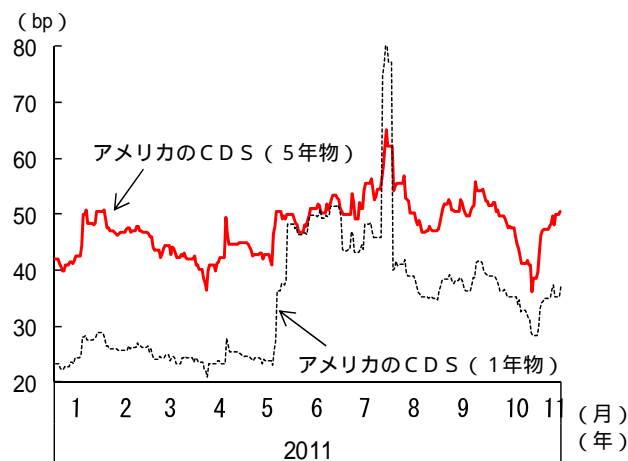


このような中、11年夏の欧米の国債市場及び国債CDS⁴が取引される市場（ソブリンCDSマーケット）では、長期債券の利回りやCDSプレミアムが短期のそれと比べ高いのが通常⁵であるところ、当該債券のデフォルトリスクを市場が織り込むことで、それらが逆転するという不思議な現象が見られた。

まず、アメリカでは、7月に債務上限引上げ問題の混迷から米国債のデフォルト懸念が高まり、米国債のCDSについては、1年物のCDSプレミアムが5年物のCDSプレミアムを上回った（第1-1-20図）。連邦債務の法定上限が期限までに引き上げられない場合において一時的に利払いや償還がされない可能性を市場参加者が織り込んで、1年物のCDSプレミアムが上昇した。その一方で、仮に一時的に債務不履行に陥ったとしても、いずれ法定上限が引き上げられることで中期的な悪影響は限定的との見方から、5年物のCDSプレミアムは一定の水準にとどまっていたと考えられる。同時期のアメリカの国債市場でも、短期金利は急上昇する一方で、長期金利は大幅に低下していた（第1-1-21図）。この背景としては、CDSプレミアムの逆転現象の場合と同様の思惑が働いたことに加え、アメリカ経済の減速懸念により市場参加者の期待経済成長率や期待インフレ率が低下したことなどが考えられる。

第1-1-20図 米国債CDSの推移：1年物は急上昇の後、急低下



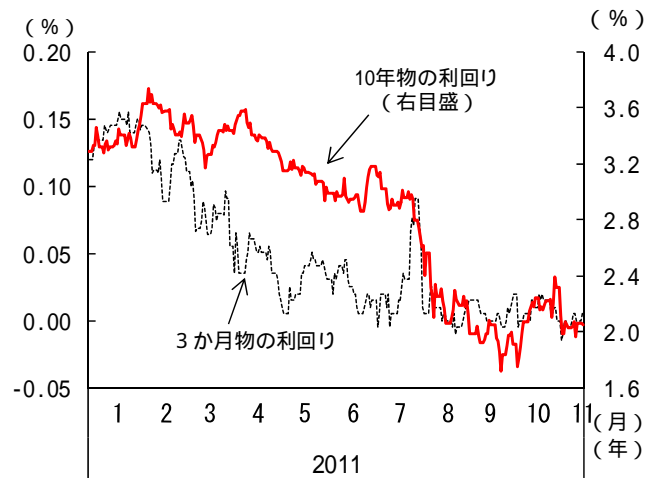
（備考）ブルームバーグより作成。

⁴クレジット・デフォルト・スワップ（Credit Default Swap、CDS）とは、債権を直接取引することなく、債権保有者が保有する信用リスクのみを移転することができるデリバティブ取引のことである。CDS取引では、「プロテクション」を売買するという概念を用いて、信用リスクを移転する。保有債権等の信用リスクを回避したい場合、CDS取引においてはプロテクションの買い手となる。プロテクションの買い手は、取引相手となるプロテクションの売り手に対し、信用リスクに基づく対価（「プレミアム」）を支払う。

⁵ 長期金利は、将来の経済成長や物価変動に対する市場参加者の予想（期待）のほか、将来の不確実性に対し市場参加者が要求する上乗せ（リスクプレミアム）により左右される。一般に、長期の債券は、短期の債券と比べ期間が長いという点でリスクが高いことから、長期金利は、リスクプレミアムが上乗せされ、短期金利を上回ることとなる。また、CDSプレミアムについても、通常であれば、年限が長くなるにつれてその間に発生するデフォルトの可能性が高まるため、年限の長いCDSプレミアムは年限の短いCDSプレミアムよりも高くなる。

