日本における CDS 市場について

目　次

Ⅰ．はじめに
Ⅱ．CDS の商品特性
Ⅲ．CDS 市場の変化
Ⅳ．国内クレジット投資における CDS の活用
ｖ．終わりに

資産運用部　国内債券運用グループ　主任調査役　上田　洋二

Ⅰ．はじめに

日本のクレジット市場は、2008 年９月のリーマンショックから半年後の 2009 年３月まで混乱し、社債スプレッドは大幅に拡大したが、約１年で落ち着きを取り戻し、その後足下までスプレッドは緩やかなタイトニング局面にある。また、2010 年 10 月に打ち出された日銀の包括的な金融緩和策において、社債買い入れオペが打ち出された影響が大きく、足下では短期ゾーンを中心に社債スプレッドは歴史的にみてタイトな水準にある。

国内クレジット投資において、現物社債への投資はスプレッドの厚みが乏しく運用難の状況にある一方、CDS のスプレッドは現物社債に比べワイドな水準にあり、相対的なスプレッド妙味という意味で、投資価値が残されていると考えられる。

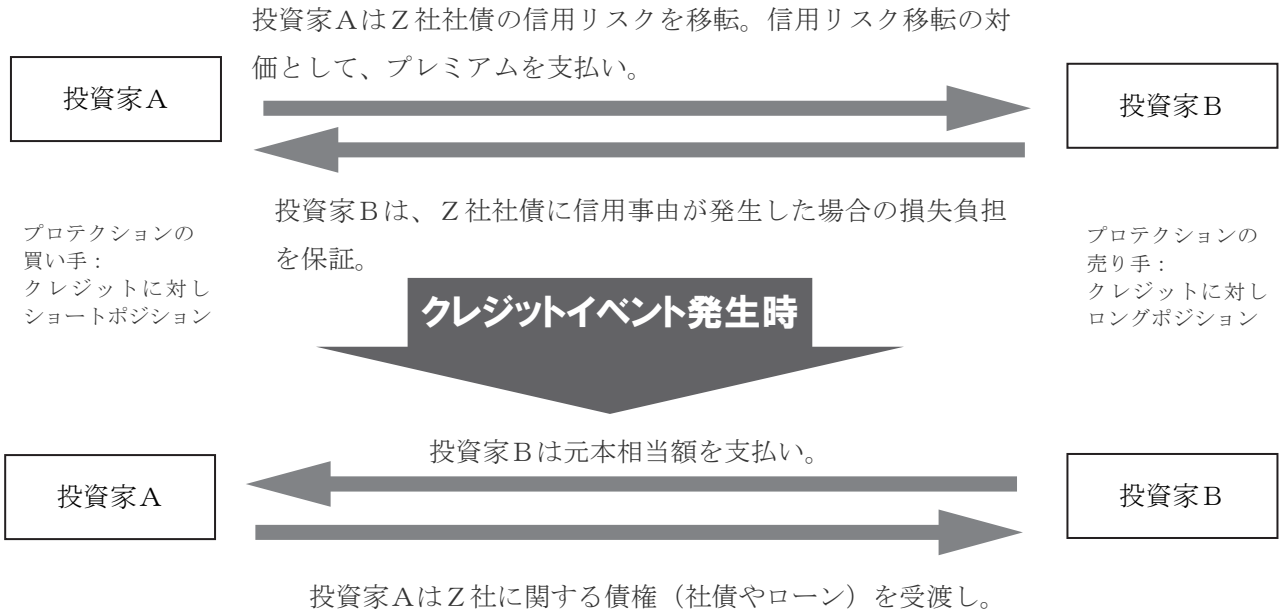
そこで、本稿では、リーマンショック後の CDS 市場を取り巻く環境変化について確認するとともに、国内クレジット投資における CDS 活用の可能性についてみていく。

Ⅱ．CDS の商品特性

１．CDS とは

そもそも CDS とはどういう商品なのかをはじめにみてみたい。信用リスクを移転する取引の一種であるクレジット・デリバティブの代表的な商品が CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)である。債権者が債権を持ち続けながら信用リスクのみを回避する手段としては、担保の設定、第三者による保証、金融保険、クレジット・デリバティブなどがあるが、このなかでも CDS は、流動性が高く利便性の高いヘッジ手段となっている。経済効果からみると保証に近い取引であり、保証人に相当するのが、プロテクション(保証)の「売り手」で、保証を受ける側がプロテクションの「買い手」である。プロテクションの買い手は売り手にプレミアムを払うことで、対象となる「参照組織」の債務の元本の保証を得る。破産や支払不履行などの「クレジットイベント」が発生した場合に、CDS における保証支払が受けられる(図表１を参照)。

図表１：CDS 取引の仕組み



（出所）三菱 UFJ 信託銀行作成

また、CDS 取引は、店頭デリバティブの一種であり、取引当事者は相対で条件を交渉し、取引を締結する。CDS の契約書は、ISDA(国際スワップ・デリバティブ協会)のマスター契約や ISDA の用語定義集などに準拠して作成されることが一般的である。

２．取引目的

CDS の利用目的としては、大きく３つに分かれる。ヘッジ目的、投資目的、トレーディング目的である。ヘッジ目的で活用するのは、銀行が融資債務者の信用リスクをヘッジする場合や、社債投資家が発行体の信用リスクをヘッジする場合である。一方、投資目的は、信用リスクをとってリターンを得るものであり、CDS に加え、クレジット・リンク債への投資という形をとることもある。トレーディング目的は、信用リスクのトレーディングやアービトラージ(裁定取引)[1]を目的とするものである。

