

信用リスク移転市場の新たな展開

クレジット・デフォルト・スワップとCDOを中心に

杉原慶彦・細谷 真・馬場直彦・中田勝紀

2003年1月

Market Review

信用リスクを他の主体に移転する商品は、従来から債務保証といった形態で存在したが、90年代半ば以降、デリバティブ技術等を用いた新しい信用リスク移転商品が開発され、取引規模も世界的に拡大している。日本においても、2001年後半以降、信用リスクのヘッジ・ニーズが高まったことなどを背景に、新しい信用リスク移転商品の利用が増加している。特に、信用リスクをオフバランスで取引するスワップ市場の流動性が高まりつつあり、同市場で観察される価格は信用リスク評価に関する新たな情報源として市場参加者の注目を集めている。信用リスク移転市場の発展は、信用リスクのよりの確な評価や市場を通じた信用リスク管理の効率化を進めることを通じて、金融システムの安定性および幅広い経済主体への効率的な資金配分に寄与する可能性がある。一方で、同市場は未だ発展途上であり、継続的な発展に向けて、今後も市場関係者および関係当局が連携し、残された課題を克服していくことが重要である。

はじめに¹

信用リスク移転商品は、一般に「債務者の信用力が低下することに伴い発生する損失のリスクを他の主体に移す金融商品」と整理することができる。歴史的には債務保証といった形態で古くから存在してきたが、近年、金融技術の発展に伴って、証券化商品やクレジット・デリバティブといった多様な信用リスク移転商品が誕生し活用されている。こうした商品は、より幅広い主体に対して、より容易に信用リスクを移転することを可能にする。しかし一方で、例えばデリバティブの利用によりオフバランスで信用リスクが転々と流通するようになると、金融市場においてどの主体が信用リスクを保有しているのか、従来に比べて見えにくくなるという側面も有している。こうした点も踏まえ、各国の金融当局は、信用リスク移転市場の拡大が金融システムの安定に与える影響を注視しており、BISグローバル金融システム委員会 (CGFS²) 等のフォーラムにおける議論でも主要なテーマの一つとなっている。

本稿では、信用リスク移転商品の中でも相対的に新しく、日本でも取引が活発化しつつあるクレジット・デフォルト・スワップ（以下「CDS」）とCDO（Collateralised Debt Obligation、債務担保証券）を中心に取り上げる。CDSは、代表的なクレジット・デリバティブで、特定の企業などの信用リスクをオフバランスで売買する商品である。一方、CDOは、複数の企業などの信用リスクをまとめて証券の形に組み替えた商品である（BOX1参照）。以下では、両市場を概観し、価格形成の特徴点を探るとともに、市場発展に向けた課題を整理する。

信用リスク移転市場の新たな展開

能動的な信用リスク管理の実施

債務保証等、従来型の信用リスク移転商品は、基本的に銀行などが貸出に伴う信用リスクをヘッジする手段として用いられてきた。すなわち、個別の貸出債権を満期まで保有しつつ、当該債権と保証に係る信用リスクを一体的に管理しリスクの削減を主眼とする、受動的な視点から利用されてきた。一方で、近年生まれた新しい信用リスク移転商品は、リスクを単に削減するだけでなく、リスク選好に合わせて信用リスクを取得することも容易にするという意味で、より能動的な信用リスク管理を可能にした。これは、金融機関のリスク管理において、二つの大きな変化をもたらした。一点目は、貸出債権の満期保有という発想が次第に薄れていく中、第三者に転売したり、さらにクレジット・デリバティブを用いて債権をバランスシートに残したまま、信用リスクのみを第三者に移転するという動きである。二点目は、そうした商品を用いて、ポートフォリオ単位で信用リスク管理を行うという動きである。

信用リスクを定量化する技術の発展、多様な証券化商品の登場が、こうした動きを加速させている。わが国においても組成が相次いでいるシンセティックCDOは、クレジット・デリバティブによる信用リスク移転の面と証券化技術を使ったポートフォリオ単位での信用リスク管理の面を併せ持つ商品であり、上記二つの変化を示す典型例といえよう。

