

# サブプライム問題を契機に変わる構図

## 銀行セクターのCDS価格決定要因の推移



金融研究部門 大山 篤之

atsuyuki@nli-research.co.jp

### 1—CDS市場の動向

昨今、信用力に関する市場情報として、デフォルト事由を取引対象とするCDS（クレジットデフォルトスワップ）というデリバティブ取引価格が注目を集めている。事実、信用リスクに対する警戒感が高まる中で、CDS市場の代表的なインデックスが上昇し、CDS取引残高も増加傾向にある。

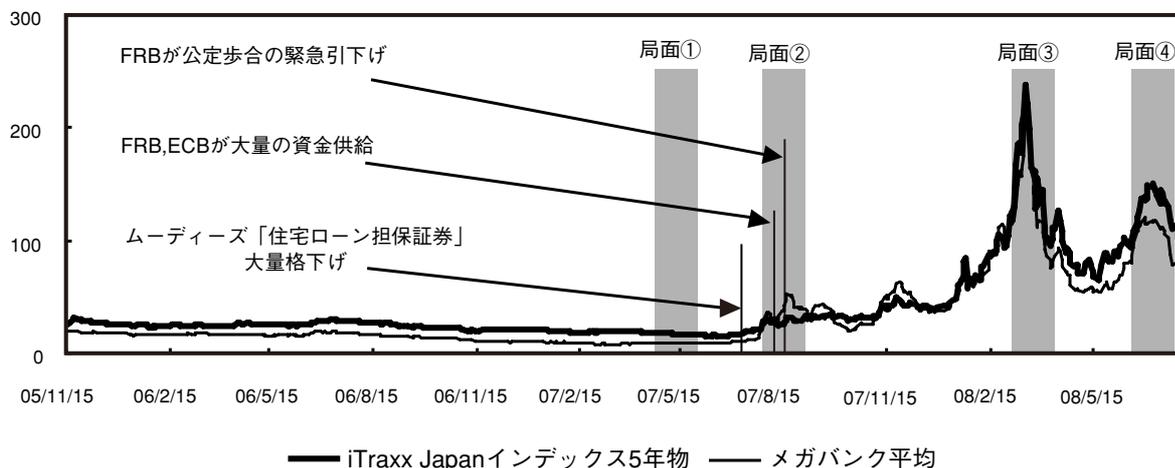
国内市場全体の動向（図表-1）として、CDSインデックス（iTraxx Japan インデックス5年物）の推移を確認すると、2007年6月末まで、CDS価格は安定的に推移していたことがわかる。

サブプライム問題の金融市場への波及が表面化した2007年7月末から8月にかけて、銀行をはじめとする金融機関のCDS価格が急上昇した。それまでの約2年間、メガバンクの平均CDS価格はインデックスを常に下回っていたが、これを機にインデックスとの大小関係が逆転した。また、インデックス自体も僅かながら上昇し、その後不穏な動きを見せるものの、ほぼ横ばいで推移した。しかし、2007年末から2008年3月にかけて、CDS価格は大幅かつ急激に上昇し、その後一度は下落に転じるも以前の水準に戻ることなく、2008年5月頃より再び上昇している。

### 2—CDS価格の決定要因分析

ここでは、サブプライム問題を契機に、CDS価格の決定要因に変化があったかどうか検討したい。まず、CDS市場における信用悪化の引き金になった銀行セクター（メガバンク）とインデックスに着目する。次に、サブプライム問題の波及直前の2007年5月（局面①）、銀行セクターの信用悪化局面の2007年8月（局面②）、CDSインデックスが最高値を記録した2008年3月（局面③）及び、直近、CDSインデックスが再騰した2008年7月（局面④）の4つの代表的な局面における価格水準の主な決定要因を分析する。

【図表-1】 CDS市場価格の動向



## 1 | サブプライム問題以前の局面

サブプライム問題の波及直前に当たる局面①の主成分分析<sup>(注1)</sup>結果(図表-2)を見てみよう。

[図表-2] 局面①におけるCDS価格の主成分係数

		2007/5 (局面①)		
		優先劣後の差	市場全体の水準	個別銘柄の効果
優先	三井住友	0.38	0.37	-0.49
	三菱東京	0.40	0.20	0.38
	みずほ	0.39	0.32	-0.47
劣後	三井住友	-0.37	0.45	0.03
	三菱東京	-0.37	0.42	-0.04
	みずほ	-0.37	0.44	0.04
インデックス		0.37	0.39	0.62
寄与率		82.6%	14.9%	1.5%

