

RTGSインパクト
- その国債、TIBOR、スワップ金利スプレッドへの影響 -

資 金 証 券 部

1. はじめに

国債に対するTIBORやスワップ金利のスプレッドが、短期セクターにおいては高止まっている反面、中長期セクターでは縮小する傾向を示している。一見相反するこの現象について、短期セクターと中長期セクターの間で市場分断されていることによって各々異なった要因で逆の歪みを生じていると一般的には考えられている。その要因とは、短期セクターに関してはRTGSを控えた国債の担保需要の高まりによって国債金利が低下していることであり、中長期セクターに関しては現下の金融商品会計においてスワップがマクロヘッジ会計可能であることによってスワップ金利が相対的に低下していること、大量発行によって国債の需給が緩和し、また長期国債がダウングレードされて相対的に国債金利が上昇していること等である。今回のフォーカス・オン・ザ・マーケットでは、短期セクターにおけるRTGSの影響を再度詳細に調べてみる一方、中長期セクターのスプレッド縮小についても、短期セクター同様RTGSが別の形で影響を与えていないか、その可能性を探ってみた。

2. 短期セクターにおけるイールドカーブ間スプレッド

短期セクターでは来年1月に控えたRTGSの導入を前に、資金の取り手が手元資金を厚めに確保する意向を強めており、年末越えの資金取引については調達意欲の高まりからターム物円資金取引の金利水準を反映するTIBOR(全銀協TIBOR)がジリ高傾向を辿っている。また、同様にRTGS要因から、市場参加者の間では都銀を中心に担保の積み増しニーズが高まっていることから、特に本年10月以降、短期国債の購入需要が全般的に強い状況となっており、その結果、短期国債の利回りはその他短期金利実勢比低く(価格ベースでは短期国債が割高に)推移する傾向を示している。これらの要因から、短期セクターにおいてはRTGS要因がTIBOR×短期国債利回りスプレッドの拡大要因となっている(図1)。

一方、TIBOR×短期国債利回りスプレッドの期間別構造(図2)を見ると、残存3ヶ月程度のスプレッドが他残存期間比最も大きい反面、3ヶ月以降の期間ではスプレッドが縮小傾向にあるのが分かる。この背景には、現状期間3ヶ月程度が中心となっている日銀の短期国債買い現先オペの影響^(注)も指摘されようが、その本質的な要因としては市場がRTGS要因を背景とする現下の短期国債に対する



担保プレミアムが現下の水準にて永続するものとは考えていないことを示唆するものと考えられよう。

(注) 3 ヶ月程度の短期国債が買われやすいことの背景としては以下のことが考えられる。

前述のように、RTGSに伴い都銀を中心に短国の購入意欲が高まっているが、3 ヶ月についてはFBの発行量も多く、加えて価格変動リスクも小さいことから担保の早期積み増しに最適といえる。こうしたことから3 ヶ月が年末越えとなる10月以降、3 ヶ月物FB・TBに対する需要が強まっていると考えられる。

RTGSを控えて日銀は3 ヶ月FBにほぼマッチングする2 ヶ月超を中心とした短国買現先オペを実施することにより、市場に大量の年末越え資金供給を行っている。こうした中、FB新発の落札金利と短国買現先オペとの間の金利差は10月以降、従来見られない程に拡大してきており(図3)、ディーラー等のFB購入意欲を強める結果となっている。

3. 中長期セクターにおけるイールドカーブ間スプレッド

次に中長期セクターにおける国債利回りとスワップ金利のスプレッドに関し、RTGSが与えている影響について帰納法的に検証する。

第一ステップとして、銀行社債利回り(住友銀行、三和銀行、さくら銀行、当行、各行5年社債の流通利回りの平均値)とスワップ金利のスプレッドに着目してみる。図4の通り従来銀行社債利回りはスワップ金利を下回って推移していたが、6月下旬に逆転しその後7月のそごう民事再生法適用を契機にその差は急拡大し、高止った状態のまま現在に至っている。ところで、上述の銀行社債発行銀行と全銀協TIBORの構成行との間にクレジット面での格差が著しくあるとは考えられない現況下、一義的には両者のクレジットリスクは同一と見る事が出来るはずである。にもかかわらず、市場が金融機関への悪影響を意識したタイミングで銀行社債利回りが相対的に上昇してしまったのは何故か。それは、スワップが元本の交換を伴わない利息のみの交換であり、そこに内在するクレジットリスクは将来の金利変動による期待利益部分のみである反面、社債にはそれに加えて元本部分にもクレジットリスクが掛っていることから、銀行社債のクレジットリスク量はスワップに比して相対的に高いと考えることが出来るからであろう。従って、本年7月のような場面においては、いずれも銀行クレジットでありながら銀行社債の利回りがスワップ金利に比して高く(プライスベースでは割安に)なり易いものと言える。