第1-1-21図 米国債の利回りの推移：

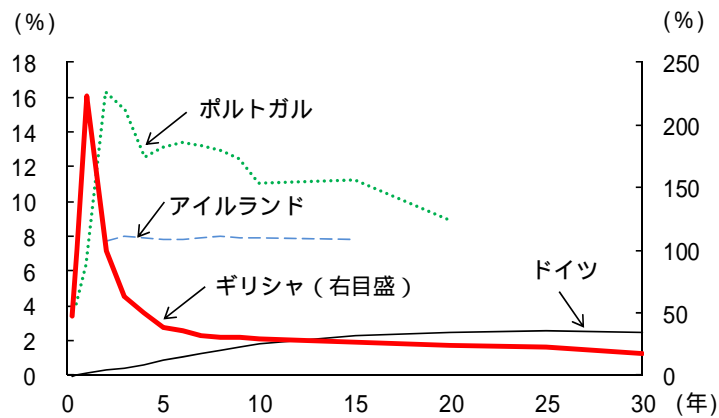
短期金利は急上昇した後に低下、一方、長期金利は大幅に低下



(備考) ブルームバーグより作成。

同様の現象は、ギリシャ債務問題への先行き不安や、欧州各国へのコンテイジョン（伝染）に対する懸念を背景に、欧州の国債市場とソブリンCDSマーケットでも見られた。例えば、ドイツ国債については、10年物の利回りが低下を続ける一方で、CDSプレミアムが上昇した。これは、ギリシャ債務問題への懸念から安全資産とみなされているドイツ国債に対する需要が高まり、ドイツ国債の価格が上昇（利回りが低下）する一方、ギリシャをはじめとする欧州周辺国が仮に債務不履行となった場合のドイツ等主要国に対する負の影響をCDSマーケットが多少なりとも織り込んでいたからと考えられる。また、ギリシャやポルトガルの国債利回りは、年限の短い国債の利回りが年限の長い国債の利回りを上回る状態（逆イールド化）となっている。これは市場参加者が、短期については債務不履行が起こった場合の償還や利払いがなされないリスクを、長期については仮に一時的に債務不履行となったとしてもEU等の支援や財政再建の進捗等により将来的には償還可能性が高まることを、それぞれ織り込んでいたことを示唆している（第1-1-22図）。

第1-1-22図 欧州国債のイールドカーブ：
近い将来のデフォルト懸念を背景に南欧諸国の国債イールドカーブは逆イールド化



(備考) 1. 2011年11月14日の終値を基に、ブルームバーグより作成。
2. アイルランドについては年限が15年以上の国債は発行されていない。

(5) 史上最高値を更新し続けた金価格

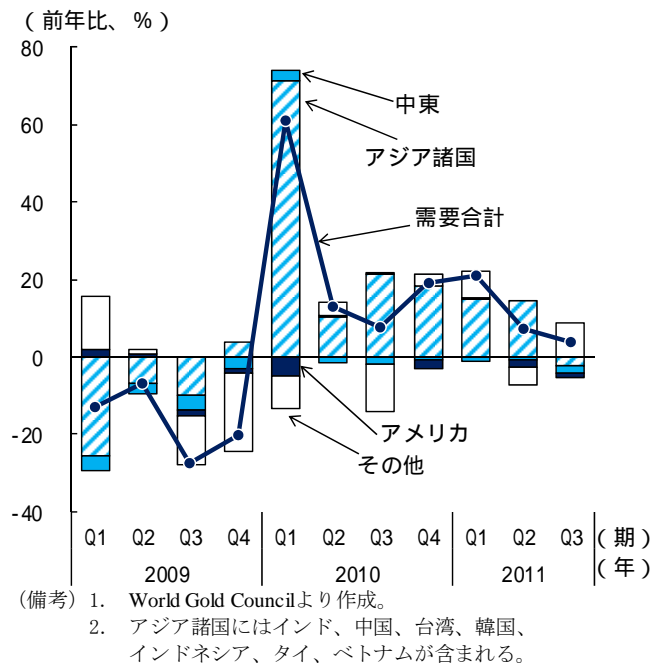
このようなリスク回避的な流れの中で需要が高まった金融商品の一つに、金がある。11年4月から9月にかけて金価格は騰勢を強め、この間だけでも、史上最高値を32回も更新した⁶。

元々、金に対する実需は堅調であった。アジア諸国が、プレゼンス拡大とあいまって、外貨準備や宝飾品として金を求める中、金の需要は増加していた(第1-1-24図)。そのため、11年の春先のように投機筋の買い越し高が縮小しても金価格が上昇する局面もあった。さらに、市場がリスクオフになって安全資産を追い求めるようになったことが追い風となり、騰勢を強めることになった(第1-1-23図)。

