

金利

金利市場の動向

2014年第1四半期

2014年4月2日

John W. Labuszewski

マネージング・ディレクター

調査・商品開発部

+1 312-466-7469

jlabor@cmegroup.com

Michael Kamradt

エグゼクティブ・ディレクター

国際市場開発部

+1 312-466-7473

michael.kamradt@cmegroup.com

債券市場の参加者は、現物利回りの動向やイールドカーブの形状の変化、変容する信用リスクやボラティリティへの考慮といった、幾つもの側面に潜むパフォーマンスへの期待に基づいて取引を行っています。

CME Group では、これらの重要な要因のいずれに基づいても取引活動に取り組める金利先物およびオプション商品を提供しています。CME Group には、ユーロドル金利先物、米国債先物、フェデラルファンド金利先物、スワップ、そしてその他の金利商品があり、イールドカーブの領域全体を対象範囲とし、公的債務と民間債務の両方の信用リスクを示す商品になっています。また、最も人気が高い金利先物取引については、オプション取引も用意しています。

本稿では、直近の四半期でのこれらの要因について、また CME Group の金利商品に与えた影響について振り返ります。

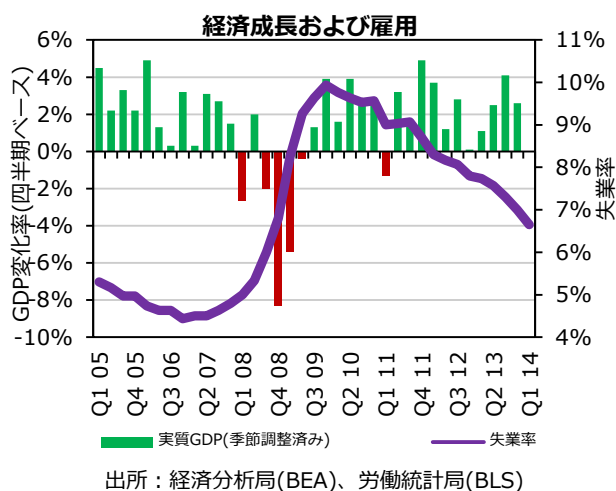
まず、現物利回りの動きやイールドカーブの形状、信用リスクの考察に影響する、経済ファンダメンタルズを振り返ることから始めます。次に、この要因がどのように現物利回りの動きやイールドカーブの形状、信用リスクに影響したかを考察します。

経済成長と雇用

2014 年第 1 四半期の経済指標は、強弱が入り混じるさまざまな結果を示しました。冬の厳しい天候の結果、経済成長は明らかに減速したと思われます。住宅市場は停滞、財政政策は抑制されています。一方で、労働市場には改善の兆候が見られ、消費者支出は合理的に堅調な状況です。

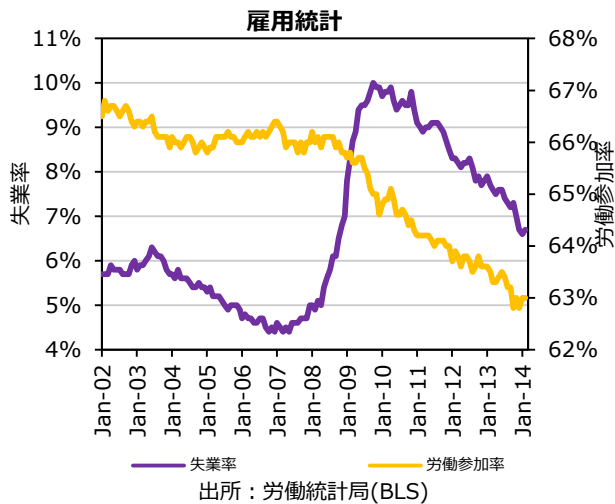
クリミアの緊張に関する懸念や、新興市場の全般的な経済減速も同様に、第 1 四半期の結果を特徴づける役割を果たしました。

連邦準備制度理事会(Fed)は、国内状況を正確に要約しています。「経済活動の成長は冬の間、一部において厳しい天候条件を反映し減速した。労働市場の指標は、強弱が混在する結果だったが、全体では一段の改善を示した。一方で、失業率は依然として高い。家計支出および企業の設備投資は引き続き増加しているが、住宅部門の回復は依然として緩慢である。財政政策は経済成長を抑制しているが、抑制の程度は縮小している。インフレは、委員会(FOMC)の長期目標値を下回る状況が続き、長期インフレ期待は安定している。」¹



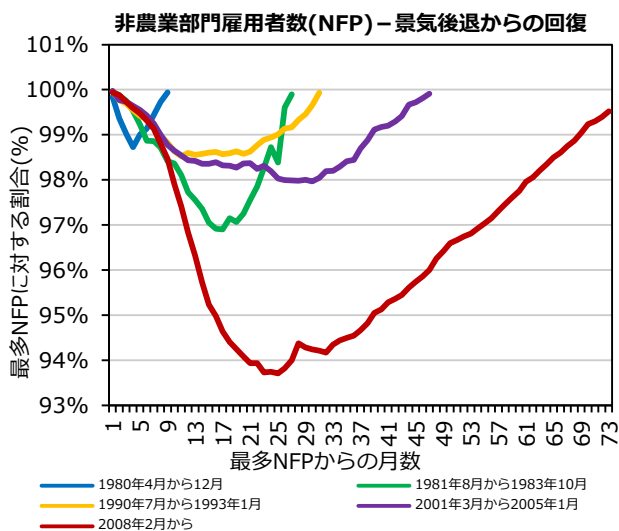
第 4 四半期の国内総生産(GDP)は 2.6%増加しましたが、最近の最高値である第 3 四半期の 4.1%増からは落ち込みました。この減速により、失業率は 1 月の 6.6%から増加し 2 月には 6.7%に悪化しました。一方で 1 年前の 2013 年 2 月公表の 7.7%からは 1%改善しました。こうした水準は、金融政策引き締めに転じる要因に関して、Fed が先のフォワード ガイダンスで引用した 6.5%という率に近づきつつあります。

¹ 連邦準備銀行プレスリリース(2014年3月19日付)より



6.5%への接近は改善を示していますが、2014 年 2 月の労働参加率はわずか 63.0%と依然として力不足で、1970 年代後半以来の低い水準となっています。

さらに、2014 年 2 月現在の雇用者数は全体で 1 億 3,769 万 9 千人と、経済危機前の最多である 2008 年 1 月の 1 億 3,805 万 6 千人を依然下回っています。これは、73 カ月間、金融危機前の水準を超えるような回復ぶりが見られていないことを意味します。さらに、直近 35 年間で、景気後退からの回復に費やした時間が最長であることを示します。



