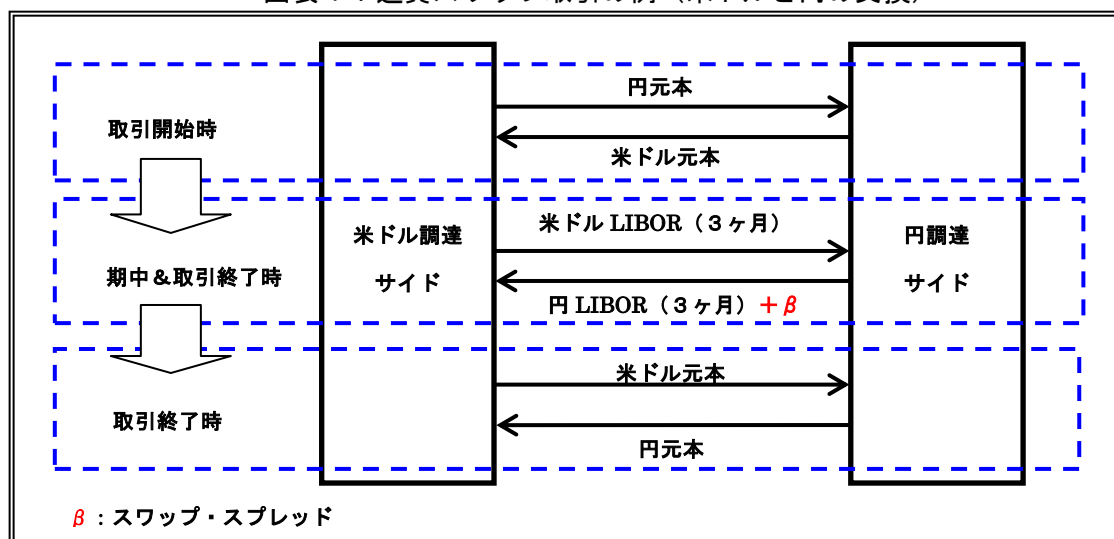


(資産運用)：通貨スワップの市場環境とヘッジコストに与える影響について

米ドルと円を交換する通貨スワップ市場において、スワップ・スプレッドがマイナスの状況が恒常的に続いている。スワップ・スプレッドがマイナスの場合、米ドル調達サイドが円調達サイドよりも調達コストが相対的に大きくなることを示しており、米ドルの資金調達や米ドル／円のリスクヘッジを行う投資家にとって運用利回り低下の要因となりうる。

通貨スワップとは、米ドルや円といった異なる通貨のキャッシュフローを交換する取引のことである。通貨スワップは1年以上の比較的長期で取り組まれることが通例であり、外貨投資のための資金調達、外貨建債権・債務の為替リスクのヘッジなどを主な取引目的として利用される。通貨スワップでは取引開始時と取引終了時に元本を交換し、期中と取引終了時に調達した資金に関する金利をお互いに支払う（図表1）。

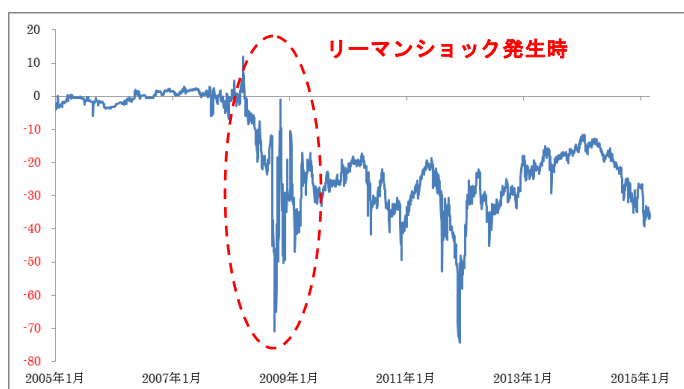
図表1：通貨スワップ取引の例（米ドルと円の交換）



米ドルと円の通貨スワップを例にすると、最も一般的な通貨スワップは、「米ドル LIBOR (3ヶ月)」と「円 LIBOR (3ヶ月) + クロスカレンシー・ベースス・スプレッド (以下、本稿では「スワップ・スプレッド」と呼ぶ)」

の形式で変動金利を交換する取引である。スワップ・スプレッドは、「各通貨の LIBOR 市場間の流動性の違い」、「各通貨の LIBOR 市場間の銀行システムの信用力の違い」、「各通貨の資本市場間の調達ニーズの偏り」などを要因として生じるものと考えられており、米ドルの調達コストや米ドル／円のヘッジコストを知るための指標として利用することができる。

