

CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)とは何か?

平井こうたろう

CDSの概要

最近マスコミで騒がれるCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)とはどういうものなのでしょうか? 2007年8月に発生したサブプライム問題に関連して注目を浴びたこのCDSを今回はわかりやすく説明したいと思います。

CDSとは金融派生商品、一般にはデリバティブ取引と呼ばれる取引の一種です。デリバティブ取引にはその基となる原資産(ヘッジしたい対象物)と呼ばれるものがあり、CDSとは主に社債をはじめとするクレジットリスクを原資産としたデリバティブ取引です。イメージをつかむため、社債を例に考えてみましょう。

A株式会社(格付をA-とします)が5年の社債を発行する場合、社債の利回りは主に市場金利の変動とA株式会社のデフォルトリスクが加わったものと考えられます。クーポンを変動金利、市場金利をLIBORとしますと、

$$\text{社債の利回り(クーポン)} = \text{LIBOR} + \alpha \quad (\alpha = \text{デフォルトリスクから計算されたプレミアム})$$

となり、格付A-で期間5年のリスクプレミアムが45bpとしますと、 $\alpha = 0.45\%$ となります。

しかし、もし今後企業業績が悪化していくとA-である格付が下がり、BBB、さらに投資不適格のBB+へと変化していく可能性があります。そうすると、LIBOR+0.45%だったものがやがてLIBOR+1.0%、さらにはLIBOR+2.50%で取引されるようになり、やがては元本毀損をするかもしれません。この元本毀損リスクをヘッジするのがクレジットデリバティブの1つであるCDSというものです。

表2を見ながら照らし合わせてください。参照組織はA株式会社、プロテクションの買い手がみなさんになります。プロテクションの売り手(金融機関等)に対して保証料に該当するプレミアムを支払う代わりに、もしA株式会社にデフォルトが発生すると、プロテクションの売り手が元本を保証してくれるのがCDSという取引です。

このCDSという取引を行う際には、プロテクションの売り手は何が起こったときに保証しなければならないかを事前に決めなくてはなりません。これをクレジットイベント(信用事由)といい、一般的には①倒産、②支払不履行、③リストラクチャリングがあげられます。CDSが取引開始された際には①と②をクレジットイベントとすることもありましたが、最近では③を加えたものが一般的になっています。

CDSの経済効果

投資家が社債を保有した際に、プロテクションの買い手になれば、社債発行企業のデフォルトリスクをヘッジすることができることを説明しました。今度は反対サイドであるプロテクションの売り手のニーズを考察しましょう。今度は銀行を例に考えてみます。銀行の収益の根幹には債券や株式への投資のほかに貸出(融資)があります。この融資業務をイメージしてください。CDSとはクレジットリスクを取るかヘッジするかの取引ですから、クレジットリスクを取るということは融資業務に類似した行為を行うことができます。

融資とCDSの違いはなんでしょうか? それは簡単にいえば資金が要らないことと、ローンポートフォリオ構築の容易さです。融資を行うには当然元本となる資金が必要になりますが、CDSはあくまで想定元本といわれる取り決め上の元本ですので、(デフォルトが発生しない限り)元本相当額の資金を必要とするわけではありません。またローンポートフォリオ構築というのは、簡単にいえば融資残高全体の年限や業種等のバランスを考えて理想的な形にすることなのですが、どうしても業種バランスが偏りがちになったりする場合、CDSを使えばそうした業種バランスを是正する効果が得られます。CDSの場合、参照銘柄の企業とは何の取引関係がなくても取り組むことができますので、残高を増やしたい業種の企業を参照銘柄としてCDSを取り組めば、その企業に疑似融資していることとなります。

これまでの説明でプロテクションの買い手側のニーズと売り手側のニーズがわかりましたでしょうか? 次回はこのCDSがどうしてこれほど世間を騒がせるようになってしまったのかを説明したいと思います。

表1. 主なデリバティブ取引

原資産	取引例
外国為替	通貨オプション
金利	金利スワップ
株式	日経225先物オプション
クレジット	クレジットデフォルトスワップ

表2. CDSの仕組み