次のステップとして、銀行社債利回りと国債利回りのスプレッド推移に着目してみる。国債をクレジットリスクフリーとみなした場合、同スプレッドも主に銀行のクレジットリスクプレミアムであると言える。その推移は図5の通り、銀行社債利回りとはスワップ金利のスプレッドが拡大した本年7月とタイミングを同じくして、ほぼ同じ幅で拡大した。しかし、その後の推移については、銀行社債利回りとはスワップ金利のスプレッドが概ね横這い圏で高止まりしているのに対し、銀行社債利回



りと国債利回りのスプレッドは収束しているのが分かる。

第3のステップとして、図4と図5を重ねてみる。銀行社債とスワップのスプレッドから銀行のクレジットリスクプレミアムを取り除いた後に残った図6のAの部分が意味するところは何か。筆者はそれをRTGS要因による現金価値の高まりによるものと推察する。すなわち、投資家の立場に立って考えると、同じクレジットリスクの金融商品に対してインカムやキャピタルゲインを狙う場合、社債であればその額に見合った資金を調達する必要があるのに対しスワップであればそれを必要としない。一方、発行体の立場で考えても、社債を発行した場合は確定金利で資金を長期に確保できる一方、スワップの受けによるヘッジは、当該期間中確実にTIBORで短期資金を調達し続け得ることがヘッジ効果を完全とする前提条件となり、そのスワップ金利での長期資金の調達が確約される訳ではない。従ってRTGSを控えて安定的な現金調達需要が高まる現在のような局面においては、投資家としては現金の投下を必要としないスワップを嗜好する傾向を強め、発行体としては一定のコストが上乗せされても安定的な資金を調達する意向を持つため、相対的にスワップ金利が社債利回りに比して低くなり易くするものと言える。これが図6のAの部分が意味するところで現在5～7BP程度あるが、筆者はこれをキャッシュプレミアムと呼んでいる。

4. 結論

以上の内容を総括すると、短期セクターにおいてはRTGS要因が担保プレミアムの高騰というかたちでTIBOR×国債利回りスプレッドの拡大要因として大きく作用する反面、中長期セクターにおいてはRTGS要因がキャッシュプレミアムというかたちでスワップ金利×国債利回りスプレッドの縮小要因として作用していることが分かった(表)。つまり、一見逆の関係にあるように見られる短期セクターの円資金取引金利(TIBOR)と国債スプレッド、および中長期セクターのスワップの対国債スプレッドは、実際はTIBORとスワップ金利が実際の資金取引を背景とするものか否か、誤解を恐れず俗っぽく言えばオカネを使うか否かという性質の違いによるものに他ならないと帰結できる。

RTGSはY2Kと違い、年明け後しばらく不安を引きずる可能性があるとの指摘も聞かれるが、既にRTGSを導入している他国において混乱が長引いた例はなく、比較的早い時期に沈静化し軌道に乗る公算は相応に高いものと思われる。その場合、上述の担保プレミアム、キャッシュプレミアムはともに縮小するものと見られ、本稿にて取り上げたスプレッドの歪みは早晚収束することとなる。

以 上

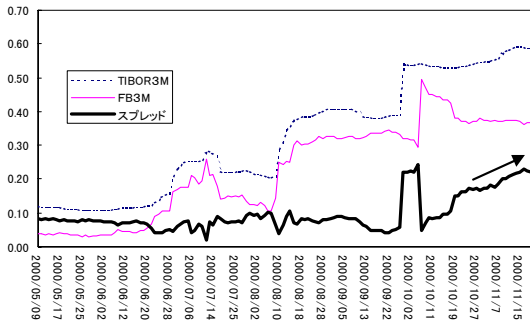


(表)