有用な信用リスク管理ツール

新しい信用リスク移転商品は、当初は「BIS規制対策でリスクアセットを削減する商品」というやや狭い視点で捉えられてきた。しかし、最近になり、特に欧

米の金融機関では、信用リスクを貸出等の個別単位ではなくポートフォリオ単位で捉え管理する方向に向かいつつある中、信用リスク移転商品の利用目的も変化し始めている。すなわち、先進的な金融機関では、貸出債権の「組成・維持 (originating and holding)」から「組成・移転・分散 (originating and distributing)」を目指す動きが見られ、その中でクレジット・デリバティブ等は機動的で使い勝手の良い信用リスク管理ツールとして機能している。さらに、新しい信用リスク移転商品は、CDSのトレーディング収入や、証券化商品の組成に伴う手数料収入などを通じて、金融機関に新たな収益機会も提供している。

新たな投資・資金調達機会の提供

信用リスク移転市場は、投資主体（金融機関、機関投資家等）の選択肢も広げている。従来、信用リスクの取得を希望する投資家にとって、その手段は、基本的には貸出の実行や社債の購入に限定されていた。その場合、多額の投資資金が必要であるほか、管理にも少なからぬコストがかかった。ところが、クレジット・デリバティブ等の登場により、実際に貸出を実行したり社債を購入するよりも小さな手元資金で特定の企業の信用リスクに投資し、それに伴うプレミアム収入を得ることが可能になった。

また、多数の資産をベースにした証券化商品の購入を通じて、投資家は自らのリスク・リターン選好に基づき、より容易に分散投資を行うことが可能になってきた。他方、CDOのスキームにおいて、資金調達を企図する企業がオリジネーターの場合、当該企業の信用度に関わらず、保有する資産のリスク評価に基づく資金調達が可能となる。こうして、証券化商品は、資金調達を行う企業自身の信用力から切り離れた形で、資本市場への新たなアクセス・ポイントを提供していると言える。

市場の概況

世界的に拡大する市場規模

クレジット・デリバティブを中心とした新しい信用リスク移転市場は、90年代半ば以降、欧米市場を中心に拡大してきた（図表1、BOX2参照）。現状では必ずしも包括的な統計は存在しないが、例えば、英国銀行協会（BBA）による定例調査によると、世界におけるクレジット・デリバティブ取引残高は、2001年末には1.2兆ドルに達し、2002年末には2兆ドルに近い水準に達すると見込まれている。30兆ドル近い世界の銀行貸出市場や5兆ドルを越える社債市場に比べると依然として小規模ではあるが、着実に成長しつつある。また、米国のクレジット・デリバティブ市場およびABS

【図表1】信用リスク移転市場の規模（世界）

（原則年末残高、10億ドル）

商品名	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
クレジット・デリバティブ ¹								
デリバティブ・サーベイ BIS				108			693	
Bank Derivatives Report ² OCC ³				144	287	426	395	573
Credit Derivatives Report ⁴ BBA ⁵			180	350	586	893	1,189	1,952
CDO								
米市場 TBMA ⁶	1	1	19	48	85	125	167	232
欧州市場（発行額） Moody's					42	71	114	70
ABS								
米市場 ⁸ TBMA	315	403	517	684	816	947	1,114	1,258
欧州市場（発行額） Moody's					68	80	134	50
社債								
グローバル ¹⁰ BIS	3,241	3,373	3,444	4,042	4,584	4,939	5,233	5,505
米市場 ¹¹ FRB	1,344	1,460	1,610	1,829	2,059	2,230	2,563	2,667
貸出								
グローバル（民間部門貸出 ¹² ） IMF	23,424	23,576	23,309	26,018	26,904	27,221	27,442	29,435
米商業銀行貸出 ¹³ FDIC ¹⁴	2,602	2,811	2,970	3,238	3,491	3,819	3,895	4,069

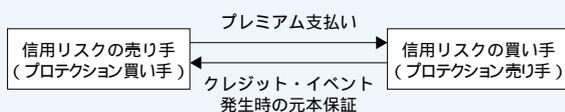
（注）統計は、BIS・CGFS報告書「Credit Risk Transfer」のTable2を適宜アップデート内は出所
 1. いずれも想定元本ベース
 2. 米商業銀行が対象、2002年は9月末
 3. 米通貨監督庁
 4. 2002年は予想値
 5. 英国銀行協会
 6. 米債券市場協会。2002年は9月末
 7. 2002年は上半期まで
 8. 2002年は9月末。MBSを含まない
 9. 2002年は上半期まで、MBSを含む
 10. 非金融部門、2002年は6月末
 11. 非金融企業部門、2002年は9月末
 12. 2002年は6月末
 13. 2002年は9月末
 14. 米連邦預金保険公社

