

円金利市場における海外投資家の動向について
—— 量的緩和政策解除以降を中心に ——

金融市場局 資金債券担当
長野哲平・大岡英興・馬場直彦

Bank of Japan Review

2007年3月

2005年以降、わが国の景気回復や金利上昇期待を背景に、ヘッジファンドをはじめとする海外投資家のプレゼンスが、円金利を対象とする先物・スワップ等のデリバティブ市場を中心に大きく拡大している。2006年前半にかけての期間では、特に海外投資家は、わが国の景気・物価に対する強気な見方などを背景に、①イールドカーブの短中期ゾーンのショート・長期ゾーンのロング、②物価連動債ロング・名目国債ショート、③ボラティリティ・ロングなどのポジションを積み上げて、相場に強い影響を与えた。一方、市場価格の歪みを主な収益源として、アセット・スワップ等の裁定ポジションの組成を積極的に行っている海外投資家もいるほか、相場のトレンドに乗じるかたちで取引を行っている海外投資家もいる。近年の日米間における長期金利の高い連動性は、こうした海外投資家の取引動向と関連している可能性がある。

はじめに

円金利に関する先物・スワップ・オプションなど各種デリバティブ市場や国債市場（以下、円金利市場¹⁾）では、量的緩和解除が展望され始めた2005年以降、ヘッジファンドをはじめとする海外投資家のプレゼンスが大きく拡大している。その結果、海外投資家の投資動向が相場変動に強い影響を与える局面も多くみられている。

こうした現状を踏まえ、本レビューでは、2005年以降の相場形成に大きな影響力を有しているとみられる海外投資家の投資行動を整理した。また、その上で、近年の日米欧長期金利の連動性の高まりの背景等についても若干の考察を加えている。

円金利市場における海外投資家
海外投資家のプレゼンスは次第に拡大

円金利市場における海外投資家の取引高は、04年頃から増加基調を辿っている。国債等の公社債（現物債券）では、海外投資家の保有残高シェアは依然として低位に留まっているものの、取引高シェアは上昇している。また、先物・スワップなどのデリバティブ市場では、海外投資家の取引高シェアは、邦銀や生損保といった国内投資家の取引高シェアを上回る水準まで上昇している²⁾（図表1）。

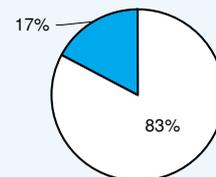
量的緩和政策解除前後以降の局面で目立ったのは
ヘッジファンドの動向

04年以降、わが国の景気回復や金利上昇期待を背景に、海外投資家は円資産取引を拡大させてきた。このうち特に、量的緩和政策の解除観測が高まった05年後半以降の円金利市場では、世界の景気・物価動向などのマクロ・シナリオに基づいて、株式・債