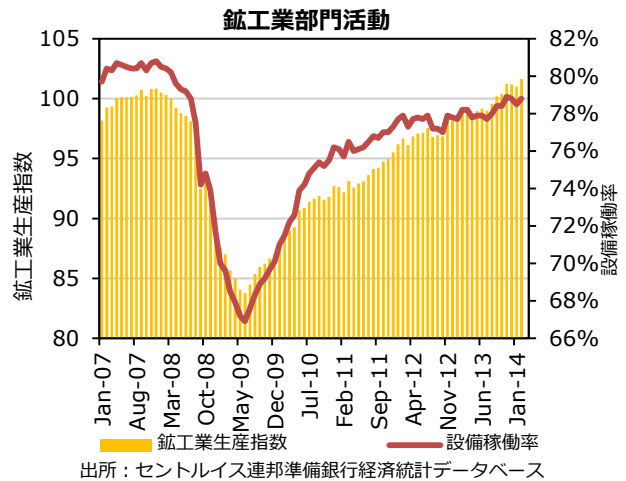
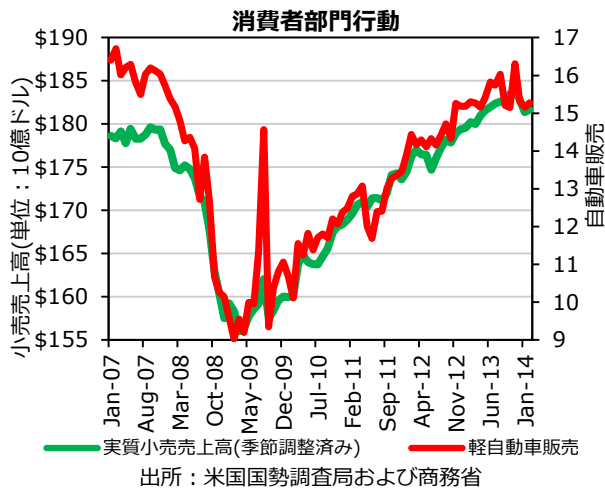
それでも Fed は意欲的に、「適切な金融緩和政策により経済活動は緩やかな速度で拡大し、雇用市場の状況は徐々に改善し続け、」雇用の最大化と物価の安定の促進という「FOMC の 2 つの使命に整合すると、FOMC が判断する状況へ向かうと期待している。」²

Fed は直近の声明で家計支出の改善に言及しました。しかし、この発言は、小売売上高または軽自動車販売に関するデータの検証に起因したものではありません。

小売売上高は 1.2%減となり、最多の 2013 年 11 月の 1,837.79 億ドルから 2014 年 2 月は 1,816.51 億ドルに減少しました。同様に、自動車および軽トラック販売は 6.3%減少し、最多であった 11 月 1,630 万 9 千台から 2014 年 2 月は 1,527 万 5 千台に低下しました。それでも、長期トレンドは、2009 年初めの大きな谷以来、着実に上向きに突き進んでいます。

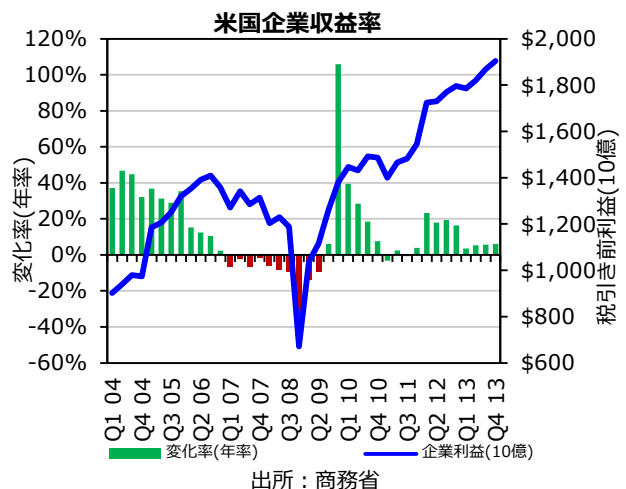
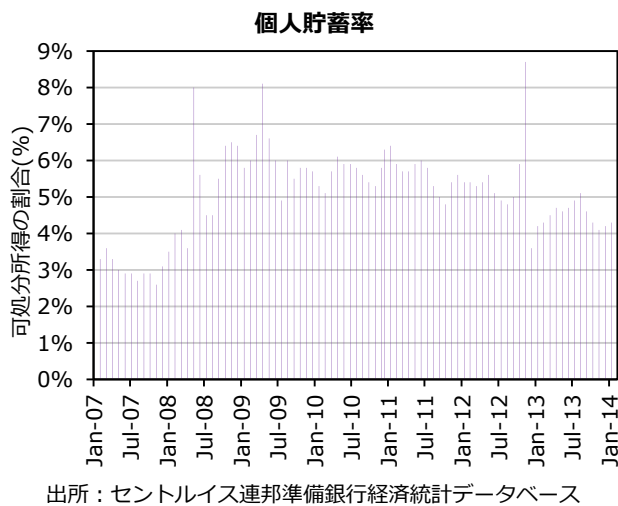
財布の紐が緩む一般的な傾向は、個人貯蓄率に反映します。金融危機の影響が残る中、貯蓄率はゆっくりと上昇しましたが、その後は全体的に低下しており、2014 年 2 月は 4.3%でした。一方で、注意すべきなのは、これが、悪天候による影響を十分に反映しているわけではないということです。なぜなら、悪天候の影響は確かに減少しており、おそらく消費者支出は単に後回しになっているためです。

² 同プレスリリースより



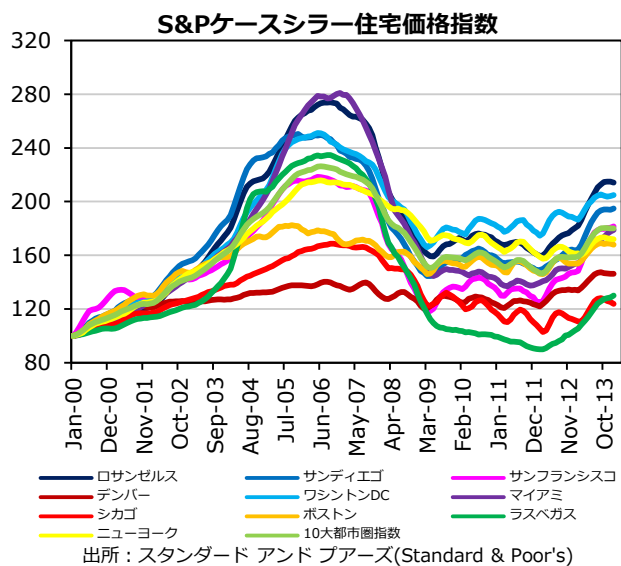
異常な厳冬により消費者心理は落ち込んでいるものの、工業部門は一層の改善を見せています。2月の鉱工業生産指数は101.6276でした。これは2013年2月比で2.8%増と最大の増加率になり、金融危機前の水準を超える改善となりました。

設備稼働率の上昇は、過去最高領域にある国内企業の収益性に反映されています。商務省は、第4四半期の収益は19,045億ドル、年率で6.0%増加と発表しました。株式市場で記録した史上最高値の主要因はこの収益率であるとするアナリストがいれば、量的緩和政策による低金利がその理由だと指摘するアナリストもいます。

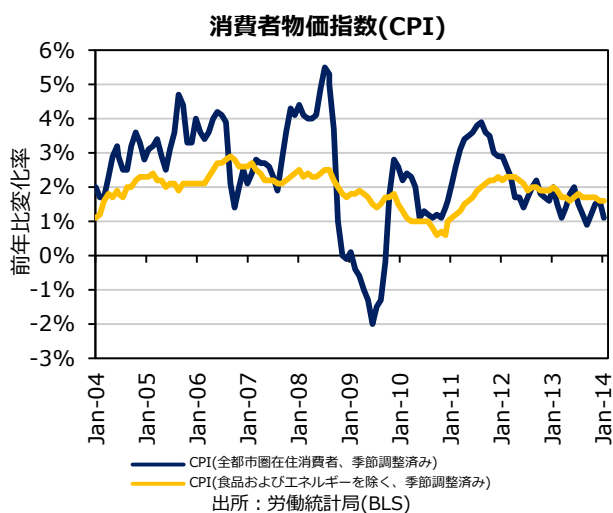


同様に設備稼働率は大幅に上昇、2014年2月の報告は78.8%でした。これは、2013年11月の78.9%にわずかに下回りますが、1年前に報告された2013年2月の78.2%を明らかに超えています。設備稼働率は上昇しているものの、依然として80%を若干下回っています。80%は多くのエコノミストがインフレ圧力の観測を予想する重要な目印です。