【BOX1】CDS、CDOの基本スキーム

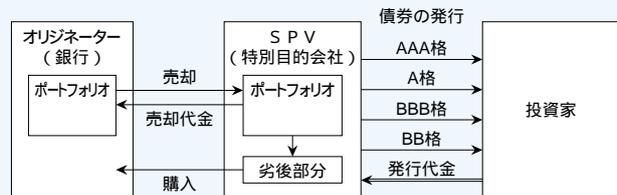
CDSは、クレジット・デリバティブの主要な取引形態である。具体的にはBOX図表1のように、信用リスクの売り手が買い手に対して一定のプレミアム（信用リスクに対する価格）を支払う代わりに、取引の対象となる債務者（参照法人）に破産等のクレジット・イベントが発生した際、それに伴って顕現化する損失について補償を受ける取引を指す。リスクヘッジを行う側をプロテクションの買い手、リスクテイクを行う側をプロテクションの売り手という（本稿では便宜的に、前者をリスクの売り手、後者をリスクの買い手としている）。参照法人が1社のCDSはシングルネームCDS、複数のものはバスケット型CDSと呼ばれるが、本稿では前者を中心に扱う。

CDOは、一般に、元々の債権者であるオリジネーターが保有する原債権（社債や貸出債権等）のポートフォリオから発生するリスク・リターンを、特別目的会社（Special Purpose Vehicle、SPV）を通じて債券の形に組み替えた金融商品である（BOX図表2）。特に、原債権をオリジネーターのバランスシートに残したまま、クレジット・デリバティブを利用して信用リスクのみをSPVに移転するスキームを、シンセティックCDO（合成債務担保証券）と呼ぶ^{注1}。

（BOX 図表1）CDSの基本スキーム



（BOX 図表2）CDOの基本スキーム例^{注2}



（注1）クレジット・デリバティブを用いることで、原債権に係る債権債務関係が信用リスク売買取引の影響を受けないことに加え、組成コストも軽減できるというメリットがある。また、ここに示したスキームの他、ポートフォリオの最も信用力が高い部分に関してSPVを介さず直接投資家とCDS取引を結び形態なども多い。
 （注2）シンセティックCDOの場合、SPVは発行代金により担保として国債等の安全性の高い資産を保有。また、オリジネーターは、ポートフォリオの劣後部分に相当するリスクを保有。

(Asset-Backed Securities、資産担保証券) CDOをはじめとする証券化市場は、既に社債の7割強の規模に成長している。

特に最近では、景気下降局面においてデフォルト等のクレジット・イベントの多発が予想される中、同市場が正常に機能するか注目されていた。しかし、2001年以降、欧米でエンロンや通信関連企業の破綻が相次いだ中であっても、信用リスク移転市場では今のところ目立った混乱は生じていない³。

わが国の信用リスク移転市場も、クレジット・デリバティブや証券化市場の成長につれて拡大傾向にある。しかし、現状では、世界市場に占めるウェイトは小さく⁴、中心的な信用市場である銀行貸出に比べてもかなり小規模である(図表2)。

【図表2】信用リスク移転市場の規模(日本)

商品名	(原則年度末残高、兆円)							
	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
クレジット・デリバティブ ¹					1.6	1.5	2.2	1.9
CDS ¹					1.3	1.3	1.9	1.7
CDOX発行額 ²				0.3	0.4	0.1	0.2	
ABS(発行額) ²				1.3	1.7	2.2	3.2	
流動化 ³	1.4	2.7	9.8	12.0	12.0	13.8	19.0	18.8
普通社債 ⁴	27.3	30.8	37.2	45.4	49.8	53.9	57.4	57.6
銀行貸出 ⁵	482.7	482.3	477.9	472.6	463.4	456.9	440.6	426.2

- (注) 1. 吉国委統計。邦銀主要行、12月末残、2002年は6月末残
 2. みずほ証券レポート。ABSは、MBSを含みCDOを除くベース
 3. 資金循環統計上の「債権流動化関連商品」の残高、2002年は6月末
 4. 日証協。2002年は6月末
 5. 日本銀行。国内銀行分、2002年は9月末

わが国CDS市場における価格形成の特徴点

CDS市場の流動性が高まるにつれ、市場参加者は、CDSプレミアム(BOX1参照)の信用リスク情報としての有用性を認識しつつある。こうした観点から、社

債市場や株式市場から得られる価格情報と比較したところ、CDSプレミアムには以下のような特徴がみられ、信用リスクに対する新たな情報源となる可能性があることが分かった。