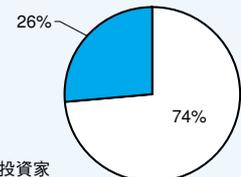
【図表1】円金利市場における取引高等の動向

【取引高】

①公社債（除くTB・FB）
2003年：1,774兆円

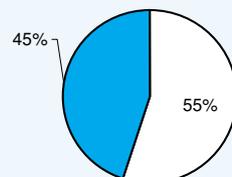


2006年：2,174兆円

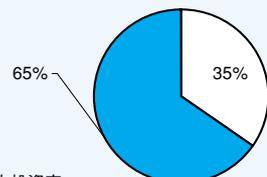


□国内投資家
■海外投資家

②長期国債先物
2003年：1,293兆円



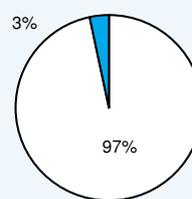
2006年：2,410兆円



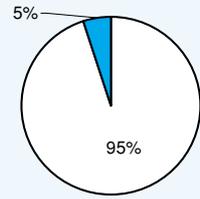
□国内投資家
■海外投資家

【国債保有残高（除くFB）】

2003年末：539兆円



2006年9月末：675兆円



□国内投資家
■海外投資家

(注) 取引高シェアは証券会社による取引を除いて算出。
(注) 日本証券業協会、東京証券取引所、日本銀行

券・為替をはじめとする幅広い金融商品に投資するグローバル・マクロ系（以下、マクロ系）と呼ばれるタイプの海外投資家の影響力が高まった。

円金利市場に投資する海外投資家の多くは、大き

く「リアルマネー投資家」と「ヘッジファンド」に分類されることが多い。年金基金等の機関投資家³や中央銀行を中心とするリアルマネー投資家は、基本的にレバレッジをかけずに保有資金を国債等の現物債券に長期間にわたって投資する傾向が強い。こうしたリアルマネー投資家の日本国債に対するエクスポージャーは、金利が上昇傾向にある中で徐々に拡大している。しかし、債券残高比率、あるいはそれに沿ったかたちで作成される債券インデックス対比では依然として大幅にアンダーウエイトの状態にある。

例えば、代表的な債券インデックスの1つであるシティグループ世界国債インデックスに占める日本国債の比率は3割弱に達しているが、各種サーベイ調査等によると、インデックスに比較的忠実な運用をするパッシブ系の投資家でもポートフォリオに占める日本国債の比率は1割台の先が多い。これは、グローバルな債券投資家は、日本国債が世界の国債市場に占める比率に対して、依然として過小にしか日本国債を購入していないことを意味している。実際、前述のように、海外投資家の国債保有残高シェアは依然として低位に留まっている（前掲図表1）。

一方、ヘッジファンドは多種多様な取引手法を組み合わせて円金利市場に参加しているため、明確に分類することは難しい。また、リアルマネー投資家の中にも、レバレッジはさほどかけないまでも、ヘッジファンドに似た投資戦略をとる先も増えてきている。

そこで本レビューでは、便宜上、その投資戦略を基にパッシブ系以外の海外投資家を、①マクロ系、②レラティブ・バリュー系、③CTA（Commodity Trading Advisor）系の3つのタイプに大別して議論を進める⁴。量的緩和政策の解除が展望されはじめた05年以降の局面では、いずれのタイプの海外投資家も円金利に対する取引を拡大してきたが、景気・物価動向などのマクロ・シナリオに基づいて積極的に金利リスクを取るマクロ系戦略をとる海外投資家の動向が、相場に対して最も大きな影響を与えた。特に、06年3月の量的緩和政策の解除前後では、金利上昇観測が高まる中で、国内投資家が総じてみればポジションを縮小し、取引をさほど活発化させなかったことから、マクロ系の海外投資家が相場を先導する局面が目立った。

以下では、05年後半以降の局面における、円金利市場での海外投資家の投資行動をタイプ別に整理し、相場への影響について考察する。

海外投資家の円金利市場における実際の投資行動：

マクロ系の海外投資家の多くは速めの利上げペースを想定

景気・物価などに関する蓋然性の高い世界経済に関するシナリオに基づいて、株式・債券・為替など幅広い金融商品を投資対象としているマクロ系の海外投資家の中心は、ヘッジファンドである。金利市場に投資する際には、①蓋然性の高い世界経済に関するシナリオを策定、②各国固有の事情を加味し金

融政策の想定パスを決定、③イールドカーブ等を眺め最適なポジションを決定、といったプロセスを経て、金利の方向性に賭けたポジションを積極的に組成する傾向が強い。

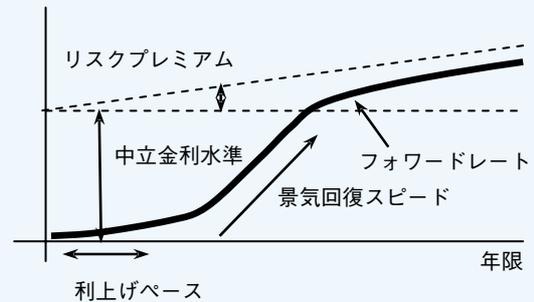
05年後半以降の局面では、日米欧ともに、良好なマクロ経済環境を背景に、多少の期間のズレはあっても、基本的に金利はグローバルに同方向に動くと思える先が多かった。

実際、低金利状態が長く続く円金利市場では、標準的なイールドカーブ・モデルの説明力が低い⁵ため、金融政策パスや国内投資家の特性⁶等を織り込んだイールドカーブを手置きで想定したうえで投資戦略を決定する先が多かった。