Fedはまた、住宅市場の減速にも触れました。これは、2014年1月のシカゴ、ボストン、ロサンゼルスなどの住宅価格が、前月比で若干落ち込んだことに現れています。それでも、マイアミ、ワシントン、サンフランシスコでは上昇が見られました。また、1月のS&Pケースシャー住宅価格10大都市圏指数は堅調で、年率13.54%増、2012年3月の谷間から22.96%上昇しました。



建築許可、住宅着工、住宅完成件数は 90 万から 100 万件近辺にとどまり続けています。これは、220 万件近くあった金融危機前の最大件数の半分にも満たない水準です。



インフレーション

Fed は、インフレが長期目標値を十分に下回っていることを認めています。また、「インフレが持続して 2%の目標値を下回る状況は、経済活動に対するリスクになりかねないことを認識しており、インフレが中期的に目標

値に向かって戻っていくとの確証を得るために、インフレの動向を注視して」います。³

2014 年 2 月の季節調整済み消費価格指数(CPI)は、わずか 1.1%の上昇であり、食品およびエネルギーを除いた CPI は年率で 1.6%上昇しました。これらの数値は過去数年で全体的に低下する傾向にあり、デフレ懸念が生じる要因になっています。また、78.8%を示し 80%の重要な境界を試し始めている設備稼働率は、デフレリスクに対する Fed の姿勢を支持しているようです。

金融政策

Fed の量的緩和(QE)政策は、1 カ月につき 850 億ドルもの米国債、政府機関債、住宅ローン担保証券(MBS)の購入を求めており、中期から長期の金利を適切な水準に維持する画期的な試みの中で行われました。しかし、第 4 四半期に Fed は量的緩和の縮小、いわゆる「テーパリング」を開始、購入計画を 1 カ月につき 100 億ドル減額することになりました。

「経済は広範囲において、雇用市場の状況が引き続き改善するのを支えるのに十分堅調である」と判断しており、これと整合して、「(そして、)雇用の最大化と雇用市場の見通しの改善に向けてこれまで積み重ねてきた前進を考慮して」、Fed はさらに 100 億ドルのテーパリングを公表しました。具体的には、「4 月から FOMC は 1 カ月あたりの購入額を、住宅ローン担保証券について 300 億ドルから 250 億ドルに、米国長期国債を 350 億ドルから 300 億ドルにする」としました。⁴ 経済回復の速度によって、一層のテーパリングが予想されます。

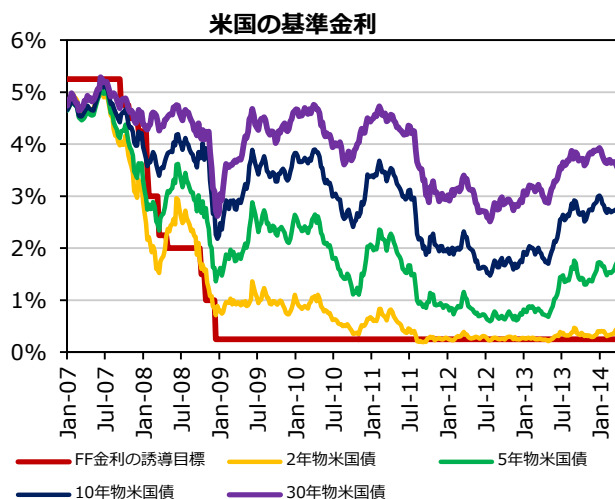
³ 同プレスリリースより

⁴ 同プレスリリースより

また、Fed が失業率予測を更新し、6.1-6.3% (2014 年)、5.6-5.9%(2015 年)、5.2-5.6%(2016 年)に引き下げたことも、テーパリングを後押ししました。⁵

自明のことですが、フェデラル ファンド(FF)金利の誘導目標は、長期に渡り主な金融政策ツールとなっています。一方で Fed は、「金融政策は、極めて緩和的な態勢を維持するのが適切であるという見解を再確認した。FF 金利を現在のゼロから 0.25%の目標範囲に維持する期間の決定にあたり、FOMC は、雇用の最大化とインフレ率 2%という目標に向けた進行状況を評価していくだろう・・・。

インフレが FOMC の長期目標値である 2%を下回る水準で進んでいくと予測し、長期インフレ期待が継続して抑制されるのであれば、資産購入政策の終了後、相当の期間、FF 金利は現在の誘導目標範囲を維持するのが適切だろう・・・と、FOMC は引き続き予測している。」⁶

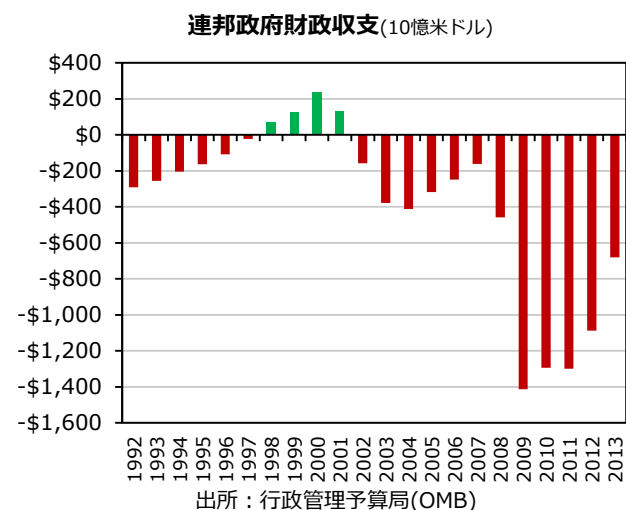


注目すべきは、Fed が個人消費支出(PCE)インフレの長期予測を 2.0%としていることです。⁷ 失業率が 6.5%

に達するときはより積極的な行動を考慮するだろうという前言を、Fed が撤回し、「失業率が 6.5%に近づいているため、FOMC はフォワード ガイダンスを修正した」ことは、さらに注目に値します。⁸ また、これは、「インフレ予測が 2%という FOMC の長期目標値を下回る水準で進んでいくのであれば、FF 金利については、失業率が 6.5%に低下してもしばらくは、現在の誘導目標範囲を維持するのがおそらく適切だろう」という点で、2013 年 12 月に Fed が示したことと一致します。⁹

財政政策

Fed が「財政政策は経済成長を抑制しているが、抑制の程度は縮小しつつある」と認識していることを、もう一度思い出してください。¹⁰ これは、2009 年から 2012 年の間にそれぞれ、1.4 兆ドル、1.3 兆ドル、1.3 兆ドル、1.1 兆ドルであった連邦政府の財政赤字が、2013 年にわずか 6,800 億ドルにまで縮小したことを考えれば明らかです。



