

共和分の手法と複数の流動性指標を用いた 社債スプレッドの分析

谷 栄一郎 CMA

目 次

- | | |
|----------------|--------------|
| 1. はじめに | 4. モデルを用いた分析 |
| 2. 使用するデータについて | 5. おわりに |
| 3. 単位根検定と共和分 | |

従前の社債スプレッドの分析は信用リスク要因をベースに流動性要因を追加したものが多いが、本邦社債市場の特性を踏まえると、社債価格のファンダメンタルズからの乖離の解消には時間がかかると思われる。そこで本稿では、共和分を用いて長期の変動要因を追加することで、社債スプレッドへの説明力や適合性が改善するか検証した。検証の結果、社債スプレッドには長期の変動要因が一定の影響をもたらしている可能性が示唆された。

1. はじめに

社債利回りの国債利回りに対する超過分(以下、社債スプレッド)は、主に信用リスクとそれ以外のリスクとに大別される。Merton [1974] に代表される構造型モデルは、企業の資産と負債の関係を定式化することで資産価値とデフォルト確率の間の関係を捉え、企業の信用リスクに起因する理論プレミアムを測定した。一方、Collin-Dufresne *et al.* [2001] に代表される先行研究は、構造型モデルの妥当性は支持されるものの、構造型モデルにより算出される信用リスク部分のみで

は社債スプレッドを十分に説明できないことを示した。Delianedis and Geske [2001] は、クレジットスプレッドが構造型モデルだけでは捕捉できない金融市場全体の動きに強く影響を受けていることを指摘している。

本邦社債市場では、大多数の投資家がバイ・アンド・ホールドもしくはパッシブに準じたインデックス運用の投資スタイルを採用している。また、レポ市場が未発達であるため、ショートポジションの構築が困難という事情がある。このように、本邦社債市場は資産価格決定モデルが前提とする完備市場とは異なっており、仮に何らかの一時的



谷 栄一郎 (たに えいいちろう)

大和証券(株)債券部クレジット・トレーディング課 次長。2001年東京大学経済学部卒業。同年JPモルガン証券入社。03年11月大和証券(旧大和証券SMBC)入社。金融市場調査部を経て、09年10月より現職。13年一橋大学大学院国際企業戦略研究科金融戦略コース修士課程修了(平成24年度総代)。