

調査部長 江川 由紀雄

yukio.egawa@shinsei-sec.co.jp

(03) 6880-6035

金融機関の資金運用におけるぶれないクレジット投資を目指して

実態的なリスク負担対比期待リターン以外の要素に振り回されないようにするには

誰もが目にするマスコミで何かが報道されると、それに関して筆者に質問してくる人がいる。そんなことは気にしないようにと言っても、気にする人は気にする。そして、一部に、マスコミで採り上げられたことを契機に、行動を変えてしまう人もいるかもしれない。

今年度末に銀行が保有する「証券化エクスポージャー」の資本賦課ルールが大きく変更になる予定である。これまでと異なり、最優先トランシェ（「最優先証券化エクスポージャー」として定義される）か、それ以外のトランシェかでは、リスク・ウェイトの決め方が異なることになる。いわゆるクレジットランチング（商品設計上のコンセプトとして、信用リスクに差を付けることを意図してトランシェを切ったもの）ではなく、タイムランチング（そうではなく、単に償還時期の前後関係を作ることを意図してトランシェを切ったもの）であっても、複数のトランシェがいざというときに裏付資産から発生する損失の負担において概ね同じ水準だと説明できるような要素（たとえば、裏付資産の移動平均延滞率や累積デフォルト率などを停止条件として用いて、シーケンシャル償還をプロラタ償還に切り替えるような「早期償還事由」などと呼ばれる償還方法変更トリガー）を組入れていない商品における異なるトランシェに（信用リスク負担上の）優先劣後関係がないと説明することは容易ではない。これまでなんとなく最優先だと思っていて、格付会社からも発行当初よりずっと最上位格付けを取得しているトランシェであっても、一部に、「最優先証券化エクスポージャー」と扱えなくなるものも生じる。そうしたトランシェへの投資は、適用されるリスク・ウェイトがかなり高くなるため、敬遠するべきかという疑問を抱いている金融機関の運用担当者もいるであろう。なお、そのようなトランシェであっても、先に償還されるトランシェが償還されてしまった時点で、「最優先証券化エクスポージャー」になるのだが。

リスク・リテンション規制対策として、既にオリジネーターが発行時に5%以上の劣後受益権などの証券化エクスポージャーを保有しない形の証券化商品への投資を1年半前から消極扱いにしまった金融機関も存在するかもしれない。

筆者は相談を受けると、そういうことにはあまり振り回されることなく、投資を検討している証券化商品に資金を投じる価値があるかどうかで投資機会を判断するべきだと回答するが、あまり金融機関の資金運用担当者には響かない印象を持っている。

日本経済新聞の1面に記事が掲載されたら、それをどの程度の人たちが気にし、また、自らの行動に反映させるだろうか。外債や外債ファンドに関して、2017年3月9日付の日本経済新聞朝刊1面に「地銀に特別検査、外債で運用損を警戒」との見出しで「複雑な証券化商品を大量に



保有しているなど、過剰なリスクを取っているような場合は改善を求めると報じる記事¹が掲載された。同じく、日本経済新聞の2017年3月31日付朝刊1面には、「三井住友銀、新型ローン担保証券 運用難に対応」との見出しで、三井住友銀行がエクイティ部分のみについて投資からプロテクションを買った取引²が紹介されていた。こうした新聞記事も、特定の人たちの行動に大きく影響した可能性はあるだろうし、こうした報道記事で世の中が動いてしまう可能性は否定できない。しかし、こうした報道記事の背後にある事実は何なのかということ調べたうえで冷静に対応するという姿勢があってもいいように筆者は思う。

(調査部長 江川 由紀雄)

¹ 日本経済新聞「金融庁、地銀に特別検査 外債で運用損を警戒」2017年3月9日

https://www.nikkei.com/article/DGXLASFS08H5A_Y7A300C1MM8000/

(同日付朝刊1面トップに掲載された記事である。)

² 日本経済新聞「三井住友銀、新型ローン担保証券 運用難に対応」2017年3月30日

https://www.nikkei.com/article/DGXLASFS19H2J_Q7A330C1EE9000/

(これと同じ内容の記事が、翌31日付朝刊の1面に掲載された。)



名称 : 新生証券株式会社 (Shinsei Securities Co., Ltd.)
金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第 95 号
所在地 : 〒103-0022 東京都中央区日本橋室町二丁目 4 番 3 号
日本橋室町野村ビル
Tel : 03-6880-6000 (代表)
加入協会 : 日本証券業協会 一般社団法人金融先物取引業協会
一般社団法人日本投資顧問業協会
一般社団法人第二種金融商品取引業協会
資本金 : 87.5 億円
主な事業 : 金融商品取引業

本書に含まれる情報は、新生証券株式会社(以下、弊社)が信頼できると考える情報源より取得されたものですが、弊社はその正確さについて意見を表明し、または保証するものではありません。情報は不完全または省略されたものであることがあります。本書は、有価証券の購入、売却その他の取引を推奨し、または勧誘するものではありません。本書は、特定の商品やサービスの勧誘・提供を行う目的で作成されたものではありません。本書で言及されている投資手法や取引については、所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、これらの投資手法や取引については、金融市場や経済環境の変化もしくは価格の変動等により、損失が生じるおそれがあります。本書に含まれる予想及び意見は、本書作成時における弊社の判断に基づくものであり、予告なしに変更されることがあります。弊社またはその関連会社は、本書で取り扱われている有価証券またはその派生証券を自己勘定で保有し、または自己勘定で取引することがあります。弊社は、法律で許容される範囲において、本書の発表前に、そこに含まれる情報に基づいて取引を行うことがあります。弊社は本書の内容に依拠して読者が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。本書は限られた読者のために提供されたものであり、弊社の書面による了解なしに複製することはできません。

信用格付に関連する注意 本書は、金融商品取引契約の締結の勧誘を目的としたものではありません。本書で言及または参照する信用格付には、金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていない者による無登録格付が含まれる場合があります。

著作権表示 © 2019 Shinsei Securities Co., Ltd. All rights reserved.