOX 2 債券先物オプションを用いた長期金利のインプライド確率分布の算出 .....	10
3. 株式市場 .....	11
4. クレジット市場 .....	16
5. 外国為替市場 .....	20
BOX 3 インプライド相関 .....	22

## 要 旨

2007 年前半の金融市場の動向をみると、日本銀行では 2007 年 2 月の金融政策決定会合において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〉）の誘導水準を 0.25%前後から 0.5%前後に引き上げた。政策金利引き上げは、2006 年 7 月以来であり、この間の短期金融市場の機能回復を踏まえ、安定的なレートコントロールに支障はないと判断されたことから、補完貸付金利が政策金利を上回る幅は 0.15%ポイントから 0.25%ポイントに拡大された。新たな政策金利の下で、短期金融市場取引は更に拡大し、活発な裁定取引等により金利形成も円滑に行われた。こうした金融市場環境の下でわが国経済は緩やかな拡大を続けた。

国際金融市場をみると、2 月末から 3 月にかけて、中国株の急落や、米国において住宅市場を中心に経済の先行きや金融市場の安定性に対する不透明感が強まったことなどを受けて、投資家のリスク回避度が高まり、世界的に株価が下落したほか、クレジット・スプレッドが幾分拡大し、投機的ポジションの一部巻き戻し等により円が主要通貨に対して上昇した。もっとも、その後は、世界経済が総じて拡大基調を維持するとの見方が各国で共有される中で、投資家のリスク回避度の高まりは終息し、好調な企業業績見通しと活発な企業合併・買収等により、世界的に株式・クレジット市場は堅調に推移した。5 月以降、米国における景況感の強まりなどを背景に、米欧の長期金利が大幅に上昇し、株式・クレジット市場が調整する局面もみられたものの、調整幅は限定的となった。

わが国でも、足許の堅調な企業業績等を受け、株式・クレジット市場ともに総じて底堅く推移したが、株価については、世界同時株安を受けて大きく下落した後、欧米対比やや上昇力が弱い展開となった。また、5 月以降、世界的に長期金利が上昇する中で、わが国長期金利も一時 1.9%台半ばまで上昇したほか、短期金利も上昇した。円相場は、わが国の金利が相対的に低い水準に止まる中、ボラティリティが極めて低い環境が継続したほか、わが国個人投資家の外貨建資産投資の増加などもあって、円安傾向を辿った。

## 1. 短期金融市場

短期金融市場では、翌日物レートは、2月の政策金利引き上げ前後や年度末前などに一時的に振れを伴う局面がみられたものの、新年度入り後は安定して推移した<sup>1</sup>。ターム物レートは、景気・物価指標などを受け、4月以降徐々に上昇した。こうした中、短期金融市場取引は更に拡大し、活発な裁定取引等により金利形成も円滑に行われた。

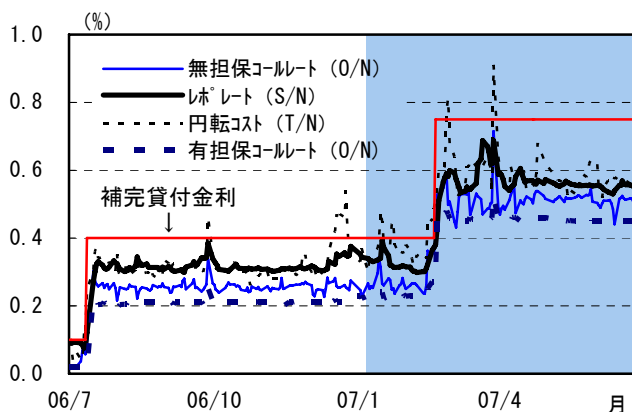
### (1) 翌日物レートの推移

(翌日物レートは、年度末までは、大きく上昇する局面がみられた)

日本銀行は、2月20、21日の金融政策決定会合（以下、会合）において、以下の通り金融市場調節方針を変更した。無担保コール（以下、コール）レート（オーバーナイト物<以下、O/N>）の誘導目標を0.25%前後から0.5%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0.4%から0.75%に引き上げた。

翌日物レートをみると、レポレート（スポットネクスト物<以下、S/N>）や為替スワップ市場を通じた円調達レートである円転コスト（トゥモローネクスト物<以下、T/N>）は、利上げ実施前後や年度末前などで大きく上昇する局面がみられたものの、新年度入り後は安定して推移した（図表1-1、2）。この間、コールレート（O/N）は、誘導目標近傍で推移したが、レート上昇圧力が高まる局面もあった。この要因としては、利上げ観測が生じた際に準備預金制度適用先が準備預金の積み立てを前倒ししたことや、以下に述べるように、円転コスト・ユーロ円レートの上昇による影響などが指摘されている。

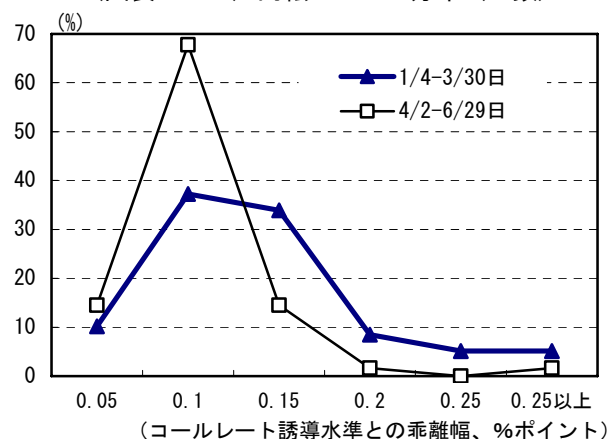
(図表1-1) 翌日物レート



(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) 円転コストの分布 (日数)



(注) 各期間に当該乖離幅が実現した日数の比率。

(出所) メイタン・トラディション、日本銀行

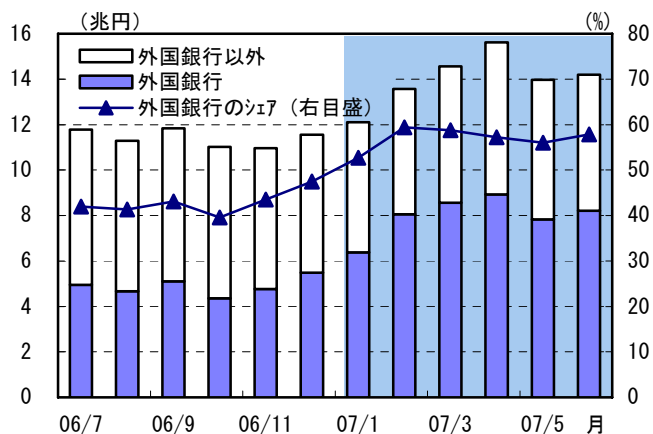
(円転コスト・ユーロ円レート (T/N) の上昇が、コール市場 (O/N) での調達圧力の高まりの一因に)

利上げ実施前後や年度末前などでは、金利上昇期待や資金調達における不確実性の高まりを受けた円転コスト・ユーロ円レートの上昇に伴い、コール市場との間の裁定取引が活発化したことが、コール市場におけるレート上昇圧力の高まりの一因となったと考えられる。例えば、外国銀行の中でも相対的にクレジットラインの拡充などが進んだコール市場での調達力が高い先が、他

の外国銀行に対して T/N や O/N の為替スワップ市場で資金を放出する一方で、コール市場で円資金を調達する裁定取引を行っていたとみられる。また、外国銀行が、円資金調達の一部を為替スワップ・ユーロ円市場からコール市場での調達にシフトさせる動きもみられた。実際、年初から年度末にかけて、コール市場残高の増加に伴い、外国銀行のシェアが上昇した（図表 1－3）。

なお、円転コストやユーロ円レート、コールレートの上昇の背景には、海外投資家等による円資金調達ニーズの高まりも影響していたとみられる。

（図表 1－3）無担コール市場残高（取り手別内訳）

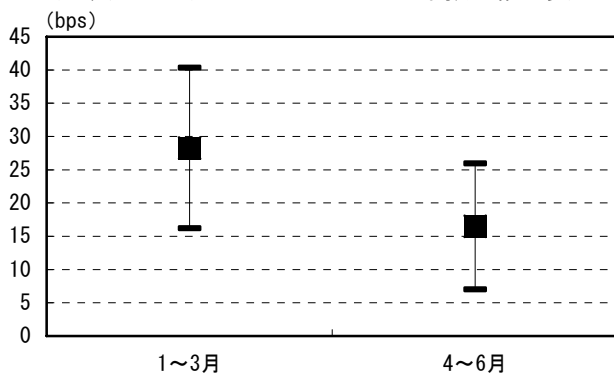


（出所）日本銀行

（新年度入り後、翌日物レートは安定して推移）

新年度入り後は、前述のような要因が剥落したことから、月末や税揚げ日などを除き、円転コスト（T/N）を含む翌日物レートは、総じて安定的に推移した。コールレート（O/N）の日中における振れ幅（最高値と最低値の差）について、平均値と標準偏差を算出すると、年度末を挟んで低下している（図表 1－4）。こうした翌日物レートの安定には、日本銀行による準備預金残高見込みの公表前倒し<sup>2</sup>も一定の貢献をしたとみられる。

（図表 1－4）コールレートの日中振れ幅の変化



（注）振れ幅（最高値と最低値の差）の平均値と±1標準偏差。

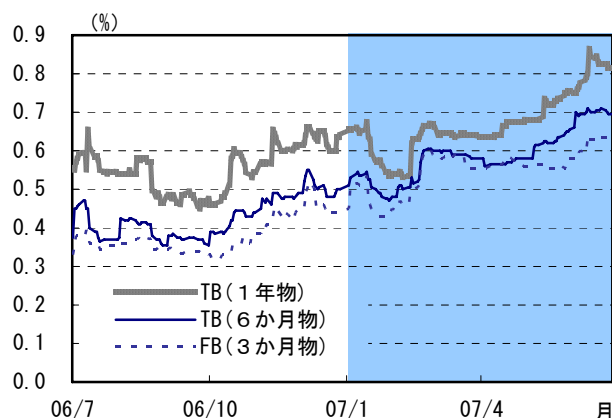
（出所）日本銀行

## (2) ターム物レートの推移

(ターム物レートは徐々に上昇)

短期国債（以下、FB・TB）レート等のターム物レートは、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。1月には一旦低下する局面もみられたものの、2月会合を控えて、上昇に転じた。実際に2月会合で利上げが行われた後は横ばい圏内で推移したが、4月以降、日米欧における市場予想比強めの経済指標等を受けて、政策金利変更時期に関する市場の予想が変化中、ターム物レートは徐々に上昇した（図表1-5）。