具体的には、フォワードレート・カーブを用い、①1～3年程度の年限のレートが将来の利上げペースを、②3～7年程度の年限のレートが景気回復スピードを、③10年程度の年限のレートが短期金利の長期的な均衡水準（以下、中立金利水準）を織り込んでいると仮定して、想定パスを決定していた模様である（図表2）。

実際、マクロ系の海外投資家の多くは、量的緩和政策の解除前後の局面では、わが国景気・物価に対する強気な見方や、概ね一定のペースで小幅な利上げを継続した近年の欧米における金融政策の経験を念頭に置きつつ、自己の想定カーブと実際のカーブとの乖離を収益機会として捉えていたものとみられる。

【図表2】フォワードレート・カーブの構成要因



金利上昇を想定したポジションの特徴

このような想定の下で、マクロ系の海外投資家は、①短中期ゾーン（3年程度まで）のショートと長期ゾーンのロングの組み合わせ、②物価連動債ロングと名目国債ショートを組み合わせるBEI⁷（Break-even Inflation）ロング、③ボラティリティ・ロング、といったポジションを積極的に組成していたとの指摘が多い。

フォワードレート・カーブでは、利上げペースを巡る思惑は、1～3年先スタートの短中期ゾーンのレートに強く反映されやすい。そのため、こうしたゾーンを中心にショート・ポジションを積み上げる①の取引（1年先スタート1年物スワップの固定金利を払う等）が、最もさかんに行われた模様である。実際には、短中期ゾーンの金利上昇幅に比べて、長期ゾーンの上昇幅は小幅に止まり、イールドカーブは全体としてフラット化するとの見方を映じて、こうした短中期ゾーンにおけるショート・ポジションは、長

期ゾーンのロング・ポジションと組み合わせられることが多かった⁸。

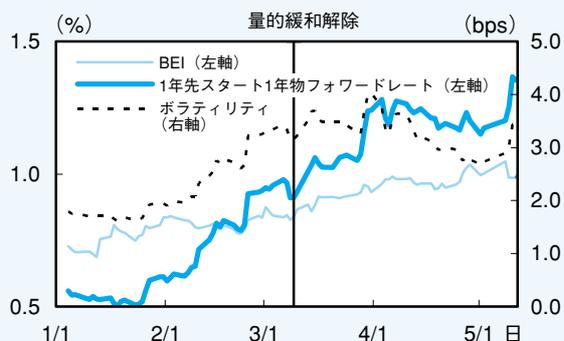
また、②のBEIロング・ポジションのように、物価（CPI）が中長期的に上昇していくとの予測に基づき、物価連動債をロング・名目債をショートするポジションも積極的に組成された。これは、先行き市場でCPIインフレ率が上昇するという期待が高まり、名目国債と物価連動債間の利回り格差として定義されるBEIが拡大すると、収益が得られる取引である。物価連動債のロング・ポジションは、海外年金基金など一部のリアルマネー投資家にも選好された。

さらに、③のボラティリティ・ロング・ポジションのように、「想定カーブ」と「実際のカーブ」の金利格差が大きかった短中期ゾーンを中心に、先行き、市場全体の見方が自己の想定カーブに近づいてくれば、当該ゾーンのボラティリティが上昇するとの予測に基づいたポジションの組成も活発に行われた。

量的緩和解除から06年前半にかけては、概ね想定どおりに推移

06年3月の量的緩和解除前後から5月頃にかけては、先行きの利上げペースに対する思惑が急速に高まるに連れて、短中期ゾーンの金利が上昇した。また、BEIやボラティリティも同様に拡大するなど、概ねマクロ系の海外投資家の想定シナリオに沿った相場展開となった（図表3）。

【図表3】06年中のフォワードレート等の推移（1）



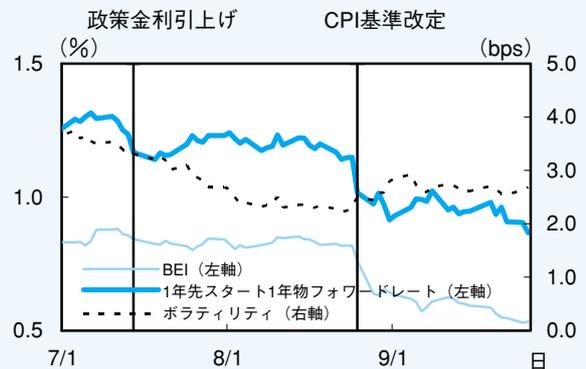
（注）フォワードレートはJGBベース。ボラティリティは、行使期間1か月2年物スワップションのインプライド・ボラティリティを日次変化幅ベースにしたもの。

