

欧州のソブリンCDSと金融規制をめぐる動向

荒木 謙一

ギリシャ問題と金融規制

ギリシャの財政問題が、引き続き金融市場の関心事となっている。3月25日の欧州連合（EU）首脳会議での合意を受け、4月11日にユーロ圏の財務相が電話会議をおこない、緊急時にはギリシャに対し300億ユーロ（約3.7兆円）の支援融資（期間は3年、金利は約5%）を行なう旨合意。また、IMFもユーロ圏諸国と協調して支援融資を行なうことが合意された。

ところで、実際にギリシャ政府が支援を要請する危機的な事態とは、今後予定されているギリシャ国債の入札発行が不調となり、国債利回りが急上昇するような状況を指す。ギリシャ10年国債利回りは直近では7.5%を超えている。かかる利回りの急上昇が、ギリシャという国自体の財政赤字を背景とした信用リスクの高まりを反映したものであることはもちろんのことだ。しかし、ギリシャ政府は、同国が金融市場における投機的行動の標的とされたために国債利回りが上昇したと主張している。

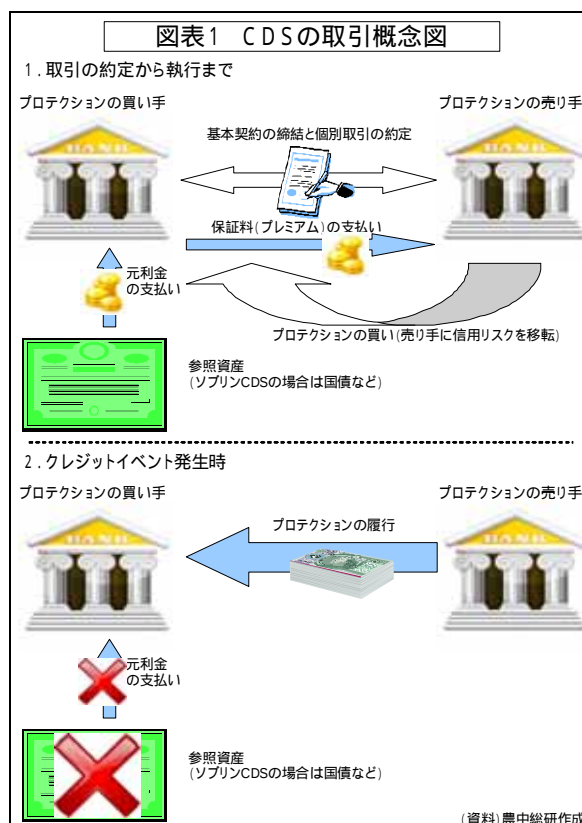
こうしたギリシャ政府のスタンスは、自国に原因がある問題の一部を金融市場の脅威の問題にすり替えて、各国共通の問題とすることにより支援を得られやすくする思惑が働いているという穿った見方もできない。しかし、ギリシャ政府の主張は欧州では一定の理解を得ているようであり、金融市場の行き過ぎた投機的行動をコントロールするための規制強化を求める動きが出始めている。特に、EUによるCDSの規制強化を求める動きが注目される。

ソブリンCDSと国債の関係

CDSとはクレジット・デフォルト・スワップのことであり、デリバティブ（金融派生商品）の一種である。CDS取引では、プロテクションが売買される。プロテクションとは、クレジットイベント（債務不履行などの信用事由）が生じた場合に、あらかじめ定めてある条件に基づいて支払いを受ける権利のことであり、信用保証に類似している。

