

(信用リスク)：信用リスクの移転

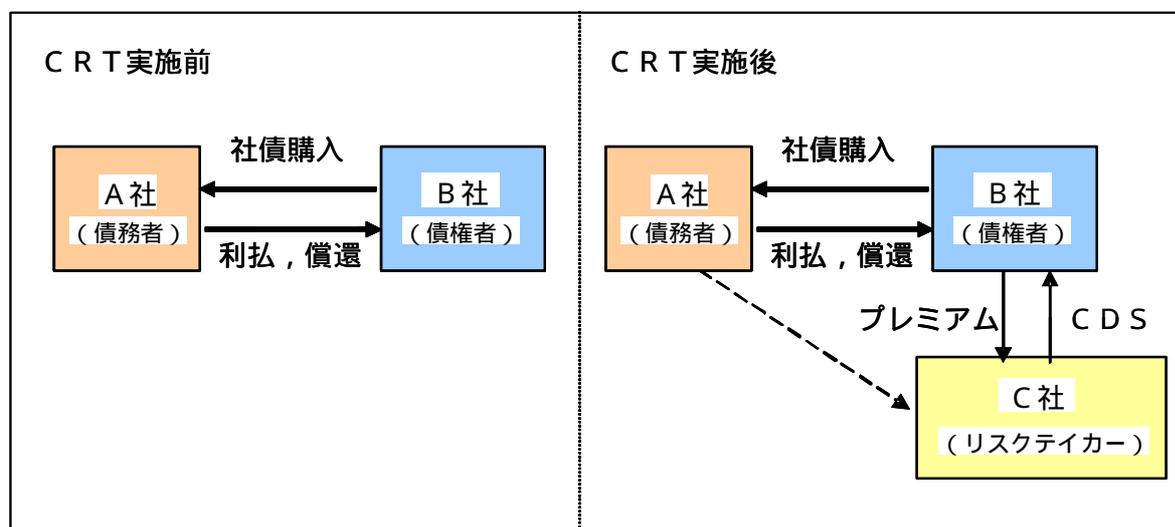
社債投資などに伴う信用リスクは、クレジットデリバティブ(信用派生商品)等の信用リスク移転商品を用いればヘッジすることができる。この市場は金融工学技術の進展とともに急拡大しつつあるが、他方、さまざまな問題も抱えている。

年金基金における信用リスク管理の重要性は、国内外で大きなデフォルト(債務不履行)が発生するたびに指摘されてきたが、今春は、隣国アルゼンチンの経済危機が波及して金融不安が発生したウルグアイのサムライ債(2001年発行、満期5年、利率2.2%、発行額300億円)が話題になった。しかし結局、5月の債権者集会で、事前説明等の努力が奏効して、元本の分割返済、最終償還期限の5年延長で決着し、当面のデフォルトは回避されたが、これを機に、信用リスクの有効な回避手段を一つ、簡単に紹介する。

債券投資などに伴う信用リスクの回避手段として最近注目されているのは、クレジットデリバティブ(信用派生商品、クレデリと略)やCDO(Collateralised Debt Obligation:複数の社債や債権のプールから発生するキャッシュフローを裏付けに作られた証券化商品)である。これらは自社の抱える信用リスクを他企業に移転できる商品なので、信用リスク移転(Credit Risk Transfer、CRTと略)商品と総称しよう。

CRT商品の代表的なクレデリが、CDS(Credit Default Swap)である。B社がA社の社債を購入している場合を考えよう(図表1)。このとき、B社が「A社債がデフォルトしたとき、その損失額相当分を受け取る」契約をC社と交わしておけば、B社はA社の信用リスクをC社に移転させてヘッジできる。この契約の対価として、B社はC社にプレミアムを支払う。これがCDSである。ここで、キャッシュフローの発生する引き金となるイベントを信用事由という。この場合の信用事由はA社債のデフォルトであるが、発生が客観的に判定できる格下げなどでもよい。

図表1：CDSを用いた信用リスク移転(CRT)の例



C R Tの市場は相対取引なので正確なデータはわからないが、最大のリスクの出し手は銀行、受け手は(再)保険会社、と見られている。また、C R T市場の規模は、証券化の進展とともに拡大の一途をたどっており(図表2)、特に、クレデリとC D Oの拡大が顕著である。

図表2：信用リスク移転(C R T)市場規模の推移

(十億米ドル)

年	ローン トレーディング アメリカ	クレジット デリバティブ	A B S			C D O		銀行の 与信額
			アメリカ	ヨーロッパ	オーストラリア	アメリカ	ヨーロッパ	
1995	34		315		7	1		23,424
1996	40		403		10	1		23,576
1997	61	180	517		15	19		23,309
1998	78	350	684		19	48		26,018
1999	79	586	816	68	27	85	42	26,904
2000	102	893	947	80	33	125	71	27,221
2001	118	1,189	1,114	134	38	167	114	27,442
2002	117	1,952	1,258	50	54	232	70	29,435

(資料)：BIS「Credit risk transfer」

C R T商品は便利なりスクヘッジツールだが、そこにはいろいろな問題も存在する。例えば、C D Sを購入すれば完全に信用リスクヘッジできるかという点、決してそうではない。図表1で考えよう。B社は、C D Sの購入によりA社の信用リスクのほとんどをヘッジできるが、A社債がデフォルトしたときにC社もデフォルトしていたら、C D Sを持っていても意味がない。つまり、B社はC D Sの購入によってC社の信用リスクを新たに抱えることになる。ただし、C社の信用リスクは、C社とA社がともにデフォルトする場合にしか顕在化しないので、A社債そのものの信用リスクに比べるとはるかに小さい。

また、契約当事者の権利と義務を定めた契約内容が不完全で、一方が不当な損害を被る可能性があることも問題である。契約に規定された信用事由の発生にB社(またはC社)が関与できるとしたら、B社(またはC社)が自社の都合で信用事由の発生をコントロールできるかもしれない。この点に関しては、I S D A (International Swaps and Derivatives Association)が開発した標準契約の利用により、ある程度は回避できるが、その標準契約も不完全なため、何度も改訂が行われている。

さらに、一部のC R T取引が、ごく少数の業者に集中していることも問題である。特にC D Sの仲介は、世界的な巨大銀行と証券会社の数社が支配している。もし主要仲介業者のオペレーションに不具合が発生したら、市場は大混乱に陥るだろう。また、主要仲介業者の信用力低下により、市場の流動性も急低下するだろう。

長引く低金利の中、国内債券市場では新規発行のBBB格債が即日完売するなど、低格付け債が投資家の人気を集めている。それを反映して、社債の信用スプレッドは一段と縮小傾向を強めており、期待収益は低下している。しかし、他に魅力的な投資先が見つからなければ、今以上に信用リスクをとった投資が進む可能性もある。その際、まだまだ多くの問題が残されているとはいえ、C R T商品は有力な信用リスクのヘッジツールである。(室町 幸雄)