（出所）Bloomberg、日本証券業協会、ロイター、日本銀行

もっとも、7月の政策金利引上げ以降は、利上げペースが緩やかになるとの見方が強まり、ボラティリティも低下基調を辿った。更に、8月下旬には、基準改定後のCPIインフレ率が市場予想を大きく下回ったことを受けて、金利は一段と低下した。特に、物価連動債については、積極的に取引していた主体がそもそもヘッジファンドを中心とする海外投資家であったこともあり、BEIポジションの解消が相次ぐ中で市場流動性が低下し、BEIも一段と縮小した（図表4）。

このように、量的緩和解除前後の局面では、多くのマクロ系の海外投資家が高い収益を上げたとの指摘があるが、年後半以降は実際の相場環境が必ずしも当初シナリオどおりに展開しなかったために、損失を被った先も少なくなかった模様である。秋口

【図表4】06年中のフォワードレート等の推移（2）



（出所）Bloomberg、日本証券業協会、ロイター、日本銀行

以降は、マクロ・シナリオ自体に再点検の必要性が生じたことなどもあり、円金利市場への投資については様子見姿勢を強めた先が多いとみられている。

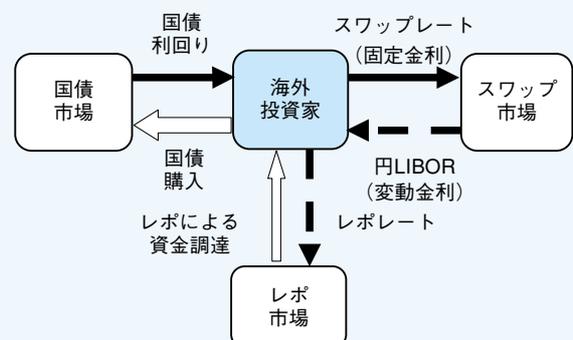
市場価格の歪みを狙った裁定取引を実施する海外投資家も

このように金利の方向性に賭けて積極的に金利リスクをとるマクロ系の海外投資家に対して、レタティブ・バリュー系の海外投資家は、市場価格の歪みを発見し、その歪みの解消に伴う利益を狙った裁定取引を行っている。

もっとも、90年代半ば以降、同様の裁定取引がさかに行われたことから、市場価格の歪みに起因する裁定機会は縮小してきている。そのため、最近では、ヘッジファンドを中心に、縮小した裁定機会から十分な収益を上げるために大きなレバレッジをかけたり、マクロ系の海外投資家のように、ある程度金利の方向性に賭けたポジションも組成するファンドも多くなった結果、マクロ系の海外投資家との区別が曖昧になってきている。

レタティブ・バリュー系の海外投資家は、タームや性質の似通った資産のロング・ポジションとショート・ポジションを併せて持つアセット・スワップを多く用いる。アセット・スワップの代表的な例としては、国債の購入（ロング）とスワップでの固定金利払い（ショート）を併せたポジションを挙げることができる（図表5）。

【図表5】アセット・スワップの基本スキーム



期間収益：

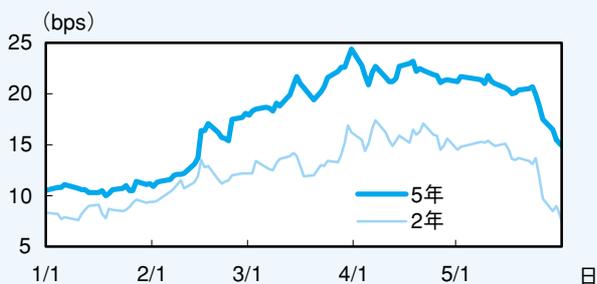
$$\text{国債利回り} - \text{スワップレート} + \text{円LIBOR} - \text{レポレート} \\ = (\text{円LIBOR} - \text{レポレート}) - \text{スワップ・スプレッド}$$