- (a) CDSプレミアムは、市場環境に応じて、社債市場や株式市場から示唆される信用リスク情報と整合的な動きを示している。
- (b) CDSプレミアムは、社債スプレッド(社債流通利回りの対国債スプレッド)と比較して、高水準かつ変動が激しく、信用リスクをより敏感に反映している可能性がある。
- (c) 海外投資家によるわが国企業の信用リスクに対する評価を反映している。

以下では、シングルネームCDSを対象とした分析結果を述べる。

CDSプレミアムと社債スプレッドの比較

CDSプレミアムは、取引対象となっている企業の信用リスクに対する価格として捉えられることから、社債スプレッドと密接な関係を持つと予想される。そこで、両者を比較すると、次のような特徴が窺われる(図表3)。

CDSプレミアムが社債スプレッドを恒常的に上回っている。

CDSプレミアムの方が変動が激しく、かつ社債スプレッドの動きに先行しているようにみえる局面が多い。

相関係数⁵をみると、2002年央までは、両者の変動の方向性は概ね一致していた。しかし、それ以降では、むしろ逆相関の期間が多い。

まず、の背景として、次の4点が指摘できる。

- ・ 社債の信用リスクは、基本的に元本や利子が期日

【BOX2】CDS市場・CDO市場の動向及び参加者

(1) CDS市場

CDSの流通市場における取引は、1999年にISDA^(注1)により発表された定義集を用いた標準契約書が定着するにつれて急速に拡大した。英国銀行協会の調査によれば、シングルネームのCDS市場は、クレジット・デリバティブ取引全体の45%を占めている。ロンドンやニューヨーク市場では、投資適格水準の格付を有する企業を中心に、200~300銘柄にわたって日々プレミアムが提示されている。

一方、わが国法人(ソブリンを含む)を対象とするシングルネームのCDS市場は、2001年央までは必ずしも活発ではなく、取引される銘柄も日本国ソブリン(国債)や銀行を対象としたものが大半であった。しかし、2001年後半以降、信用リスクのヘッジ・ニーズが増したことで、海外金融機関やヘッジ・ファンドを中心に、投機目的から日本企業の信用リスクを売る先が増加したこと、などを背景として取引が活発化し、流動性も拡大している。現在取引されている銘柄数は、100~150程度であり、そのうち60銘柄程度のプレミアムが常時提示されている^(注2)。欧米同様、国際的に知名度が高くBBB格以上の企業を中心となっている。参加者を見ると、信用リスクをヘッジするリスクの売り手は、外資系証券会社やヘッジ・ファンドをはじめとする海外金融機関が中心である。一方、信用リスクの買い手は、外資系銀行、邦銀(大手、地域金融機関)生損保が中心となっている。また、一回当たりの取引規模は、最近では、ソブリンの場合50億円から100億円程度、企業の場合は10億円から数十億円程度(想定元本ベース)とみられる。

(注1) 国際スワップ・デリバティブ協会(International Swaps and Derivatives Association, Inc.)、デリバティブ取引の主要ディーラーである銀行、証券会社などをメンバーとする業界団体。

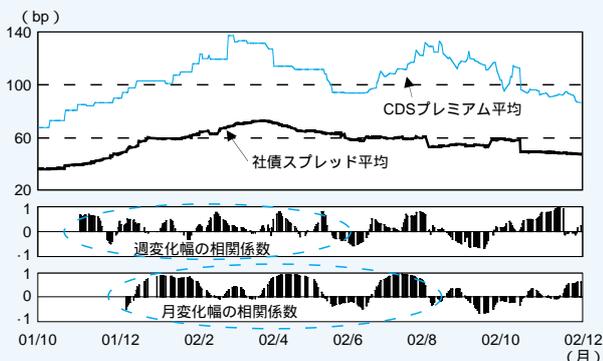
(注2) 2002年11月現在の値。因みに、わが国の社債市場で常時配値が公表されている企業は400程度。

(2) CDO市場

CDO市場は、元々は信用リスクの売り手側のニーズとして金融機関がバランスシートの圧縮を目的に信用リスクを売る形で拡大してきた。近年、特に欧米市場では、比較的容易にポートフォリオ投資が可能となることに魅力を感じた機関投資家(信用リスクの買い手側)のニーズに応えるために金融機関がアレンジするタイプのCDOが増大してきている。なお、購入されたCDOは投資家によって満期まで保有されるケースが一般的である。

日本市場では、欧米同様にBIS規制対策から97~98年にCDOが登場した後、一時取引が低迷したが、2002年央以降は、大手金融機関による1兆円規模のシンセティックCDO組成が発表されるなど注目されている。オリジネーターは大手金融機関が中心で、投資家は、地域金融機関、系統金融機関や生損保が中心とみられる。

