

第3話 スワップ取引の話

1、はじめに

最後に第3話としてスワップ取引を説明してみましょう。「スワップ（交換）」は古くから外国為替市場で使われてきた用語です。外為取引には、①現物を扱う「直物（じきもの）取引」、②受け渡しが将来に繰り延べられている「先物取引」に加えて、③直物と先物を組み合わせた「為替スワップ取引（Foreign Exchange Swap）」があります。たとえば、ドル直物の「買い」とドル先物の「売り」をセットにして同時に取引します。

なぜ、このような取引が必要なのか。その理由を説明するだけでも長くなりますが、ここでは銀行が顧客との為替取引によって生じる外貨の手持ちの増減からくるリスクをヘッジするため、とだけ言っておきましょう。この取引は「為替スワップ」と名称されていますが、この第3話で説明したいのは、「為替スワップ」ではありません。これとは別の、デリバティブ取引としての「スワップ取引」です。同じ「スワップ」という言葉が使われているので、その違いに注意したいものです。

2、最初の「スワップ取引」—通貨スワップ

では、現在、デリバティブ取引として行われている「スワップ取引」はどのようにして生まれたのでしょうか。

1981年に世界銀行と米IBM社との間で行われた「通貨スワップ」が、その最初である、とされています。

世界銀行は世界各国の要請に応じてインフラ整備に必要な融資をしています。このために各国通貨が必要です。当時、スイスフラン（CHF）が必要でしたが、すでにCHF建ての世銀債はかなり発行されていたので、やむを得ず米国内でドル建て世銀債を発行し、これをCHFに交換したのです。

他方、IBM社は米ドルを欲していたのですが、米国内で必要量を調達しきれず、スイスフラン市場で社債を発行し、これをドルに交換していました。

そこで世銀とIBM社は、互いの元利金支払いの義務を交換（swap）したのです。つまり世銀はIBM社に対してCHF建ての金利と元本を渡し、他方、IBM社はドル建ての金利と元本を渡し、互いの債券保有者への返済にあてたのでした。

この結果、あたかも、世銀はCHF建て債を発行し、IBM社はドル建て債を発行したのと同様の効果を得られたのです。もちろん、契約時点で「等価交換」になるようにドルとCHFの交換レートをあらかじめ設定しますので、1年後、2年後のドルとCHFの設定レートは、市場で値付けされている為替レートとは乖離します。

以上、この取引は外貨を対象にしていますが、内容的には「為替スワップ」とは異なりますので、区別する意味で「通貨スワップ (Currency Swap)」と呼ばれました。

その後、わが国でも、1984年に金融当局の規制緩和により「通貨スワップ」を契約することに制約がなくなったこともあり、このような「通貨スワップ」が急増します。日本企業が海外で外貨建て社債を発行しますが、すぐさま、これを日本円に交換します。欲しいのは国内で使う円だからです。他方、世銀やアジア開発銀行のほか海外企業が円建て債券を発行し、これをドル等の外貨に交換します。これら日本企業と海外企業の間で「通貨スワップ」が締結され、日本企業は世銀等から、自らが支払うべきドル建ての元利金を受け取り、それと交換に世銀等が支払うべき円建ての元利金を引き渡します。こうすることで日本企業は円建て社債を発行するのと同等の効果を得たのでした。

日本企業が円建て社債を発行するのに、日本市場を使わず海外市場に大きく依存する姿は、「日本市場の空洞化」現象の一つとして問題になりました。

3、金利スワップ

世銀とIBM社との通貨スワップからほどなくして、今度は、同じ通貨の中で異なる種類の金利を交換する取引が起きました。これが「金利スワップ、(Interest Rate Swap)」です。かつて、5年物の金融債発行は長期信用銀行だけに許され、都市銀行は3か月や6か月せいぜい1年定期預金でしか資金調達が可能で許されない時期がありました。しかし、都銀が5年固定金利を渡して、3か月物の変動金利を受け取る契約を結ぶと、事実上、都銀は5年物定期預金で調達したのと同等の効果を得られます。

先ほどの通貨スワップもそうですが、規制その他の事情で日本での社債発行に制約がある、あるいは、「長短分離政策」のおかげで自由に長期の資金が調達できない、という制約があっても、通貨スワップや金利スワップを締結すれば、やすやすとその制約は乗り越えられてしまうのです。

4. エクイティ・スワップ

次に出てきたのが、エクイティ・スワップでした。通貨スワップも金利スワップもどちらかといえば、契約当事者の債務支払いにおける通貨や金利の交換でした。だからスワップを「債務の交換」と表現した論者もいました。しかし、資産の側でもこのようなスワップ取引が始まったのでした。つまりスワップは、「債務側」でも「資産側」でも応用できるツールなのです。

エクイティ・スワップは、契約期間中、3か月変動金利と株価指数等を交換する取引を指します。先ほどの金利スワップにおいて固定金利の代わりに株価指数等を使うと考えてください。

