やさしい解説 ……第２回

なぜCDSは世間を騒がせる材料になったのか？

平井こうたろう

サブプライム問題は世界を巻き込む大問題に発展しました。この背景にはCDSが根深く関係しています。今回はどういう形でCDSが関係したのかを説明したいと思います。

過剰流動性が生んだ証券化商品への過剰投資

2000年代に入り、先進国は流動性を多めにして景気拡大を図りました。しかしそれでは低金利で金融機関は運用利回りを上げられないため、ハイリスク商品を組み込む動きに変化していき、その１つの方法としてクレジットリスクが注目されました。低所得者向け住宅ローンを実施し、それを証券化商品に組み込んだことが今回のサブプライム問題拡大の原因です。さまざまな金融機関が証券化商品を購入したり販売したことでまたたく間に広がりました。

証券化商品の組成は1990年代に本格化し、年々複雑なものに変化していきました。さまざまな投資家層の興味を惹くため、リスクを階層別に分けて商品を作り上げたのです。仕組みは図１を見てください。

ローンポートフォリオの中には倒産確率が高いものや低いものがあり、金額の大小や、担保のあるものとないものが混在しています。これらを回収率の高いものと低いものに分類し、パッケージにしていきます。この分類時においては、例えば元本50百万円の１本のローンであっても、担保価値が35百万円なら35百万円と15百万円というように、本当に回収できる金額と回収できない金額に分けていくのです。こうして回収率がさまざまなパッケージ商品が出来上がります。

より理解しやすくするため、上記ローンの債務者の格付がA、担保が米国債（格付：AAA）だったとすれば、35百万円はAAA、15百万円はAというイメージです(注)。ですから債務者の格付けがAばかりを集めたとしてもAAAの証券化商品を作ることが可能になります。出来上がったパッケージで格付を取得し、証券化商品は様々な投資家に販売されていきます。

（**注**：実際には回収不能率が5％ならば95％は回収可能であり、その95％は完全に近い形で回収されるため理論上95％は高格付けになるという考え方です）

図１．証券化商品組成の流れ

左：ローンポートフォリオを回収率別に分ける
中：回収率が同レベルのものを集めていく
右：パッケージにして格付を取得し、投資家に販売する

サブプライムローン自体は、低所得者層向けに高金利で貸出を行ったもので、その背景には担保となる不動産の価格が上昇カーブを続ける前提がありました。不動産価格が上昇した段階で売却＋ローン返済を行えば貸出は回収できるという前提がおかしいということはともかく、世界はそれだけ過剰流動性が進み、単なる債券投資では収益が十分上がらなくなっていたのです。こうしてハイリスクの世界に資金が流入し、証券化商品自体も利回りと格付を見て問題がなければ、細かい中身などあまり分析せずに投資をするという行動につながっていったのです。「証券化商品の格付がAAAなので投資してみたら、実はリスクが高いローンが含まれていた」、この事実が悪者探しに発展し、市場を疑心暗鬼にさせてしまったのです。

証券化商品と CDS の関係

CDS はクレジットリスクコントロールの手段ですから、ローンポートフォリオから組成された証券化商品とは深い関係にあります。

先ほど回収率の分類のところで担保がある 35 百万円と担保がない 15 百万円を分けるという話をしました。ここで 15 百万円分について、組成する段階で組成業者（アレンジャー）である金融機関がプロテクションの買いを組み合わせると、15 百万円も担保がついていると見做すことができます。あるいはこの組成業者が CDS を組み入れなくても、投資家側がその担保がないことを理解していれば、自ら CDS を取り組むこともできます。

また証券化商品に組み入れたい銘柄があるのに貸出残高がないということであれば、プロテクションの売りを行うことでポートフォリオに入れることもできます。マーケットが存在する銘柄であればどのようなポートフォリオや証券化商品でも作り上げることができます。

証券化商品の組成にはこうした CDS を組み込んだものが増えていきました。CDS が組み込まれるということは、間接的に CDS 取引の相手方として証券化商品の関係者が増えていくことになります。サブプライム問題が発端となって欧米の金融機関の再編に至るようになったのは、直接的なローンの当事者だけでなく、証券化商品の拡大によって間接的に関係している金融機関が多かったということも一因になっています。

次回ではこの CDS 取引に飲み込まれていった金融機関についてお話したいと思います。

金融界の「あべ れいじ」ってどんな人？

「あべ れいじ」は決してスーパースターではなく、金融ビジネスに携わる平均的（Average）な人間です。しかしながら、未だ、その姿は見えていません。そこで、読者の皆様にお願いです。皆様の投稿によって金融界の「あべ れいじ」を作り上げたいと思います。ご一緒に作ってみませんか？

・どうやら男性のようである　・年齢は？　・勤務先の業態は？　・所属部署は？　・勤続年数は？
・独身、既婚、離婚歴あり？　・既婚だとすれば家族構成は？　・趣味は？　等

なんでも結構です。皆様のご意見は集計して、ホームページと「Market Solutions Review」で発表します。

「あべれいじブログ」から

こんなご意見が届いています。

長野のあっこさん　あべれいじさん、お洒落な名前ですね！　私の意見は、地方都市の金融機関に勤めていて、年齢は 32 歳です。初めてブログにコメントしていますが、ちょっと不思議な気持ちです。

埼玉の彰一さん　こんにちは、浦和の彰一です。「あべれいじ」ですか、何か面白そうですね！面白そうなので、「総合企画部」勤務というのはどうですか？　活躍しそうな気がします。

東京の haru さん　都内在住の haru と申します。そろそろ子供が欲しい年齢 30 歳になりました。その前に素敵な旦那さまですが……　あべれいじさんのお子さんは何人いらっしゃるのでしょうか？　ちなみに私は、最低３人。理想は５人くらいいたらいいのにと思っています。

また、大阪の聡さんからはこんなご意見をいただきました。

大阪の聡さん　☆☆☆今朝の情報番組では韓国買い物ツアーを喧伝していました。隣国の通貨が弱っているのをいいことに、ブランド品を買い漁る姿は悲しく映ります。もっと違った形でサポートしたいものですね。

星３ついただきました。ホームページ（http://www.kumade.com/msr/）から「あべ れいじブログ」へ行き、ページ下の「comments」をクリックしてご意見をどんどん書き込んで下さい。お待ちしています。