【図表3】CDSプレミアムと社債スプレッドの推移



(注) 1. CDSプレミアムの出所はメリルリンチ。全銘柄を平均。銘柄数は、2002年1月時点で30、11月時点で48(図表4～6も同様)
 2. 社債スプレッドの出所は日証協。CDSと同企業・同期間だけ抽出して平均統計制度の変更によりデータは2002年8月5日と2002年9月20日前後で連続しない(図表4も同様)
 3. 週変化幅、月変化幅の相関係数は、それぞれ過去20営業日、30営業日のデータを用いて計算(図表5、6も同様)

までに全額支払われないリスクである。しかし、CDSについては、対象とするクレジット・イベントに債務のリストラクチャリング(債務条件の緩和)なども含まれるほか、現物決済⁶の場合は、保証の対象となる債務と決済に伴って引渡す債務が異なる契約が存在するなど、評価対象に含まれるリスクの範囲が広い。

- ・ CDS取引は、(金利スワップ等の他のデリバティブ取引と同様に)取引相手が破綻や契約破棄等をするリスク、いわゆるカウンターパーティ・リスクを含んでいる。
- ・ CDS市場、社債市場それぞれに固有の需給要因がある。
- ・ CDS市場の主たる参加者は海外金融機関であるのに対し、社債市場は国内金融機関中心の市場である。海外金融機関と国内金融機関では、同一企業の信用リスクを勘案するに当たって、参照する格付機関が異なる傾向がある。

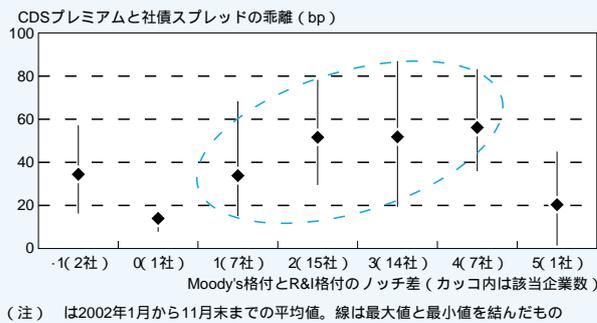
3点目について具体例を挙げると、CDS市場については、転換社債(CB)発行に伴うCDSのプロテクション買い需要がある(BOX3参照)。一方、社債市場については、2002年央以降、長引く低金利下における運用難から、投資家は、CDSが取引対象としている高格付を有する社債を中心に購買意欲を強めた。その結果、社債スプレッドは、かなり縮小した水準で安定的に推移している。

4点目についてやや詳しく述べると、海外金融機関はMoody'sなどの海外格付機関による格付を、一方、国内金融機関は格付投資情報センター(R&I)などの国内格付機関による格付を基本的に参照している。一般に、海外格付と国内格付には水準の相違が見られるケースが多い。そこで、Moody'sとR&Iの双方から格付を取得している企業に関して、その格付ノッチ差(= Moody's格付 - R&I格付)に対応するCDSプレミアムと社債スプレッドの乖離幅の分布を調べた(図表4)。

サンプル数の多いゾーンでは、格付の名目的な内外格差が大きくなるほど、CDSプレミアムと社債スプレッドの乖離も広がる傾向にあることが分かる。

上記の結果は、理論上、同一銘柄の社債をショートして、CDSをロングにする裁定取引を行うことにより、

【図表4】内外格付格差に対するCDSプレミアムと社債スプレッド乖離幅の分布



(注) は2002年1月から11月末までの平均値。線は最大値と最小値を結んだもの

利益が得られることを示している。しかし実際には、わが国の社債流通市場は、流動性に乏しいことに加え、社債のレボ市場も未発達であることから、社債のショート・ポジションの造成は難しく、裁定取引は大変困難であるのが実情である⁷。