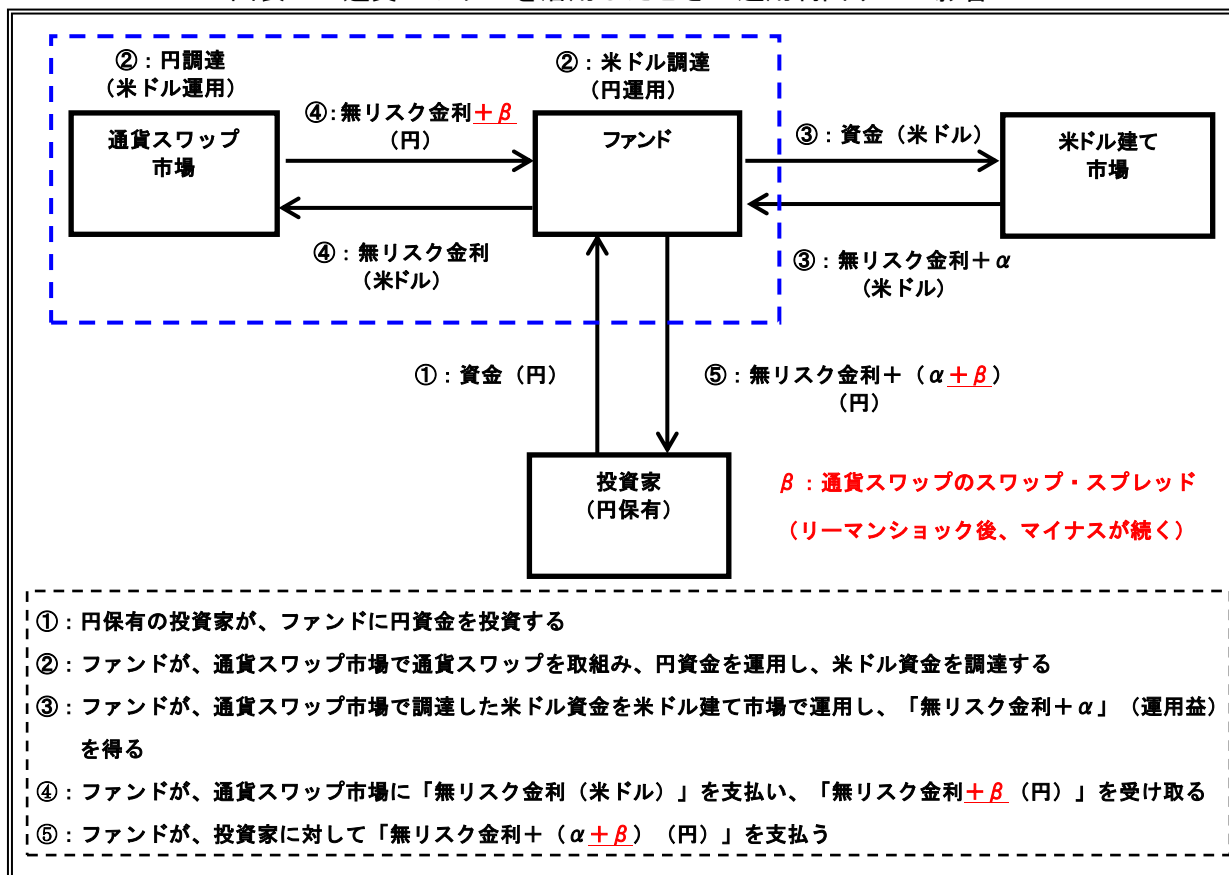
図表2：スワップ・スプレッド（1年）の推移 (bp)



(資料：Bloomberg データより著者にて作成)

2008 年後半に起きたリーマンショック以降、米ドルと円を交換する通貨スワップ市場において、スワップ・スプレッドがマイナスの状況が恒常的に続いている（図表 2）。言い換えると、通貨スワップ市場では、米ドル調達サイドは円調達サイドよりも資金調達やリスクヘッジの為に年あたり「35bp 程度（2015 年 2 月末時点）＋ビッド・オファー」も追加コストを払わねばならない環境下にあるということである。よって、通貨スワップを用いて米ドルの資金調達や米ドル／円のリスクヘッジを行う投資家から見ると、内外金利差によるヘッジコスト分だけではなく、スワップ・スプレッド分についても運用利回りが低下してしまうことになる（図表 3）。

図表 3：通貨スワップを活用したときの運用利回りへの影響



また、外貨資金の調達や為替リスクのヘッジに直物為替取引と先物為替取引の売り買いを組み合わせた為替スワップ取引が利用されることもあるが、通貨スワップと為替スワップとの間で裁定が働くことにより、通貨スワップでの議論と同様に追加的なコストを払うことになるⁱ。

以上の議論から、外貨建資産への投資を行う際に外貨資金の調達や為替リスクのヘッジを検討する場合は、投資対象の運用利回りや内外金利差だけではなく、通貨スワップ市場におけるスワップ・スプレッドを参考指標として、為替リスクにかかる追加的なヘッジコストについてもモニタリングすることをお勧めしたい。

（福本 勇樹）

ⁱ 通貨スワップではスワップ・スプレッドが利払額に影響するが、為替スワップではスワップ・スプレッドが直先スプレッド（先物為替レートと直物為替レートの差）に織り込まれることにより元本額に影響することになる。通貨スワップと為替スワップの裁定関係については「通貨スワップと為替スワップの裁定関係と価格発見力」（日本銀行 2007 年 11 月）等を参照されたい。