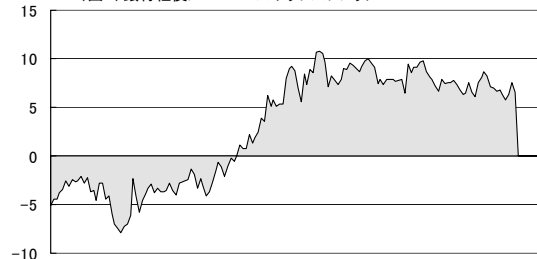
	短期セクター		中長期セクター	
	TIBOR	国債	スワップ	国債
キャッシュプレミアム	↗	↗	—	↗
担保プレミアム	—	↘	—	↗

(矢印は金利・利回りに対する作用方向を示す)

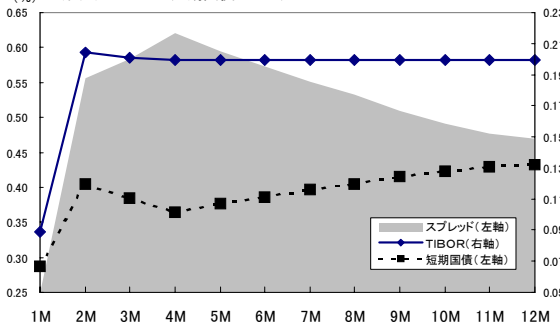
(図1) TIBOR、FB利回り、スプレッド推移(3M)



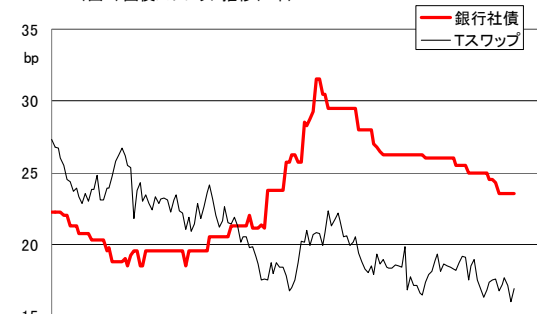
(図4) 銀行社債／TIBORSワップスプレッド



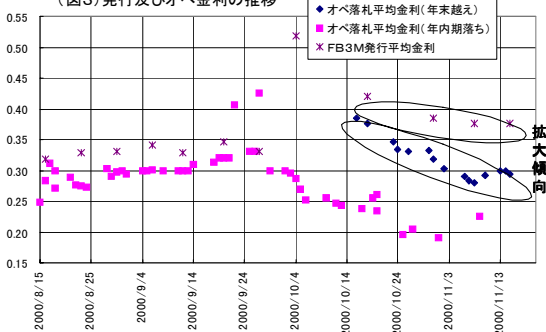
(図2) TIBOR—短期国債スプレッド



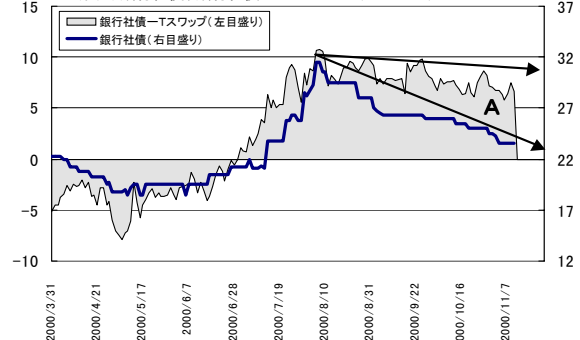
(図5) 国債スプレッド推移(5年)



(図3) 発行及びオペ金利の推移



(図6) 銀行社債、銀行社債／TIBORSワップスプレッド



発行 (株)東京三菱銀行 東京都千代田区丸の内2-7-1

(照会先 資金証券部 TEL(03)3240-3027)

※本資料は信頼出来ると思われる各種データに基づき作成しておりますが、当行はその正確性、安全性を保証するものではありません。また本資料はお客様への情報提供のみを目的としたもので、売買の勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本誌面の全部または一部を無断で複写、複製することを禁じます。尚、当方の都合で、誌面の全部または一部を予告せずに変更させて頂くことがございますので、予めご承知下さい。