米議会は、繰り返される一連の債務上限危機で、さらにもう一つの危機を回避することができました。 具体

⁵ 連邦準備制度理事会による経済予測の概要(2014年3月付)を参照のこと

⁶ FOMC声明(2014年3月19日付)より引用

⁷ 経済予測の概要より引用

⁸ FOMC声明(2014年3月19日付)より引用

⁹ 同声明より

¹⁰ 同声明より

的には、上院において2月12日に、2015年3月までの連邦政府活動向けに資金を提供する下院の法案が承認されました。

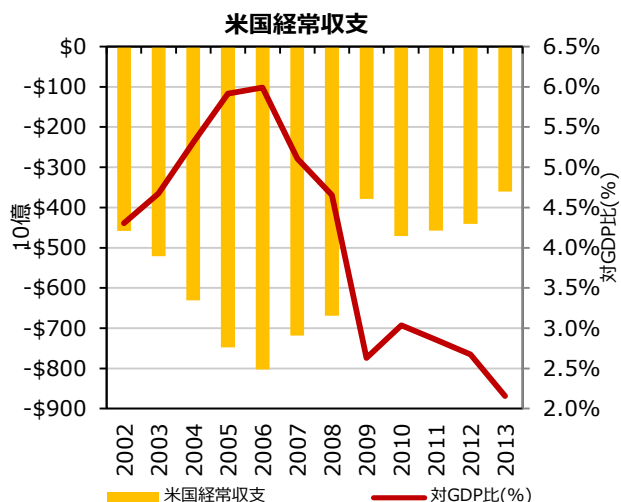
オバマ大統領は、この法案の承認を歓迎しました。大統領は、「共和党と民主党の国会議員が力を合わせ、支払うべきものを支払い、これを最後に、私たちの経済から債務不履行の恐れを排除しようとしたことに満足している」としました。大統領はさらに、「瀬戸際政策による駆け引きがこれで終わる」ことを望むと述べました。

しかし、法案承認は、茶会党などの財政保守派には打撃となりました。報道担当のジョン・ベイナー下院議員(John Boehner)は法案を批判し、「大統領が債務を増やしているのに、増え続ける債務について、大統領は何もしようとしない。民主党が大統領の望む債務上限の引き上げを行えばいい」と述べました。

財政に関する他のニュースとしては、2014年3月31日にオバマケアの申し込みが締め切られました。ウェブサイトへのアクセスや加入手続きが難しい人には、4月までの延長が認められています。それでも、10月1日以来、届け出た600万人のアメリカ国民が、連邦政府および州の医療保険取引所を通して健康保険に加入しました。また、この課題に関する議論は継続すると予想されます。

経常収支と資本勘定のフロー

2013年第4四半期報告の経常赤字はわずか811億ドルとさらに改善し、第3四半期報告の964億ドルから15.9%減少しました。これは、サブプライム危機のさなかだった2009年第2四半期報告の869.82億の赤字を下回ります。

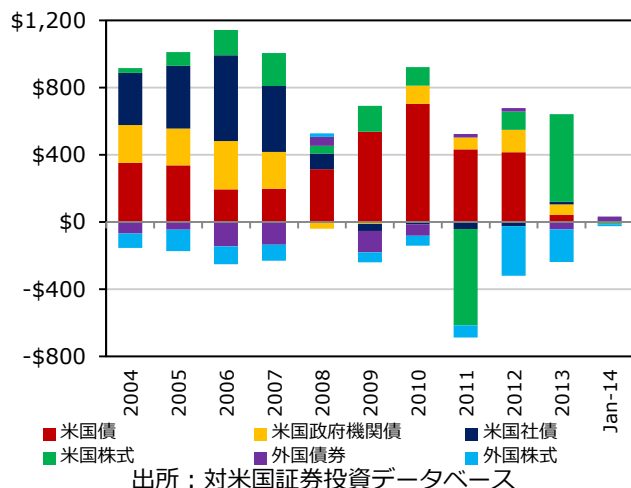


2013年全体の経常赤字は3,607億ドルと少なく、2013年GDP推定値である16.72兆ドルの2.2%でした。これは、この10年で見られた最も楽観的な数値です。

資金の流れに関する興味深い別の情報源を、米国財務省の対米証券投資(Treasury International Capital: TIC)のデータベースの中に 見つけることができます。このデータベースは、資金の米国への流入と米国からの流出を追跡するものです。データには、外国株式、外国債券、米国株式、米国社債、米国政府機関債、米国債の区分があります。

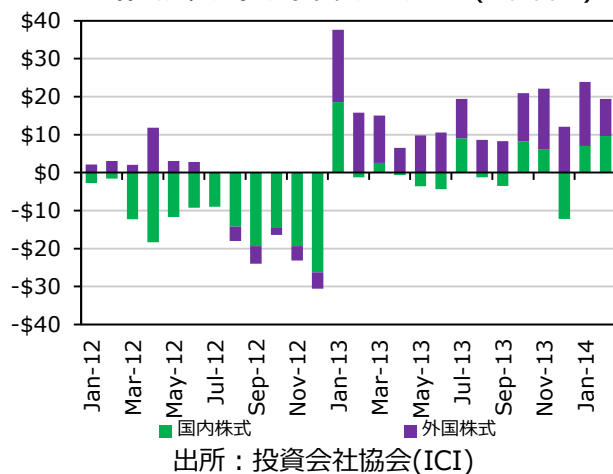
過去10年間、米国対海外の資本移動を特徴づけたのは、概して米国債への多額の資金流入でした。この現象は、海外投資家が米国債をおよそ7,040億ドル買い越した、2010年に最高に達しました。この数値は、2011年、2012年にそれぞれ4,330億ドル、4,170億ドルに縮小しましたが、依然として相当な額を示しています。

米国／海外のネット資本フロー(10億米ドル)



ところが、米国債への正味資金流入額は、2013年にわずか428.8億ドルに減少しました。2014年1月は実に、5.7億ドルの売り越しになりました。海外投資家が正味で5,222億ドルを国内市場に割当てた一方で、米国債への関心は、相当の規模で米国株式への関心にとって代わりました。この顕著な変動をひき起こしたのは明らかに、米国株式の力強い継続的な上昇と金利の引き上げへの恐れでした。

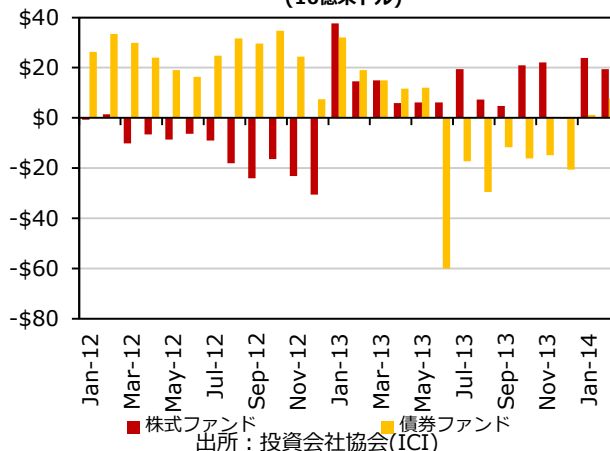
株式ファンドのキャッシュフロー(10億米ドル)



投資信託のフロー

株式および債券投資のフローは、投資信託業界の動向を追跡した、投資会社協会(ICI)が発行するデータにより検証することができます。¹¹

株式および債券ファンドのキャッシュフロー
(10億米ドル)



2013年、投資家による株式ファンドへの追加額はおよそ1,598億ドルでした。外国株式ファンドには1,421億ドルが追加されましたが、国内株式ファンドは全体的に好成績であったにもかかわらず、たった177億ドルの割当てでした。この傾向は2014年の1月から2月を通して続き、さらに433億ドルの流入が株式ファンドにありました。