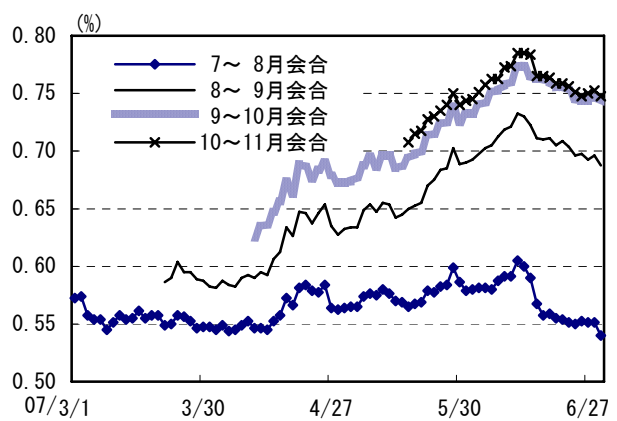
(図表1-5) ターム物レート



(出所) 日本相互証券、日本銀行

オーバーナイト・インデックス・スワップ（以下、OIS）レートをみても、こうした市場における予想の変化を確認できる（図表1-6）。同様に、ユーロ円金利先物レート（以下、ユーロ円金先）も、4月以降、総じて上昇した（図表1-7）。但し、仔細にみると、FB・TB市場などでは、レートは相対的に低めで推移した（BOX 1 参照）。

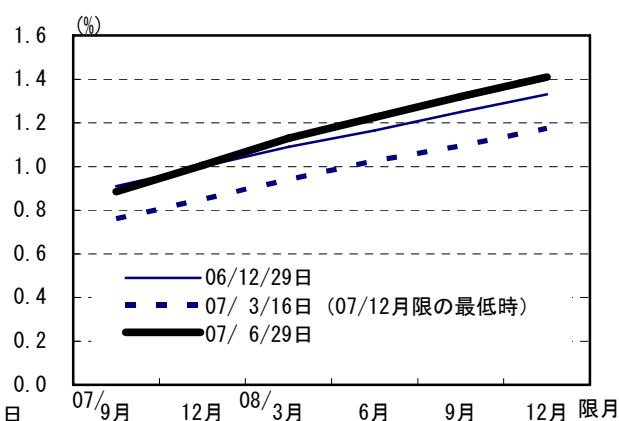
(図表1-6) OISレート



(注) 金融政策決定会合間を対象としたOIS取引（インターミーティング取引）レート。なお、会合日が決定されていない場合は、市場で取引された代表的な会合間レートをを用いた。

(出所) メイタン・トラディション、日本銀行

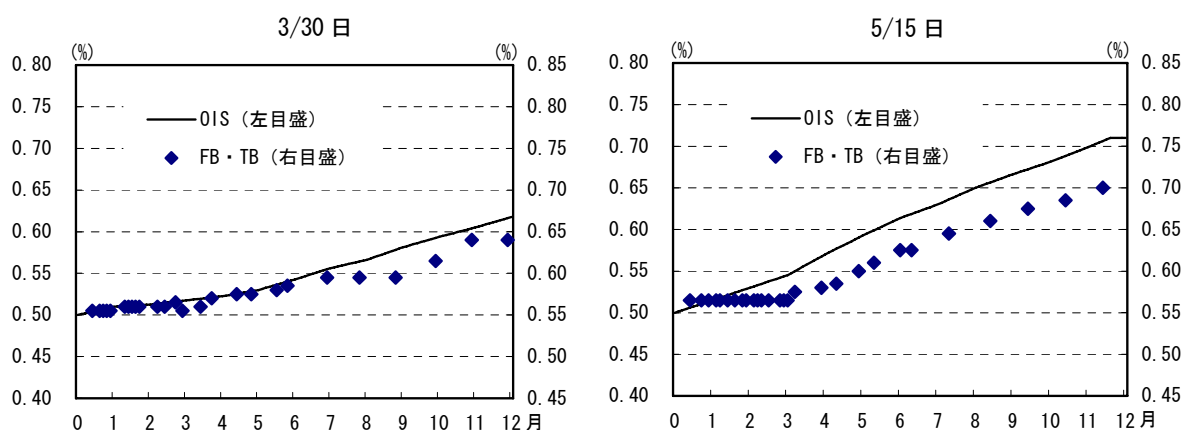
(図表1-7) ユーロ円金先のフォワードカーブ



(出所) 東京金融先物取引所、日本銀行

4月から5月にかけては、FB・TBに対する需要が強くなり、OISレート対比、FB・TBレートは低水準で推移した（図表1-8）。この背景としては、主要な取引主体が両市場間で異なることなどが考えられるが、翌日物や短めのターム物レートが安定度を増すにつれて、長めのターム運用ニーズが高まっていったことのほか、財政融資資金預託金の払戻し<sup>3</sup>（4/2日）等を受けた待機資金の一時的な流入なども影響したと指摘されている。

（図表1-8）OISレートとFB・TBレート



（注）1. 左図は3/30日、右図は5/15日の引け値から作成。

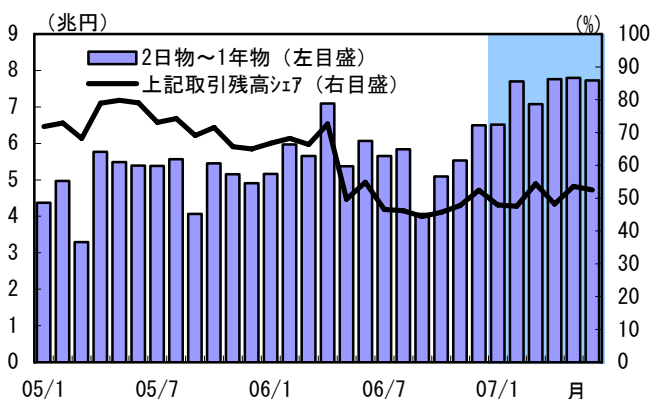
2. OISレートとFB・TBレート間では調達コストとして意識されている翌日物レートが異なるため、その格差（レポレートと無担保コールレート間の先日付プレミアムなど）などを考慮し、目盛を調整している。

（出所）日本相互証券、メイタン・トラディション、日本銀行

### （コール市場のターム物取引も、翌日物取引と同様に増加）

前述の通り、コール市場の翌日物取引が増加する中、短資経由のターム物取引も、相応に増加した（図表1-9）。

（図表1-9）ターム物残高



（出所）日本銀行

<sup>1</sup> 2006年度中の短期金融市場の動向の詳細については、以下を参照。

日本銀行金融市場局「2006年度の金融市場調節」

<sup>2</sup> 以前は午前9時20分頃の公表であったものを、4月16日以降、午前8時頃の公表に変更した。

<sup>3</sup> 以前は、郵便貯金・年金積立金の資金は、資金運用部（現在の財政融資資金）に全額預託されていたが、「資金運用部資金法等の一部を改正する法律」（2001年4月1日施行）に基づき、全額自主運用へ移行した。これを受けて、既に預託されていた資金が当初の契約に基づき順次償還されている。



## BOX 1：市場金利やサーベイ調査に基づく政策金利予想の動向

先行きの政策金利に関する市場の予想は、OIS、ユーロ円金先、短長期国債などの市場金利や、エコノミスト等による政策金利予想サーベイ（以下、「サーベイ調査」）などを通じて観察することができる。

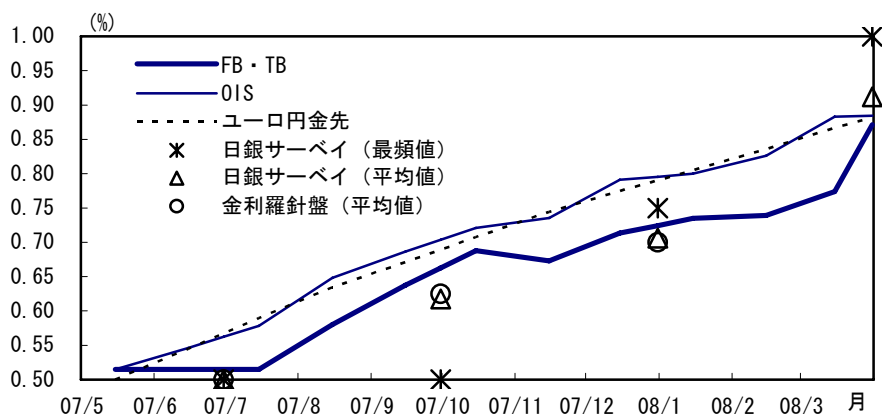
ただし、各市場金利から算出した各種のフォワードレートとサーベイ調査における政策金利水準の予想には、乖離がみられる場合がある。一例として07年5月15日時点の予想をみてみよう（BOX 1 図表）。これによれば、先行き半年から1年程度を展望した大まかな方向性には違いがないものの、時点時点での具体的な水準には乖離がみられる。

まず、OIS とユーロ円金先とを比較すると、両者間の一定のスプレッドを調整すれば、ほぼ同様の動きを示している。この背景としては両者間の活発な裁定取引の存在が指摘できる。次にこれらとFB・TB レートとを比較すると、後者が下回っている（本文5ページ参照）。

更に、これらフォワードレートとサーベイ調査を比較すると、乖離が生じている場合がある。こうした乖離の背景としては、①サーベイ調査に回答しているエコノミスト等と取引参加者の間で見方が異なること、②サーベイ調査が最頻値を示す場合が多い一方、フォワードレートは期待値を示すこと、③投資需要の高まりに伴う金利低下圧力等の需給要因がフォワードレートには働くこと、④サーベイ調査の回答主体は、中長期的な視野で回答する傾向があり、短期的には予測を修正しない傾向が強い一方、市場金利は新しい情報に反応しやすいこと、などが影響していると考えられる。

このように、市場金利やサーベイ調査は異なる性質を持っている。また、市場金利間でも、主要な取引主体、流動性、プレミアムの水準、裁定取引の活発度などの点で相違があり、異なる政策金利見通しを示すことがある。このため、市場の期待を観察するためには、各市場金利やサーベイ調査などの情報を総合的に勘案することが必要であろう。

(BOX 1 図表) フォワードレート (5/15 日時点) とサーベイ調査 (5/9、15 日時点)



- (注) 1. フォワードレート (5/15 日時点) の算出方法は、以下のとおり。OIS は、スポットレートから算出した 1 か月物フォワードレート。FB・TB については、全銘柄のスポットレートを線形補完した上で 1 か月物レートを算出し、レポレートと 0/N コールレートの差の過去における平均的なスプレッドである 0.05% を控除。ユーロ円金先については、①ユーロ円 TIBOR (1~3M) とユーロ円金先から 3、6、9、12 か月先スタートの 3 か月物レートを算出、②ユーロ円 TIBOR (3 か月物) と 0/N コールレートの差の過去における平均的なスプレッドである 0.15% を控除、③同レートを 1 か月物毎に線形補完。

