

クレジット・デリバティブ等を活用した金融機関の信用リスク管理高度化

広島大学 樋渡淳二

< 報告要旨 >

信用リスクの移転手段は、決して目新しいものではないが、1990年代に入り、海外では、デリバティブ技術の発達を背景に、信用リスク移転の新商品が開発された。その代表例のクレジット・デリバティブは、ローン・トレーディングとは異なり、取引先との関係を維持しつつリスクのみを第三者に移転できるといった点で特記に値する。しかし日本では、97年金融危機を契機に、クレジット・デリバティブ市場が急拡大しているものの、その市場規模は貸出市場の0.4%に過ぎず、全世界市場(6.6%)に比べ雲泥の差がある。また、日本の金融機関は、不良債権処理に引続き追われており、リスクに見合った貸出利鞘を確保する仕組みが整備されていないため、リスクを第三者にうまく移転できる環境にはない。

上記問題の解決策として、リスクに見合った貸出利鞘が確保できるように、貸出金利を適正な水準に引上げること、リスク管理を強化して信用コストを適正な水準に引下げることが重要である。その際、クレジット・デリバティブ等の活用は、適正な価格形成や信用リスク削減を通じて、信用リスク管理の高度化等に役立つものと思われる。

具体的には、信用コスト(不良債権の償却・引当額)は、「融資先の破綻率」(中間管理適否の指標)、「大口与信倍率」(ポートフォリオ管理適否の指標)、「アンカバー率」(担保・保証管理適否の指標)の3つに要因分解できる。本報告では、著者らが金融実務を踏まえ独自に考案した「要因分解式」を活用し、バブルの教訓を活かす形で、信用コスト全体を適切にコントロールする方法を提案したい。すなわち、「融資先の破綻率」は、クレジット・デリバティブ等市場価格のモニターにより管理する、「大口与信倍率」は、債権流動化や追貸し防止等により管理する、「アンカバー率」は、クレジット・デリバティブの活用等により管理する、といった方法である。

日本では、円金利のデリバティブ取引がスタートしたのは、わずかこの10年程度のことである。それにも拘らず、金利スワップ取引の発達により、現物・先物市場間に裁定が働くようになるなど、市場リスクのデリバティブ商品は、金融機関のリスク管理高度化に大きな貢献を果たしていると言われている。クレジット・デリバティブも同様の可能性がある。金融機関のリスクに見合った貸出利鞘の改善が進み、リスクに見合ったリターンが投資家に移転される土壌が整えば、日本でも、金融機関がクレジット・デリバティブをリスク管理高度化に有効活用できる。これにより、日本の金融機関が金融仲介機能を果たし、ひいては、日本経済・金融の再構築につながっていくことが期待される。

< 討論者からのコメント >

駒澤大学 代田純

クレジット・デリバティブの理論的なメリットは理解できるが、現実には日本の同市場では規模縮小が発生している。これは日本では格付けから想定されるほどデフォルトが発生しないため、市場として成立せず、海外系ファンドが撤退しているためと言われる。

クレジット・デリバティブが従来型の土地担保依存の是正につながる、との指摘があった。確かに近年、担保別の貸出動向を見ると、有担保、特に不動産担保が減り、無担保が増加している。しかしこれはクレジット・デリバティブとは別の要因であろう。

クレジット・デリバティブが信用コスト低下をもたらすにせよ、利鞘改善は必要とされた。邦銀の低利鞘は戦前以来の歴史的・構造的特質であり、改善は容易ではない。またこの関連でオーバー・バンキングについてお考えを聞きたい。

< 討論者からのコメントに対するリプライ >

(回答)

まず、日本のクレジット・デリバティブ市場がここに来て伸び悩んでいる背景について、2つの要因に分けて説明する。

1つには、日銀の量的緩和効果による金融システムの安定、金融機関の不良債権処理の進捗を背景に、一頃に比べ、クレジット・デリバティブで信用リスクをヘッジするニーズがやや後退している、といった短期的な要因が指摘できる。ヘッジファンドについては、定義により、情報開示を行っておらず、その行動は不明だが、巷間、「日本企業の転換社債を購入し、株式に転換する前の社債部分のリスクヘッジとしてクレジット・デリバティブのプロテクションを購入したのが切っ掛けで、日本市場に参入、その後、信用リスクの低い時にプロテクションを購入している」と言われている。ヘッジファンドからみて、日本の金融システムが安定してしまい、収益機会の魅力が薄れた、という側面があるように思われる。

