

カバー付き金利平価からの乖離に関する考察

大 野 早 苗

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. はじめに

昨今、米ドル資金の調達コストや為替ヘッジコストが上昇している。超低金利が続くわが国において外国債券は有望な投資先の一つであるが、ヘッジコストの上昇がヘッジ付き外債の利回りを減殺している。また、グローバルに事業を展開するわが国の事業会社・金融機関にとって、外貨資金の調達コストの上昇は深刻な問題である。

このコスト上昇の一因は米国の政策金利の引上げだが、最近ではカバー付き金利平価（Covered Interest Rate Parity、以下、CIP）からの乖離（すなわち通貨間ベースの上昇）が発生し、コストの更なる押し上げ要因となっている。

以下では、CIPからの乖離について考察する。

2. CIPからの乖離と裁定利益

例えば、直物米ドル買い円売り・先渡米ドル売り円買いという為替スワップは、実質的には円を担保に米ドルを借りる行為である。したがって、取引主体の信用リスクが無視でき、裁定が十分に行われる状況では、米ドル資金市場での借入・円資金市場での運用という取引と円ドルの為替スワップ取引のリターンは等しくなり（注1）、以下で示されるCIPが成立するはずである。

ここで、 S_t は t 時の円ドル直物為替レート、 F_t^{t+1} は $t+1$ 時を受け渡し時とする t 時の円ドル先渡為替レートであり、 $r_{t,t+1}$ 、 $r_{t,t+1}^*$ は $t+1$ 時が満期となる t 時の円、米ドルの金利である（以下、時点を表す添え字を省略）。なお、ここでは貸出金利と預金金利の差額や為替手数料は無視する。

$$\frac{F_t^{t+1}}{S_t} = \frac{1+r_{t,t+1}}{1+r_{t,t+1}^*} \quad \text{または}$$

$$fp_t^{t+1} \cong r_{t,t+1} - r_{t,t+1}^*, \quad fp_t^{t+1} = \frac{F_t^{t+1} - S_t}{S_t}$$

米ドルを調達する円資金主体は米ドル資金市場から調達することも可能だが、国内で円借入を行い米ドル買い円売り為替スワップを実施、すなわち円投米ドル転でも調達でき、そのときの調達コストは $r - fp$ となる。一方、円を調達する米ドル資金主体の米ドル投円転コストは $r^* + fp$ となる。

CIPが成立せず、乖離 $\rho = fp - (r - r^*)$ が負値であれば、 $r^* - (r - fp) < 0$ となり、円資金主体による円投ドル転コストがドル金利を上回ることになる。すなわち、円投米ドル転で調達した米ドル

(注1) 通貨スワップも自国通貨と外貨の金利を交換する取引であるため、同一の満期の為替スワップ取引と通貨スワップで十分な裁定が行われれば、両者のリターンも一致することになる。