３．市場参加者

日本における市場参加者は、国内機関投資家が主要なプロテクションの売り手(クレジットに強気のポジション)である。国内機関投資家には、銀行、保険、年金、事業法人など様々な主体がいるが、社債や融資と比べて相対的に高い利回りが魅力となっている。ベンチマークを上回る高いリターンを求められるファンドマネージャーにとって、相対的価値を見出せる

[1] 市場にできる価格差を利用して利益を獲得しようとする取引のことで、同一の性格を持つ２つの商品の間で、割安な方を買い、割高な方を売ることにより、理論上リスクなしで収益を確定させるもの。

投資機会であるほか、企業に資金調達の実需がないなかで、取引を組成できることなどが投資対象として魅力的となっている。

一方、プロテクションの買い手(クレジットに弱気のポジション)は、海外のヘッジファンドが中心となっている。主に、アービトラージ(裁定取引)を行うヘッジファンドは、信用リスク・ヘッジの目的でプロテクションの買い手となる。以前は、転換社債の信用リスク・ヘッジを目的とした取引が多かったが、最近では、同じ業種に属する内外の事業会社のスプレッド格差に着目したペアトレード[2]などが多くなっている。

４．CDS 投資を行う上でのリスク

CDS を投資目的で行う際のリスクとしては、主に、信用リスク、カウンターパーティリスク、流動性リスクの３つがある。

信用リスクとしては、現物社債投資と CDS 取引で、債券のデフォルト事由が異なる点がある。現物投資においては、当該債券の元利金支払いの停止がデフォルト事由となるが、CDS 契約においては、CDS 参照企業が債務免除を受ける等、債務の再構築（リストラクチャリング)が行われた場合でもデフォルト事由に該当し、これにより損失が発生する可能性がある。

カウンターパーティリスクは、CDS 契約において取引の相手方の過誤や倒産等の理由から、取引が執行されず、これにより損失が発生するリスクを意味する。カウンターパーティリスクの抑制策として、CDS の主契約にあわせ、付随契約として担保契約（CSA）を結ぶことが一般的となっている。CSA を締結する二投資家は、対象となるすべての取引の時価を定期的に算出し、その合算値がマイナスの投資家はプラスの投資家に担保物を提供する。取引相手がいつ債務不履行となっても含み益に相当する担保が確保されることとなる。ただし、CSA を締結しても、カウンターパーティリスクは完全にはなくならない。担保を受け取るまでに取引相手が破綻する場合や、取引相手の破綻後、担保を現金化するまでの間に担保物の市場価値が下落する場合のように、時間差から生じるリスクが残る可能性がある。

最後に、流動性リスクは、市場の流動性が低下している場合等、有利なタイミング・価格での取引の開始や、清算ができないことにより、損失が発生する可能性であり、これは現物社債投資においても同様のことがいえるが、国内の CDS 市場については現物社債に比べ、市場の流動性が劣る局面が多い。

[2] 連動性の高い２つの銘柄の売りと買いを組み合わせた両建てポジションを取り、２銘柄間の拡大した格差（スプレッド）の縮小を狙うことで利益を得るもの。

Ⅲ．CDS 市場の変化

CDS 取引は、1990 年代後半から本格的に始まったと思われる。この頃は、日本の金融機関の経営問題が表面化し、多くの銀行にとって最低自己資本比率の達成が迫られる状況となり、リスク資産の削減に CDS が活用されるようになった。その際のリスクの受け手は、主に外資系金融機関であり、自らリスクを引き受けたり、内外の機関投資家に転売したりした。銀行による信用リスク・ヘッジのための CDS は、リスク削減が主目的で、コスト削減の観点からスプレッドの小さい高格付の銘柄が中心だったとみられる。しかし、その後、銀行への公的資本の注入などが断続的に行われた結果、リスク資産圧縮のインセンティブは減少し、自己資本比率向上のための取引は減少した。

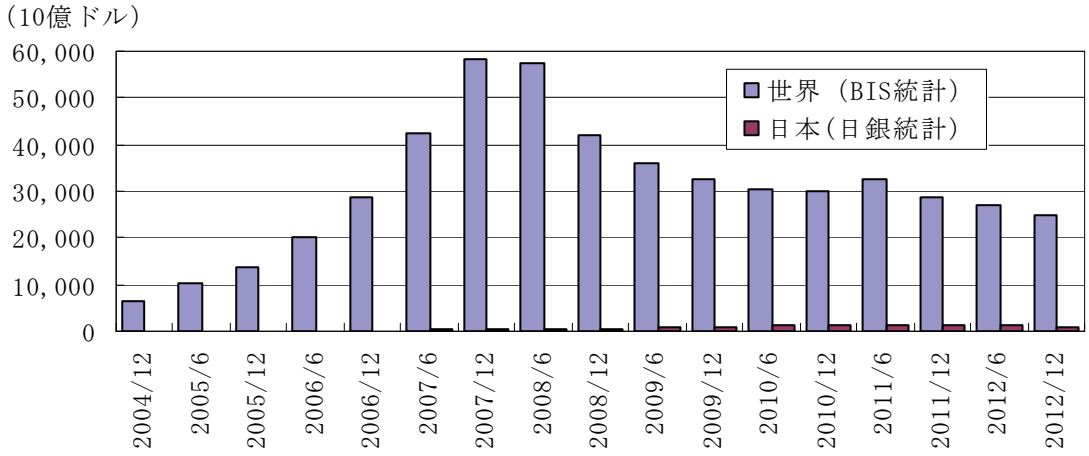
2001 年以降は、小売業の破綻に伴う社債のデフォルト事例がみられ、海外投資家の日本を見る目が厳しくなり、海外勢が金融機関の銘柄などに積極的にプロテクションの買いのポジションを作った。その後 2003 年半ばに大手行に公的資金が注入され国からの明確なサポートの方向性が示されたことから、2004 年以降は日本企業全般についてクレジットリスクをとる動きが広がり、リーマンショック発生の 2008 年まで市場規模が拡大した。

