

(年金運用)：近年激変したクレジットデリバティブ市場

20世紀の終わりに大きく成長したクレジットデリバティブ(CDS)市場は、近年発生した複数のイベントによって、大きく状況が変化している。プライシングや契約内容等にすら影響を及ぼす出来事について認識しておかなければ、変化の早い商品を活用することは難しい。

2010年を挟む数年間で、クレジットデリバティブ(CDS)市場は激変を経験した。2009年に行われたビッグ・バン及びスモール・バンと呼ばれるグローバルな標準的CDS取引慣行に対する二回の見直しと、リーマンショック以降の幾つかの金融資本市場での出来事によって、それまでの市場に対する認識が大きく変化している。本稿では、近年のCDS市場の変化に関して重要なポイントを解説しておきたい。

(1) CDS市場の流動性が著しく低下(2008年秋以降)

2000年代前半には、日本のクレジットデリバティブ市場は日中の出会いも多く、出来値を基にした的確なプレミアム水準の実勢値を把握することができた。社債市場よりも流動性が高いと評価された時代である。ところが、リーマンショックの発生によって、CDS市場の流動性は著しく低下している。2011年現在では、代表的なCDSの価格インデックスである Markit iTraxx Japan の直近シリーズを除いて、毎営業日中に観測される出会いは数銘柄あるかどうかという程度である。これは、社債の流通市場における出来値と同様の頻度でしかない。

CDS市場の流動性が激変した要因としては、①リーマンショック以前にCDSの流動性を提供する役割を担っていたシンセティックCDOが商品として利用されなくなったこと、②CDSの重要なカウンターパーティーであったAIGグループが公的資金の注入を受けCDS市場から撤退を余儀なくされたこと、③インベストメントバンクの多くが自己勘定取引部門を閉鎖したこと等を挙げることができる。

日本のCDS市場においては、Markit iTraxx Japan が50銘柄で構成されているため、特定銘柄(例：消費者金融業)の影響が大きくなっているとされている。2007年には、欧米の類似のインデックス並みに銘柄数を増やそうと、80銘柄を対象とするインデックスが開発され実用に供された。しかし、拡大された銘柄の流動性が低く実勢把握困難であったことから、結局、2008年に80銘柄のインデックスは公表が停止されている。このように、限られた一部の銘柄を除いて、CDSの流動性は決して高くない。

(2) クレジットイベントの認定(2010年)

従来から日本のCDS市場においては、クレジットイベント(CE)として、法的整理・支払不履行・リストラクチャリングの3つを用いる3CE契約が一般的である。2CE(リストラクチャリングを含まず、北米民間企業のCDSでは標準)である社債よりも範囲の広いことが、CDSのプレミアムが社債スプレッドより大きな要因の一つとして挙げられてきた(他には、デフォルト時の回収率の差やショートポジションの作り易さが指摘される)。ところが、外形的に判断できる法的整理及び支払不履行と異なり、リストラクチャリングの認定は容易でない。

実際に、アイフルの事業再生ADRをリストラチャリングと認定したことで、ようやく一つの指針が確立されている。従来からリストラチャリングの成立には、多くの市場関係者が知ることになることが必要とされてきた。アイフルの場合、手続申請の段階で債権者等は同社の債務状況や申請内容を知っていたにもかかわらずCEは成立しないとされたが、債権者集会が事業再生ADR手続を承認し結果の公表によって、ようやくCEの成立が認定されたのである。

また、このアイフルのCE認定過程でも見られたように、従来の慣行であった取引当事者によるCE認定の個別通知と異なり、ISDAに設置されたイベント等決定委員会(DC)による判断に従ってCEの発生が認定されるという手続が一般化したのも大きな変化の一つである。

(3) CE発生時の決済方法としてオークションの導入 (2009年以降)

1998年以降のCDS取引においては、一般的にCE発生時には現物(社債もしくは融資債権)を引渡すことを契約することとされていた。ところが、2009年に実施されたCDS取引の実務慣行見直しで、オークションによる現金決済が標準として導入され、CEがリストラチャリングの場合でもオークション決済を選択できるように見直されている。

日本においても、アイフルのCE認定を受けて初めてオークション決済が実施(2010年3月)されて以降、JAL(2010年4月)、武富士(2010年10月)と複数回のオークション決済が実施され、定着して来ている。現物決済を前提とした過去のCDSのプライシングとは異なるプレミアム評価が必要になって来ているのである。

なお、紙幅の関係で、(4)ソブリンCDSを含むネイキッドCDSのショート取引禁止の検討、(5)カウンターパーティーリスクの即時認識強化、(6)一部CDS商品での集中清算機関の活用義務化、については項目の指摘のみとするが、市場に与える影響は決して小さくない。

図表1: Markit iTraxx Japan 構成銘柄と最近の変化

Series15(2011/3~)の構成銘柄

アコム	イオン	全日空	ブリヂストン	キャン	JR東日本	富士通	阪急阪神HD
日立製作所	ホンダ	伊藤忠商事	日本たばこ	JFEスチール	鹿島建設	川崎重工業	近鉄
コマツ	丸紅	三菱商事	三菱地所	三菱重工業	三井物産	三井化学	三井不動産
商船三井	三井住友海上	みずほC銀	NEC	日本製紙G本社	新日鉄	日本郵船	日産自動車
野村證券	大林組	オリックス	プロミス	りそな銀行	シャープ	清水建設	ソニー
住友商事	三井住友銀行	住友不動産	大成建設	三菱東京UFJ銀	東京電力	東京海上日動	東急電鉄
東芝	トヨタ自動車						

Series13の異動				Series14の異動		Series15の異動	
出		入		出	入	出	入
アサヒビール	清水建設	阪急阪神HD	東京ガス	JR東海	キャン	積水ハウス	コマツ
旭硝子	高島屋	三井住友海上	東急電鉄	スズキ	三井化学	東レ	日本製紙G本社
川崎汽船	損保ジャパン	積水ハウス	東レ	東京ガス	清水建設		
日本製紙G本社		東京電力					

(出所) Markit社のリリースに基づきニッセイ基礎研究所で作成

(徳島 勝幸)