2013年5月を通して、概して資金が投入されのは債券ファンドでした。ところが、金利は上昇すると投資家が考え始める中、6月にこのトレンドは逆転し、経済成長とFedの緩和政策縮小への期待感により、資金流出は加速しました。2013年末までに債券ファンドから引き出さ

¹¹ 個人投資家は、強気のトレンドに反応して買い、これにより市場に「追従する」ため、こうした指標はしばしば、価格動向との相関が極めて高くなります。また、個人投資家は「集団心理」を示し、深刻な市場の落ち込みに反応して、投資を解約することもあります。

れた額は、およそ 805 億ドルでした。しかし、2014 年 1 月から 2 月を通して、およそ 89 億ドルが債券ファンドに戻っています。

現物利回りの動き

今や金利は、2008 年に最も緊迫したサブプライム住宅ローン危機後に観測された超低水準から乖離しています。 昨年は Fed の量的緩和(QE)政策の縮小、テーパリングが予想され、金利はじりじりと上昇しました。テーパリングの予想は 2013 年 12 月には確実になり、2014 年 3 月にテーパリング規模は拡大しました。

経済の緩やかな成長の兆しや雇用状況の改善は、将来のさらなる金利上昇を予告している可能性があることが、Fed の動きを後押ししました。 当然のことながら、こうした進展は固定金利資産の価値が減少することを意味し、以下に詳しく説明するグローバルリスクの重大な源になります。

私たちは「損益分岐(B/E)金利分析」として知られる分析に頼ることで、金利上昇という将来のリスクを計測することができます。 この手法は、金利がベースポイント(bps)でどの程度上昇すると、特定の証券やポートフォリの保有により投資家は損失を被るのか、という質問に答えるものです。

本稿の流れの中でこの質問に答えるために、私たちは、Barclays Capital が公表するさまざまな指数 - 米国債指数(全満期対象)、米国中期国債指数(満期が 1 年から 10 年)、米国長期国債指数(満期が 10 年超)、総合指数(抵当証券および社債を含む) - の特徴を検証しました。

この分析は、一般的に 12 カ月を範囲として行うものであり、証券の保有により生じる収入を考慮します。 指数の利回りを単に残存期間で割ることで、12 カ月間の収入を相殺するのに必要な金利上昇を概算することができます。

損益分岐金利分析

(2014 年 3 月 31 日)

Barclays Capital 指数	2014 年初め から 3 月 31 日までの 利回り	期間 (年)	利回り	B/E 金利 の上昇幅
米 国債	1.34%	5.1	1.42%	28 bps
米国中期国債	0.65%	3.7	1.17%	32 bps
米国長期国債	7.10%	16.4	3.42%	21 bps
総合	1.84%	5.7	2.40%	42 bps

出所 : Barclays および CME Research

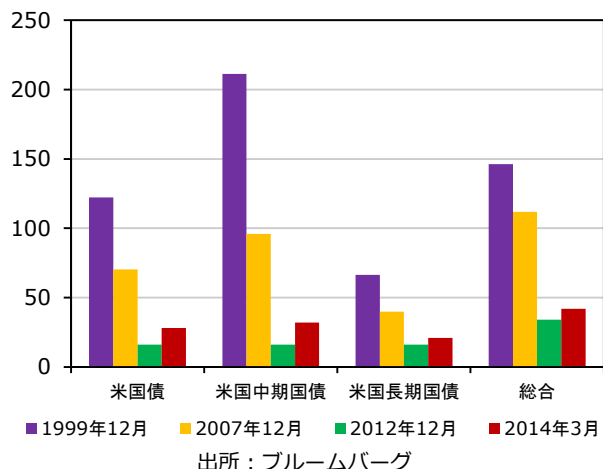
例 今後 12 カ月で、米国債指数のすべての証券について、金利が 28 ベースポイント(bps)(0.28%)上昇すれば、この指数に係る収益はゼロに等しくなり、損益は分岐します。 この計算では、ベースポイントで表す利回りを期間で割る(=142 bps ÷ 5.1 年)ことで、28 ベースポイントを求めています。

例 米国中期国債の損益が分岐する金利の上昇幅は 32 ベースポイント(=117 bps ÷ 3.7 年)です。

例 米国長期国債の損益が分岐する金利の上昇幅は 21 ベースポイント(=342 bps ÷ 16.4 年)です。

例 バークレイズ キャピタル米国総合債券指数の損益が分岐する金利の上昇幅は、42 ベースポイント(=240 bps ÷ 5.7 年)です。

損益分岐レート分析(ベースポイント)



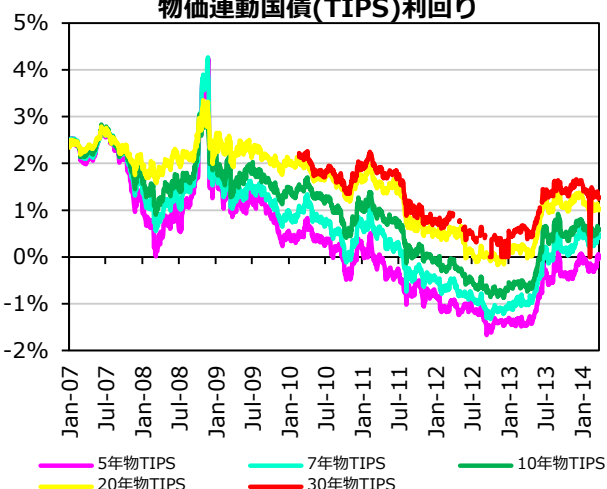
こうした損益分岐の金利上昇幅は、2012 年後期の
下値から上昇した数値であることに注意してください。

実質金利

名目金利に現れる経済の希望的観測は、インフレ
調整済み収益率である実質収益率にも反映されます。 米国
物価連動国債(TIPS)に係る実質利回りは、最近記録した超
低水準から大幅に上昇しています。

指標の 10 年物 TIPS の実質利回りは、第 1 四半期
を 0.60%で終え、2013 年末の 0.76%から乖離しました。
それでも、2013 年第 1 四半期末に観測された谷の数値、-
0.64%からは隔絶しています。 このように実質金利は、
イールドカーブの全領域に及び全体的に上昇しました。
5 年物 TIPS の利回りは、年末までに 0.07%とプラスの領
域に割り込みましたが、第 1 四半期末は 0.02%で終了し、
かろうじてプラスの領域にとどまりました。

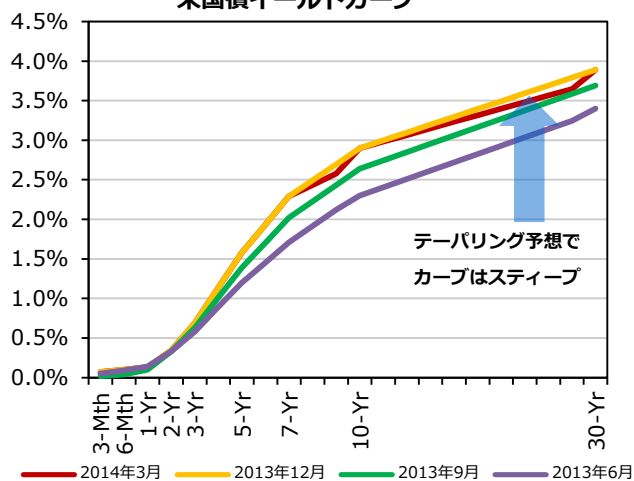
物価連動国債(TIPS)利回り



イールドカーブの形状

Fed は大量の流動性を金融システムに投入するこ
とで、サブプライム危機に対し迅速にそして断固たる姿勢
で対応しました。 FF 金利の誘導目標は、2008 年に
5.25%から現在の水準、ゼロから 0.25%に引き下げられま
した。 しかし、Fed が金利を(実質的に)ゼロに引き下げた
後は、主な金融政策の「弾」によるプラスの影響はわずか
でした。