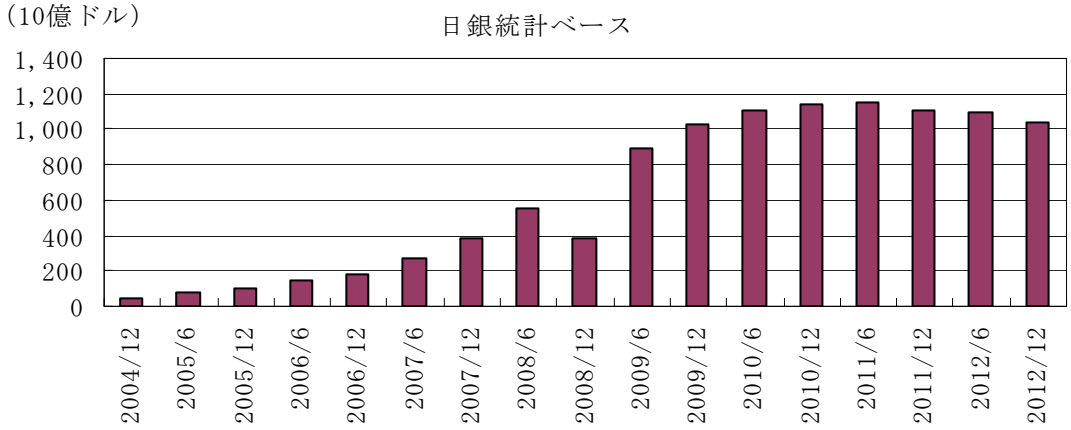
１．市場規模

CDS の市場規模について、BIS(国際決済銀行)の報告書からみてみると、2012 年末の想定元本ベースで、約 25 兆ドルとなっている(図表２を参照)。過去からの推移でみると、2005 年からリーマンショック前の 2007 年末までに急速に拡大している。これは、ローンや債券などの原債権を保有することなく、CDS によりクレジットリスクを売買してリターンを得ようとする取引が拡大したことが背景にある。リーマンショックを受けて１年後の 2009 年にかけて急減し、その後は横ばい圏にある。一方、日本市場については、日銀の調査[3]によると、約１兆ドルと、リーマンショックを挟んで市場は拡大基調にあったが、足下数年間は BIS 統計の世界市場のトレンドと同様に横ばい圏にある。また、日本の市場規模は、世界市場と比べると、１割未満であり、経済規模から考えると決して大きくないことが分かる。

[3] 調査対象先は、銀行、証券会社など 17 先。本邦主要ディーラーの内外支店や現地法人等を含む連結ベースのため、統計対象会社同士による海外企業を参照する取引が含まれる一方、海外の参加者同士による日本企業を参照する取引は含まれない。

図表２：CDS の市場規模





（出所）BIS 統計及び日銀統計より三菱 UFJ 信託銀行作成

CDS の市場規模の統計をみる上で注意すべき点は、想定元本金額は、グロス金額であり、投資家の反対売買などにより取引されたものが二重計上されている場合があることである。プロテクションの売りのポジションを持っている投資家が当初取引の投資家と異なる先と反対売買した場合は、両建てでカウントされることとなる。このため、ネットの元本金額で市場規模をみる必要がある。2009 年以降、固定クーポン制度の導入など CDS の標準化が進み、既存ポジションの解消が容易となり、過去においては二重計上されていたポジションが消滅している影響があるため、2009 年にかけての想定元本ベースの減少には、その影響が一部あったとみられる。

２．取引方法の見直し

CDS 市場においては、CDS の標準化や市場の透明性・流動性の向上といったことを目的に、2009 年に通称、「Big Bang」、「Small Bang」と呼ばれる用語定義集の改正が行われた。主要な改正点としては、オークション決済の標準整備と決定委員会（Credit Derivatives Determinations Committee ：DC）の導入がある。従来、クレジットイベントの認定は、CDS の当事者間で個別に行われていたが、DC のもとで業界横断的にクレジットイベントが認定されることとなったほか、オークション形式による決済方式が標準化されたことで、市場参加者の入札で決定された価格が CDS の決済の基準として統一的に用いられることとなった。CDS におけるクレジットイベントの認定から決済まで市場参加者間で統一されることとなったことは取引の透明性確保という観点で大きな変革といえる。

さらに、市場慣行の変化では、固定クーポン制度の導入がある。同制度は、CDS プレミアムを予め定めた何通りかに固定化した上で、当該固定プレミアムと実勢プレミアムとの差については、契約締結時(アップフロント)の支払で調整してしまうというものである。日本企業を対象とした CDS の固定プレミアムは、0.25%、１%、５%の３通りとなっている。

