

日本の公社債店頭市場における価格形成 —アセット・スワップ・スプレッドを用いた銘柄別パネル分析—

高橋豊治（中央大学）

本報告は、日本の公社債店頭市場における相対価格形成を、アセット・スワップ・スプレッド（ASW スプレッド）を用いて分析する。ASW スプレッドは、固定利付債を金利スワップと組み合わせ、債券をスワップ・カーブ対比で評価した場合の追加的なスプレッドであり、現物債市場と円金利スワップ市場の相対価格を示す指標である。本報告ではこれを、信用リスクや流動性のみならず、LIBORを含む短期金融市場、スワップ市場の信用・流動性プレミアム、裁定制約を反映する複合的な価格指標として位置付ける。

分析対象は、2004年1月から2009年12月までの各月20日時点における日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」に基づく個別公社債銘柄である。円金利スワップ・レートおよびLIBORを用いてASW スプレッドを計測し、204,462観測からなる銘柄別月次パネルデータを構成した。説明変数として、残存年数、直利、報告社数、格付、業種を用い、pooled OLS、月固定効果モデル、月別クロスセクション推計に加え、Wooldridge 型 within-between 推計により、銘柄内の時間的変動と銘柄間の恒常的差異を区別して検討する。

主な結果は次の通りである。第一に、格付別の ASW スプレッドには明確な水準差がみられ、特に世界金融危機期には低格付銘柄のスプレッドが大きく拡大した。第二に、報告社数は ASW スプレッドと安定的な負の関係を持ち、平均的に報告社数の多い銘柄ほど ASW スプレッドが低い。これは、市場参加の厚みや価格評価の広がり、銘柄間の相対価格形成に反映されていることを示唆する。第三に、残存年数と ASW スプレッドの関係は金融危機前後で変化し、危機前には銘柄間の残存年数差がスプレッド水準を説明していたのに対し、危機後には同一銘柄内での残存年数や直利の変化に対する感応度が強まった。

以上の結果は、日本の公社債店頭市場における価格形成が、信用格付、残存年数、流動性といった銘柄属性だけでなく、市場ストレスの局面における価格形成構造の変化にも左右されることを示している。本報告の貢献は、世界金融危機前後の ASW スプレッドを銘柄別パネルデータとして再構成し、同一銘柄内の変動と銘柄間の差異を分解することにより、公社債市場における信用リスク、流動性、市場ストレスの役割を明確にした点にある。