アセット・スワップは、①タームが同じ2つの資産のポジションを逆方向に保有することにより、(長期)金利リスクの軽減を図れるほか、②スワップレートと国債利回りの差として定義される、スワップ・スプレッドが拡大する局面ではキャピタル・ゲインを獲得できる、という特性をもつ。

また、金利上昇局面では、「(円LIBOR-レポレート)-スワップ・スプレッド(上記例の場合)」として算出される各期の期間収益は負になりにくい⁹ほか、スワップ・スプレッドも拡大しやすいという米国等での経験則¹⁰もある。そこで、量的緩和政策の解除前後の局面では、金利リスクをさほど取らずに正の期間収益を得て、かつキャピタル・ゲインを狙えるポジションとして、アセット・スワップが広く選好された。

実際、量的緩和政策の解除後、短中期ゾーンを中心にスワップ・スプレッドは暫く拡大基調を辿ったものの、5月頃からは急速に縮小に転じた。同時期に翌日物のレポレートが上昇し¹¹、アセット・スワップのロング・ポジションを維持するためのコストが上昇したことが契機とみられている。この想定外のレポレートの上昇により期間収益が負に転じたことからポジションを巻き戻した先も多くみられており、こうした動きがスワップ・スプレッドの縮小を促した模様である(図表6)。

【図表6】06/5月にかけてのスワップ・スプレッドの推移



(出所) ロイター、日本相互証券、日本銀行

また、このようなアセット・スワップ単体のポジションばかりではなく、各年限ゾーンのアセット・スワップを逆方向に組み合わせるポジションもさかんに組成されている。例えば、国債入札等を契機に、特定の年限に一時的に生じた歪みの解消を狙ったポジション(ボックス・トレード)や、ベシス・スワップを組み合わせる各国間でアセット・スワップを組むクロスカレンシーのポジションを取る先も多い(BOX参照)。また、より短いゾーンではFB等とOIS¹²(Overnight Index Swap)を組み合わせるポジションも目立った¹³。

各国金利のトレンドに着目してテクニカル取引を行う海外投資家も

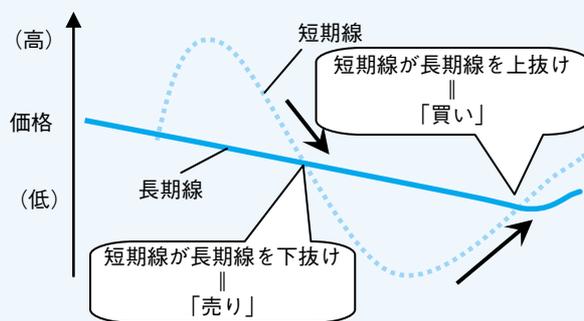
前述のマクロ系やレラティブ・バリュー系の海外投資家が、主として自己の相場観に基づいてポジションを組成するのに対して、主観的な相場観を一切排除し、数理モデルに基づくテクニカル分析を用いて、

多くの先物市場に亘って取引するのが、ヘッジファンドを中心とするCTA(Commodity Trading Advisor)系の海外投資家¹⁴である。

CTA系の海外投資家は、過去の相場データから数理的な手法によりトレンドを抽出し、そうしたトレンドを後追いする形でポジションを組成することが多い。そのため、彼らが自ら新たなトレンドを作り出すことは少ないが、後追いのポジションを拡大することで、市場金利の変動を増幅する一因となっていたとの指摘もある。

CTA系の投資戦略の詳細は不明な点が多いが、短期・長期の複数の移動平均線を組み合わせてトレンドを抽出し、売買タイミングを決定するケースが多い¹⁵と言われている(図表7)。量的緩和政策の解除以降の局面をみても、ユーロ円金利先物市場や長期国債先物市場(以下、長国先物市場)では幾つかの移動平均線が交差する時点で建玉が急増するケースがみられており、これらはCTA系の海外投資家の取引によるものと指摘する声も聞かれている。