この期間におけるメガバンク及び、インデックスのCDS価格水準の約83%は優先劣後の差<sup>(注2)</sup>で、約15%はCDS市場全体の水準<sup>(注3)</sup>で説明できることがわかる。また、寄与率としては小さいが、三菱東京とそれ以外といった個別銘柄の効果の存在も示唆される。

## 2 | サブプライム問題以降の代表的な局面

次に、サブプライム問題以降の局面②③④について、分析結果(図表-3)を検討してみよう。サブプライム問題以降CDS価格の決定要因は一変し、CDS市場全体の水準がいずれの局面においても85%以上寄与している。また、個別銘柄の効果が姿を消し、代わりに銀行特有の効果が現れている<sup>(注4)</sup>。特に、2007年8月(局面②)は他局面と比べ、この銀行特有の効果の寄与率が高い。これは同時期に起こった一連の信用悪化事由(サブプライム問題)の影響が、当初は銀行セクターのC

DS価格に限られて上昇したことによると考えられる。銀行特有の効果の寄与率は、時が進むにつれ次第に影を薄める一方、CDS市場全体の水準の寄与率が高まってきていることから、サブプライム問題がCDS市場全体に波及していった様子が窺える。優先劣後の差の寄与率は依然低いものの、サブプライム問題以降はじめて銀行特有の効果を上回った(局面④)。これは、サブプライム以前の価格決定構造に戻りつつあることを暗に示唆しているのかもしれない。

## 3—まとめ

本来CDS価格水準は、個別銘柄の信用力や優先劣後といった色々な要因により、決定されるはずである。しかし、サブプライム問題を契機に、市場全体の水準に強く依存し、1年経った昨今でも依然その依存度合いは高まりを見せている。このように、サブプライム問題に端を発して急変したCDS価格決定要因が、今後どのような過程を経て元の状態に戻るのか注目していきたい。

- (注1) 主成分分析とは、多くの変数から情報の損失を最小限にして、それらの変数を代表する少数個(この場合は3)の総合的指標(主成分)を求める手法である。
- (注2) 優先劣後それぞれの主成分係数の符号に注目し、この第一主成分を優先劣後の差と判断した。
- (注3) 対象銘柄全て主成分係数が似通っているため、この第二主成分を市場全体の水準と判断した。
- (注4) インデックスと銀行銘柄の主成分係数が乖離しているため、銀行銘柄特有の価格水準が説明されるという意味で、この主成分を銀行特有の効果と判断した。ただし、局面②③の銀行特有の効果と判断した中には優先劣後の成分も若干含まれているが、インデックスの主成分係数が他に比べ十分に大きいことを重視し、この主成分を銀行特有の効果とした。

[図表-3] 局面②~④におけるCDS価格の主成分係数

		2007/8 (局面②)			2008/3 (局面③)			2008/7 (局面④)		
		市場全体の水準	銀行特有の効果	優先劣後の差	市場全体の水準	銀行特有の効果	優先劣後の差	市場全体の水準	銀行特有の効果	優先劣後の差
優先	三井住友	0.40	0.07	-0.39	0.38	-0.29	0.31	0.38	0.20	0.41
	三菱東京	0.40	0.04	-0.40	0.38	-0.32	0.29	0.38	0.19	0.37
	みずほ	0.40	0.09	-0.45	0.38	-0.35	0.29	0.38	0.16	0.39
劣後	三井住友	0.39	-0.27	0.33	0.39	0.06	-0.38	0.38	0.06	-0.46
	三菱東京	0.39	-0.27	0.34	0.39	0.09	-0.42	0.38	0.11	-0.44
	みずほ	0.39	-0.27	0.33	0.39	0.06	-0.46	0.38	0.17	-0.36
インデックス		0.27	0.88	0.40	0.34	0.83	0.45	0.37	-0.92	0.09
寄与率		88.6%	10.0%	1.3%	94.3%	5.0%	0.7%	97.3%	1.0%	1.6%