

## 金融システム不安時クレジット・スプレッドの決定要因と アブノーマル・リターンに対する政策的インプリケーション

三菱信託銀行 近藤 順茂

1997年以降我が国市場が見舞われた金融システム不安における、いわゆるデッド・プロダクト（クレジット市場）のプライシングについての、その極端に激しい動きの背景にあった決定要因を実証的に調べるのがここでの第一の目的である。まず邦銀による短期資金調達におけるジャパン・プレミアムの決定要因につき述べる。次に社債や銀行貸出におけるクレジット・スプレッドの動きを増幅して表わしていたデフォルト・スワップのプレミアムにつき述べ、両者に共通して市場シナリオ的要因が価格決定に用いられていたことを、実証分析の結果から示すこととする。

クレジット・スプレッドの上昇は我が国金融システムが危機に瀕していたから当然の結果であったとの受け止め方が多い。しかしそうした単純な考え方で済ませるのは片手落ちではないだろうか。市場において何をシナリオの材料として価格の合意が形成がされていくかのダイナミクスを考える必要がある。ここでは我が国金融システム不安がそうした市場シナリオの材料として使われ、需給関係の構図において投資家(リスク・テイク)サイドが一方向に振れることにより、アブノーマル・リターンといっても過言でないクレジット・スプレッドの拡大が現出したといえる。結果として金融不安を材料として邦銀から欧米系投資家銀行への所得移転が行われるという悲惨な状況となった。

最後にこうした極端に激しい値動きを許容せざるを得なかった、我が国デッド市場に欠如していたと思われる必須機能のいくつかを指摘し、市場参加者の金融グローバル化をふまえたうえでの今後への政策的インプリケーションを述べる。