

公社債流通市場における価格形成の特徴と債券運用への活用*

中央大学 高橋豊治†

近年、日本の公社債市場は、全体としての取引金額も増大してきており、種類も多様になりつつある。国債では10年長期債、20年超長期債の2種類から、各種中期債や30年超長期債といった種類も増えてきているし、社債の銘柄もかつてに比べ増えてきている。本稿は、スワップ市場におけるイールド・カーブの計測を通じ¹、市場参加者がどのようなイールド・カーブをもとに取引をしているのかを明らかにしたうえで、その情報をもとに、公社債流通市場における個別の銘柄の価格付けの特徴を明らかにしようとするものである。

本稿では、市場参加者の企業価値評価の状況を知るため、スワップ市場情報を利用して債券の評価を行なうLIBOR スプレッドと呼ばれるアイデアを紹介し、それを債券流通市場「全体」としての特徴を明らかにするために活用した。LIBOR スプレッドの推移を格付ごとに分類した平均スプレッドで観察した。一部の格付でスプレッドに逆転する期間があるものの、一般的には格付が低いほどスプレッドが高いという予想通りの結果が得られている。

さらに、計測されたLIBOR スプレッドの決定要因について、より詳細に検討するため、残存年数・直接利回り(直利)・格付(ダミー)を説明変数としたクロス・セクションでの回帰分析を試みた。この結果から、この計測式での基本となっているJGB(残存ゼロ年)のLIBOR スプレッドがマイナスであり、さらにそこからLIBOR スプレッドと残存年数のグラフは右上がりの曲線として描けることを示している。さらには、LIBOR スプレッドと残存年数の右上がりのグラフが、格付ごとに(低格付ほど)上方にシフトした形で描けるということになる。

今回のLIBOR スプレッドの計測結果は、主として残存年数、格付との関連で整理したが、グラフをより詳細に見ると、同じ格付の中でもいくつかのグループに分けて考えられそうである。この点をさらに個別の銘柄レベルでの検証を行うことも、市場参加者がどのように企業価値を評価しているのかを知るためには重要であろう。こうした点は、今後の課題としたい。

* 本稿は、財団法人かんぽ財団・財団法人簡易保険加入者協会 2009年度の助成による研究の成果の一部である。

† 中央大学商学部教授 e-mail : toyohal@tamacc.chuo-u.ac.jp

¹ ここで、イールド・カーブの計測という用語は、ターム・ストラクチャー構築、ディスカウント・ファクター推計などといった概念と対になるものである。