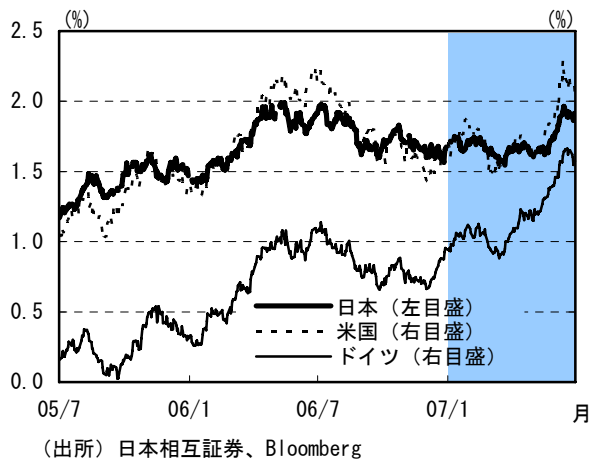
2. 金利羅針盤は 5/9 日、Bloomberg 日銀サーベイは 5/15 日にそれぞれ公表されたもの。

(出所) 日本相互証券、東京金融先物取引所、メイタン・トラディション、Bloomberg、共同通信社「金利羅針盤」、日本銀行

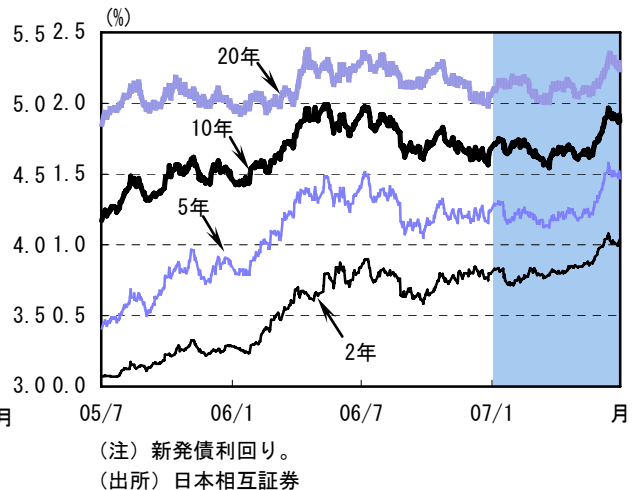
## 2. 国債市場

長期金利は、市場参加者の景気・物価に対する慎重な見方を受けて、5月中旬までは概ね横ばい圏内で推移した（図表2-1）。5月中旬以降は、①米欧において景況感が改善し、長期金利が大幅に上昇したことや、②わが国においても市場予想比強めの経済指標がみられたことから、わが国の長期金利は大幅に上昇した。新発国債利回りをみると、2年利回りが97年6月以来、5年利回りが00年の発行開始以来のピークの水準まで上昇した（図表2-2）。

（図表2-1）内外長期金利（10年）



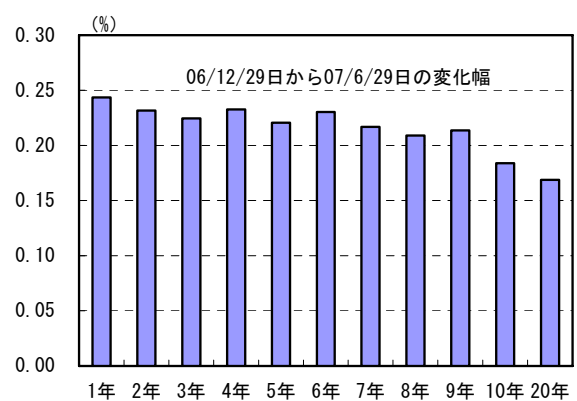
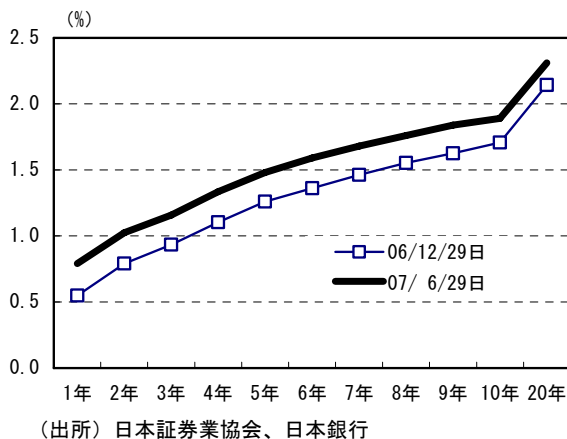
（図表2-2）年限別金利



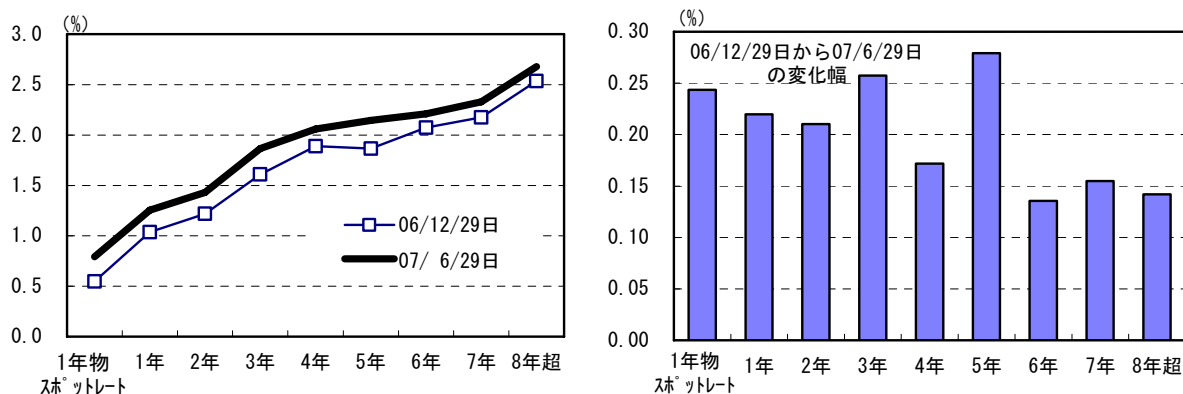
（短中期ゾーン中心に大幅に上昇）

長期金利の動向をゾーン別にみると、すべてのゾーンで上昇したものの、相対的に短中期ゾーンの上昇幅が大きかったために、イールドカーブはややフラット化した（図表2-3）。1年物フォワードレートも、短中期ゾーンを中心に上昇した（図表2-4）。

（図表2-3）国債流通利回りのイールドカーブ（スポットレート）



(図表2-4) 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年超」は、8～19年先スタートの1年物フォワードレートの単純平均。

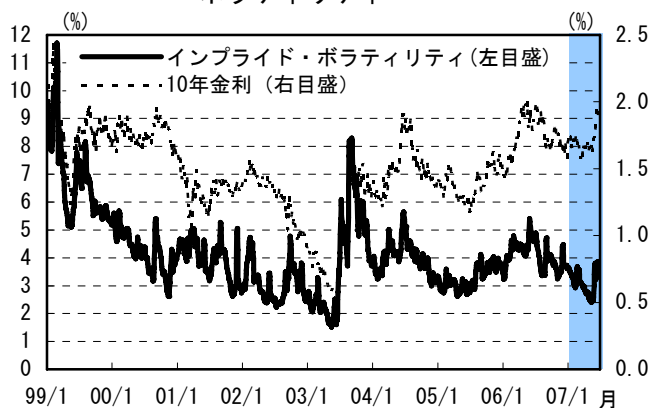
(出所) 日本証券業協会、日本銀行

こうした金利上昇の背景には、景況感の改善等を受けて、米欧金利が大幅に上昇したことがある。また、短中期ゾーンでは、4月以降、市場予想比強めの経済指標等を受けた政策金利に対する市場の見方の変化なども、金利上昇を促した。

#### (ボラティリティは低下した後、反発)

5月中旬までは、長期金利の変動幅が小幅なものに止まったこともあって、東京証券取引所における長期国債先物オプションから算出されたインプライド・ボラティリティは低下基調で推移し、一時的に03年6月以来の水準まで低下した(図表2-5)。もっとも、その後は、長期金利が上昇したことに伴い、ボラティリティも反発した。

(図表2-5) 長期国債先物のインプライド・ボラティリティ



(注) ボラティリティは、5営業日後方移動平均値。

(出所) Bloomberg

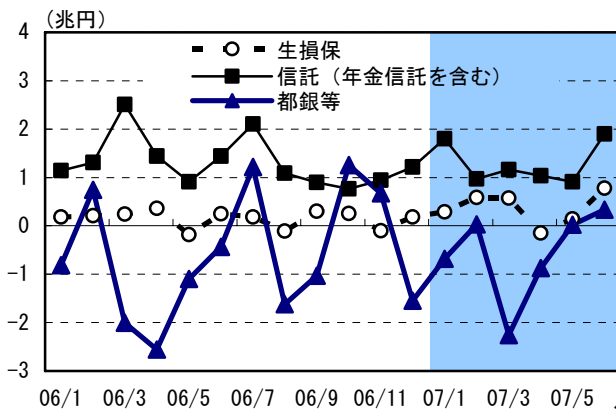
なお、同じボラティリティ低下局面といっても、03年と本年では、期待形成の特徴が異なっていた可能性がある。例えば、行使価格別のインプライド・ボラティリティから推計したインプライド確率分布をみると、03年のボラティリティ低下局面では、金利低下を受けて更なる低下余地は限定的との見方が浸透していた。一方、本年のボラティリティ低下局面では、金利が上昇したとしても急騰する可能性は小さいといった見方が相対的に強かったことが示唆される(BOX2参照)。

(投資家別の国債売買動向)

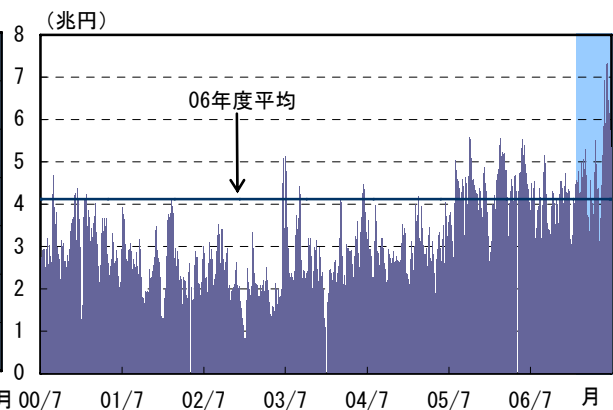
国内投資家の国債売買動向をみると、年金基金のうち公的年金は、08年度末を目標とした基本ポートフォリオへの移行完了に向けた安定的な購入を継続し、ポートフォリオ全体に占める国債のウェイトを高めた。企業年金は、金利上昇リスクを考慮しつつも、他資産の価格上昇を受けたポートフォリオ構成比維持のための調整の動きなどから、緩やかに国債投資額を増加させた。生命保険会社は、一般勘定資産・負債間の期間ミスマッチを小さくするために、金利上昇局面を中心に、長期・超長期ゾーンの国債を購入した。一方、銀行については、年度初などに一部で残高を積み増す動きがみられたものの、07年前半を通じてみれば、先行きの金利上昇リスクを勘案して、FB・TBを除いた国債売買高はネット売り越しとなった(図表2-6)。

