2013/06/28 08:20

◎ソブリン・リスクをめぐる攻防＝日本総研・河村氏【円債投資ガイド】（28日）

河村小百合・日本総合研究所主任研究員＝現下のように、金融技術革新を伴いつつ国際金融市場、国際金融取引が大きく発達したもとで、国家が債務危機に見舞われる場合、国家財政を預かる当局としては、国際金融市場におけるさまざまなプレイヤーとの戦いを強いられることになる。危機にひんした自国の財政運営を立て直すために、国内の各勢力との政治的な調整を進め、国民を説き伏せて身を切る負担を甘受させ、財政再建を実行するだけでも、各国の当局にとって相当の労苦を伴う仕事であることは容易に推察できる。それに加えて、現代においては、市場を通じて危機を一段とあおるような動きも生じるため、そうした動きにいかに対処するかも、事態を早期に収束させられるかどうかの鍵となる。

今回の欧州債務危機は、こうした、現代版の国家の債務危機における当局の苦悩をまざまざと見せつけた。もちろん、危機の発端は、各国のそれまでの政策運営の問題点にある。しかしながら、現代において、危機が急速に他国に波及し、拡大する過程においては、市場メカニズムによってその振れ幅が大きく増幅されることがあり得る。それによって、自力で財政運営を継続することが困難な事態に追い込まれることになれば、当該国にとって、たまったものではない。

危機の緊張がピークに達していた2011年秋～12年にかけて、欧州の当局が、こうした意味で「業を煮やしていた」であろう点が二つある。一つは民間格付け会社による格付け、もう一つはソブリンCDS取引だ。

前者については、今回の危機において、特定国の国債金利が少しでも上昇すれば、それにあたかも追随するような形で格下げが行われ、それがさらなる国債金利上昇を招く、というような状況が少なからず観察された。本来、格付け判断の基盤にあるべき財政事情・国内経済状況は、それほどの短時間で急激に変化することはないはずであるにもかかわらず、である。各国の国債の格付けレベルいかなは、市場金利水準のみならず、通常、当該国債が中央銀行から与信を受ける際の適格担保たり得るかに影響するため、当該国の財政運営のみならず、民間金融機関の資金繰りにも大きく影響する。

後者についても、ソブリンCDS取引によって、特定国のデフォルトをあおるような動きがみられた。

では欧州の当局は、これにどう対応したか。

まず、格付け問題に関しては、ECB（欧州中央銀行）が12年9月に導入したOMT（短・中期国債買い切りオペ）において、究極的ともいえるスキームが導入された。危機に見舞われたユーロ圏加盟国がOMTの適用を申請してきた場合、当該国の国債に関して、民間格付け会社がいかなる水準に格付けしていようとも、ユーロ圏（ESM）とECBの判断で適格と認められれば、ECBは当該国の短・中期国債を無制限で買い

入れる、というものだ。今のところOMTの利用申請はなく、実績もない。ただし、今後、仮にこれが利用される事態に至った場合、その「出口」局面まで含めて、うまくスキームが稼働し、当該国が危機状態から脱却していくことができれば、民間格付け会社による格付けの存在意義自体が問われていくことになる可能性もあろう。

次にソブリンCDS取引の問題に対して、欧州当局は、その投機的な目的での取引の封じ込めを企図し、現物国債保有の裏付けのない(= 'naked')ソブリンCDS取引を禁止した。加えて、ギリシャの債務調整・処理過程において、「管理デフォルト」を断行した。これは、ギリシャのソブリンCDS取引の信用事由にまぎれもなく該当するところとなり、先進国のソブリンを参照主体とする初めてのケースとして、12年4月に「ペイ・アウト」が実施された。そもそもCDS取引は、「プロテクションの売り」側にとっては、「買い」側から継続的に手数料収入が入るため、信用事由に該当する事態さえ発生しなければ、収益性の高い取引だといえる。そうしたなか、実際に「ペイ・アウト」が発動された意味は、投機的な取引をけん制するうえで相当に大きかったのではないか。なお、ソブリンCDSの空取引の禁止が発表されたのは、ギリシャの「管理デフォルト」の真ただ中の12年3月24日、施行は同年11月1日であった。

では、足元に至るその後のソブリンCDS取引の動きはどうか。リーマン・ショック以降、ソブリン以外を参照主体とするCDS取引は、世界的にみて伸び悩み基調にあるなかで、ソブリンCDS取引の想定元本残高は増加傾向が続いている。空取引が、欧州に限ってではあるが禁止され、実際に先進国ソブリンの「ペイ・アウト」が実施されてもなお、である。

国際通貨基金(IMF)によれば、08年末時点で、CDS取引の参照主体別の想定元本残高の上位10位までのうち、ソブリンは5先のみ、うち先進国ソブリンは1先(イタリア)のみであった。ところが、10年末時点ではソブリンは7先、先進国ソブリンは3先(イタリア、スペイン、ドイツ)に増加した。12年末時点には、ついに上位10位までのすべてをソブリンが占めるに至り、うち、先進国ソブリンは6先(欧州4カ国+韓国、日本)だ。CDS特有の取引慣行(novation=更改=)の事情もあり、一概にはいえないが、欧州危機の展開を目の当たりにし、投機目的、というよりは本来の意味で、先進国のデフォルトに備えようとする動きが広がっている可能性は否めない。欧州の当局もさすがにそこまで規制する気はなさそうだ。

そうした中、CDS取引における参照主体としての日本の順位が、08年末には世界で592位だったものが、10年末には50位、12年末には10位と急上昇しているのは気になるところだ。(了)

[/20130628NNN0056]

(c)Copyright Jiji Press Ltd. All rights reserved