

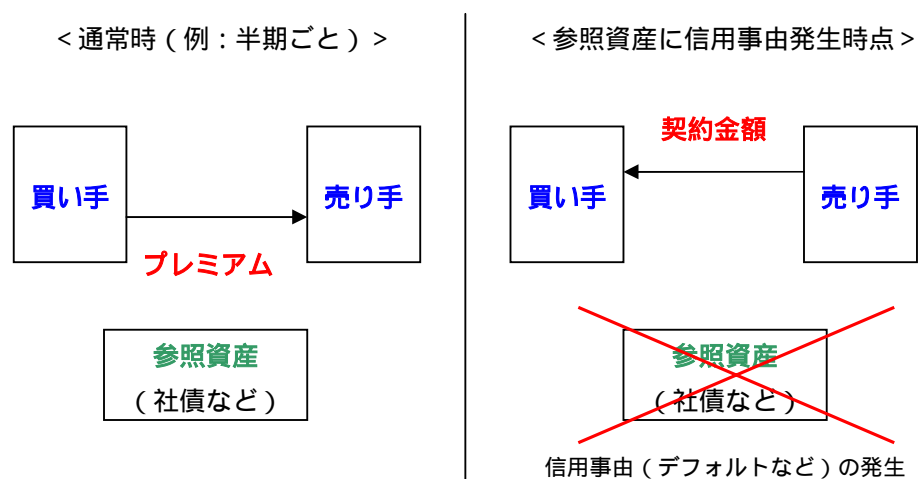
(クレジットリスク)：クレジット・デリバティブ市場の最新動向と社債市場

昨年、国内のクレジット・デリバティブ市場の価格動向を示す代表的な指数が統合され、メディアで公表されるシステムが確立した。このインデックスの公表により、市場は透明性を増し、新たなリスクヘッジツールの提供も可能になった。しかし、クレジット・デリバティブ市場と社債市場の分断は、市場参加者の違いを反映して、依然として続いている。

クレジット・デリバティブは信用リスクを原資産とするデリバティブであり、ポートフォリオの信用リスクヘッジや、信用リスクへの投資を目的として取引される。日本における市場規模は年々拡大しており、2004年6月時点の想定元本（日銀吉国委統計、参考値）は300億ドル超であるが、欧米に比べるとまだまだ小さい。また、クレジット・デリバティブ市場は参加者が偏っており、特定の証券会社や担当者の動向や、特定のファンドの戦略など、信用リスクとは無関係の要因で市場が動くことも多いことが指摘されている。もしもこのような状況が続けば、市場参加者を新たに開拓したり、今まで以上に市場を活性化させることは難しい。

このような状況を打破するため、最近では、最も基本的なクレジット・デリバティブであるクレジット・デフォルト・スワップ（以下ではCDSと略）の価格の指数化が進展した。CDSとは、契約期間中（例えば5年間）に参照資産に予め定められた信用事由（倒産や支払不履行など）が発生したとき、契約されたキャッシュフローを受け取る契約である（図表1）。買い手（契約金額受取側）は売り手（契約金額支払側）に対して定期的（例えば半期ごと）に対価を支払い、これをプレミアムという。自己の保有ポートフォリオに含まれている社債などを参照資産とするCDSを購入すれば、その資産の信用リスク部分をヘッジすることができる。