３．CDS 清算機関の整備

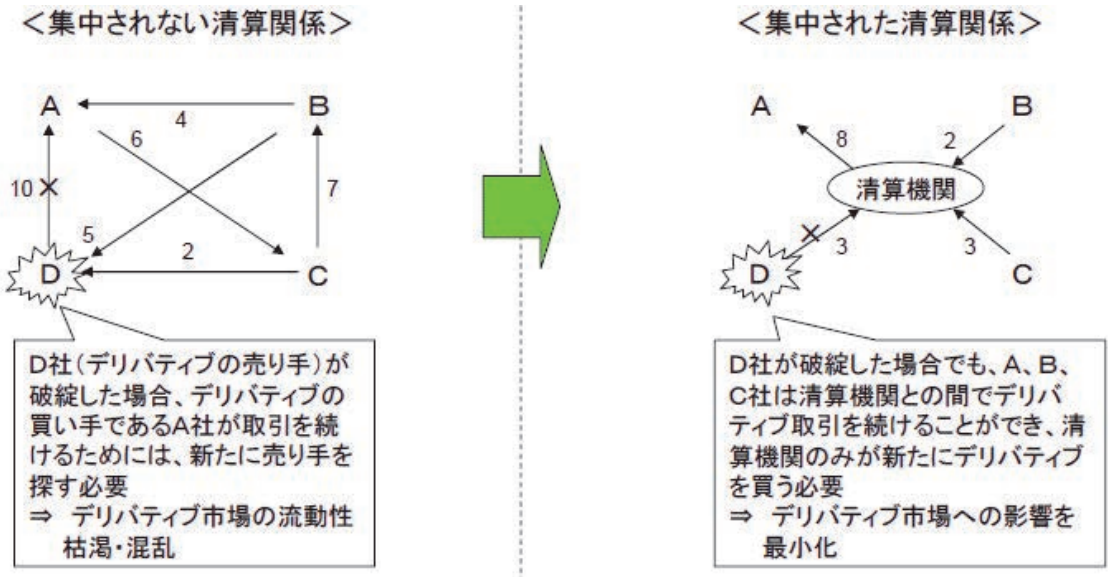
米国において、2008 年３月に大手 CDS 取引ディーラーが経営危機に陥ったことで、CDS 取引に係るカウンターパーティ・リスクが高まった。また、同年９月には、リーマンショックにより破たん危機にある金融機関と多額の取引を持つ大手ディーラーの連鎖破たんというシステミック・リスクが顕在化しかねない状況となった。こうしたなか、2009 年９月の G20 ピッツバーグ･サミットの首脳声明において､店頭デリバティブ市場の改善が打ち出された。具体的には、「遅くとも 2012 年末までに、標準化されたすべての店頭デリバティブ契約は、適当な場合には、取引所又は電子取引基盤を通じて取引され、中央清算機関を通じて決済されるべき、店頭デリバティブ契約は、取引情報蓄積機関に報告されるべき」とされた。これは、デリバティブ市場の透明性を改善し、システミック・リスクを緩和することが目的である。

相対の店頭デリバティブ取引においては、取引相手方の破綻は、市場全体へのリスクの波及を招くおそれがある。対応策として、一定の店頭デリバティブ取引等について清算機関の利用を義務付けることにより、①各取引者の債権債務額(リスク量)を、相殺により縮減、②取引相手方の破綻による市場全体へのリスク波及を防止することができる。

CDS 取引に限ってみると、日本の金融当局の対応は、清算要件が我が国での企業の破綻要件と密接に関連している取引等とされ、CDS のプレミアムのインデックスである iTraxx Japan[4]の取引のみが当面該当するとされ、国内清算機関に清算を集中することとされた(図表３を参照)。

[4] 原則として日系企業の投資適格銘柄で構成され、流動性の高い 50 銘柄の CDS で構成されている。

図表３：清算機関利用に伴う清算集中のイメージ

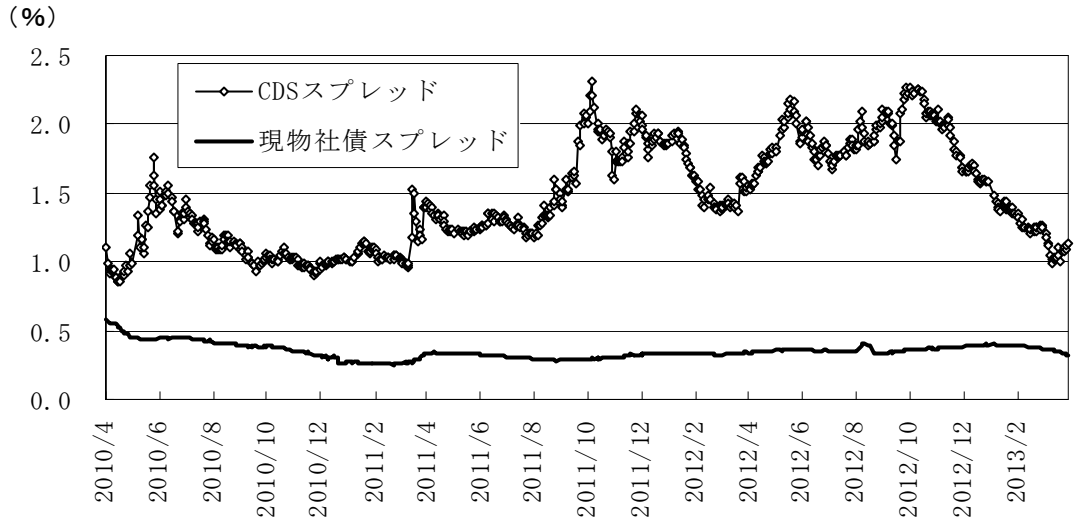


（出所）金融庁資料より三菱 UFJ 信託銀行作成

Ⅳ．国内クレジット投資における CDS の活用

これまでみてきたように、リーマンショック後に CDS の標準化が進み、投資家にとっては以前に比べ使い勝手の良いものとなってきた。本章では、クレジット運用の一つの投資手段としてみた場合の CDS 活用の可能性についてみてみたい。