【図表7】移動平均線を用いたテクニカル分析による売買タイミング



また、長国先物市場においては、日米間の長期金利の連動性を前提とした取引も行われているとの指摘もある。例えば、単純な短期・長期の移動平均線を組み合わせて、日米長国先物市場での売り買いのタイミングを抽出すると、近年、売り買いタイミングが日米間で一致する傾向が着実に高まっている点を確認できる(図表8)。こうした点に着目して、長期金利の日米間での連動性が高まると、収益が上がるようなポジションを組む先もみられている。

【図表8】日米長期国債先物の売り買いタイミング一致指数



(注) 日米双方の長国先物市場から、5日・20日移動平均線の組み合わせにより日次で売り買いタイミングを抽出した上で、過去1年間で同方向のサインが出ている期間の割合。

(出所) Bloomberg、日本銀行

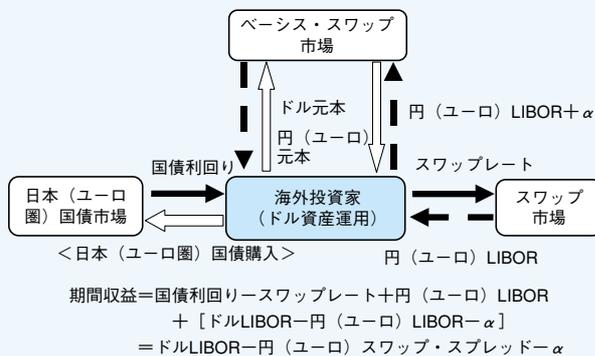
【BOX】クロスカレンシー・スワップ・スプレッドからみた各国金利の収斂

主としてレラティブ・バリュー系の戦略をとる海外投資家が注目する指標のひとつに、クロスカレンシーでみたスワップ・スプレッドがある。

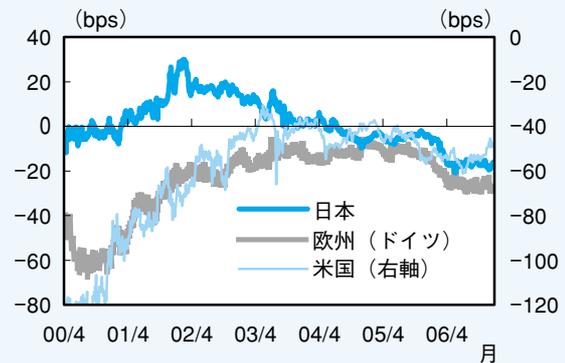
これは、各国国債のアセット・スワップから得られる期間収益を、ベシス・スワップと呼ばれる通貨スワップ取引を通じて、為替リスクを調整したうえで比較したものである。例えば、ドル建てで収益を評価する海外投資家は、欧州やわが国国債のアセット・スワップから得られる現地通貨建ての収益を、ベシス・スワップを介してドル変動利回りベースに変換することによって、共通のベースで比較することが可能になる（BOX図表1）。そのため、裁定が働きやすくクロスカレンシー・スワップ・スプレッドは一致する傾向にある。

日米欧のクロスカレンシー・スワップ・スプレッド（10年）をドル変動利回りベースで比較すると、03年頃までは、日本のスプレッドが明確に高かったことがわかる。もっとも、03年以降、スプレッドは収斂し、最近では欧米と同水準で推移している（BOX図表2）。こうした他通貨商品間での裁定関係の強化は、短期金融市場でも同様に観察されている（詳細は、長野・大岡・馬場「量的緩和政策解除以降の短期金融市場における裁定行動—為替スワップ・ユーロ円市場を中心に—」（日銀レビュー、2007年）を参照）。

【BOX図表1】クロスカレンシー・アセット・スワップの仕組み



【BOX図表2】ドルベースでみた各国アセット・スワップの期間収益（10年）



（出所）Bloomberg、Quick、日本銀行

結びに代えて：海外投資家の取引拡大が円金利市場に与える影響

本レビューでは、近年円金利市場でプレゼンスを拡大させている海外投資家の投資動向を投資戦略別に整理してきた。06年後半以降、マクロ系の海外投資家は円金利取引を縮小している模様であるが、レラティブ・バリュー系やCTA系の海外投資家は、それぞれの投資戦略に基づき投資を継続しているとみられる。以下では、こうした海外投資家の取引拡大が円金利市場に与える影響について、2点ほど考察したい。