5月中旬以降の金利上昇局面での動きをやや詳しくみると、生命保険会社では、金利水準の落ち着きどころを探りつつも、一部に長期・超長期ゾーンの国債を購入する先がみられた。一方、銀行では、一部にリスク低減の動きを加速させる動きもみられた。この間、金利上昇リスクのヘッジ需要もあって、長期国債先物の出来高は急増した(図表2-7)。海外投資家の一部は、米国とわが国の債券先物間での裁定取引など、先物を使った取引を活発に行っていたと指摘されており、こうした動きも先物の出来高を押し上げたと考えられる。

(図表2-6) 投資部門別売買動向



(図表2-7) 長期国債先物の出来高



(注) FB・TBを除く。都銀等は、都銀、新生銀行、あおぞら銀行。(注) 5営業日後方移動平均値。  
 (出所) 日本証券業協会 (出所) QUICK

## BOX 2：債券先物オプションを用いた長期金利のインプライド確率分布の算出

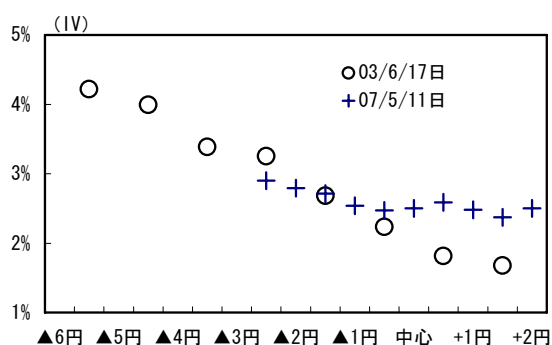
金利動向の不確実性に対する市場の見方を抽出する際には、インプライド・ボラティリティ (IV) が使われることが多い。その際、アット・ザ・マネー (行使価格が原資産価格と一致するオプション) のボラティリティを用いることが多いが、実際には、ボラティリティは行使価格ごとに異なっている。従って、これらを繋げたボラティリティ・カーブの情報を使うことによって、より詳細な市場の見方を抽出することが可能となる。

長期国債先物オプションのボラティリティ・カーブをみると、長期金利 (先物価格) の上昇 (低下) 方向でボラティリティが高めになり易いことが分かる (BOX 2 図表< 1 >)。このようなカーブの傾きは、債券価格の急落に対する警戒感が相対的に強く、市場参加者が想定している将来の長期金利に関する確率分布 (インプライド確率分布) が歪んでいることを示している。

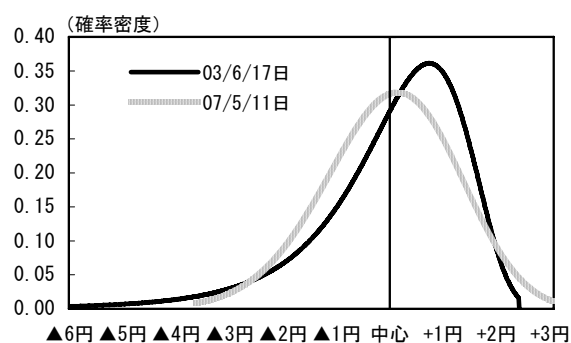
例えば、アット・ザ・マネーのボラティリティがほぼ同水準にあった、03年6月17日と本年5月11日のインプライド確率分布を比較すると、前者の時点では、ボラティリティ・カーブの傾きが急であり、インプライド確率分布は非対称な形に大きく歪んでいた (BOX 2 図表< 2 >)。これは、金利低下を受けて更なる低下余地が限られていた一方で、上昇した場合には急騰する可能性が警戒されていたことを示唆している。従って、この時期のボラティリティの低下は、金利低下余地が限定的であった点に大きく依存していたと考えられる。一方、本年5月では、ボラティリティ・カーブの傾きがフラットに近く、インプライド確率分布の歪みは小さい。これは、金利急騰に対する警戒感が比較的弱く、金利が上昇したとしても上昇幅は限定的との見方が強かったことを示唆している。

(BOX 2 図表) 長期国債先物オプションから算出したインプライド確率分布

(1) ボラティリティ・カーブ



(2) インプライド確率分布



(注) 1. 各時点のオプションの原資産である債券先物価格 (アット・ザ・マネー) を中心として、ボラティリティ・カーブ、インプライド確率分布を示している。

2. インプライド確率分布の推計は以下の順で行っている。①行使価格ごとの IV をスプライン補完、②ブラック・ショールズモデルを用いてプレミアムに変換、③プレミアムを行使価格で 2 階偏微分して、行使価格上のインプライド確率密度を算出。

(出所) Bloomberg、日本銀行

### 3. 株式市場

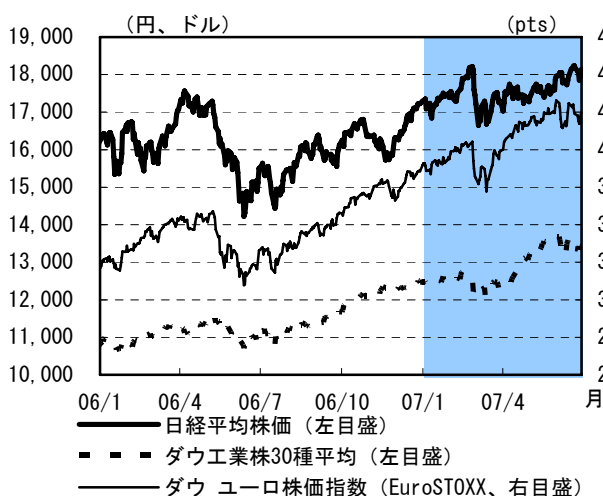
わが国株価の動向をみると、世界経済の拡大が続く下で、堅調な海外株価や、円安基調の持続による企業収益押し上げ期待などを背景に、2月下旬に日経平均は00年5月以来の高値を更新(2/26日:18,215円)した。その後、世界同時株安を受けて株価は一旦大きく下落したが、世界同時株安の背景となった投資家のリスク回避度の高まりが短期間で終息したこともあって、世界経済の良好なファンダメンタルズなどを背景に、2月下旬の高値を一時更新する局面もみられた。ただし、わが国株価は2月下旬の高値圏を大きく上回ることはなく、この間に年初来高値を更新し続けた米欧株価とは異なる展開となった(図表3-1)。

(わが国株価は年初対比上昇するも米欧対比での上げ幅は限定的)

1月から2月下旬にかけて、わが国株価は上昇基調を維持し、日経平均は00年5月以来の高値まで上昇(2/26日:18,215円)した。しかし、2月末に中国(上海)株の急落をきっかけに世界的に株価が下落した局面(2/27~3/5日)では、わが国株価が主要地域で最も大きく下落した(日経平均:▲8.6%、ダウ工業株30種平均<以下、NYダウ>:▲4.6%、ダウ・ユーロ株価指数:▲6.8%)。この背景としては、年初来の上昇率が高かったことに加えて、円高(1ドル=120円台→115円台)が輸出企業の業績悪化懸念を通じて下落要因になったことなどが指摘されている。

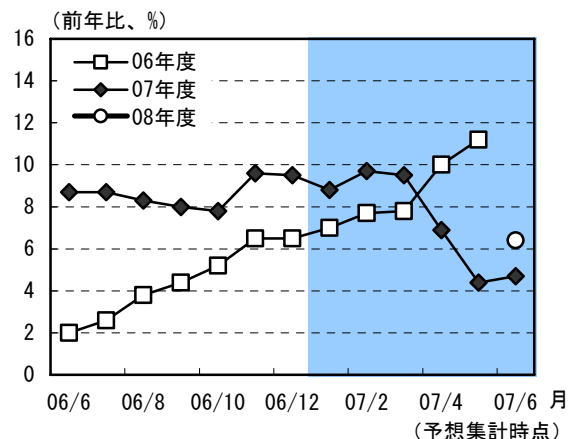
3月半ば以降、米欧株価は回復し、年初来高値を更新し続けた一方、わが国株価は年度決算発表を控えて06年度の企業業績、07年度の業績予想に関して慎重な見方が広がり、上値の重い展開となった。発表された決算は、事前予想を上回る内容(図表3-2)であったが、07年度の慎重な業績見通しが嫌気されたことから、株価は頭の重い展開となり、年初来高値を下回る水準で推移した。5月半ば以降は、決算が好感された銀行株などを中心に上昇する場面もあったが、世界的に金利が上昇し米国株が下落すると反落した。その後、内外長期金利が落ち着きを取り戻すと、世界経済の堅調なファンダメンタルズや円安の継続を背景として再び18,000円台まで上昇した。

(図表3-1) 内外株価



(出所) Bloomberg

(図表3-2) 企業収益見通し



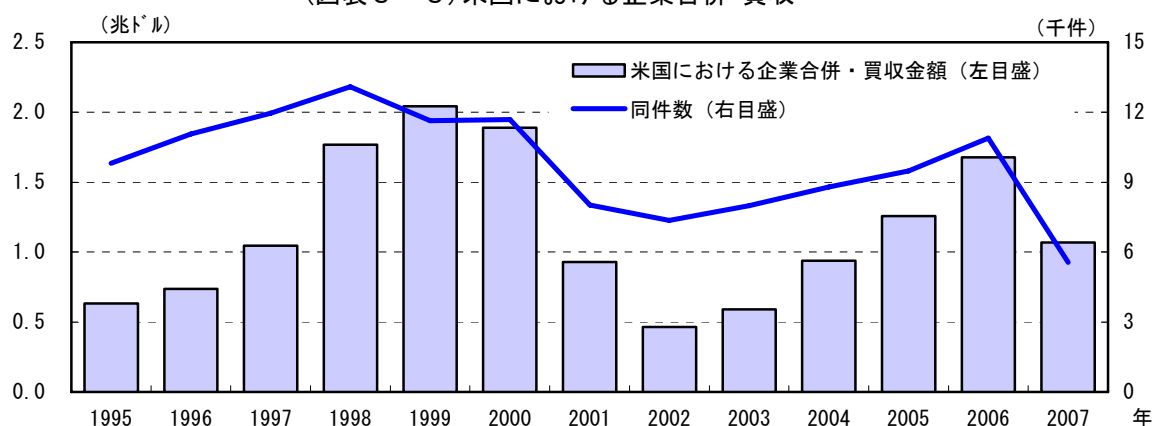
(注) 東証1部上場企業(金融業を除く3月決算銘柄。ただし、直近の決算変更・合併銘柄、親会社上場銘柄を除く)の連結優先経常増益率見通し。上場株式数ベース加重平均。