図表４：現物社債スプレッドと CDS スプレッドの推移



（出所）QUICK より三菱 UFJ 信託銀行作成

１．現物社債投資と CDS 投資の比較

日本の CDS の代表的なインデックスである iTaxx Japan を用いて、2010 年度以降の CDS スプレッド（プロテクションに対して支払われるプレミアム、年限５年、以下同じ）の推移について、現物社債スプレッド（R&I 格付、残存４～５年、A 格（電気・ガスセクターを除く））と比較してみる。図表４のように、CDS スプレッドが現物社債スプレッドを上回る状態が続いていること、期を通じて CDS スプレッドの変動性が高いことが分かる。

現物社債投資と CDS 投資の違いは、図表５のように様々あるが、CDS スプレッドが現物社債スプレッドを上回る要因としては、デフォルトの定義の違いのほか、CDS についてはショートポジションが可能なことや市場参加者の違いなどが考えられる。

図表５：現物社債投資と CDS 投資の比較（日本市場）

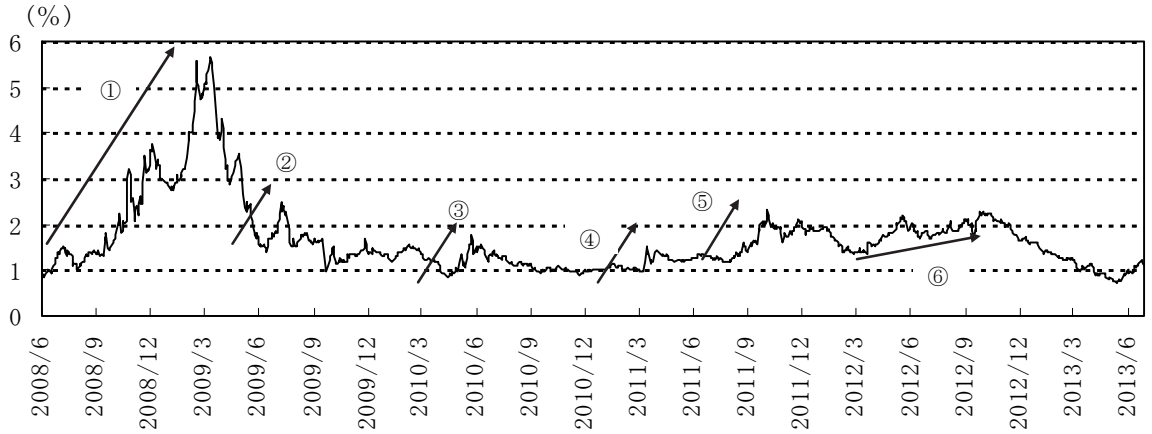
	現物社債投資	CDS投資	CDS市場の特性
デフォルトの定義	破産、支払不履行	破産、支払不履行、リストラクチャリング	社債のデフォルトの前に、リストラクチャリング（債務の条件変更）により、CDSのデフォルトが成立する可能性がある
ポジション	ロングのみ	ロング及びショート	ヘッジや、ショート戦略による利益獲得のニーズによりスプレッドがワイド化し易い
市場参加者	国内投資家が大半	海外投資家の影響大	キャピタル収益狙いの投資家が多い
使い勝手	契約必要なし	ISDA契約が必要	CDS取引の標準化が進み、CDSの使い勝手は改善方向にある
スプレッド変動性	相対的に小さい	相対的に大きい	市場参加者の裾野が広くなれば、変動性が小さくなるとみられる

（出所）三菱 UFJ 信託銀行作成

２．リーマンショック後の CDS スプレッドの推移

リーマンショックのあった 2008 年度以降については、スプレッドが拡大した局面は６回ある。図表６に示された各局面ついて拡大した要因及びその背景について振りかえってみたい。

図表６：CDS スプレッドの推移



（出所）QUICK より三菱 UFJ 信託銀行作成

①リーマンショック

世界的な信用収縮が発生したことから、スプレッド拡大幅は約５％と、かつてない規模となった。特にスプレッド拡大幅が大きかった業種は、レバレッジを効かせる消費者金融などが中心であり、金融危機発生時の影響は甚大であることを再認識する形となった。

②消費者金融セクターを中心とした経営問題

業績悪化が続き、資金繰り懸念がみられる消費者金融セクター主導で、指数のスプレッドは拡大した。

③ギリシャを中心とした欧州債務問題

ギリシャの格下げなど債務問題が表面化したことで､世界的にリスク回避の動きが強まった。

④東日本大震災

東日本大震災発生に伴い、原発リスクへの警戒感が高まり、市場参加者のセンチメントが大幅に悪化し、流動性が乏しいなかスプレッドが拡大する状況となった。

⑤欧米諸国の債務問題の再燃

米国政府の格下げや欧州債務問題の再燃などにより、スプレッドが拡大。

⑥電機セクターを中心とした業績不振

社債を発行している半導体メーカーの経営破綻を契機に、電機セクターを中心に、業績不振の目立つ銘柄を中心にスプレッドが拡大。

スプレッド拡大局面に共通しているのは、内外のイベントが発生すると、スプレッドは短期間で大幅に拡大することである。また、リーマンショック時を除くと、スプレッド水準は一定のレンジ内で推移し、スプレッド拡大は一定期間後に縮小に転じ時間の経過とともに収束していることである｡なお､2012年度の電機セクターを中心とした業績不振によるスプレッド拡大は比較的長い期間続いたが、これは、製造業の現物社債のデフォルトや大手電機メーカーの経営不振などを背景に、日本企業の競争力低下をテーマにした海外ヘッジファンドのプロテクションの買いが活発化したことが要因とみられる。