図表1：クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の仕組み



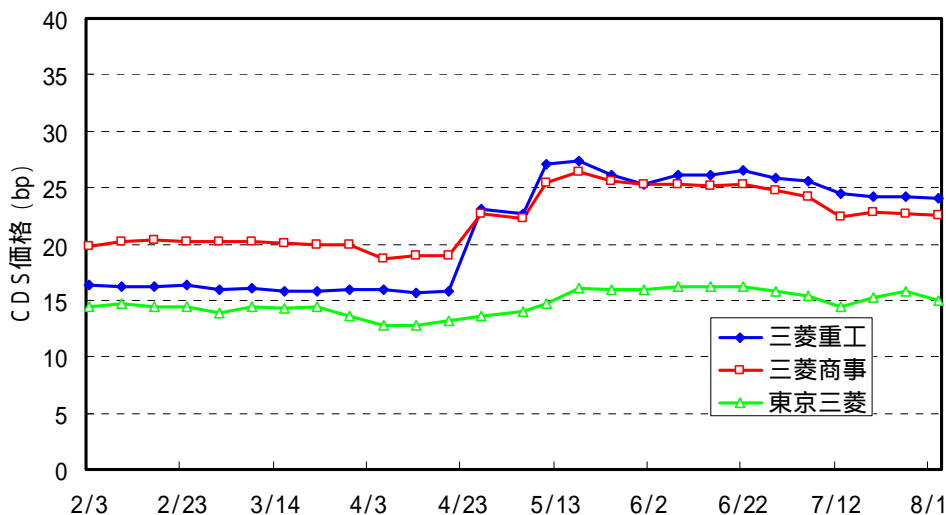
CDS価格（プレミアム）の指数化は、日本では2002年から始まった。まず、2002年9月にモルガン・スタンレー証券がMSJ-CDS Indexを、2003年1月にJ.P.モルガン証券がJANICEを、そして2003年2月にはBNPパリバ証券など複数のディーラーがCJ50を開発した。その後、2003年7月にはMSJ-CDS IndexとJANICEが統合されてTRAC-X Japanとなり、さらに2004年7月、CJ50とも統合されて「DJ iTraxx CJ」となった。

DJ iTraxx CJには、BNPパリバ証券、ゴールドマン・サックス証券、三菱証券、J.P.モルガン証券、モルガン・スタンレー証券、みずほ証券など国内クレジット・デリバティブ市場の主要ディーラーが参加している。採用銘柄数は50で、参加ディーラーは毎日16時の採用銘柄の5年物と10年物のプレミアムを(株)QUICKに提供する。その値は銘柄ごとに平均され、50銘柄の加重平均がDJ iTraxx CJとして公表される。特定のディーラーの価格に左右されにくく数値の中立性を確保するために、ディーラーから集められたデータ件数に応じて特定数の高価格データと低価格データを除外してから、各銘柄の平均値は算出される。

インデックスが存在すると、市場の透明性や流動性が高まるだけでなく、新たなリスクヘッジツールの提供が可能になる。例えば、元本10億円のDJ iTraxx CJの購入は、採用50銘柄のCDSを(構成比率が等ウェイトであれば)200万円分ずつ保有することと同じである。

信用リスクのある資産といえば、まず社債である。国内社債市場とクレジット・デリバティブ市場の関係を見てみよう。図表2は、三菱グループのCDS価格(プレミアム)である。2004年4月23日、独ダイムラー・クライスラー社が三菱自動車に対する支援打ち切りを発表すると、三菱重工と三菱商事のプレミアムは急上昇し、5月21日に三菱自動車再建策が発表されると、市場は落ち着きを取り戻した。一方、この期間、三菱グループの社債の対国債スプレッドに顕著な変化は起こらなかった。このことは、社債市場とCDS市場とが分断され、必ずしも裁定が働いていないことを示している。この原因の一つとして、市場参加者の違い、すなわち、社債市場は国内投資家、CDS市場は海外投資家の市場であることが指摘されている。

図表2：三菱グループのCDS価格の推移(2004年)



クレジット・デリバティブ市場はまだまだ発展途上にあるが、リスク管理に活用したくなるような商品もいろいろ存在する。価格の透明性や流動性など解決すべき課題はあるが、インデックスの開発など、改善の努力も積極的に行われている。オルタナティブ商品への投資に止まらず、年金基金のクレジット・デリバティブ市場への参入も、将来的には十分考えられるであろう。

(室町 幸雄)