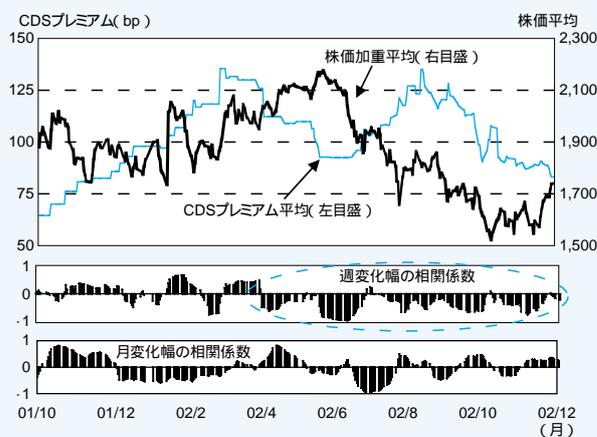
CDSプレミアムの変動が激しい背景

一方、CDSプレミアムの変動が社債スプレッドよりも激しく、かつ方向性も必ずしも一致しないという、の要因として、次の2点が指摘できる。

- ・ CDS市場の主な参加者が、より信用リスクに敏感な海外金融機関である。
- ・ 社債市場では、満期保有の取引がほとんどであるのに対して、CDSは反対売買が容易であることから、信用リスクの動向に敏感に反応してプレミアムが上下しやすい傾向にある。

上記の点に関連して、特に海外金融機関は、国内金融機関と比べて、わが国企業の信用リスクに関する情報入手が困難であるため、株価の動きに左右されやすい傾向があることが指摘されている。この点を確認するため、CDSプレミアムと株価を対比させてみた(図表5)。

【図表5】CDSプレミアムと株価の推移



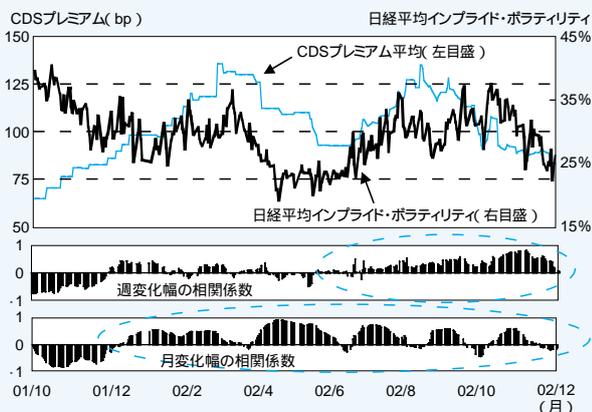
(注) 株価は、CDSと同企業・同期間だけ抽出して加重平均

図表5(週変化幅の相関係数)から、CDSプレミアムと株価の短い期間の変動方向には、特に2002年度以降、負の相関関係があることが分かる。この時期は、CDSプレミアムと社債スプレッドの動きの連動性が弱まった時期と概ね一致している。

また、CDSプレミアムが先行きの信用リスクに対す

る評価を反映しているかどうかを検証するために、日経平均のインプライド・ボラティリティとの相関を調べたのが図表6である。月変化幅の相関係数をみると、2002年以降、正の相関関係が観察されている。この要因の一つとして、CDS市場の参加者が信用リスクの評価を行う際に、ボラティリティをはじめとする株価から得られる情報を利用した信用リスク評価モデルを参考としている可能性が指摘できる。

【図表6】CDSプレミアムと日経平均インプライド・ボラティリティの推移



(注) ボラティリティは、コール・オプションのインプライド・ボラティリティ

市場発展に向けた今後の課題

信用リスク移転市場は、信用リスクを幅広い主体に分散する媒介となることによって、金融システムの安定やより効率的な資金配分に寄与し得る。また、CDS市場は、信用リスクの価格形成に関する有益な情報源にもなっている。しかし、CDS市場やCDO市場は依然として発展途上の段階にあり、課題を抱えていることも事実である。以下では、CGFSにおいて議論された、中央銀行の視点から見た信用リスク移転市場の発展に向けての課題をいくつか指摘する。

市場の透明性とリスク分布

まず、市場の透明性が不十分な点が課題として挙げられる。クレジット・デリバティブ取引は相対取引で

あるほか、CDOの多くは私募形式で発行されているため、取引当事者以外の市場参加者には、取引規模および移転されるリスクの内容や規模は必ずしも明らかにはなっていない。また、信用リスク移転商品の活用状況やその利用に伴って、保有する信用リスクがどのように変化したのかといった点に関する市場参加者のディスクロージャーも現状では限定的である。

市場全体の動向をカバーする統計としては、BISが、各国中央銀行と協力して3年に一度実施している外為・デリバティブ・サーベイで、クレジット・デリバティブの取引規模に関するデータを収集しているほか、業界団体等も自主的にサーベイを実施している。しかし、市場が急速に変化する中、データ収集の頻度や市場参加者のカバレッジの面で、取引の実態を十分に把握する状況にあるとは言えない。