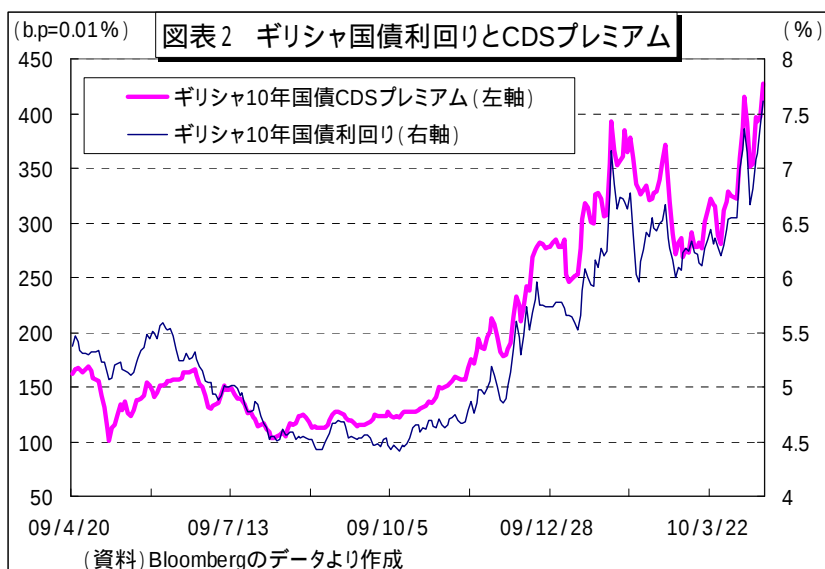
プロテクションの買い手は、売り手に対して保証料（プレミアム）を支払うが、クレジットイベントの発生時には、プロテクションの履行により、保有資産から生じる損失をカバーすることができる（図表1）。

国債など国の債務にかかる信用リスクをカバーするCDSは、特にソブリンCDSと呼ばれており、主に新興国債務を対象とし



て発達してきたが、先進国を対象とする取引も最近急増している。

ギリシャなどの国債利回りが急上昇し国債の発行環境が悪化している背景には、投機によるソブリン CDS の保証料吊り上げがあるとの考えが、規制を求める主張の背景にある。実際、この1年間のギリシャ 10 年国債 CDS



の保証料と 10 年国債利回りの相関性は高い(図表2)。保証料の急騰が国債利回りの急上昇を先導したと見られる局面がいくつもあったため、国債利回りを安定化させるためにはソブリン CDS 保証料急騰の元凶である投機的取引の規制が必要との主張が強まっているものと思われる。

報道によれば、3月10日にフランス、ルクセンブルグ、ドイツ、ギリシャの4カ国は、大統領・首相の署名を付した共同書簡をバローゾ欧州委員長とスペインのサパテロ首相に宛てて送り、「欧州各国政府債のCDS取引に絡む投機的慣行の影響および役割について、欧州委員会は欧州レベルで可及的速やかに調査を開始するよう」提言した。CDS規制の具体策としては、CDSの最低保有期間の設定、CDSの投機的取引の禁止、ヘッジ目的以外のCDS購入の禁止、などが検討されるべきとされた。

ドイツ・フランスが主導する規制強化の主張に対しては、金融業界から異論も聞かれる。国際スワップ・デリバティブ協会(ISDA)は3月15日にコメントを発表し、ギリシャ国債CDSは同国債保有者のみならず、同国企業に融資債権を有する金融機

関や同国株式・不動産を保有する投資家に対してもリスクヘッジのための有益な手段を提供していること、また、かかるリスクヘッジのための取引が、投機のみを目的とした取引として誤って当局者に解釈されている可能性があることを指摘している。

また、欧州主要国の中でもイギリスは規制強化に慎重な態度だ。英国金融サービス機構(UK-FSA)のターナー理事長は、CDS取引を規制するだけではギリシャ国債の問題は解決しないとの見解を示している。

課題も多いCDS規制

市場が開設されてからの歴史が浅いCDSは、相対取引が中心で取引データの蓄積が少ないこともあり、価格形成メカニズムや市場構造などについて未解明の部分が少なくない。欧州のCDS規制の動きは、実証的な市場分析を欠いたまま、金融規制のイニシアティブを巡る米国との競合上、政治主導で論じられている面が否めない。4カ国が共同書簡で要請した市場調査の実施などを通じて、市場メカニズムの解明が進むことを期待したい。

(2010.4.21 現在)