機関投資家Aは多銘柄の株式を持っており、そのポートフォリオは株価指数に近い値動きをしているとします。そしてAは、そろそろ相場が過熱しているので売却したいと思え

ば、エクイティ・スワップ契約を結んで支払い側に立つのです（3か月変動金利受け取り・株価指数の変動差額支払い）。これは、事実上、全銘柄を売却して現金化し、それを一時、キャッシュで運用しているのと同等の効果があります。

なぜそうしないのかといえば、多額のポートフォリオを一挙に現金化するのは現実的ではないからです。（なお、株価が下がると、受け取り側は3か月金利に加えて、値下がり額も支払うことになります）

逆に、株式運用したいと考えているが、一挙に多銘柄の現物株を買いそろえることがすぐには難しいと考えれば反対の受け取り側（株価指数の変動差額受け取り・3か月変動金利支払い）に立てばよいのです。

また個別株のエクイティ・スワップでは議決権がらみの取引もみられます。公益企業の株は多くの国で外国人の所有が制限されていますが、エクイティ・スワップの受け取り側に立つと、当該銘柄を買っているのと同等の効果を得ながら、名義を出す必要がありません。

エクイティ・スワップは、現物株に伴う取引コストやマーケット・インパクト、名義書き換え上の制約など、様々な取引上の不便があるときに、これを乗り越えるメリットがあるのです。

5、クレジット・デフォルト・スワップ

これまで見てきた「スワップ」取引は、為替や金利、株価など値段が変動するものを対象にしていました。契約期間中、異なる値動きをするものを交換し合うわけですから、投機にもヘッジにも使うことができます。

ところが2000年ごろから、これらとは全く異質のものが対象になり始めました。それまでの価格変動を対象とするスワップからそれ以外のものを対象にするスワップの出現です。「クレジット・デフォルト・スワップ、Credit Default Swap」がそれです。

これは、契約期間中、「プレミアム」と呼ばれるものと「プロテクション」を交換する取引です。AとBの間でCDSの契約が結ばれ、買い手Aがプレミアムを払って「プロテクション」を受け取ったとしましょう。

「プロテクション」の契約内容は、参照する物件（たとえばギリシア国債）がCDSの契約期間中に債務不履行（デフォルト）に陥った時には、それによって生じる損失を売り手Bから支払ってもらえる権利です。この権利の代価として買い手は「プレミアム」を支払います。デフォルトにならなければプレミアムは掛け捨てになるだけです。したがって、オプションの「プレミアム」と同様に権利の代価ですが、オプションの場合は買う権利（コール）、売る権利（プット）ですが、CDSのプレミアムはデフォルト時の損失を補てんしてもらえ権利です。この取引は、スワップと名称されながら、これまで述べたスワップ取引と全く異質で、むしろ、信用保険に近い取引です。

6、終わりに

先物取引やオプション取引は、現物取引から派生してきたことはすでに述べました。これに対し、スワップ取引は国内市場と海外市場、短期金融市場と長期資本市場など各市場の分断、あるいは現物株の売買は取引コストやマーケット・インパクトがあるとか、名義書き換えに制約があるといったときに、こうした分断や制約を実質的に乗り越える取引として生まれてきました。その意味では一種の「裁定取引」といったほうがよいかもしれません。

しかしCDSになってくると「裁定取引」という理由付けはできなくなります。この取引まで無差別に「スワップ」と名称づけると、「スワップ」の意味が、「何らか違う二つのものの交換」という一般的包括的だが無概念な名称となってしまいます。

スワップ取引は、取引所で行える程度には「定型化」できませんから、初めから個別当事者同士の^{あいたい}相対的な店頭取引として始まり、当事者のニーズに応じて機動的に拡大・拡張されてきました。したがって、当事者同士が納得すれば、どのようなものでもスワップの対象となりうるのです。

「為替スワップ」と「通貨スワップ」はどちらも外貨のレート変動が絡んできますが、取引手法は別物なので、形容句を別にしていました。

しかしCDSでやり取りしているリスクは信用リスクであって、為替スワップや通貨スワップ、金利スワップ、エクイティ・スワップが対象にしている「価格変動リスク」とは質的に異なっています。また、リスクをどのように配分しているかといえば、プロテクションの売り手に集中させていますので、保険やオプションに近いのです。

CDSは、このようにそれまでのスワップ取引とは、取引対象の点で違うものです。価格変動を対象としないという点では、「天候デリバティブ」などと同列にとらえて考える必要があります。「天候デリバティブ」は、たとえば海水浴場経営者が天候不順で減収になるリスクをカバーするため銀行と契約するもので、「プレミアム」を支払って、その見返りに契約期間中（たとえば夏のシーズン中）に気温が一度下がるごとに一定金額を補てんしてもらい権利を受け取る取引です。

さて、私の講義は、以上の3話をもって終わりにしたいと思います。デリバティブは難しい取引と思われがちですが、これで少しは理解が深まったでしょうか。

(第3話、終わり)