(出所) 東洋経済新報社予想をもとに大和総研作成

この間、米国株価の動向をみると、2月末には世界的な株価下落の中で、米国株価も一旦下落した。米国内ではサブプライム住宅ローンの返済遅延率が上昇し、モーゲージバンクの破綻が相次いだことを受けて、住宅市場の調整が深まるとの懸念が高まっていた。株価の下落は、こうした背景の下で、米国経済に対する楽観的な見方がある程度修正され、不透明感が増していたところに、中国株の急落が市場参加者の不安心理を煽った結果だと言われている。もっとも、3月半ば以降は、サブプライム住宅ローンの信用劣化が米国の金融システムや経済に大きな影響を与えないとの見方が広まり、投資家のリスク回避度の高まりが終息する中、株価も回復基調を辿った。その後も、好調な企業業績、活発な企業合併・買収などが寄与して、NYダウなどの株価指数は年初来高値を更新する展開となった(図表3-3)。しかしながら、6月には米国長期金利が急騰し、10年債利回りが5%を大きく上回る展開となり、さらに一部ヘッジファンドの破綻懸念からサブプライム住宅ローン問題が再び注目されると、株価は調整した。

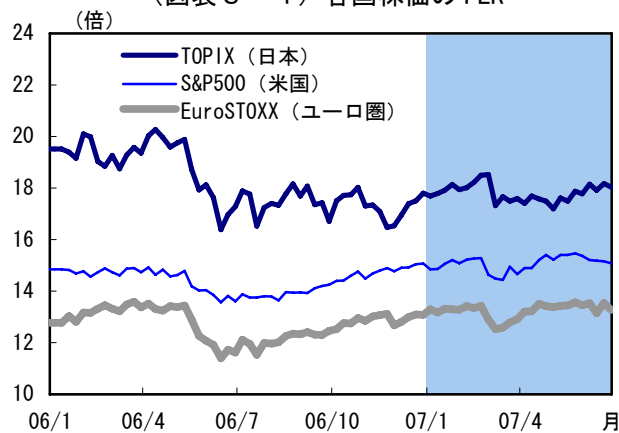
欧米株価については、短期的な過熱感を指摘する声もある一方で、各国株価の株価収益率(以下、PER)は、急上昇しているわけではない(図表3-4)。

(図表3-3) 米国における企業合併・買収



(注) 買収案発表日ベース。2007年は6月末までのデータ。  
(出所) トムソンファイナンシャル

(図表3-4) 各国株価のPER



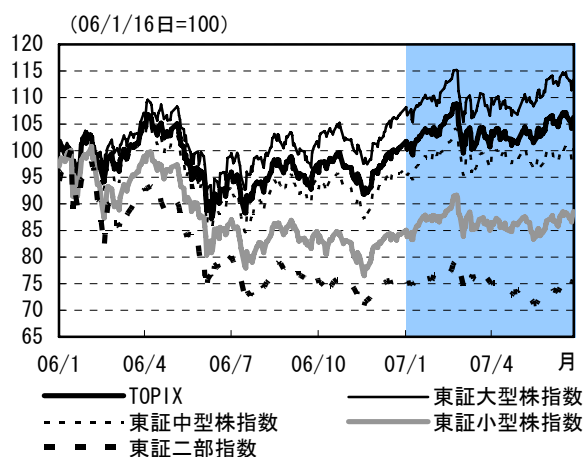
(注) 1. 12か月先の予想EPS(1株当たり利益)を使用。  
2. 06/1/12日までは月次データ。1/19日以降は週次データ。  
(出所) トムソンファイナンシャル

### (大型株優位の相場展開は継続)

07 年前半のわが国株価動向の 1 つの特徴として、06 年から引き続き大型株が選好され、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(東証大型株指数: +6.0%、中型株指数: +4.8%、小型株指数: +5.1% <いずれも 07/6 月末の 06/12 月末対比>、図表 3-5)。米国の株式市場においても同様の傾向がみられ、大型株で構成されている 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観測された要因としては、高成長が続く国外での収益力が大型のグローバル企業に期待されたことが挙げられている。

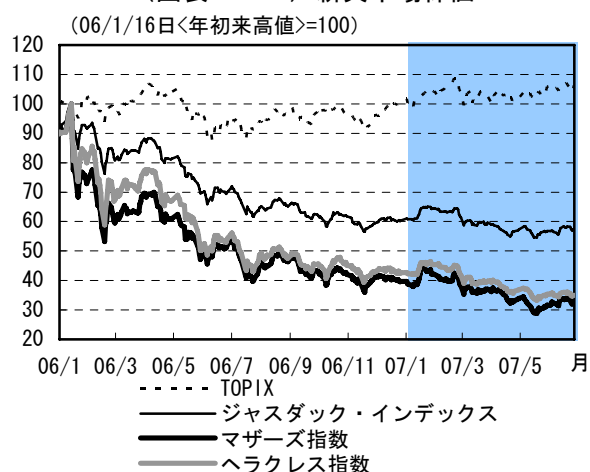
新興市場は年初より軟調に推移した(ジャスダック・インデックス: ▲4.7%、マザーズ指数: ▲17.6%、ヘラクレス指数: ▲17.7% <いずれも 07/6 月末の 06/12 月末対比>、図表 3-6)。新興企業の決算に対して会計上の不信感、業績の下方修正懸念が広がったことが要因として挙げられている。

(図表 3-5) 規模別株価指数



(出所) 東京証券取引所、QUICK

(図表 3-6) 新興市場株価



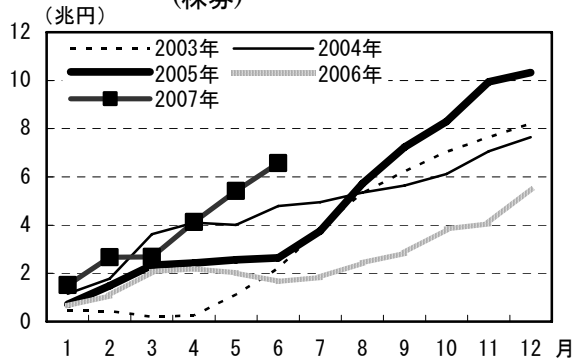
(出所) 東京証券取引所、大阪証券取引所、ジャスダック証券取引所、QUICK

### (買い越しの中心は引き続き海外投資家)

海外投資家は好調な海外株価を背景に、日本株に資金を投入しており、年初来の累積買い越し額は 06 年対比で増加している(図表 3-7)。しかし、株価が調整する局面では先物を用いてポジションの調整を行っており、わが国および海外の株価が調整した局面では先物主導で下落圧力がかかったと指摘されている(図表 3-8)。この間、個人投資家、投資信託は売り越しており、株価の上昇局面で個人が利益確定売りを出した、との指摘が聞かれる。

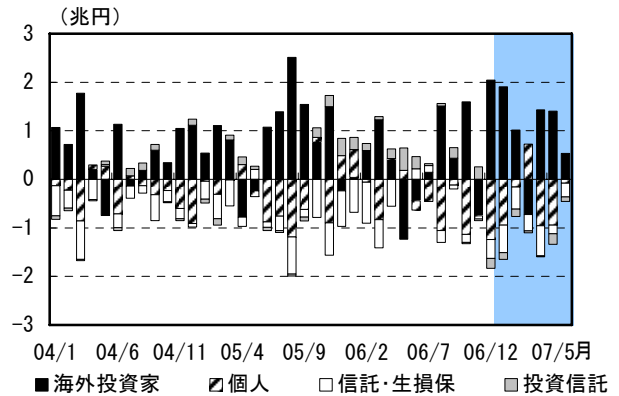


(図表 3-7) 海外投資家の年初来買い越し額  
(株券)



(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)

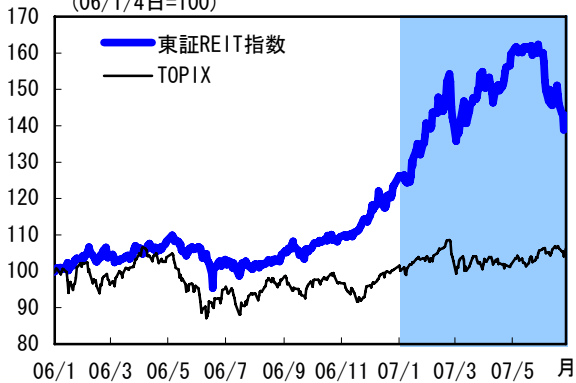


(注) 各部門の現物取引(東証・大証・名証の1・2部等合計)、先物取引(東証・大証の日本株指数先物)について、買付け額から売付け額を差引き、合算したもの。  
(出所) 東京証券取引所、大阪証券取引所

(J-REIT<日本版不動産投資信託>は上昇後やや反落)

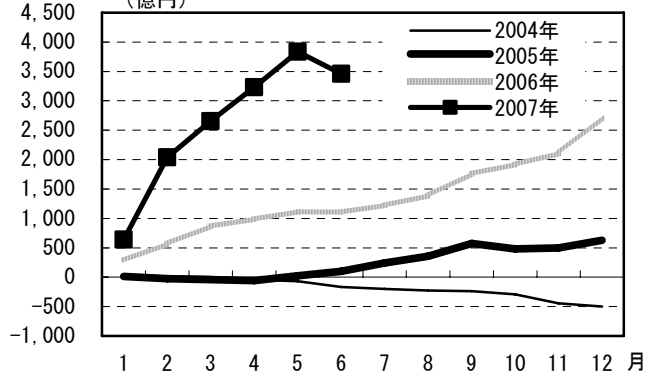
J-REIT は昨年引き続き外国人投資家が大きく買い越しており、年初から価格が大幅に上昇したが6月にはやや反落した(図表3-9)。この間の動きをやや詳しくみると、2月の世界同時株安時には一時的な調整局面を迎えたが、外国人の買い越し額が4月時点で昨年1年の買い越し額を上回るなど(図表3-10)、好需給に支えられ、その後も上昇、東証REIT指数は連日、史上最高値を更新した。もともと、6月に世界的に金利が上昇した際には価格は下落する局面もあった。また、06年後半からの価格上昇を受けてJ-REITの配当利回りと10年国債利回りのスプレッド(イールドスプレッド)は縮小している(図表3-11)。

(図表 3-9) 東証REIT指数の推移等  
(06/1/4日=100)