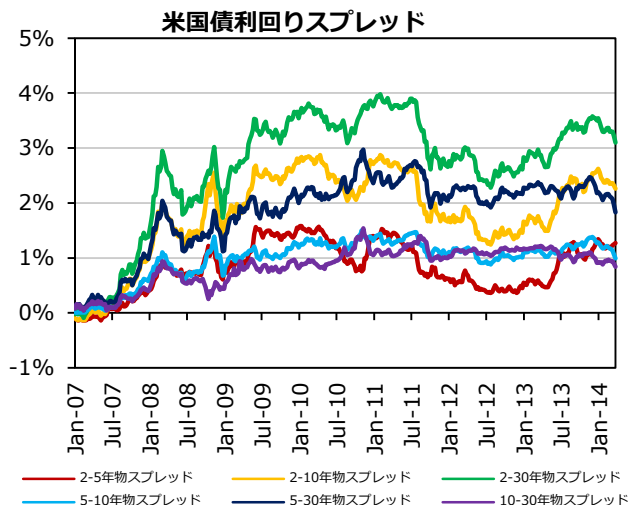
米国債イールドカーブ



このため、Fed はより画期的な方法で対応し、特
に「量的緩和」(QE)政策では、1 カ月あたり住宅ローン担
保証券を 400 億ドル、米国債を 450 億ドル購入することを

継続的な目標としました。しかし、先に述べたように、Fed はすでに QE 政策を縮小し始めています。

Fed がテーパリングに乗り出す前には、予想が先行しイールドカーブは大幅にスティープしました。ところが、Fed のテーパリング実施後、2014 年第 1 四半期にイールドカーブは実際にはややフラット化しました。



オンザラン(OTR)10年物米国中期国債は、2.719%で第1四半期を終え、2013年末に観測された3.029%から乖離しました。イールドカーブの短期物は、FF金利の誘導目標であるゼロから25ベーシスポイントに、しっかりと固定されています。こうして、米国債イールドカーブは、第1四半期にややフラット化しました。グラフが示しているように、このフラットニングはわずかな動きですが、米国債イールドカーブ上にある、中心取引のオンザランの点を用いて構築したさまざまな利回りスプレッドに反映されています。

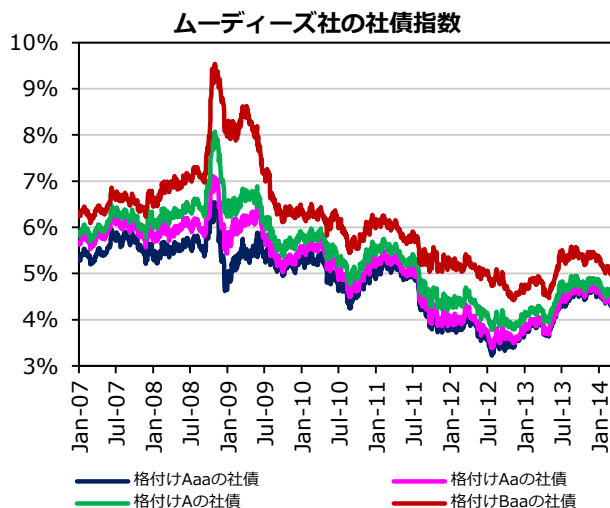
信用リスク

信用リスクとは、債券に係る債務不履行のリスク、例えば、発行者がクーポンや元金を適時に支払えなくなるリスクを言います。このリスクは、信用の質が分岐する金融商品間のスプレッドを参照することで、監視および取引が可能です。

例 異なる信用の質を有する社債に係る利回りと、満期がほぼ同期間の米国債に係る利回りを比較することができます。これは、民間債務と公的債務の信用リスクについて行う典型的な比較です。当然ですが、通常、社債は債務不履行のリスクが高くこれを補うために、より魅力的な利回りを提示すると考えられます。

ムーディーズ社の社債指数では、Baa から Aaa の範囲で信用の質を有する投資適格証券を扱います。ムーディーズ社は、残存期間が30年に近い債券を対象にしています。債券は、残存期間が20年未満になる、償還される可能性がある、または格付けが修正される場合、指数から除外されます。

2014年第1四半期末までに、ムーディーズ社の指数により計測したAaaおよびBaaの社債利回りはそれぞれ、4.32%および4.99%でした。これら数値は、2013年末の4.57%、5.37%からそれぞれ若干低下しています。



また、こうした社債利回りは、OTR10年物および30年物米国債に係る利回りの2.719%および3.559%と比較することができます。10年物米国債に対するAaaおよびBaaのスプレッドは、第1四半期末でそれぞれ1.601%、2.271%でした。これら数値は、2013年末におけるスプレッド

レッドの 1.541%および 2.341%から本質的に変わらず、信用状況は安定しているとの認識を示しています。

社債スプレッドの損益分岐分析

当然ですが、固定金利のポートフォリオ マネジャーは、米国債と社債のどちらに資産を割り当てるか判断する必要があります。実際に社債の成果が米国債を下回るには、社債と米国債のスプレッドは何ベース ポイント広がるのかという、実に重大で中心的な疑問が生じます。

この質問に何らかの洞察を提供するために、私たちは、Barclays が報告する金融部門の社債について、簡単な社債スプレッドの損益分岐(B/E)分析をすることができます。このプロセスは、先に説明した損益分岐金利分析に類似するものです。

具体的には、社債と満期がほぼ同期間の米国債の利回りに対する社債利回りの超過分を示す社債スプレッドを、これら社債に係る期間で割ります。計算結果は、社債の成果が米国債を下回る前に広がるスプレッドの数値を示します。

社債スプレッド B/E 分析

(2014 年 3 月 31 日)

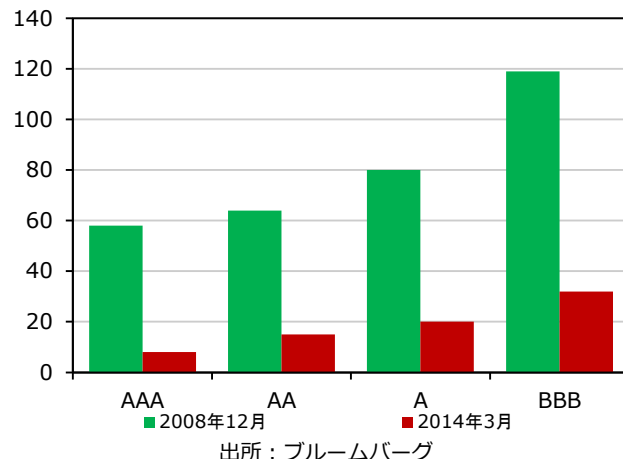
社債格付け	期間 (年)	対米国債 スプレッド Treas	B/E スプレッドの 上昇幅
AAA	8.2	63 bps	8 bps
AA	4.6	70 bps	15 bps
A	4.6	92 bps	20 bps
BBB	4.4	142 bps	32 bps