1つ目の論点は、近年日米間でみられる長期金利の連動性上昇との関連である。実際、日米長期金利の連動性は02年から03年にかけて低下していたが、海外投資家の取引シェアが高まるに連れてその後は顕著に上昇している（図表9）。

この背景には、クロスカレンシーでのアセット・スワップ取引から得られる期間収益が日米欧でほぼ同水準に収束するなど（前掲BOX参照）、金利体系全般をみても裁定関係が強く働くようになってきていることがある。さらに、最近の局面では、多くの海外投資家が実体経済そのものがグローバルに連関構造を強めているという認識を強めている。特に、マクロ系の海外投資家などが、そうした基本認識の下に、ポジションを構築していることが金利の連動

【図表9】日米長期金利の連動性と海外投資家の動向



（注）1. 日米長期金利の連動性は、日米長国先物（週次平均）の対数変化率の後方60週相関係数。
2. 海外投資家のシェアは証券会社の取引を除いて算出。
（出所）Bloomberg、東京証券取引所、日本銀行

性を高める方向に作用していると考えられる。一度このような金利の連動性が意識されると、前述のCTA系の海外投資家等がトレンド・フォロアーとして市場に参入するため、その結果連動性が自己実現的に一段と増幅されている可能性もある。

また、海外投資家の多くがグローバルにポジションを構築していることも、ショックが発生した際に、グローバルに影響が伝播し、資産価格が連動しやすくなる一因になると考えられる。

2つ目の論点は、今後、実体経済が各国間で異なる推移を辿り、マクロ系の海外投資家などが、各国間

で異なる金融政策の方向性を予測するような場合に、どのような投資行動をとり、それが相場動向にどのような影響を及ぼし得るのか、という点である。

グローバルに金利引上げが強く意識された06年前半の局面では、マクロ系を中心とする海外投資家は、自己の想定金利と市場金利との間に大きな乖離が発生したことを受けて、比較的短期間で大きなポジションを組成し、相場の動きを先導した。こうした、国内投資家とは異なる投資戦略をとる海外投資家の行動は、基本的にイールドカーブ全体の効率化などに資するものと考えられる。しかし一方では、大きなレバレッジをかけて金利の方向性に賭けてくる海外投資家の投資行動は、時に相場に攪乱的な影響を及ぼす可能性もある。円金利市場における海外投資家のプレゼンスが高まっている中で、今後ともその投資行動には注目していく必要がある。

【参考文献】

- 大岡英興・長野哲平・馬場直彦【2006】、「わが国OIS (Overnight Index Swap) 市場の現状」、日銀レビュー、2006-J-15、日本銀行金融市場局
- 長野哲平・大岡英興・馬場直彦【2007】、「量的緩和政策解除以降の短期金融市場における裁定行動—為替スワップ・ユーロ円市場を中心に—」、日銀レビュー、2007-J-1、日本銀行金融市場局
- 西岡慎一・馬場直彦【2004】、「わが国物価連動国債の商品性と役割について—米英における経験を踏まえて—」、日銀レビュー、2004-J-1、日本銀行金融市場局
- 日本銀行金融市場局【2006, 2007】、「金融市場レポート」日本銀行金融市場局【2006, 2007】、「金融市場レポート (追録)」

- 1 本レビューでは、基本的に満期が1年以上の円金利市場を対象にしている。量的緩和政策の解除以降の満期1年未満の短期金融市場における海外金融機関等の動向については、長野・大岡・馬場「量的緩和政策解除以降の短期金融市場における裁定行動—為替スワップ・ユーロ円市場を中心に—」(日銀レビュー、2007年)で詳述している。
- 2 06年入り後、円金利関連のオプションや短期デリバティブの取引高も急増している(長期国債先物オプション：05年340兆円→06年412兆円、ユーロ円金利先物オプション：05年3兆円→06年699兆円、OIS：05年ほぼゼロ→06年401兆円等)。こうした商品でも、例えば長期国債先物オプションの海外投資家シェアが7割程度に達するなど、海外投資家の取引高シェアが高い。
- 3 一方で、年金基金等の機関投資家は、一部の資産をヘッジファンド等にも振り向けている。
- 4 本レビューでは便宜上、マクロ系とレバティブ・バリュ系を異なるタイプとして分けて論じているが、実際には両者の区別は近年曖昧になってきている(マルチストラテジー化の進展)。後述のように、マクロ系の海外投資家も実際にポジションを組成する際には、レバティブ・バリュ系の海外投資家のように、金利リスクをヘッジしつつ最適なポジションを決定する傾向が強い一方、裁定機会が減少する中で収益を確保するため、レバティブ・バリュ系の海外投資家もある程度金利リスクを取るケースが増えてきている。
- 5 欧米では、イールドカーブ全体を一様に変化させるレベル・ファクターや、傾きを変化させるスロープ・ファクターなど、2~3の少数のファクターを基にした標準的なイールドカーブ・モデルの説明力が高く、投資戦略の策定の際にも用いられている。しかし、わが国では、近年、低金利状態が長く続いているため、同様のモデルを単

