

ホールセールビジネス

金融商品の多様化とリスク管理

投資家のニーズに合わせて、証券化商品などの開発が進んでいるが、セカンダリー市場の整備は遅れている。ヘッジや投資手法の多様化を行いたいが高度なリスク管理システムを持たない投資家に対して、リスク管理のサポートを検討していく必要がある。

盛り上がり欠けるCDS

日本のクレジットデリバティブ市場では、1999年から個別銘柄のクレジット・デフォルト・スワップ（以下、CDS）が開始された。クレジットデリバティブは、社債などの保有ポートフォリオの信用リスクヘッジや、社債が存在しない信用リスクへの投資を目的とするものだが、当初取引量は極めて少なかった。そこで、2003年に取引の拡大と流動性の向上を目的にTRAC-XとCJ50という2つのCDSインデックスが作られた。しかし、個々のインデックスの取引が拡大しなかったため、インデックスの透明性や流動性を高めるために、この2つのインデックスを統合し、iTraxx CJが作られ、取引量は増加してきている（図表参照）。

個別銘柄で取引されていたがために、流動性が低く、市場が形成されなかったCDSであ

るが、インデックスをることにより、クレジット市場全体へのリスクヘッジや投資が可能になった。また、標準化が促進され、相対で条件を決めるためにかかっていた取引時間の短縮、契約の標準化による手作業の効率化などが実現された。

しかし、日本のクレジットデリバティブ市場は、欧米に比べて、まだまだ取引量は少なく、参加者はヘッジファンドや一部の金融機関・機関投資家に限定されている。参加者が広がらない理由としては、金融機関・機関投資家のリスク管理の高度化が十分に図られていないことがあげられる。信用リスクをヘッジしたい銀行などは、保有ポートフォリオの信用リスクや社債・転換社債などと統合してリスク管理を行う必要があり、信用リスクに投資したい機関投資家やヘッジファンドは、シンセティックCDO、クレジットリンク債などと統合してリスク管理を行う必要がある。しかし、社内に統合リスク管理システムが整備されている金融機関・機関投資家は少ないのが現状である。

セカンダリー市場が育たないRMBS

住宅金融公庫の住宅ローン担保証券（以下、RMBS）のセカンダリー市場においてもCDSと同様、流動性があがっていない。RMBSは、証券化支援業務による貸付債権の買取件数が順調に増加しているに伴い、その発行額や残高も伸びてきている。2006年4～9月期

Writer's Profile

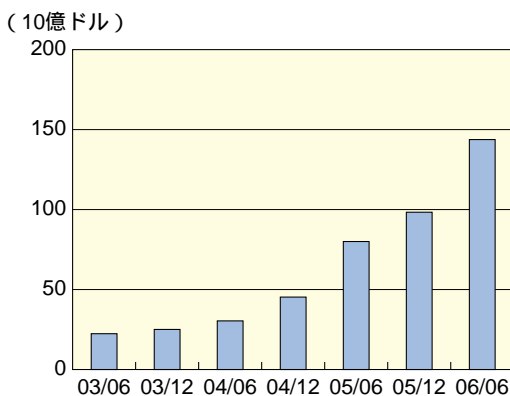


三浦 敦
Atsushi Miura

金融ITイノベーション研究部
上席コンサルタント

専門は金融システムの
企画・コンサルティング
focus@nri.co.jp

図表 日本のCDS市場の残高推移



(出所) 日本銀行公表データより野村総合研究所作成

に実施された、過去に融資した住宅ローンの証券化と民間金融機関から買い取った住宅ローンの証券化の合計額は1兆2758億円で、前年度同期比で51%の増加となっている。RMBSの発行市場での投資家層は生命保険会社・損害保険会社・都市銀行・地方銀行・信用金庫・信託銀行・年金などに拡大しているものの、セカンダリー市場の参加投資家層としては、都市銀行・一部の生命保険会社・大手地方銀行に限定され、売り手として地方銀行・信用金庫などが参加している状態である。

セカンダリー市場の取引が活性化されない主な要因としては、

- ・ベンチマークが存在しない
- ・クーポンが1ベース刻みで、分散している周辺銘柄との比較が難しい
- ・金融商品会計上の問題として、パー以外で購入した場合の償却原価法の計算が複雑になる

などがあげられる。RMBSのベンチマーク作成については、CDSのインデックス(iTraxx CJ)のような指標が存在しないために、流通市場が形成されていないという状況もあり、インデックスの構築や商品性の変更により、多少の効果はあがるかもしれない。

しかし、上記の会計処理の問題などを抱えることから、RMBSもCDSと同様、社内のリスク管理システムや会計システムの整備が不十分であるがために、セカンダリー市場の取引が活性化されないと考えられる。セカンダリー市場の投資家層が、リスク管理システムや会計システムが整備されている都市銀行・一部の生命保険会社・大手地銀などに限定されてしまうからである。全ての金融商品に対応できるようにリスク管理システムを維持していくには、コストがかかり、参加者全てが整備していくには大きな壁がある。

リスク管理のアウトソース

そこで、投資商品を多様化させ、収益機会

の拡大を図りたい投資家が、各マーケットの流動性を高めたい証券会社にリスク管理業務をアウトソースする動きがある。リスク管理のサービスとしては、証券会社による銀行の支援の他、信託銀行による特定金銭信託業務の強化やベンダーによるリスク管理の請負などが考えられる。

まず、証券会社による銀行支援としては、新BIS規制対応支援として、銀行の貸出債権などの信用リスクを精緻に計測できるように信用リスク管理システムを提供し、信用リスク管理の強化を提案している。また、銀行の保有ポートフォリオ全体のリスク分析の支援を行いながら、証券化ビジネスへの展開も考えられる。

信託銀行では、委託者の代わりに、有価証券の売買や決済などの管理事務から運用状況の分析まで行っている。信託銀行が、高度な証券化商品やデリバティブに対応できるリスク管理機能を装備していけば、投資家のニーズに合わせた運用が可能となり、幅広い投資家の市場参加が見込まれる。

ベンダーのリスク管理の請負としては、上記2つの証券会社や信託銀行の裏方として、投資家のリスク管理業務を請負う形態もあるが、ベンダーが単独で、リファレンスデータ提供からリスク管理請負まで行うという形態も考えられ、投資家はサービス内容によって、アウトソース先を選択することができる。

最近では、ハイブリッド証券が発行されるなど商品の多様化が進んできているが、リスクヘッジや投資分散のために購入したい商品が開発されても、リスク管理システムや会計システムが対応できていないために、購入できない投資家層が多いと考えられる。そうなれば、市場参加者も限定され、流動性が確保できなくなり、市場の形成が難しくなってしまう。今後、商品の多様化を図りたい投資家に対して、リスク管理や会計処理をサポートする動きが活発になってくるだろう。 **N**