

2007年5月10日

我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ  
クレジット・デリバティブ市場の現状と  
本邦市場の今後の発展に向けた課題

ロバート・ピッケル  
Executive Director and CEO

森田 智子  
ISDA東京事務所長

**ISDA**<sup>®</sup>

International Swaps and Derivatives Association, Inc.

Copyright © 2006-7 International Swaps and Derivatives Association, Inc.

# 本日の議題

- クレジット・デリバティブの概要
- 欧米市場発展の背景と現状
- 本邦市場発展の問題点

# ISDAの概要

- グローバルな活動を行う10社の金融機関を中心に1985年に設立
- 2007年4月時点の会員数: 789社
- 事務所
  - ニューヨーク: 本部
  - ロンドン: 1996年設立
  - 東京／シンガポール: 2000年設立
  - ブリュッセル／ワシントンDC

# ISDAの役割

店頭デリバティブ市場の健全かつ効率的な発展に向けて  
様々な活動を行う:

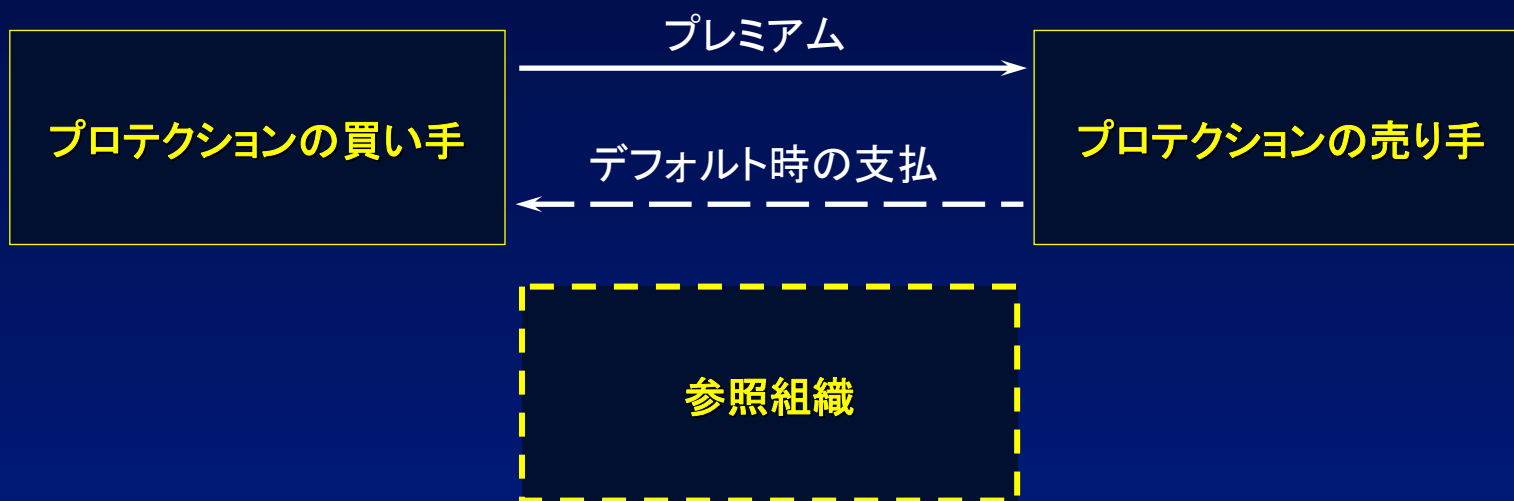
- ドキュメンテーションの作成: 効率的に取引の執行を行うための標準契約書を策定し、健全なリスクマネジメント慣行を推進する。
- 高水準な商慣行の育成
- ビジネスに対する国際的な理解を深める
- 会員を中心とした市場参加者に対する教育活動
- デリバティブを初めとした市場に関する問題点やその解決策、その他会員共通の話題について議論の場を提供する

# クレジット・デリバティブの概要

# クレジット・デリバティブとは？

- クレジット・デリバティブは相対で取引されるオフバランス上の契約であり、明示的に信用リスクを移転することができる
  - プロテクションの買い手は、クレジット・デリバティブによる保証を得る条件として、デフォルトした資産を保有している必要はない
  - プロテクションの買い手は、クレジット・デリバティブによる保証を得る条件として実損を被る必要はない
- 取引種類
  - クレジット・デフォルト・スワップ (CDS)
    - シングルネーム
    - ポートフォリオとインデックス
    - シンセティックCDO
  - トータル・リターン・スワップ
  - クレジット・スプレッド・オプション