もうひとつは、銀行自身の貸出利鞘がなかなか改善しない中、リスクとそれに見合ったリターンの移転を可能とする欧米型のクレジット市場が発展しない、といった構造的な要因が指摘できる。このため、ヘッジファンドは日本のクレジット・デリバティブ市場にあまり魅力を感じなくなっているのかもしれない。

前者の要因については、信用リスクのヘッジ・ニーズが景気循環等により変動するだけに、あまり心配する必要がないと思われる。重要なのは、後者の要因である。したがって、本報告では、「貸出金利のリスクに見合ったプライシングの設定、信用リスク管理強化により、貸出利鞘が改善されれば、リスクを移転するニーズが高まるだけに、長い目で、クレジット・デリバティブ等リスク移転の市場を育成する必要がある」と主張した次第である。

(回答)

金融機関の融資というと、依然「土地担保」のイメージが強い。しかし、ご指摘のとおり、無担保貸出のウエイトが上昇している。貸出のうち、担保・保証のないもののウエイトは、「大手行の場合は5割程度、地域金融機関の場合は1～2割」(15年11月4日、金融イノベーション会議における日銀福井総裁講演要旨)である。これは、融資の基本である貸し手の信用力をしっかり審査して貸す、といった本来の姿に近づきつつある点で、評価できる。特に、シンジケート・ローンが増えつつある点は注目される。この制度では銀行団が協調融資を行うが、その際、例えば、借手の財務内容が悪化して自己資本比率等を一定以上の水準に保てないなど財務制限条項に抵触すると、銀行団は返済期限の到来前に融資額の返済を求めることができる。これにより、銀行は企業経営者に放漫経営を抑制させることが可能となる。

ご指摘のとおり、クレジット・デリバティブは、貸出に占めるウエイトがかなり低く、同取引が無担保取引を増加させた訳ではない。ここで、重要なのは、メインバンク制度の下では、メインバンクがある企業の面倒は最後までみるといった暗黙の了承があるため、非メインバンクがその企業の融資を引き受ける、といった意味での曖昧な信用補完が行われてきた点である。その意味では、日本版のクレジット・デリバティブの機能がメインバンク制度にはある程度既に内包されていた、とも解釈できる。しかし、メインバンク制度が必ずしもうまく機能しないほか、担保にとった土地の価格が下落する中、メインバンクに依存した暗黙のリスクヘッジや土地担保に依存した従来型の信用補完から、デリバティブを活用したより透明性を高めたリスクヘッジに移行することが重要である、と思われる。

(回答)

借り手の信用リスクに見合った価格設定について、「邦銀の低利鞘は戦前以来の歴史的・構造的特質であり、改善は容易ではない」というご指摘は、確かにそのとおりかもしれない。過去にスプレッドが低かった背景についてみると、戦前から日本経済の成長が続き、資産価格が右肩上がりとなる状況の下、短期的な景気循環のためにわざわざ貸出金利を上げ下げする必要があまりなかったことが指摘できる。しかし、今や低成長が続き、資産価格の下落が依然継続している中、リスクに見合ったプライスを設定する必要性が高まっているのも事実である。その際、ある日突然、銀行の融資担当者が企業を訪問して、「格下げ

したから、貸出金利を明日から上げる」といったことではなく、良き経営のアドバイザーとして、一緒に経営改善計画を立て、問題の早期発見・回復を図るといった信頼関係を構築し、貸出金利の見直しを通じて、改善のためのインセンティブ付けに活用することが重要と思われる。

なお、オーバーバンキングについては、現在銀行の数が多すぎるといった意味で、低スプレッドの原因の1つとなっている面は否めない。また、こうした問題が、マクロ的にみて、銀行全体が競争力強化を図る上で制約要因になっているのかもしれない。しかし、近年、銀行の合併・統合が進められ、不良債権処理の進捗と共に、銀行自身の経営体力の強化につながっているといった側面も注目されている。こうした中、オーバーバンキングの問題は、公的金融機関を含め、今後、議論が深まっていくことが期待される。