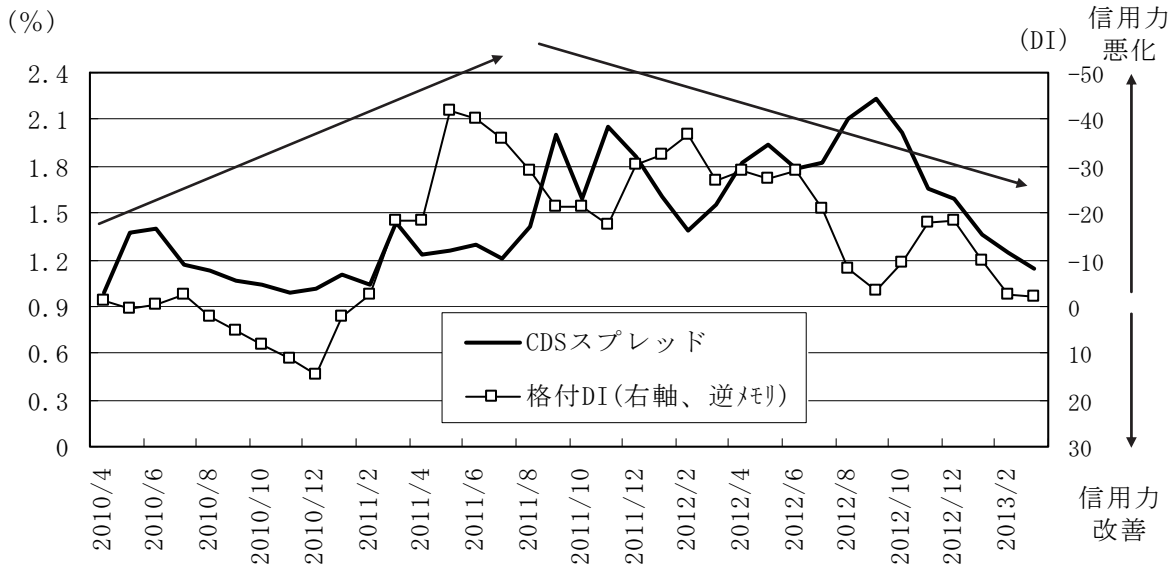
３．CDS スプレッドの変動要因

日本の CDS 市場のスプレッド変動について、信用力の方向性、株価動向、海外 CDS 指数といった変動要因との関係についてみてみる。

図表７は､CDSスプレッドと格付の方向性の推移を比較したものである｡格付の方向性は、格付機関４社のポジティブアクション(格上げなど)からネガティブアクション(格下げなど)を差し引いて算出した格付 DI を用いている。リーマンショック後の 2010 年度から 2012 年

度について比較すると、2010 年度から 2011 年度半ばにかけての格付 DI の低下及び CDS スプレッドの拡大､2011 年度半ばから 2012 年度末にかけての格付 DI の改善及び CDS スプレッドの縮小となっており、１年から１年半という期間のトレンドでは、相応に相関性がある。

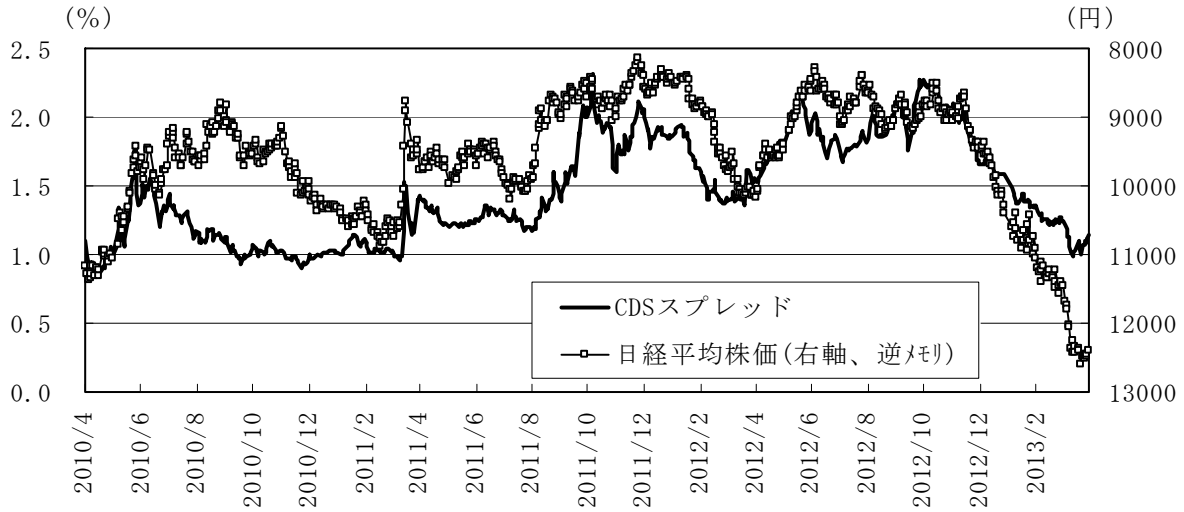
図表７：信用力の方向性との関係



（出所）QUICK より三菱 UFJ 信託銀行作成

次に、図表８は、日本の CDS スプレッドと株価との推移を比較したものであるが、期を通じて、相関性は相応に高いことが分かる。将来の企業の資産価値に対する期待が高まれば（低下すれば）、株価が上昇(下落)し、信用リスクが低下(上昇)するとの関係性に起因した動きと考えられる。日本の株式市場及び CDS 市場において海外投資家の存在感が大きく、株価のボラティリティが高まる局面で、海外投資家は CDS 市場において積極的にポジションをとっているとみられる。