その後、9月半ばになると金価格は急落した。この背景として、株価や商品価格が下落する中、利益を確定するために金が売られたという指摘がある。

⁶ 11年4月から9月までの期間において、日次ベースの終値が史上最高値であった日数。

第1-1-23図 地域別にみた金の需要量：
アジア諸国が需要をけん引



第1-1-24図 金先物と先物ポジション：
買い越し高と金価格はおおむね連動



(6) ユーロからの逃避、ドルへの回帰

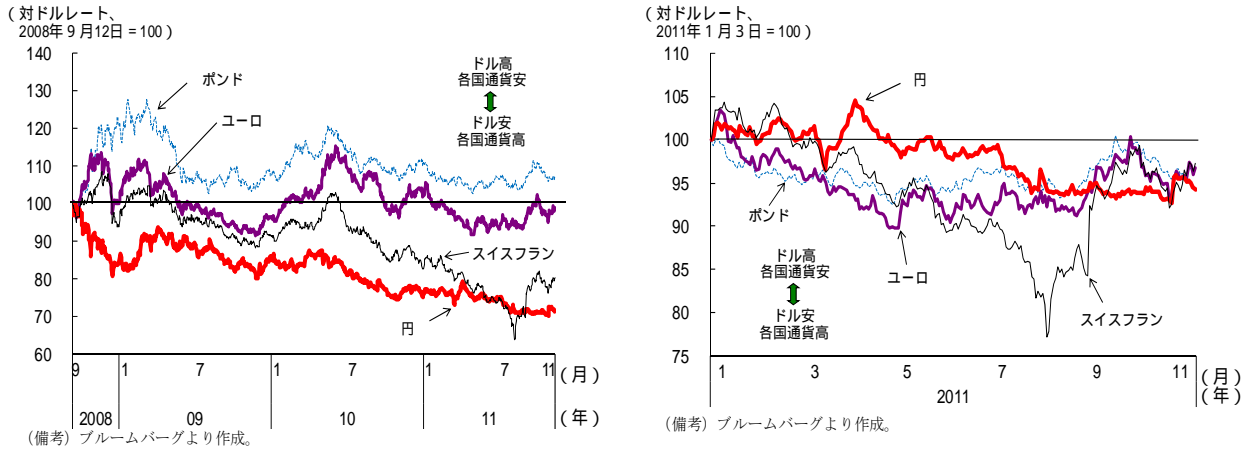
為替市場では11年7月から8月頭にかけて、ギリシャのデフォルト懸念の高まりやアメリカの景気減速懸念、連邦債務法定上限引上げ問題による混乱を背景として、ユーロやドルが減価し、円やスイスフランが増価した(第1-1-25図)。

その後、9月に入ると、欧州政府債務問題への根強い懸念から引き続きユーロは弱含む一方で、金融資本市場の不安定な動きを反映し、安全資産としてのドルに資金が回帰し、ドルは10年末の水準まで増価した。

なお、スイスフランは9月以降大幅に減価したが、これはスイスの中央銀行にあたるスイス国立銀行が9月6日に、足元のスイスフラン高がスイス経済の失速やデフレリスクをもたらす恐れがあるとして、1ユーロ=1.20スイスフランの上限を設け、それ以上のスイスフラン高にならないように無制限の為替介入を行う旨を表明したことによる。