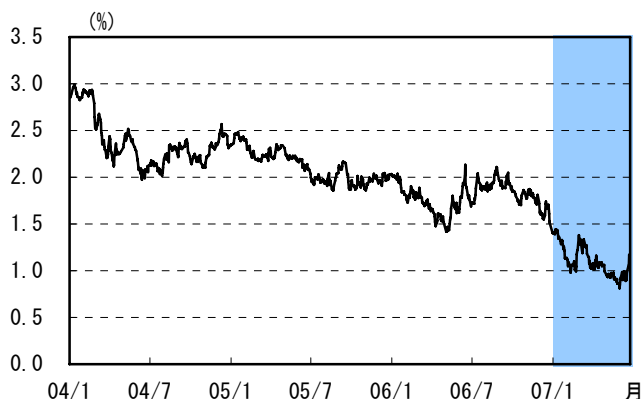
(注) 東証REIT指数は、東証上場のREIT全銘柄を対象とした時価総額加重平均指数。  
(出所) Bloomberg

(図表 3-10) 海外投資家の年初来買い越し額(J-REIT)  
(億円)



(注) 投資部門別売買状況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 3-11) J-REIT のイールド・スプレッド



(注) 1. イールド・スプレッド=配当利回り-新発 10 年国債利回り  
 2. 配当利回りは、東証 REIT 指数採用銘柄を対象とし、各法人の時価総額ウエイトで加重平均したもの。

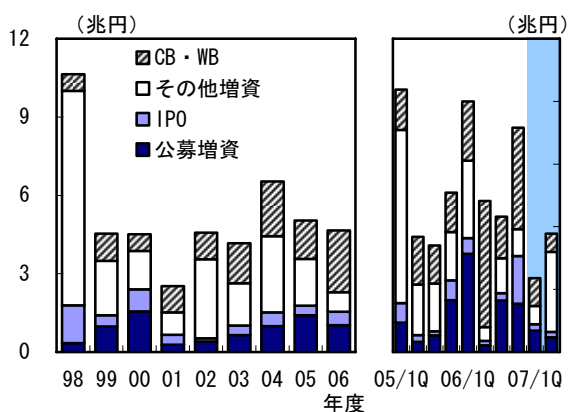
(出所) QUICK、日本銀行

(エクイティ・ファイナンスは減少)

07 年前半のわが国プライマリー市場をみると、新規株式公開 (以下、IPO)、公募増資、転換社債 (CB) 発行などは、金額・件数とも 06 年対比で減少した (図表 3-12)。背景としては、06 年における、①銀行による公的資金返済に伴う大規模な資金調達、②事業の再構築に係わる大型案件、などの特殊要因が剥落したことが影響したと指摘されている。また、企業の資本コストに対する意識の高まりを受け、資金調達の目的に応じて調達手法を多様化する例もみられるとの指摘も聞かれた。自社株買いが高水準で推移する中、エクイティ・ファイナンスが減少しているために、ネットの市場調達はマイナスとなり、前年、前々年同期対比で大きく減少した (図表 3-13)。

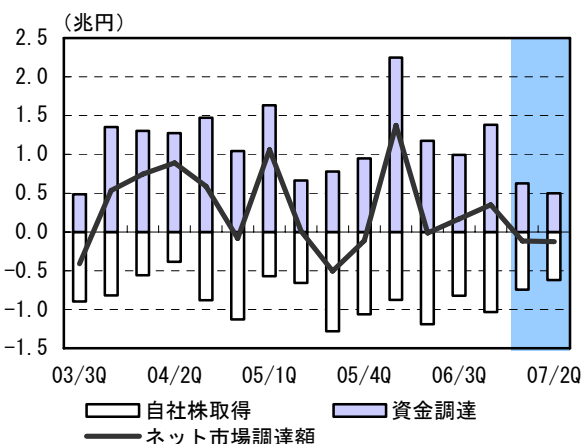
IPO の実施環境をみると、新興市場の株価が頭重く推移したこともあり、上場後の初値が公開価格割れする事例が 06 年対比で増加した。

(図表 3-12) 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 3-13) 株式市場からのネット資金調達



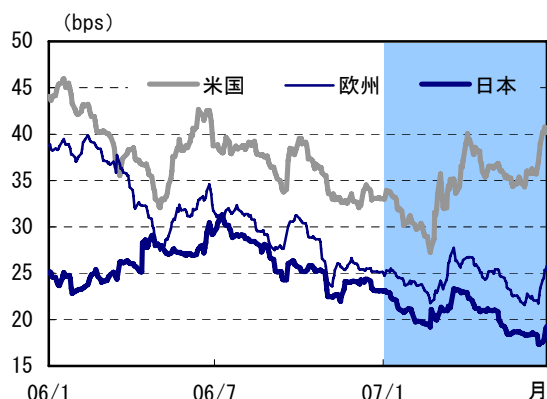
(注) 東証上場会社合計。資金調達は IPO を除く増資 (優先株、自社株売却を含む)、新株予約権行使、CB の合計。なお、自社株取得のうち、子会社からの買受け分は除外。ネット市場調達は、上図表の資金調達と自社株取得の差。07/20 は 5 月まで。

(出所) 東京証券取引所

#### 4. クレジット市場

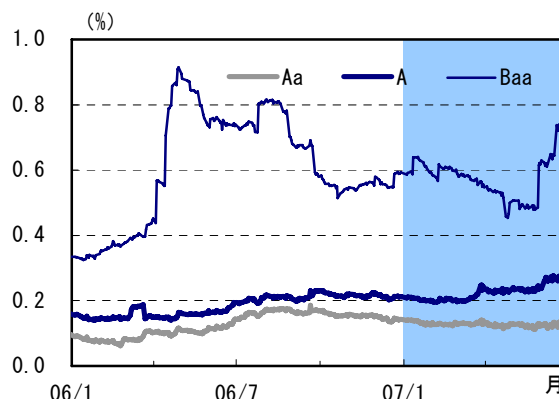
クレジット市場をみると、社債などの対国債スプレッドやクレジット・デフォルト・スワップ（以下、CDS）プレミアムは、高格付け銘柄が横ばい圏内で推移した一方で、より高い利回りを追求した堅調な投資需要を背景に、相対的に格付けが低い、あるいは、スプレッドが厚い一部銘柄がジリジリと縮小した。このため、クレジット・スプレッドは全体として低下した。この主因は、企業収益や負債・資本構造といった企業の財務ファンダメンタルズが引き続き良好であるとの見通しに大きな変化がみられなかったことに加え、金利の見通しが総じて安定していたことであると考えられる。また、米欧においては、2月末以降、米国のサブプライム住宅ローンの信用劣化懸念や世界同時株安を契機としたリスク回避の動きが生じ、クレジット・スプレッドが拡大した局面がみられたが、わが国への影響は限定的なものに止まった（図表4-1）。

（図表4-1）CDS インデックス



（注）CDX. NA. IG、iTraxx Europe、iTraxx Japan  
（出所）Markit

（図表4-2）社債の対国債スプレッド



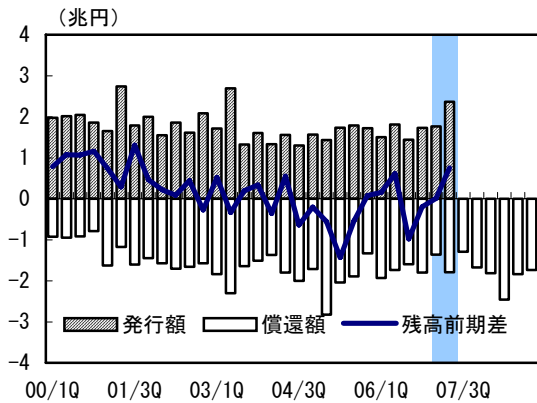
（注）1. 対国債スプレッド。国債の残存年数は5年。社債は、残存年数4年以上6年未満銘柄より平均流通利回りを算出。  
2. 社債利回りは日本証券業協会公表の気配値、格付けはムーディーズによる。  
3. 図表上、対象銘柄の入替を主因に、07年5月29日および6月18日にBaa格のスプレッドが、また、07年6月4日にA格のスプレッドが拡大している。  
（出所）日本証券業協会、日本銀行

（社債スプレッドは、Aa格・A格は横ばい推移、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、低水準で安定的に推移した。一方、Baa格は、前述した良好なクレジット投資環境の下、スプレッドが緩やかに縮小した。もっとも、個別銘柄では、貸金業制度改革を背景とした事業環境の変化によって顧客基盤の縮小や貸倒リスクの上昇などが懸念された消費者金融セクターや、個別要因を抱える一部銘柄のスプレッドが、一時的に大きく変動した局面がみられた。

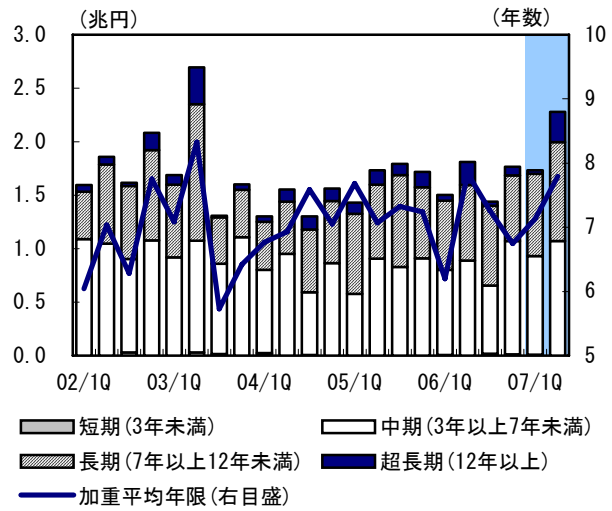
社債の発行額は前年同期を上回っており、特に6月には、国債金利の変動が幾分小さくなったこともあり、一部に発行時期の前倒しや調達期間の長期化を指摘する声もあった（図表4-3、4）。

(図表 4-3) 社債発行額および償還額



(注) 07/3Q以降の償還額は予定償還額。  
(出所) アイ・エヌ情報センター

(図表 4-4) 年限別社債発行額



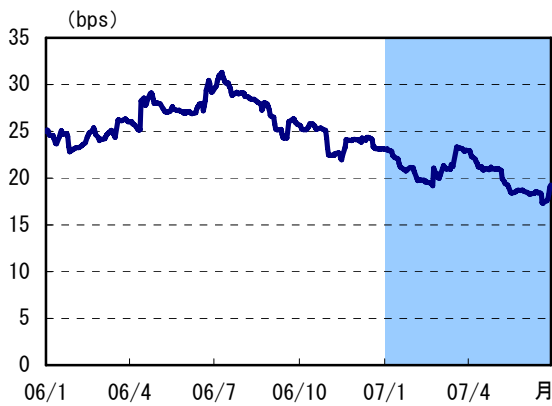
(出所) アイ・エヌ情報センター

(CDS プレミアムは、06 年前半に幾分拡大した後、緩やかに縮小)