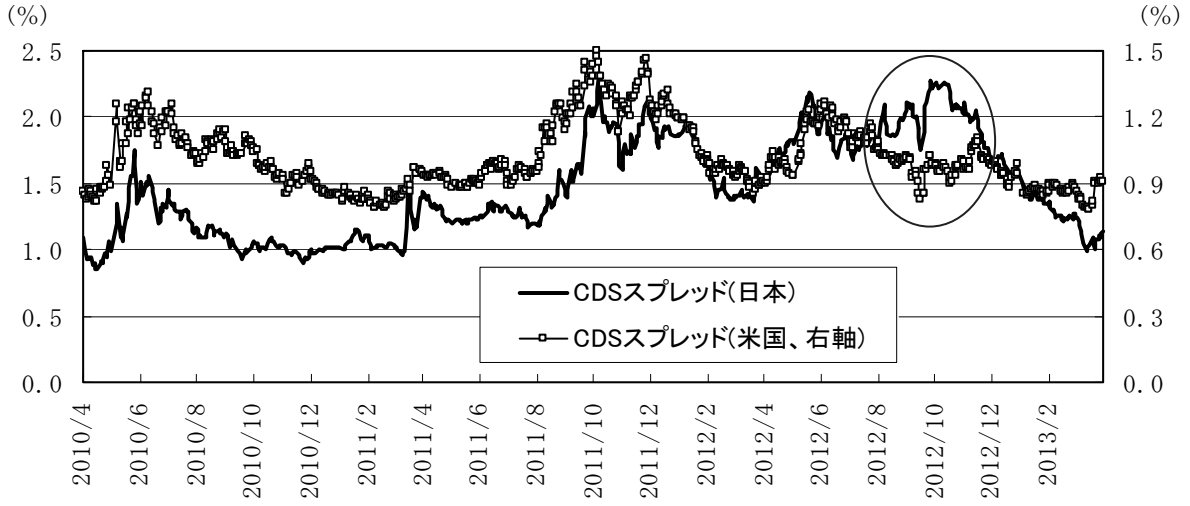
図表８：株価指数との関係



（出所）QUICK より三菱 UFJ 信託銀行作成

最後に、図表９は、日本の CDS スプレッドと米国の CDS スプレッド（CDS インデックス、北米の投資適格 150 銘柄）との推移を比較したものである。期を通じて、相関性は相応に高い。ただし、2012 年度については、日本の電機セクターの業績不振をテーマに海外投資家のプロテクションの売りが活発化した局面では、相関性が低下していた。

図表９：米国 CDS 指数との関係



（出所）QUICK、BLOOMBER より三菱 UFJ 信託銀行作成

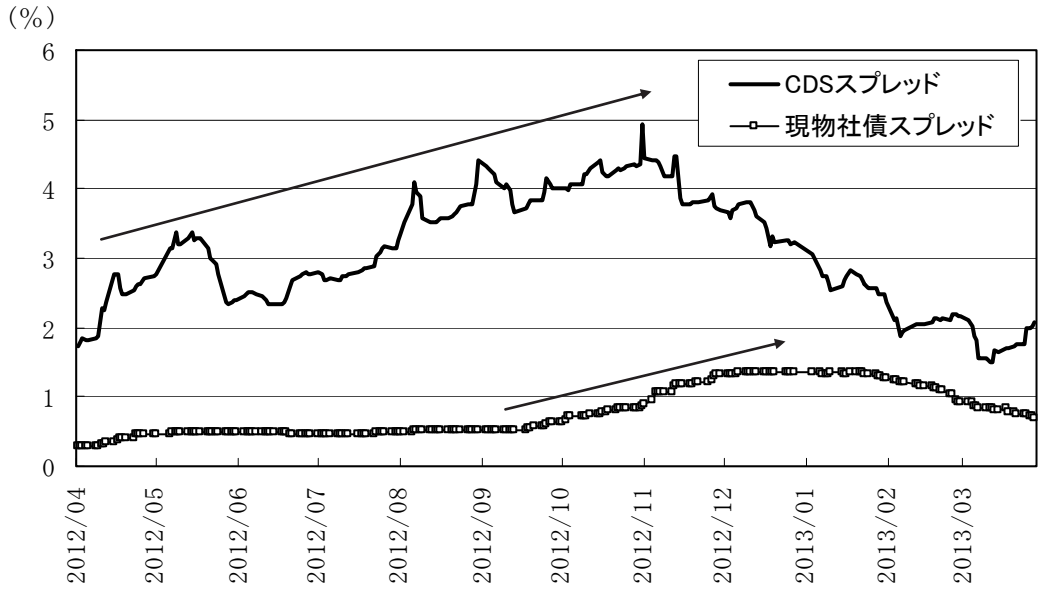
以上のように、日本の CDS 市場は、信用力の方向性のほか、株価指数や海外 CDS 指数との相関性が高くなっている。海外投資家の存在感が大きいなか、他市場の変動と合わせポジションを構築している影響があるとみられる。

４．個別銘柄の信用力とスプレッド変化

日本の CDS 市場において個別銘柄のスプレッドが信用力との関係でどのように推移しているかを、特徴的な動きのみられた 2012 年度の事例について、現物社債スプレッドとの比較で確認する。