第1-1-25図 先進国通貨の動き：

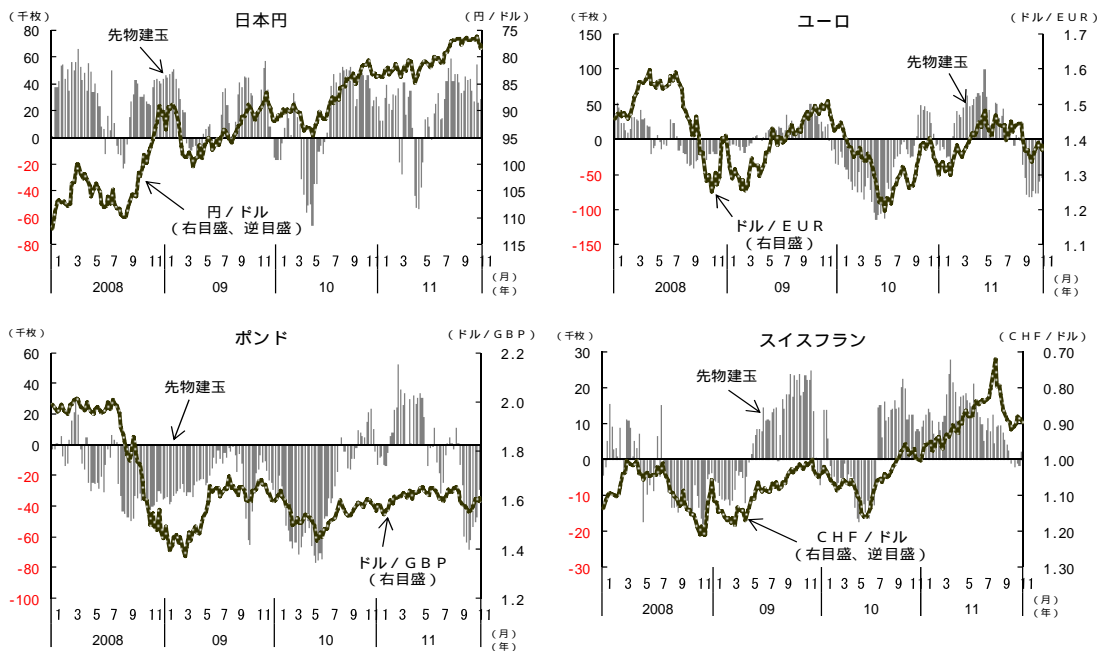
11年8月にかけてドル安、ユーロ安が進展、その後は一転してドル高に



この間の為替市場における資金の流れを把握するために投機筋の為替ポジションをみると、ユーロのロングポジション（ユーロの買い、ドルの売り）が縮小する一方で、円やスイスフランのロングポジション（円・スイスフランの買い、ドルの売り）が拡大していることが分かる（第1-1-26図）。

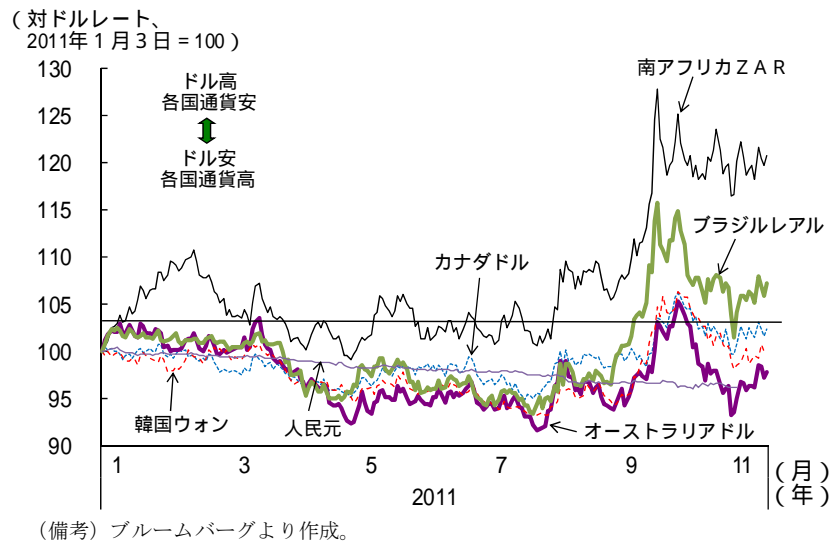
第1-1-26図 投機筋の為替ポジション：

円のロングポジションが拡大し、ユーロのロングポジションが縮小



アジア・資源国通貨の多くは、11年に入ってからドルに対して増価していた。しかし、9月、新興国経済を含め世界経済の減速懸念や欧州政府債務問題に対する懸念が強まり、リスク回避のためのアジア・新興国通貨売りによりドルに対して減価の動きが急速にみられた。その後、ギリシャ債務問題へのユーロ圏各国等の対処が進展するにつれ、再び増価した。(第1-1-27図)

第1-1-27図 アジア・資源国通貨の動き：11年9月以降、急速に減価



以上みてきたように、為替市場においてはドル全面安からドル全面高へと局面の大きな変化があったが、どちらの局面でも買われていた唯一の主要通貨が円である。円は、11年夏に限らず、08年の世界金融危機、10年のギリシャ財政危機など金融資本市場が不安定になるたびに買われてきた。その理由として、流動性リスクや信用リスクという観点において円がドルと比べても遜色のない通貨であることなどが挙げられる。

市場参加者は、金融資本市場に緊張が走ると、流動性リスクや信用リスクの高い資産の削減に動く。すなわち、為替市場では新興国通貨のような使用頻度が低い通貨や国際的に信用が低い（対外支払い能力が低い）通貨は売られることになる。

流動性という観点では、円はドル、ユーロに次いで世界第3位の取引量となっている。国際的な信用力という観点では、日本は対外債権国であるため、対外支払い能力が高いとされている。これらにより、ドルの動き如何にかかわらず、継続的に円が買われる状況となっていたと考えられる。