主要 50 社をカバーする CDS インデックス (iTraxx Japan) をみると、CDS プレミアムは、06 年前半に幾分拡大した後、緩やかに縮小し、07 年 5 月以降、低水準横ばいで推移した (図表 4-5)。こうした動きの背景には、社債と同様、企業の良好な財務ファンダメンタルズと金利見通しの安定性がある。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たことが、クレジットに対する投資家需要を顕在化させ、プレミアムの低下に寄与したとの指摘もみられた。個別にみると、そうした傾向は、相対的に格付が低い、あるいは、スプレッドが厚い銘柄で特に顕著であったが、ほぼ全ての銘柄でプレミアムが縮小した。

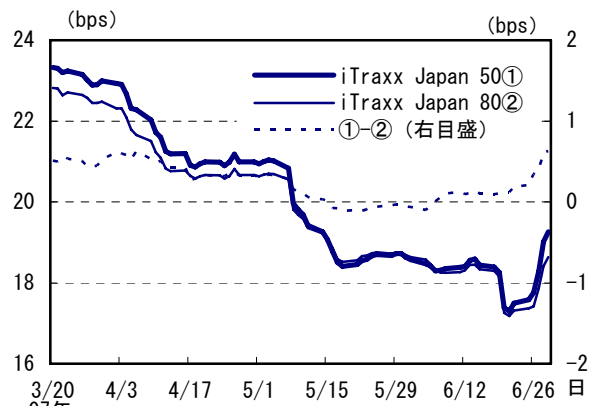
また、CDS インデックスのうち、本年 3 月 20 日にスタートしたシリーズ 7 より、従来の 50 銘柄によるインデックスに加えて、80 銘柄を組み込んだインデックスも取引が開始された。ただし、これまでのところ、両者はほぼ一定の幅で変動しており、新インデックス独自の動きはみられていない (図表 4-6)。

(図表 4-5) iTraxx Japan (50 銘柄)



(出所) Markit

(図表 4-6) iTraxx Japan (50 銘柄・80 銘柄比較)



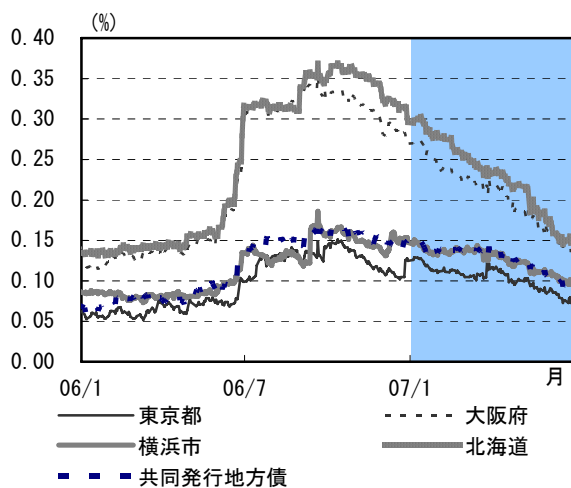
(出所) Markit

(地方債及び財投機関債の対国債スプレッドは、06 年後半にかけ一旦拡大した後、緩やかに縮小)

地方債の対国債スプレッドは、06 年後半にかけ一旦拡大したものの、07 年入り後は高格付け銘柄が低水準で安定的に推移した一方、相対的にスプレッドが厚い銘柄が緩やかに縮小した結果、銘柄間格差が減少した(図表 4-7)。この背景として、国債金利の見通しが安定していたことに加えて、「新しい地方財政再生制度研究会」による 06 年 12 月 8 日付「報告書」において、「十分な情報開示に基づく透明な早期是正措置によって財政危機の深刻化を回避」するために、「新たな財政指標と情報開示の徹底、早期是正スキーム・再生スキームの 2 段階の仕組みによる新しい地方財政再生制度の具体的な枠組み」が提示されたことなどから、地方債制度を巡る様々な思惑が沈静化したことがある。

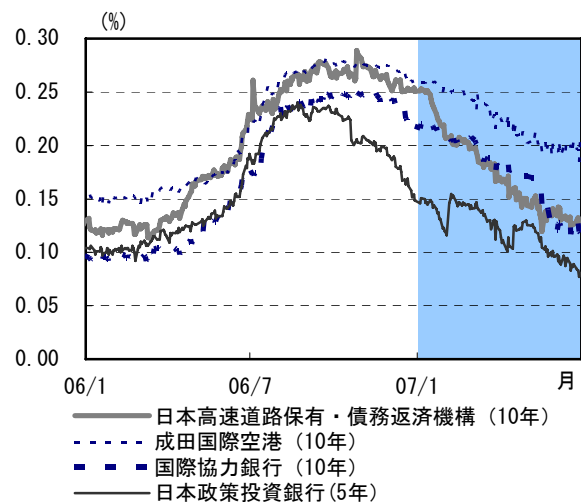
財投機関債の対国債スプレッドも、政策金融改革の大枠が明らかになった前年の流れを引き継ぎ、縮小を続けた。縮小過程では、一部の銘柄でスプレッドが振れた局面がみられたが、総じて落ち着いた推移を辿った(図表 4-8)。

(図表 4-7) 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、日本銀行

(図表 4-8) 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、日本銀行

(多様な資金仲介チャネルは、成長傾向継続)

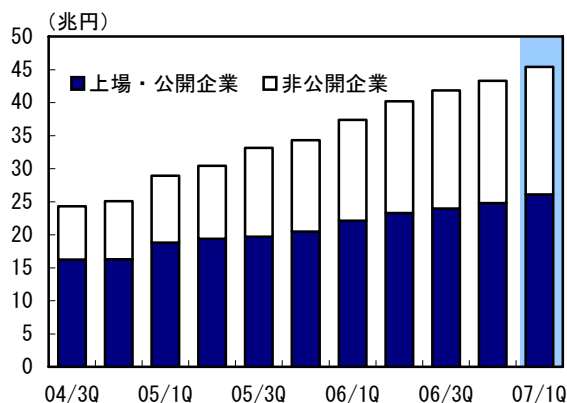
シンジケート・ローンの残高は、引き続き増加しているものの増勢は鈍化している(図表 4-9)。

07 年 1~6 月の証券化市場は、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資産とした CMBS など)を中心に堅調に推移した。発行動向をみると、07 年 1~6 月の発行総額は、前年に民間金融機関による RMBS の大型発行があった反動から、前年比▲14%となったが、RMBS の発行件数は前年並みとなったほか、CMBS などの発行額は、前年を上回った(図表 4-10)。07 年 2 月以降、米国の証券化市場では、サブプライム住宅ローンにかかる懸念を受けた証券化商品のスプレッド拡大や格付け見直し等が観察されたが、わ

が国の証券化市場への影響は6月末の時点では軽微なものに止まっている。

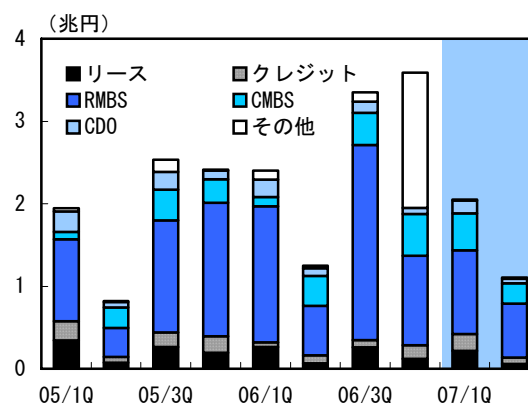
円建外債（いわゆる「サムライ債」）は、一般債振替制度の開始（06年1月）に伴って、発行体本国での税務上の取り扱いが不透明になったため、前年は発行額が大きく落ち込んだ。しかし、06年11月に米国税務当局が一定の条件の下で源泉徴収を免除する方針を明らかにしたことから、07年に入って起債が相次ぎ、米国の金融セクターを中心に発行額は前年同期を大きく上回った（図表4-11）。

（図表4-9）シンジケート・ローン残高



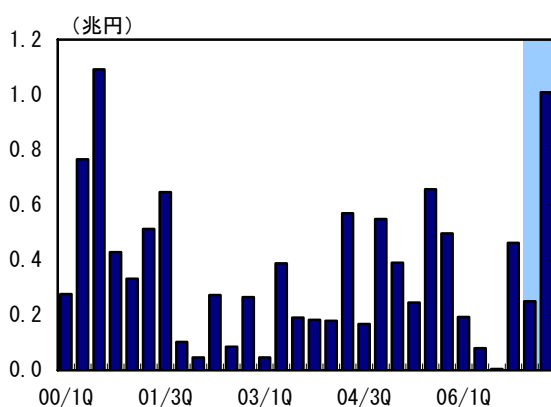
（出所）日本銀行

（図表4-10）証券化商品発行額



（出所）日本銀行、日本証券業協会

（図表4-11）サムライ債発行額



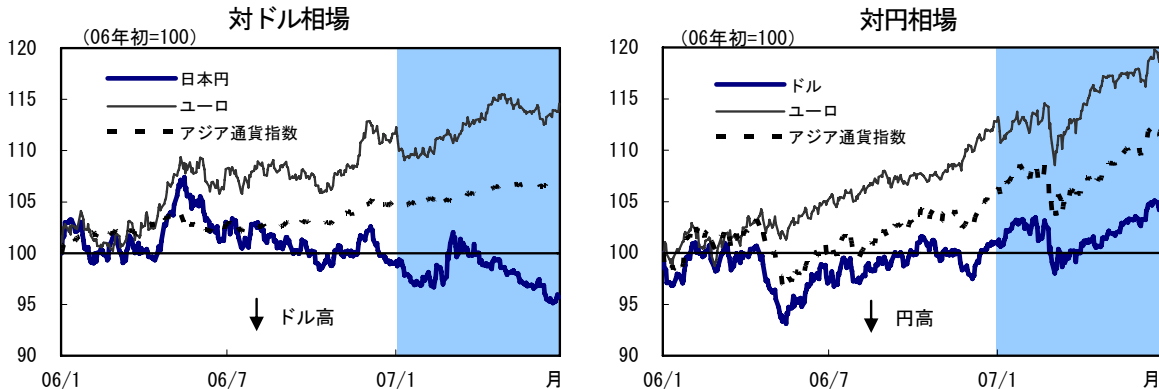
（出所）日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

<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。

## 5. 外国為替市場

外国為替市場では、円は下落傾向を辿った。その結果、実質実効レートで見ると、円は85年以來の円安水準に達した。但し、2月末から3月初にかけては、世界同時株安に伴う投資家のリスク回避度の高まりから、一時的に円の買い戻しの動きがみられた。この間、ユーロ/ドルについては、相対的に堅調な欧州のファンダメンタルズのほか、外貨準備構成通貨のユーロシフトに対する市場の思惑などから、ユーロが強含んで推移した（図表5-1）。