# クレジット・デフォルト・スワップの仕組み



- プロテクションの買い手は、プレミアム(保証料)を支払い、参照組織がデフォルトした場合の保証を受ける。
  - 取引確認書には、参照組織、クレジットイベント(信用事由)、対象となる想定元本金額、プレミアム額等を明示
  - 参照組織にクレジットイベントが発生した場合、プロテクションの売り手は損失(ネット)に対する対価を支払う
- 一般的な取引の想定元本額は投資適格が対象の場合約10~20百万ドル

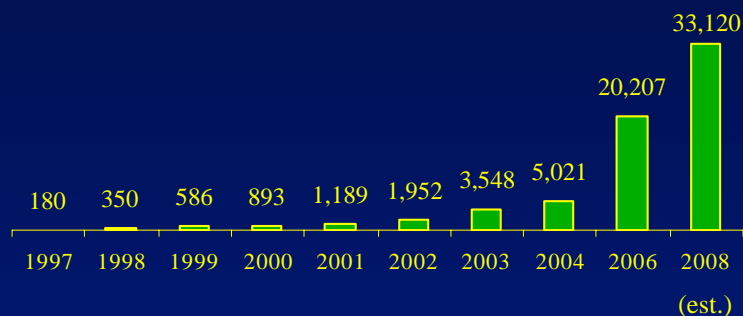
# CDSによるヘッジ効果とリスク

- プロテクションの買い手(ショート・クレジット)
  - 参照組織のエクスポージャーをバランスシートに残したままリスク移転することができる
    - 集中リスクを削減することが可能
    - 信用リスクから得られる収益機会も放棄することに
  - プロテクションの売り手のカウンターパーティ・リスク(新たに負うリスク)
    - 参照組織とプロテクションの売り手が同時にデフォルトするリスク
    - プロテクションの売り手のみデフォルトした場合、新たなプロテクションの購入が必要
- プロテクションの売り手(ロング・クレジット)
  - 対象となる参照組織のエクスポージャーを、実際に資産を取得することなくとることができる
  - カウンターパーティ・リスクにさらされる可能性 (i.e., プレミアムの未払いの場合)

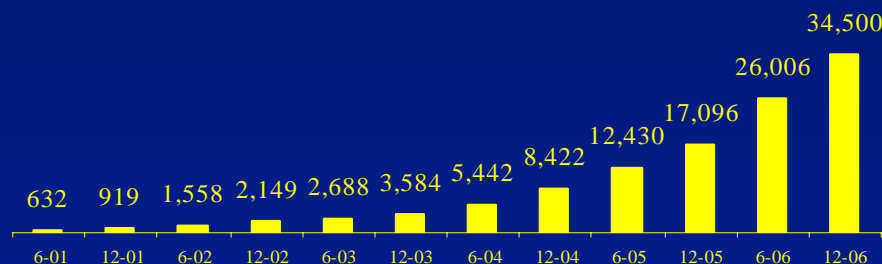


# クレジット・デリバティブ市場

## 全てのクレジット・デリバティブ (BBA)



## クレジット・デフォルト・スワップ (ISDA)



- 英国銀行協会 (BBA)公表のクレジット・デリバティブ・レポート 2006

- 2005年末時点での全てのクレジットデリバティブ取引の想定元本の残高は20兆ドル超
- シングルネームCDSは全市場の33%、インデックス／トランシェ取引は同38%、バスケット取引は同2%
- 最も一般的な年限は5年で、より長い年限(7年等)も増加している

- ISDA マーケット・サーベイ2006

- 2006年末時点のクレジット・デフォルト・スワップ取引の想定元本の残高は34.5兆ドル
- 調査対象はISDAプライマリーメンバーの90社(主要ディーラーは対象)

# 欧米市場発展の背景と現状

# CDS利用の動機

- **プロテクションの買い手(ショート・ポジション)**
  - ショート・ポジションを通して信用エクスポージャーのヘッジを行う(クレジット・デリバティブが取引される以前は可能ではなかった)
    - 信用集中リスクの削減
    - クレジット・ラインの確保
  - クレジットに対してネガティブな見通しを持っている場合の対応
    - クレジットをショートする(クレジット・デリバティブ以前は可能ではなかった)
    - プロテクションの価格上昇(対象クレジットの劣化)を見込んでプロテクションを購入する
- **プロテクションの売り手(ロング・ポジション)**
  - 信用リスクを追加することによってポートフォリオ分散を図る
  - クレジットに対してポジティブな見通しを持っている場合の対応(前述の反対)
  - ファンディングコストの削減(シンセティック・レンディング)
- **クレジット・デフォルト・スワップーその他のメリット**
  - 透明性: CDSによりクレジットの市場価格取得が可能
  - 柔軟性: CDSにより信用リスクをそれ以外のリスクと切り離すことができる