市場動向やリスクの分布状況に関してより充実した情報が市場参加者に提供されることで市場の透明性が向上すれば、取引を行うにあたってより適切なリスク管理が可能となり、新しい信用リスク移転市場の一層の拡大につながる可能性がある。また、金融システムの安定に責任を持つ中央銀行としても、破綻等のショックが市場で発生した場合に、これが他の市場参加者や市場全体にどのような影響を及ぼし得るかを把握するうえで有益な情報が得られることになる。

市場流動性と価格形成

CDS市場では、取引銘柄数や取引額が増加するにつれて流動性も高まってきている。しかし、相対的に流動性の高い銘柄であっても、取引が1日1件といったことも珍しくなく、厚みのある市場と言える段階には至っていない。

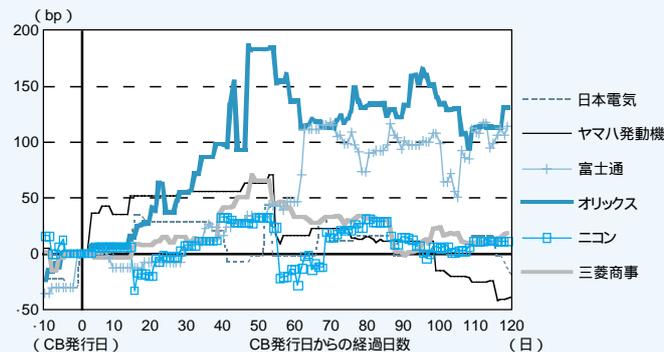
実際、世界市場の中心であるロンドン市場であってもマーケット・メーカー業務は一握りの大手金融機関に限定されているようである。こうした状況の中では、例えば大手ディーラーが何らかの理由で市場からの撤退を余儀なくされた場合、市場の流動性が急速に失われ、CDSプレミアムのボラティリティが高まる可能性は否定できない。

【BOX3】CBアービトラージに伴うCDS取引

CDS市場における重要な需給要因の一つとして、CB保有に伴うヘッジ・ニーズ（プロテクション買い）増加を背景としたCDSプレミアムの上昇が指摘されている。BOX図表3は、CB発行企業のCB発行前後におけるCDSプレミアムの推移を示したものである。実際に多くの企業で、CB発行後、CDSプレミアムの上昇がみられる。

CBアービトラージは、CBに含まれる株式コール・オプションの価値が割安に評価されていることを利用して利益を得ようとする裁定取引の一種である。具体的には、CBのロング・ポジションをとり適正な量の普通株をショートすることによって、ポートフォリオ上のデルタ（株価変化に対するコール・オプションの価値の変化率）を調整しながら、CBに含まれているオプション価値が割安な分だけ利益を得る取引を指す。このとき、しばしば、CBの信用リスクをヘッジするためCDSのプロテクションが買われる。

(BOX 図表3) CB発行前後におけるCDSプレミアムの推移



(注) CBを発行していない企業と比較するため、同格付のCB未発行企業とのプレミアム差を、CB発行日を0に標準化して示した。

リスク管理

クレジット・デリバティブを組み込んだシンセティックCDO等の商品の構造は複雑である。そのため、信用リスクの売り手は、信用リスクを軽減する一方で、法的リスク、市場リスク、カウンターパーティー・リスク等、他の多くのリスクに直面する可能性を持つ。市場が発展する中、こうした新たなリスクを的確に理解し、管理していくことが求められている。

また、機関投資家等がクレジット・デリバティブや証券化商品を通じてリスクを取る場合には、当該商品に内包されている信用リスクを把握したうえで、リスク・リターンに関する検討を十分に行う必要がある。実際、銀行貸出における債権者と債務者の関係とは異なり、信用リスクの買い手が原債務者を肌目細かく審査することは困難であるため、投資家は通常、格付を利用して投資判断をしている。格付が情報の非対称性から生じる情報ギャップの穴埋めをし、取引（組成）コストを下げていることも、信用リスク移転市場の拡大に寄与している。しかし、投資家サイドとしては、単に格付だけをみて投資判断を行うのではなく、例えばCDOの裏付け資産ポートフォリオのデフォルト相関⁹に関して格付機関がどのような前提を置いて信用リスクを分析しているのか等、格付機関の格付手法を十分に理解した上で投資判断を行う必要がある。

