

2011年5月 設研アカデミックセミナー 要旨

設備投資研究所

講師：一橋大学大学院国際企業戦略研究科 林文夫 教授

演題：Emerging Market Currency Excess Returns

日時：2011年5月30日（月） 15:30～17:30

要旨

先物取引を用いてドル売り契約を結びつつ、スポット取引でドルを買い戻すことで、平均的に見ると、手元資金なしでの利得（excess return）を得られることが知られている。本稿は、既存研究における excess return やその取引費用の計算方法には不十分な点があるとの問題意識から、より正確に excess return と取引費用を計算した上で、それらに関する事実を記述する事を目的としている。

まず、既存研究における excess return の計算上の問題として、受渡日の不統一を指摘する。手元資金なしで取引するためには（つまり、excess return を得るためには）、先物とスポットの受渡日が同じでなければならない。それらの受渡日をそろえるためには、スポット取引であっても生じる受渡までの時間差（通常2日）や、祝日などの理由で取引が行われていない日の存在を考慮する必要がある。従来の方法では、単純に月末日に観察される価格を利用していため、先物とスポットの受渡日にずれが生じている。本論では、受渡日をそろえて、excess return を計算する。

続いて、取引費用の計算上の問題として、現実世界で用いられている効率的な取引方法を考慮していないという点を指摘する。取引費用の推計は、「取引価格を用いて計算する gross excess return」と「ビッド・オファー・スプレッドを考慮して計算する excess return」との差により行われる。ビッド・オファー・スプレッドとはビッドプライス（買い呼び値）とオファープライス（売り呼び値）のあいだに生じる差のことである。既存研究ではビッド・オファー・スプレッドを考慮する excess return の計算方法として、gross excess return の計算における取引価格を、単純に先物のビッドプライスとスポットのオファープライスに置き換える方法を採用している。しかし、通貨間の金利差の受け取りが可能なFXスワップを利用した現実的な取引によって、より大きな excess return を得られる。本論では、FXスワップを利用した場合の excess return を計算し、それと gross excess return との差として取引費用を推計する。

以上2点の修正を加えて計算した excess return と取引費用から、次の事実が明らかになった。第1に、excess return は有意に正である。特に、途上国の通貨に関する取引において、その傾向が強い。これは既存研究と同様の結果である。第2に、既存研究では、取引費用を実際よりも5倍ほど大きく見積もっていた可能性がある。この結果は、本論が提案したような形で取引費用の計算方法を修正することの重要性を示している。

以上