純に適用することは難しい。

- 6 例えば、生命保険会社等の機関投資家は、概して負債対比でみた資産のデュレーションが短いことから長期・超長期債の購入意欲が高い。こうした先は、長期・超長期金利が一定の水準まで上昇すると購入スタンスを前傾化させる傾向があるため、結果としてわが国の長期・超長期の金利は上昇しにくいとの見方も多い。
- 7 BEIは、名目国債と物価連動債間の利回り格差として定義される。流動性プレミアム等の存在を捨象すると、市場で観察される期待インフレ率(CPIインフレ率)に相当する。物価連動債に関する詳細は、西岡・馬場「わが国物価連動国債の商品性と役割について」(日銀レビュー、2004年)等を参照。
- 8 これは、04年以降の米国でみられたように、利上げが結果的にインフレ・リスクプレミアムを抑制する方向に働き、イールドカーブが一段とフラット化するとの見方に沿ったものと考えられる。また、よりテクニカルには、前述のような国内機関投資家の長期・超長期債に対する積極的な購入姿勢に加え、ショートとロングを組み合わせることで、金利リスクを軽減できる点も、こうしたフラット化ポジションが選好された背景として指摘できる。
- 9 通常、LIBORとして3か月・6か月物といったターム物が使用される一方、レポレートとしては翌日物を使用されることが多い。金利上昇局面では、先行きの利上げに対する思惑などから、ターム物と翌日物の間のスプレッドは拡大しやすいため、アセット・スワップの期間収益は負になりやすい。
- 10 金利上昇局面にスワップ・スプレッドが拡大する背景としては、①債券を保有する金融機関が、価格下落リスクのヘッジのために、スワップの固定金利払い取引を拡大させることに加えて、②金利先高観から民間で資金需要が拡大すること、③景気拡大期には税収が増加し、国債発行量が減少すること、などが指摘されている。
- 11 同時期の翌日物レポレート上昇の背景については、日本銀行金融市場局「金融市場レポート—2006年前半の動き—」(2006年)を参照。
- 12 OISは、一定期間の翌日物レート(複利運用)と固定金利を交換する金利スワップ取引。わが国におけるOIS市場の動向については、大岡・長野・馬場「わが国OIS (Overnight Index Swap) 市場の現状」(日銀レビュー、2006年)を参照。
- 13 FBやOIS等を巡る短期金融市場における裁定行動の動向については、長野・大岡・馬場「量的緩和政策解除以降の短期金融市場における裁定行動—為替スワップ・ユーロ円市場を中心に—」(日銀レビュー、2007年)を参照。
- 14 CTA系の海外投資家は、元々は商品先物市場中心に取引をしていたが、近年は流動性が高く電子トレーディングが容易に行える市場(先進国を中心とした先物市場や、外国為替等の電子トレーディングが可能な一部のOTC市場)全般でポジションを組成している。
- 15 このほか、個別資産のリターンを、多数の資産に共通した複数の要因で説明するマルチファクター・モデルと呼ばれるモデルを用いて売買タイミングを決定する戦略や、相場に対して逆張りのポジションを組成するファンド、オプションを用いてレンジ・ポジションを組成する戦略など様々なタイプがある。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問等に関しましては、日本銀行金融市場局 馬場直彦 (Email: naohiko.baba@boj.or.jp) までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。