出所：Barclays および CME Research

例 格付けが AAA の社債スプレッドが、今後 12 カ月で 8 ベース ポイント(bps)上昇すれば、社債に係る収益は満期がほぼ同期間の米国債を下回るでしょう。この計算では、ベース ポイントで表した信用スプレッドを期間で割

る(=63 bps ÷ 8.2 年)ことで、8 ベース ポイントを求めます。

社債スプレッド 損益分岐分析(ベース ポイント)



例 格付けが AA の社債の損益が分岐するスプレッドの上昇幅は、15 ベース ポイント(=70 bps ÷ 4.6 年)です。

例 格付けが A の社債の損益が分岐するスプレッドの上昇幅は、20 ベース ポイント(=92 bps ÷ 4.6 年)です。

例 格付けが BBB の社債の損益が分岐するスプレッドの上昇幅は、32 ベース ポイント(=142 bps ÷ 4.4 年)です。

こうした損益分岐社債スプレッドは、過去最低に近い水準にとどまっています。スプレッドが一層上昇するとの見通しが続けば、明らかにリスクは高まります。

その他の信用スプレッド

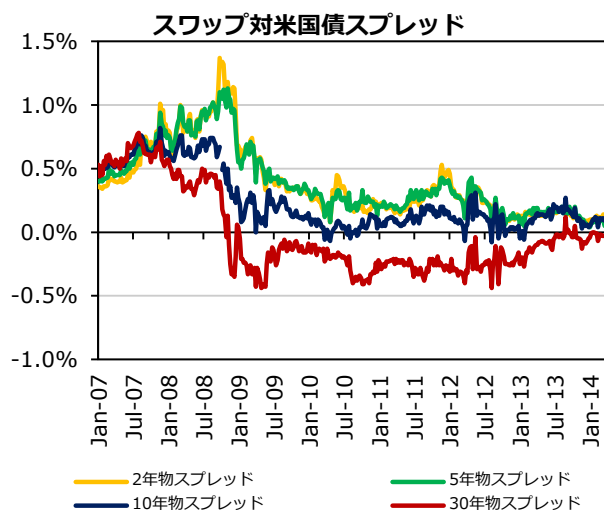
見るに値する興味深いスプレッドは他に、(1)スワップ スプレッドと(2)翌日物金利—ロンドン銀行間取引金利(OIS-LIBOR)スプレッドの 2 つがあります。

スワップ スプレッドは、金利スワップ(IRS)と米国債のスプレッドを参照します。IRS 市場が示す民間機関の信用リスクと、米国債市場が示す政府の信用リスクを直

接比較しているため、これは、信用スプレッドの一形態と考えられます。

私たちのグラフは、米国財務省のデイリーH15 レポートから集めたデータにより構築した、さまざまなスワップ スプレッドを表しています。そこで私たちは、2 年、5 年、10 年、および 30 年の LIBOR ベースの金利スワップ商品と、「コンスタント マチュリティ トレジャリー」(CMT)の利回りを比較します。

こうしたスプレッドは、信用状況やマクロ経済上の一般的見解と相関して、上昇および低下する傾向があります。通常、予想では、IRS 商品は満期がほぼ同期間の米国債より高い利回りを伴います。しかし、常に予想通りになるとは限りません。



民間機関の信用リスクや利回りは公的機関のリスクや利回りを超えるはずだという、過去の経験からの推測に反して、サブプライム住宅ローン危機の後には、30年物スワップ スプレッドはマイナスの領域に低下しました。米国長期国債を買い、30年物金利スワップ商品の固定金利を支払う裁定取引を追求することで、この明らかな価格相違を利用することを推める人もいます。

しかし、S&P社は2011年8月に、米国長期国債の信用格付けを引き下げましたが、Fedはサブプライム危機の

間、実質的に銀行業界を支援したことから、潜在的信用リスクはある程度に収束しました。

IRS商品の構造は、米国長期国債に比べてリスクが低いことを示します。なぜなら、スワップは当初元本の交換が不要で、時価評価が可能だからです。こうして、スプレッドはマイナスの領域に入り、よく知られる「ブラックスワン」が実際に発生すると言われています。

こうした明らかな価格異常に関する説明は、負債対応投資(LDI)戦略に向けた動きにさらに見出すことができます。負債と資産の満期を合わせるために、多くの年金ファンドの運用者が、30年物米国債への投資の代替として長期IRSにますます転換しています。

30年物スプレッドを含めてスワップ スプレッドは、2011年後期以来全体的に上昇しました。しかし、最近ではこれら信用スプレッドは低下し、30年物スワップ スプレッドは第4四半期末に-0.09%、第1四半期末に-0.01%と落ち込みました。それでもなお、2012年3月の-0.40%を上回っています。

CME Group は現在、2 年、5 年、10 年、30 年物受渡決済可能スワップ先物取引(DSF)や、イールドカーブの 2 年、5 年、10 年、30 年物を扱う米国債先物取引を提供しています。したがって、リスク オンまたはリスク オフの状態を利用する、加重スプレッドを構築することができます。

信用の質が向上 → DSF / 米国債先物
スプレッドを買う

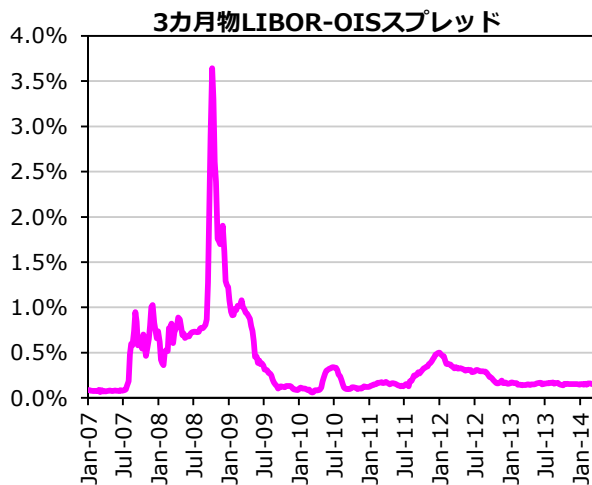
信用の質が低下 → DSF / 米国債先物
スプレッドを売る

もし、経済の緊張状態が消えると考え、積極的な「リスク オン」の態勢を取りたいのであれば、DSF/米国債スプレッドの買いを推奨します。もし、経済的緊張が高

まると考えるのであれば、DSF／米国債スプレッドを売ることで、保守的な「リスクオフ」の姿勢を取るかもしれません。

イールドカーブの短期物では、3 か月 LIBOR と翌日物金利スワップ(OIS)レートのスプレッドを監視できます。

LIBOR はロンドン銀行間取引金利の略語で、米ドル建て預金において(ロンドン在住の)商業銀行が支払う金利のことです。OIS は、翌日物預金において、米国連邦準備銀行といった中央銀行が他の銀行に支払う金利で、FF 金利のことを言います。この金利は 3 カ月などある期間に渡り認識され、複利計算が行われます。



このスプレッドは、商業銀行と中央銀行の預金金利の差異を測るという点で、商業銀行側の債務不履行のリスク度合を示すことができます。

この3カ月LIBORとOISレートのスプレッドは、過去に渡り10ベーシス ポイント近辺で認識されています。ところが、サブプライム住宅ローン危機のさなかに、3.5%に跳ね上がりました。欧州債務危機による打撃はさほど切実でないにもかかわらず、欧州の国債の状況に反応して、2010年中頃にスプレッドは急騰し、2011年にさらに上昇しました。