# CDSによる貸出のヘッジ

- 従前は、銀行は貸出を行ったらそのリスクを保有するという選択肢しかなかった。(Lend and Hold)
- 証券化市場やローンのセカンダリー市場の発達により、銀行は貸出を行い、その後売却することが可能になったが、一方で、伝統的なリレーションシップバンキングを行う銀行にとっては、取引先との関係に対する問題が存在した。(Lend and Sell)
- クレジット・デリバティブの発達により、銀行は貸出を行って、その後、取引先との関係を気にすることなくヘッジをすることが可能になった。**(Lend and Hedge)**

# 貸出とヘッジの相互作用

- 銀行の貸出の可否決定に影響を与えるヘッジ効果に関する二つの仮定
  - 銀行は、総額として、より多くの貸出を行うことができる
  - 銀行は、CDSによってリスクヘッジをすることが可能であることを既知の事実として、審査基準を下げるができる
- 経験則として、銀行は信用リスクをヘッジできるがゆえにより多くの貸出を行っている
  - より重要な顧客のクレジット・ラインを確保することができる
  - より多くの貸出は、より多くのデフォルトを意味するが、必ずしもより高いデフォルト率は意味しない

# 銀行はヘッジが可能という理由で貸出の審査基準を下げるのか？

- 一つの考え方としては、銀行はとったリスクを事後的に他者へ移転させることが可能であれば、信用リスクに対する厳格さは、リスク移転が不可能な場合に比べて低いと言える。
- 実際には、信用力審査・決定の過程ははるかに複雑である。
  - 貸出決定：一律の検討基準が適用される
  - ヘッジ決定にはさらに多くの分析過程が必要となる
    - カウンターパーティ・リスク
    - ヘッジ価格－ヘッジにはコストがかかる
    - 将来的に信用力が回復した場合の収益機会を放棄する
- 信用力審査の決定はより複雑化されており、正しい判断・決定を下すことが今まで以上に重要になってきている

# CDS市場 — 最近の動向

- オペレーションの問題
  - コンファメーション・バックログ
  - ノベーション
- 決済の問題
  - 現物決済から現金決済へ
- 市場参加者の多様化
  - ヘッジファンド
  - アセットマネージャー
  - 事業法人、個人？
- 上場クレジットデリバティブ

# 本邦市場発展の問題点



# 本邦市場発展における問題点

## • 市場的要因

- 市場のボラティリティ・流動性の低さ
  - クレジット・デリバティブの原資産となる社債・融資のセカンダリー市場が未発達
    - 国内投資家の戦略に偏り—”buy and hold”
    - 短期売買益や各種アービトラージを行うエンドユーザーが不在(例:ヘッジファンド)
  - ハイイールド銘柄を対象にしたクレジット市場が不在
- クレジット・スプレッドの低さ(←文化的要因)
  - 銀行はCDSを用いてヘッジすると逆ザヤになり、ヘッジインセンティブが働かない

# 本邦市場発展における問題点

## • 制度的要因

- ヘッジ対象資産(融資)とヘッジ手段(CDS)の会計のミスマッチ
  - ヘッジ対象である融資は取得原価、ヘッジ手段であるCDSは時価による評価となっているため、会計上のミスマッチが生じている
    - 損益認識に時差が生じ、金融機関全体としての経済価値が正しく財務諸表に反映されない
- 大口融資規制のメリットを享受できない

# 本邦市場発展における問題点

## • 文化的要因

- オーバーバンキングー伝統的貸出競争でクレジット・スプレッドが適正化しない(→市場的要因)
- リレーションシップバンキング重視という文化が比較的強く、貸出のスプレッドが拡大しない(→市場的要因)
- 銀行において、一般的に与信審査を重視する傾向にあり、一旦与信を行った先のリスクを個別にはずすという行為が行われにくい
- クレジットリスクを取引して収益を得るというビジネス感覚の欠如

# 本邦市場発展における問題点

## • 人材的要因

- クレジット市場に精通した人材(特にクオンツ、アナリスト、リスク管理)が限定的
  - 部署間の異動サイクルが早く、クレジット市場の専門家が育ちにくい。

## • その他

- インフラ整備
- 商品知識の欠如
- 契約書の複雑さ(英文による契約書)