（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。

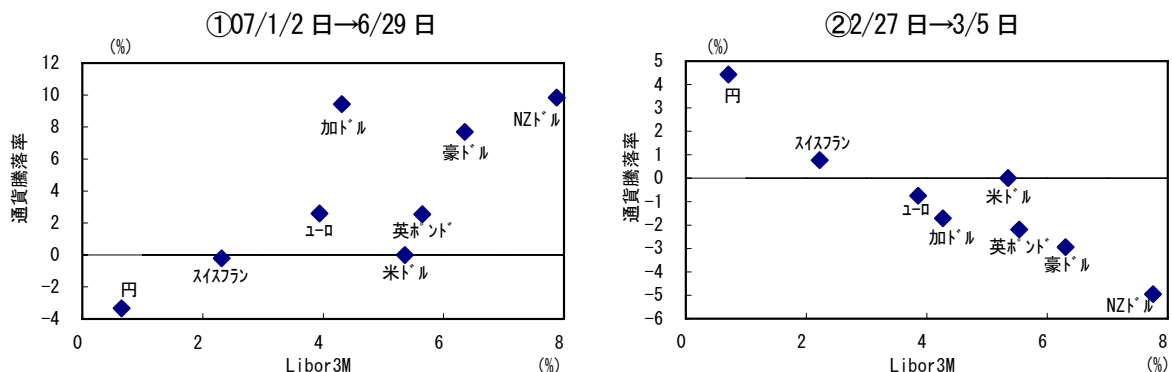
（出所）Bloomberg、日本銀行

（円は主要通貨に対し下落したが、世界同時株安を受け一時的に買い戻された）

外国為替市場では、円は他の多くの通貨対比で下落傾向を辿った。主要通貨の騰落率には金利との相関が窺われ、後述するような低ボラティリティ環境の継続を前提とした金利差に着目した取引が、背景の一つとなったとみられる（図表5-2-①）。もともと、2月末から3月初にかけての世界同時株安時には、円が大きく買い戻される動きがみられた（図表5-2-②）。この背景としては、積み上がっていた円のショートポジションが、投資家のリスク回避度の高まりを受けて急速に巻き戻されたことを指摘できる。こうした指摘は、短期筋の動きの一部を示すと言われているシカゴ・マーカント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の動向と整合的である（図表5-3）。

07年初からのボラティリティの推移をみると、各国通貨ともに振れを伴いながらも下落傾向を辿る中、円のボラティリティがその他通貨のボラティリティに対し相対的に高まっていたことがわかる（図表5-4）。また、為替レートのインプライド相関をみても、2月のG7等を受けて高まったドル/円とユーロ/円の相関は、その後一段と上昇するなど、円の動向が注目されていたことがわかる（BOX3参照）。

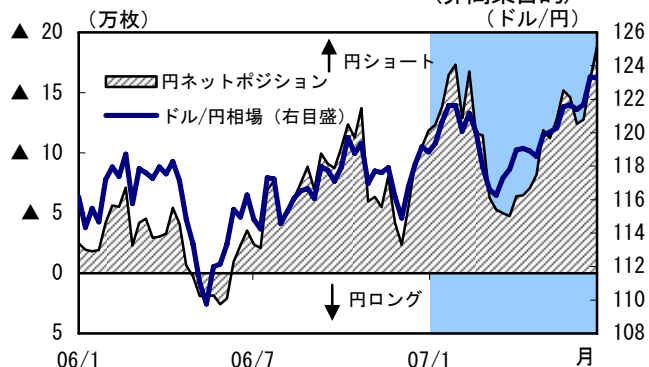
（図表5-2）短期金利水準と通貨（対ドル）騰落率



（注）Libor3Mは対象期間中の平均値。

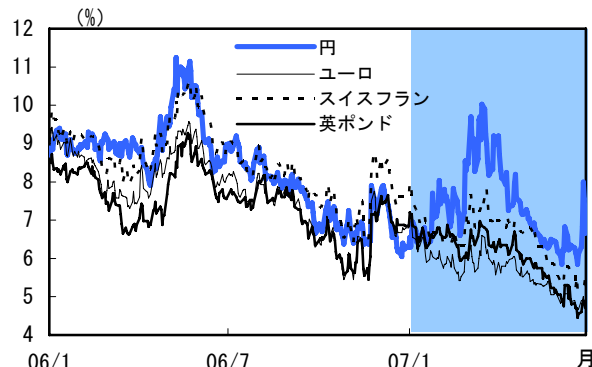
（出所）Bloomberg

(図表5-3) 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、Bloomberg

(図表5-4) 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

(本邦個人投資家の外貨取引)

外為市場では、本邦個人投資家の動向も注目を集めた。個人を起点とする取引には大きく分けて2種類あり、一つは外為証拠金取引に代表される、比較的短期のリターンを狙った投資である。こうした取引はこのところ増加傾向にある。07年前半においては、円のボラティリティが大きく上昇し、円のショートポジションが巻き戻された時期でも、外為証拠金取引においては、逆にショートポジションを積み増す動きがみられた(図表5-5)。この例からも推察されるように、外為証拠金取引のポジション動向は、この時期、相場の大きな変動を弱める働きをしたとの指摘も聞かれ、こうした取引の市場でのプレゼンス増大が、窺われる。

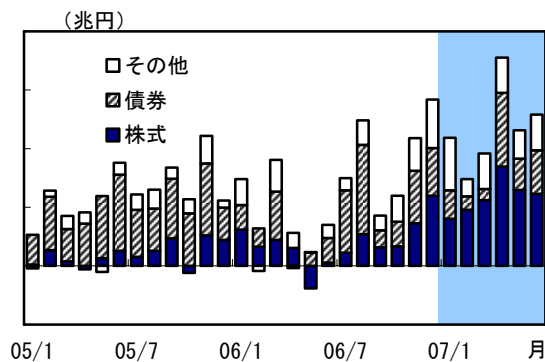
もう一方は、より長期的な視点に立った投資信託等を通じた外貨建資産への投資である。個人の外貨建投資信託への投資は、これまで債券投資中心であったが、このところ株式投資の比率が高まっており、全体でも堅調に増加した。こうした取引は、継続的な円売り圧力の一因として作用していたとみられる(図表5-6)。

(図表5-5) 取引所為替証拠金取引の  
ポジション動向



(注) 1. 円に対する他通貨についてのマーケット・メーカーを除く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、Bloomberg

(図表5-6) 外貨建投資信託残高の前月差



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



### BOX 3 : インプライド相関

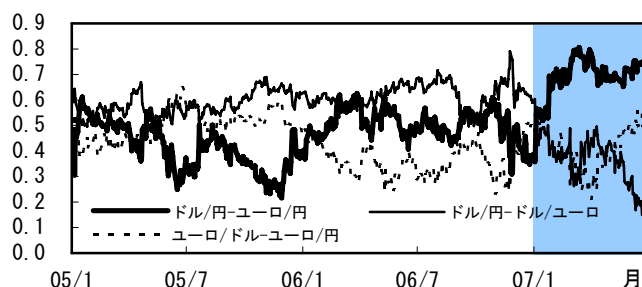
為替変動を何れの通貨が主導しているかを特定するには、為替レート間の相関をみることに有用である。例えば、ドル/円とユーロ/円の相関が高い局面は、円主導で為替レートが動いているため、両レートが同じ方向に動きやすい状況にあるとの解釈も可能である。以下では、3通貨のインプライド・ボラティリティから次式として算出されるインプライド相関を紹介する。

$$\rho_{USD/JPY, EUR/JPY} = \frac{\sigma^2_{USD/JPY} + \sigma^2_{EUR/JPY} - \sigma^2_{EUR/USD}}{2 \times \sigma_{USD/JPY} \times \sigma_{EUR/JPY}}$$

(注) ドル/円とユーロ/円の相関の算出方法。ρとσは、それぞれ相関係数とボラティリティ(標準偏差)。

ドル、円、ユーロ間のインプライド相関の算出結果をみると、06年までは、ドル/円とドル/ユーロの相関が高く、ドル主導の局面が多かったことがわかる (BOX 3 図表 1)。

(BOX 3 図表 1) 主要3通貨のインプライド相関の推移

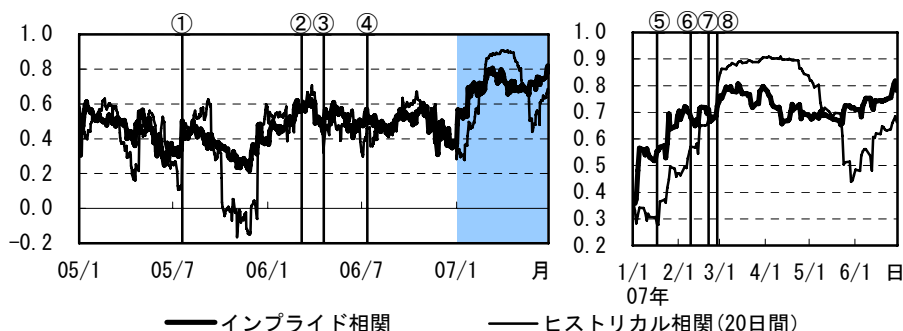


(注) インプライド相関は、ドル、円、ユーロ3通貨間のインプライド・ボラティリティ(1か月物)から算出。  
(出所) Bloomberg、日本銀行

ドル/円とユーロ/円のインプライド相関をみると、06年までは、わが国の量的緩和政策解除や政策金利引き上げといった政策変更が織り込まれた局面のほか、人民元切り上げやワシントンG7といったイベント時に高まっていたことがわかる (BOX 3 図表 2)。07年入り後は、わが国の利上げやエッセン G7 における為替相場を巡る議論に対する思惑を受けて上昇した。また、2月末の世界同時株安以降に一段の上昇がみられたのは、投資家のリスク回避度の高まりを受けて円のショートポジションの巻き戻しに対する警戒感が高まったことがあると考えられる。

4月後半以降は、米国の経済指標に為替レートが反応することが多かったことから、過去20日間の為替レートから算出したヒストリカル相関は低下したが、インプライド相関は高水準での推移を続けており、先行きの円に対する注目度が相対的に高い状況が継続していることを示唆している。

(BOX 3 図表 2) ドル/円とユーロ/円の相関の推移



①人民元切り上げ、②量的緩和政策解除、③ワシントンG7、④政策金利引き上げ、  
⑤1月金融政策決定会合、⑥エッセンG7、⑦政策金利引き上げ、⑧世界同時株安

(注) インプライド相関は、ドル/円、ユーロ/円、ユーロ/ドルレートのインプライドボラティリティ(1か月物)から試算。ヒストリカル相関は、後方20日間の相関。  
(出所) Bloomberg、日本銀行