LIBOR-OISスプレッドは、過去数年に渡り平坦な状態が続いており、第1四半期末のスプレッドは15ベーシス ポイン

トと、2013年末から変わりませんでした。このスプレッドが比較的低水準で安定している状態は、経済が回復し信用状況が企業に有利であることを示します。

CME Groupでは、ICEベンチマーク管理会社の3カ月物ユーロドル定期預金金利を基にした3カ月物ユーロドル金利先物と、30日フェデラル ファンド金利を基にした先物を扱っています。したがって、加重比率が適正なユーロドル金利先物とFF金利先物のスプレッドは、3カ月物LIBOR対OISのスプレッドの 代替手段とすることが可能です。

信用の質が向上 → ユーロドル金利先物 / フェド
ファンド金利先物スプレッドを買う

信用の質が低下 → ユーロドル金利先物 / フェド
ファンド金利先物スプレッドを売る

もし、おそらく経済的緊張は消えるだろうと考え、積極的なリスク オンの姿勢を取りたいならば、ユーロドル金利先物／フェド ファンド金利先物スプレッドを推奨します。もし、経済的緊張が高まると考えるのであれば、ユーロドル金利先物／フェド ファンド金利先物スプレッドを売ることで、保守的なリスク オフのポジションを取るでしょう。

結論

CME Group では、幅広い金利先物取引およびオプション取引を扱い、短期物から長期物までの全域に渡り、公的債務および民間債務の両方の信用リスクを反映する商品を提供します。こうした商品は、将来の市場動向に関する見解を反映し、理解が容易で利用しやすい手段を提供します。また、混乱期には保有する固定金利に係るリスクを管理することもできます。

詳細については、弊社ウェブサイト www.cmegroup.com/trading/interest-rates/ をご覧ください。

表 1:米国債オンザラン(OTR)

(2014年3月31日現在)

	クーポン	償還日	価格	利回り	期間 (年)	BPV (百万あたり)	利回り (2013年 12月)	利回り (2013年 9月)	利回り (2013年 6月)	利回り (2013年 3月)
4週間物Tビル		4/24/14		0.025%	0.060	\$6.03	0.013%	0.023%	0.008%	0.028%
13週間物Tビル		6/26/14		0.033%	0.236	\$23.56	0.068%	0.008%	0.033%	0.074%
26週間物Tビル		9/25/14		0.055%	0.485	\$48.47	0.089%	0.033%	0.093%	0.104%
52週間物Tビル		3/5/15		0.113%	0.926	\$92.45	0.114%	0.089%	0.143%	0.124%
2年物国債	3/8%	3/31/16	99-29 1/8	0.420%	1.987	\$199	0.382%	0.319%	0.349%	0.244%
3年物国債	3/4%	3/15/17	99-20 7/8	0.869%	2.913	\$290	0.766%	0.612%	0.648%	0.035%
5年物国債	1-5/8%	3/31/19	99-17 5/8	1.719%	4.778	\$476	1.743%	1.382%	1.395%	0.765%
7年物国債	2-1/4%	3/31/21	99-21 3/4	2.300%	6.435	\$642	2.452%	2.006%	1.942%	1.238%
10年物国債	2-3/4%	2/15/24	100-08+	2.719%	8.572	\$862	3.029%	2.611%	2.487%	1.850%
30年物国債	3-5/8%	2/15/44	101-06 3/4	3.559%	18.154	\$1,846	3.969%	3.686%	3.500%	3.103%

表 2:米国債 OTR 利回りスプレッド

(2014年3月31日現在)

		2013年12月	2013年9月	2013年6月	2013年3月
利回りスプレッド					
2-5年	1.299%	1.361%	1.063%	1.046%	0.521%
2-10年	2.299%	2.647%	2.292%	2.138%	1.606%
2-30年	3.139%	3.587%	3.367%	3.151%	2.859%
5-10年	1.000%	1.286%	1.229%	1.092%	1.085%
5-30年	1.840%	2.226%	2.304%	2.105%	2.338%
10-30年	0.840%	0.940%	1.075%	1.013%	1.253%

バタフライ					
2-5-10年	-0.299%	-0.075%	0.166%	0.046%	0.564%
2-5-30年	0.541%	0.865%	1.241%	1.059%	1.817%

先物取引とスワップ取引は、あらゆる投資家に適しているわけではありません。損失のリスクがあります。先物とスワップはレバレッジ投資であり、取引に求められる資金は総代金のごく一部にすぎません。そのため、先物やスワップの建玉に差し入れた当初証拠金を超える損失を被る可能性があります。生活に支障をきたすことのない、損失を許容できる資金で運用すべきです。また、一度の取引に全額を投じるようなことは避けてください。すべての取引が利益になることは期待できません。

本パワーポイント資料に掲載された情報およびすべての資料を、金融商品の売買を提案・勧誘するためのもの、金融に関する助言をするためのもの、取引プラットフォームを構築するためのもの、預託を（容易に）受けるためのもの、またはあらゆる裁判管轄であらゆる種類の金融商品もしくは金融サービスを提供するためのものと受け取らないようにしてください。本資料に掲載されている情報は、あくまで情報提供を目的としたものです。助言を意図したものではなく、また助言と解釈しないでください。掲載された情報は、特定個人の目的、資産状況もしくは欲求を考慮したものではありません。本資料に基づいて行動を起こす前に、専門家の適切な助言を受けるようにしてください。

本資料にある規則・要綱に関するすべての記述は、CME、CBOT および NYMEX の公式規則に準拠するものであり、それらの規則が優先されます。取引要綱に関する事項はすべて、現行規則を参照するようにしてください。

本資料に掲載された情報は「当時」のものであり、明示のあるなしにかかわらず、いかなる保証もありません。本資料には、CME Group もしくはその役員、従業員、代理人が考案、認証、検証していない情報が含まれていたり、リンクしていたりする場合があります。CME Group では、そのような情報について一切の責任を負わず、またその正確性や完全性についても責任を負いません。CME Group は、その情報もしくはリンク先の提供するものが第三者の権利を侵害していないと保証しているわけではありません。本資料に外部サイトへのリンクが掲載されていても、CME Group は、いかなる第三者も、あるいはそれらが提供するサービスおよび商品を推薦、推奨、承認、保証、紹介しているわけではありません。

CME Group は、CME Group, Inc.の商標です。地球儀ロゴ、CME、Chicago Mercantile Exchange、E-mini、E-micro および Globex は、Chicago Mercantile Exchange Inc.の商標です。CBOT および Chicago Board of Trade は、Board of Trade of the City of Chicago, Inc.の商標です。Clearport および NYMEX は、New York Mercantile Exchange, Inc.の商標です。Dow Jones は、Dow Jones Company, Inc.の商標です。その他すべての商標が、各所有者の資産となります。

Chicago Mercantile Exchange Inc.、New York Mercantile Exchange, Inc.および Board of Trade of the City of Chicago, Inc.は、それぞれシンガポールで認定市場運営者（RMO）として登録されています。RMO の3社および CME Group Singapore Operations Pte Ltd は、CME Group Inc.の完全子会社です。

上記に加え、ここに掲載された情報は、金融商品取引法（法令番号：昭和二十三年法律第二十五号）に規定された外国金融商品市場、もしくは外国金融商品市場での取引に向けられた清算サービスに、直接アクセスするためのものではないという認識で提供しています。

Copyright © 2014 CME Group. 無断転用・複製禁止