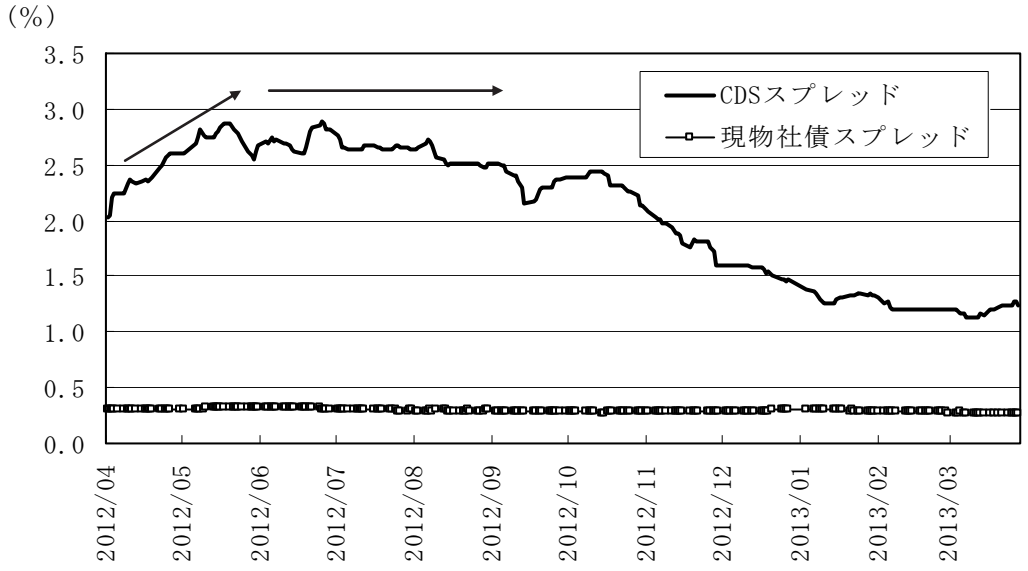
図表 10 の銘柄は、2012 年度初の時点で 2011 年度決算が赤字となり業績悪化の長期化が懸念されたことから、2012 年度前半に CDS 市場において海外投資家を中心にプロテクションの買いがみられ、スプレッドが拡大した銘柄である。スプレッドの反応は、CDS 市場が先行し、その後現物社債のスプレッドが拡大する展開となった。この傾向は、業績が悪化した鉄鋼セクターの銘柄などについてもみられた。

図表 10：業績悪化銘柄（電機セクターA 社）のスプレッド推移



（出所）QUICK より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 11：業績安定銘柄（商社セクターB 社）のスプレッド推移



（出所）QUICK より三菱 UFJ 信託銀行作成

一方、図表 11 の銘柄は、2012 年度初の時点で、2011 年度決算は堅調であり、業績懸念がみられないなかで、2012 年度初めに CDS 市場においてスプレッドが拡大した銘柄である。スプレッドの反応は、CDS のみの拡大にとどまり、現物社債のスプレッドは大きく動かなかった。この傾向は、業績が安定していた自動車セクターの銘柄などについてもみられた。このような銘柄の CDS スプレッドの拡大は、日本企業全体の競争力低下などをテーマに、海外

投資家が主導する形で拡大した CDS 市場全体のスプレッドに連れた形だが、信用力の面で大きな変化があったわけではない。信用力面で問題なく、現物社債スプレッドに変化がなく、CDS スプレッドのみ拡大した場合は、プロテクションの売りの投資機会として考え易いといえる。

５．CDS 投資を行う上でのリスク認識と対応策

日本市場において CDS 投資を行う上での主な注意点としては、価格変動リスクが挙げられる。価格変動リスクについては、日本の場合、市場参加者に偏りがみられ、主には海外のイベント発生時に、価格変動が大きくなる傾向がある。市場参加者のうち、プロテクションの買い手は、海外のヘッジファンドが中心であるため、イベントに大きく反応し、流動性に厚みのない日本市場ではスプレッド拡大が続き易い。

このようなリスクが存在するが、投資手法の面で工夫することで、クレジット投資として CDS の活用は有用と考える。投資手法の一つとしては、個別銘柄の選択である。前述したように、業績が安定している銘柄について、CDS 指数の拡大に連れる形で一時的に CDS スプレッドが拡大する局面に、プロテクションの売り(クレジットロング)の投資機会を見出すことができる。また、価格変動リスクの抑制を考慮するなら、投資年限を取引の中心である５年より短く比較的流動性の高い３年に抑制するなどの対応が考えられる。

Ⅴ．おわりに

リーマンショック後の日本の CDS スプレッドは、現物社債スプレッドに比べ厚みがあり、クレジット投資にとって、CDS 投資は有効な手段の一つといえる。実際に、国内債券アクティブファンドの 2012 年度運用パフォーマンスでは、年度前半のスプレッド拡大局面で CDS のプロテクションの売り(クレジットロング)ポジションを取ったファンドにおいて、年度後半のスプレッド縮小により超過収益を獲得した。しかし、日本の CDS 市場は、市場参加者に偏りがあり、イベント発生時に価格変動が大きくなることなどの課題があり、積極的にリスクテイクを行う国内の投資家は少ない。一方で、CDS 清算機関の設置など、市場の安全性・透明性の確保に向けた整備も進められてきた。今後も、CDS 清算機関において、現状の指標取引のみから、シングルネーム(個別銘柄)に対象を広げるなど、投資家の使い勝手の良いスキームへの見直しの施策がとられることにより、国内機関投資家を中心に、厚めのスプレッドを享受できる CDS への投資拡大が期待される。

【参考文献】

河合祐子、糸田真吾「クレジット・デリバティブのすべて」
木野勇人、糸田真吾「ビックバン後のクレジット・デリバティブ」
日野光紀、岩松正嗣「国内社債市場と流動性リスク」 三菱 UFJ 信託銀行 視点 2008 年５月号
能瀬憲二「リーマンショック後の国内社債市場」 三菱 UFJ 信託銀行 視点 2011 年 10 月号

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱ＵＦＪ信託銀行株式会社　受託財産企画部
東京都千代田区丸の内１丁目４番５号　Tel.03-3212-1211（代表）