自己資本規制との関連

現行BIS規制では、一般企業向け貸出、OECD諸国の銀行・証券会社向けエクスポージャーそれぞれに、一律、100%（8%の資本賦課）、20%のリスク・ウエイトを賦課するなど、基準が明瞭で適用が容易である一方、各主体の信用リスクの違いを十分に反映する仕組みにはなっていない。また、同規制が決定された1988年当時はクレジット・デリバティブや証券化商品はほとんど存在しなかったため、新商品に関しては、各国当局が個別に対応している。こうした状況の中で、金融機関がクレジット・デリバティブ等をBIS規制の歪みをつく商品と捉えてきた面があることも事実である⁹。しかし、現在議論されている新BIS規制は、先進的な手法を中心にリスク感応度が高い枠組みとなるため、規制対策としてこうした商品を利用するインセンティブは低下するものと見込まれる。証券化に関しても、詳細なルールが議論されている。規制面での効果のみならず、リスク・リターンを踏まえたうえで金融機関が信用リスク管理ツールとしてこうした商品をどこまで使いこなしていけるかが、今後の信用リスク移転市場発展のための、一つのポイントとなるであろう。

結び

以上、概観してきたように、近年急速に取引が拡大している信用リスク移転商品は、金融機関にとってはリスク管理能力を向上させるばかりでなく、預金や貸出をバランスシートに積み上げていく従来の業務のスタイルを大きく変貌させる可能性を有している。また、使い勝手の良い信用リスク管理商品の提供、信用リスクのよりの確かな評価、幅広い経済主体へのより効率的

な資金配分、というかたちで、金融システムの安定に寄与する可能性を有している。例えば、米国の中央銀行関係者は米銀が2001年の景気後退を大きな問題なく乗り切れた要因の一つとして、クレジット・デリバティブによるリスク分散を指摘している¹⁰。

一方、上記で指摘したように、発展途上の市場であるが故に、取り組むべき課題も残されている。こうした現在の市場の姿は、金利スワップ等のデリバティブ市場の黎明期であった80年代後半から90年代前半と類似しているとも言えるのではないだろうか。個別性の強い信用リスクの取扱いに伴う固有の難しさもあるだけに、信用リスク移転市場が、金利スワップ市場のような安定した市場に成長するためには、市場関係者や関係当局は連携して市場透明性の向上等の課題を一つずつ克服していくことが重要である。

¹ 本稿は、様々な市場参加者からのヒアリングで得られた情報などに基づいて作成した。また、本稿中で用いたCDSのデータはメリルリンチ日本証券株式会社からご提供頂いたものである。この場を借りて御礼を申し上げたい。

² Committee on the Global Financial Systemの略。CGFSIは、G10諸国の中央銀行総裁により設立された、金融政策や金融市場の安定に関する議論を行うための、中央銀行のフォーラム。

³ 但し、株価急落等によって損失を被った保険会社や機関投資家が信用リスク移転市場におけるリスクテイクに慎重になっているとの声も聞かれている。

⁴ BISを中心に実施した外為・デリバティブ・サーベイによれば、2001年6月末時点におけるクレジット・デリバティブの世界市場残高に占める日本市場のシェアは3.8%。

⁵ 図表3、5、6の相関係数は、その値が正の時は価格が同一方向に、負の時は逆方向に動いていることを示している。

⁶ CDSの決済方法には現物決済と現金決済の2種類がある。このうち、現物決済は、破産等のクレジット・イベントが生じた際、貸出債権や社債等の現物自体とその額面金額を交換する決済方法である。これに対して、現金決済は、参照債務の価値下落分を現金で補填する決済方法である。詳しくは、「詳細信用リスク商品 - クレジット・デリバティブと証券化の実務」水野裕二・河合祐子著（ISコム社、2002年）を参照。

⁷ もっとも、最近では、特定の社債を保有している投資家は、それを売却するとともに、当該企業のクレジットリンク債（CDSの信用リスク買いポジションを組入れた仕組債）を購入することにより、利益を得ることができる。

⁸ 格付機関は、ポートフォリオを構成する債権を産業・地域等の属性別にグループ分けし、それぞれのデフォルトの相関を勘案することにより、ポートフォリオ全体のデフォルト確率を評価している。

⁹ 例えば、OECD諸国の銀行をカウンターパーティとして一般企業向け貸出債権の信用リスクを移転させることにより、企業や取引相手となる銀行の信用力に関わらず、リスクアセットは1/5の水準に圧縮される。



¹⁰ FRBグリーンズパン議長（2002年11月18日）やファーガソン副議長（2002年11月19日）のスピーチ。

マーケット・レビューは、金融市場に関する理解を深めるための材料提供を目的として、日本銀行金融市場局が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。

内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局清水（Email: tokiko.shimizu@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、マーケット・レビューおよび金融市場局ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。