

短資運用の信用リスク

エンロン破綻をきっかけにした一部のMMFの元本割れは、短資運用のリスクを表面化させた
が、その後、年金基金での対応は進んでいるだろうか。本稿では、信用リスクを中心に短資運
用商品を解説し、契約や運用規定を再考する際のポイントを提案する。

短資は、一般に低リスク・低リターン資産と位置づけされている。特に流動性リスクと金利
リスクが小さいことから、当面の流動性資金として、もしくは将来の金利上昇が見込まれる局
面での戦略として配分されることが多い。これに対し、信用リスクは従来、極めて小さいと信
じられていたが、1997年の三洋証券のコールローンのデフォルトや、昨年11月のエンロン破
綻による一部MMFの元本割れなど、昨今、安全神話がもはや崩壊した感がある。

日銀のゼロ金利政策の下、足元の短期金利は限りなく0に近い水準にあるため、短資運用によ
りリターン向上を図るにも限界がある。そこで、現環境下では、信用リスクをできるだけ軽減
することを目的に短資運用を行うことも一つの戦略となろう。このためには、短期金融市場の
商品について、信用リスクを中心に理解を深め、信託銀行や投資顧問会社との契約・運用規定
の見直しやモニタリングによって、リスク管理を行うことが重要である。

図表1：短期金融市場の主な商品とその信用リスク

	法的位置付	信用供与先
短期国債	(注1)	日本国
有担保コール	担保付金銭消費貸借契約	金融機関等か短資会社(注2)
無担保コール	無担保の金銭消費貸借契約	金融機関等(注2)
銀行勘定貸し	(無担保の)金銭消費貸借契約	通常、信託銀行かマスタートラスト信託
預金(普通、CD等)	無担保の金銭消費寄託契約	銀行(預金先、CDの発行体)
CP	約束手形(証取法上、有価証券)	発行体

(注1)消費貸借類似の無名契約説と売買契約説がある。(資料)河上信彦編「国債」財団法人大蔵財務協会

(注2)有担保コールには、短資会社が仲介する約定のほか、自らディーリングする約定がある(無担保コールは仲介のみ)。カ
ウンターパーティー(債務者)は、仲介の場合、その先の金融機関であるが、ディーリングの場合は短資会社である。

短期国債(TB・FB)は、昨今、米格付会社によって日本のソブリン格付が引き下げられて
いるものの、未だ最も信用力の高い商品とされている。しかし、現状では、日銀の量的緩和政
策による金余りから需要が高く、利回りが下限にあるにもかかわらず、100倍を超える入札が
続いており、希望金額を購入するのは困難な状況である。

有担保コールは、有担保の貸付であり、カウンターパーティー(債務者)は短資会社もしくは
金融機関である。担保は、国債や銀行裏書の商業手形が多いが、金融債や公社債も認められて
いる。このため、カウンターパーティーの選定に加え、差し入れられる担保について制約を設
けるなど、より厳格なリスク管理を行えば効果的である。なお、最近では、短期国債と同様に、
資金の出し手が超過(取り手不足)の状態が続いている。

無担保コールは、金融機関がカウンターパーティー（債務者）で、CD・CPは発行体の金融機関・企業が債務者である。債務者が破綻した場合は、全額が一般債権になるため、格付によるカウンターパーティーの選別など、十分なリスク管理が必要である。

銀行勘定貸しは、信託銀行の銀行勘定、もしくは系列のマスタートラスト信託の銀行勘定に対する貸付である。市場で運用できない100万円以下の余資運用などに利用されることもあるが、短資の大半が銀行勘定貸しになっているケースもある。無担保である通常の場合は全額が一般債権になる。従って、万が一、当該信託銀行が破綻したような場合、銀行勘定貸しのデフォルトにより信託勘定の財産も損失を蒙る可能性があるため、契約内容・運用規定のチェックなども重要である。

レポ（現金担保付債券貸借取引、または債券新現先取引）、CP・CD現先は、現物の債券、CPやCDが実質的な担保の役割を果たすことが期待される。ただし、これまで判例がないため、債務者の破綻時や、現物のデフォルト時の処理については明らかでない。従って、現実には、基本契約書に一括清算に関する条項（注3、裏表紙参照）を盛り込むなどして、リスクの軽減を図り、さらに、カウンターパーティー（債務者）と発行体の両方の信用リスク管理を行っている投資家が多い。

MMFは、公社債投資信託である。エンロン破綻後、各社はより厳格な対応を進めているようだが、再発リスクが小さいかを目論見書・約款、ディスクロージャー資料などでチェックすることが不可欠であろう。

なお、今年度末までに限って、当座預金、普通預金、別段預金は、預金保険制度で全額保護の対象である。しかし、確定拠出年金の預金を除き、預金保険対象金融機関である信託銀行名義の預金は預金保険の対象外である。現在、ペイオフ解禁について盛んに議論されているが、たとえ当座預金や決済用の新型預金が来年度以降も全額保護の対象になっても、上記措置が継続されれば、信託銀行名義の預金は保護の対象外になる可能性があり、フォローが必要である。

以上見てきたように、たとえ短資であっても、債務者が破綻した場合のリスクは、長期の貸付や社債と同様に極めて大きい。現実には、年金基金において短資運用の投資基準がなかったり、あっても極めて緩い制約である契約が依然として多い。

最近では、運用規定の見直しを行う年金も出始めている模様である。前述のように、信用力の高い商品は、需要が供給を上回っており、リスク管理が厳しい年金基金のファンドに優先的に振り分けられよう。結果として、特に指示のない年金基金には、知らず知らずのうちに相対的に信用力の低い商品が振り分けられ、信用リスクが高まる可能性もある。実際に損失を蒙ってからは、時既に遅しである。年金基金におかれては、早急に短資運用の契約・運用規定の内容をチェックし、必要ならば見直しははかがらうか。

(注3)

一括清算とは、当事者の一方に倒産などの事由が発生した場合に、基本契約書に基づいて、全ての取引を倒産時の時価に引き直し一本の債権債務にして、一括して清算（ネット・アウト）することである。本文で述べたように国内で過去の判例はないが、決済の安定性の確保や金融機能に対する内外の信頼の向上を図ることを目的として、法整備が進みつつある。平成10年12月1日に「金融機関等が行う特定金融取引の一括清算に関する法律(平成10年法律第108号)」が施行され、さらに、昨年12月に適用対象となる特定金融取引に有価証券の現先取引が追加された(同施行規則、最終改正：平成13年12月27日内閣府令第96号)。なお、CDは有価証券でないため、CD現先は、上記特定金融取引には含まれない。

【お知らせ】

ニッセイ基礎研究所「年金フォーラム」ホームページをリニューアルしました。

これまでのフォーラム議事録に加え、当誌「年金ストラテジー」や「基礎研レポート」等に掲載された、公的年金関連のレポート等をご覧いただけるようになっております。

アドレス <http://www.nli-research.co.jp/stra/n-forum.html>

発行：ニッセイ基礎研究所

〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 日本生命日比谷ビル内

TEL：(03) 3597-5644 FAX：(03) 5512-7160 www.nli-research.co.jp