

# 世界金融危機におけるシステミックリスクの検証

## ——CDS を用いた実証分析——

武蔵大学 大野 早苗

本研究はサブプライムローン問題を契機とする世界金融危機における内外の金融機関への波及効果を検証したものである。本研究では銀行、証券会社、保険会社を含む内外 59 の金融機関を対象とし、これらの金融機関を参照企業とする CDS を用いて分析する。

昨今の世界金融危機において、CDS プレミアムはリスク・プレミアムを反映して高騰したと指摘されている。リスク・プレミアムは投資家の危険回避度やマクロ経済環境の不確実性が関わるが、投資家の危険回避度は流動性制約の影響も受ける。したがって、各金融機関の CDS には市場流動性やマクロ経済環境の不確実性などが反映されているものと考えられる。

各金融機関の CDS に影響を与える要因としては上記のような共通ファクターの他に、金融機関間の相互依存性が挙げられる。今回の世界金融危機ではカウンターパーティー・リスクが改めて認識されたが、昨今の金融市場は金融保証取引や各種のデリバティブ取引の拡大などにより複雑性を増している。

本研究では構造 VAR モデルを用いた上で、内外の金融機関の CDS に対してどのような要因が影響を及ぼしていたかを、各金融機関の相互依存性、共通ファクターの影響を考慮して検証する。共通ファクターとしては、マクロ経済環境の不確実性の指標として米国の株価指数を、市場流動性指標として TED を用いる。

推計結果としては以下のような結果を得た。まず、各金融機関の CDS の上昇要因として、マクロ経済環境の不確実性の増大が示唆された。市場流動性の影響に関しては、短期負債に偏った資金調達構造をしていた米投資銀行などに対する影響がとりわけ大きく、また、公的支援を受けた金融機関の CDS に対する流動性逼迫の影響も大きかった。概して、銀行の CDS のほうが保険会社の CDS よりも市場流動性の影響を受けやすい傾向がみられたが、保険会社のなかでもデリバティブを駆使して最低支払額保証付きの変額年金を主力商品としていた保険会社に対する影響も顕著であった。米モノライン危機や AIG の経営危機は、米国の内外を問わず、また業態を超えて影響が及んでいたことが確認されたが、AIG の CDS の影響は米国の保険会社の CDS よりも EU の保険会社や銀行の CDS に対して顕著にみられた。各銀行、保険会社は自己資本比率規制、あるいはソルベンシー・マージン規制への対策の一環として CDS を利用していたとの指摘があるが、CDS の最大の売り手であった AIG の破綻はカウンターパーティー・リスクとして他の銀行、保険会社の CDS へと波及していったことが示唆された。