

日本の公社債市場におけるアセット・スワップ・スプレッドの再検討

—LIBOR から TONA/OIS への移行と価格形成の実証分析—

高橋 豊治（中央大学）

本報告は、日本の公社債市場における価格形成の特徴を、アセット・スワップ・スプレッド（ASW スプレッド）を用いて実証的に分析することを目的とする。ASW スプレッドは、固定利付債を金利スワップと組み合わせることで、債券価格をスワップ市場との相対価値として評価する指標であり、信用度、残存年数、利率、業種、流動性、市場環境などが債券価格にどのように反映されているかを検討するうえで有用である。

従来の日本市場に関する ASW スプレッド分析では、LIBOR を参照金利とする円金利スワップを用いて、公社債の相対価値評価が行われてきた。例えば、高橋(2026)では、日本証券業協会の公社債店頭売買参考統計値と LIBOR・円金利スワップ・レートを用いて、2004 年から 2009 年までの公社債 ASW スプレッドを計測し、格付、残存年数、利率、業種、報告社数などとの関係が分析されている。しかし、LIBOR の恒久的な公表停止に伴い、LIBOR 参照の金利スワップは市場の中心的な取引対象ではなくなり、日本円金利市場では TONA（無担保コール 0/N 物レート）を参照する OIS（Overnight Index Swap）への移行が進んだ。

このため、LIBOR 公表停止後の市場環境においては、従来の LIBOR 参照スワップを前提とした ASW スプレッドの計測枠組みをそのまま用いることはできず、TONA/OIS カーブに基づく新たな計測枠組みを構築する必要がある。本報告では、日本証券業協会の公社債店頭売買参考統計値を用いて、個別銘柄ごとの ASW スプレッドを TONA/OIS ベースで計測し、LIBOR 公表停止後の市場慣行に整合的な相対価値指標の構築を試みる。

そのうえで、計測された ASW スプレッドを、格付により表される信用度、残存年数、利率、業種、報告社数等の銘柄属性、および市場環境との関係から検討する。報告社数や気配値のばらつきは、市場参加度や価格評価の不確実性を示す補助的な流動性指標として利用する。これにより、ASW スプレッドが単なる信用リスク指標ではなく、信用度、流動性、需給、金利指標制度、スワップ市場の状態を含む複合的な価格形成指標であることを明らかにする。

本報告の貢献は、LIBOR 公表停止後の日本公社債市場において、TONA/OIS ベースの ASW スプレッドを用いた実証分析を試みる点、および信用度・銘柄属性・市場流動性・金融環境を総合的に考慮し、日本の公社債市場における価格形成メカニズムの変化を検討する点にある。