

3. 社債市場の活性化に向けてのプレゼンテーション

① 我が国社債市場の現状と課題



みずほ証券株式会社
リサーチグループ 金融市場調査部
チーフクレジットストラテジスト 大橋 英敏 氏

(1) 内外の市場環境とクレジット市場の動向

日本、アメリカ、ヨーロッパに共通して、昨年はクレジットスプレッドが拡大していたが、今年の2月中旬位からは欧米を中心に逆に縮小するという状態になっている。原油価格の回復や中国や米国経済への過度な悲観論の後退が大きく影響しているが、それに加え、日欧の量的緩和やマイナス金利政策の影響が大きい。なお、日本においては、特に高格付クラスでテクニカルに対国債スプレッドが拡大している。これは、国債利回りが10年を超えるゾーンまでマイナス化するなか、一般債利回りが国債利回りについていけず、依然として利回りがゼロ以上にあることによる。また、グローバル市場をみると、クレジット市場の流動性懸念やアメリカのクレジット・サイクルの変化には今後も留意する必要がある。アメリカの景気減速懸念は、円高圧力になり、それにより日銀が目標としてきた物価目標が先送りされるリスクが高まる。円高、株価下落、マイナス金利導入が日本企業のバランスシートに三重苦のようにのしかかる可能性があり、アメリカの市場動向は、日本を見ていく上で、重要な論点になっている。

(2) 国内の社債の売買動向

国内市場では社債の売買動向は芳しくない状態が続き、公募普通社債の発行額は償還額を下回り残高が減る状態が今年も続くことが見込まれる。一般債合計で見ると、一部残高が増加する見通しとなっているセクター（地方債）もあるが、全体では残高ベースで1兆円弱減る予想である。現状、景気の減速感に加え、マイナス金利が社債市場の起債ニーズに若干の影響を与え始めていることから、もっと悪くなる予想を立てている。

低格付債の発行については、全体の発行に占めるBBB格の割合が減ってきている。ソ

フトバンクによる大型起債を除くと、BBB格の残高はこの3年間は大きくは変わらず、日本の社債市場がこの数年活性化されているとは必ずしも言えないのではないかと。

債券市場は、中央銀行の存在感が大きくなることによって流動性がなくなると言われているが、この傾向は日本の社債市場においても見られる。そもそも中央銀行の存在感の拡大の前に、我が国の社債市場の流動性は高くない。その原因は、第1に投資家の参入が限定的であるという点である。一般（アマチュア）投資家が参入する可能性も考え、券面一億円未満の社債が発行しやすくなるよう、社債管理者の設置に係る会社法の規制（1億円以下の社債の発行には社債管理者設置が必須である）をもう少し柔軟にすることも考えなくてはならない。また、海外投資家が確実に増えているのは事実であるが、その理由が必ずしも日本の社債市場の改革の成果に直接結びついていない可能性がある。海外投資家への情報提供は、証券会社に与えられた非常に重要な機能であり、情報提供の改善にこれからも取り組んでいきたい。

次に、発行量が増えないという点である。日本の発行体の資金ニーズが拡大しない状態が続くとともに、海外の発行体を日本に持ってくる取組みについても、マーケットのプライシングの関係上、拡大しない状態が続いている。

売買量が増えない要因として、最初に申し上げた券面の問題やアクティブ投資家が存在しないという点がある。マイナス金利の環境の中で高格付の社債を中心にテクニカルに対国債スプレッドが拡大するという状態が起きていることで、インデックスに対してアクティブなクレジット戦略が勝ちづらい環境が続いている。これが背景にあることで、結果的にアクティブ投資家がアクティブに投資ができない環境になってしまい、社債の売買額の減少につながっている。

（3）マイナス金利導入の市場に与える影響

一般債の利回りは、かろうじてプラスになっているが、ほぼゼロの水準になっている銘柄もある。国債の金利がどんどんマイナス化し、対国債スプレッドがテクニカルに拡大しているように見えるのが最近の傾向である。格付の比較的高いAA格やA格の事業債でも同様の傾向にあるが、BBB格はこれとは別に個別銘柄の信用力変化に依存するため、一部の大きな発行体の信用力に影響されている。

日本国債市場では、日銀、アセットスワップで参入する海外投資家、及びその仲介をしている証券会社はマイナス金利での取引を行っているものの、一般債については、海外投資家の参入がまだ限定的である。今後の一般債の利回りについては、海外投資家から見た円債市場は中短期ゾーンを中心に割安であり、日銀は既に社債をマイナス金利で購

入していることもあわせて考えると、一般債利回りがマイナスになるのは時間の問題と思われる。

(4) マイナス金利導入の市場に与える影響

バランスシートのような部分に利回りが影響してくるだろう。最近、一部の大手消費者金融会社が年金債務の評価に適用する割引率をマイナス金利にしようとする報道があったが、年金債務の計算の際に適用される金利は大きな問題である。これは日本公認会計士協会等で議論されているが、まだ結論は出ていない。一方で、資金調達する際の金利がマイナス化しないと、バランスシートの各所で適用される金利がそれぞれ異なってしまう、管理が煩雑になる。バランスシートの分析をしている立場として、想定しなかったような大きな収益の変動やバランスシートの変動が生じる可能性があることを指摘したい。

3. 社債市場の活性化に向けてのプレゼンテーション 質疑応答

質問① 現在、社債市場が享受しているマイナス金利政策のメリットは何か。

絶対金利水準が下がっているから、それは多くの方の借入れコストにプラスに貢献していることは間違いない。ただ、絶対金利水準が下がり借入れコストが低くなっていることと、その他様々なことが整合的ではないので、マイナス金利が深化していくようなことがあれば、問題が一時的に顕在化してしまう可能性がある。論点を整理しておくべきである。もしそれが整理できたのであれば、マイナス金利政策自体は、資金調達という観点から必ずしも悪い影響ばかりではないと思っている。

質問② 大橋氏の資料5ページによると、今年の国内社債の発行・償還見通しで、事業債が年間 8,400 億円の残高減少と予想されている。東京電力が過去5年余り公募での社債発行を見合わせていたが、今年後半あたりからかなりの額で復帰するとの見方がある。これは、東京電力の発行も見込んだ予想なのか。東京電力パワーグリッドが起債した場合に、格付別の発行額の構成や社債スプレッドに与える影響はどの程度か。

東京電力の起債については、事業債の2016年見通しに含んでいる。東京電力の起債によって格付別の構成に一定程度の影響が出てくるといえるが、プライシングについては、マーケットは格付機関が付与する格付よりも少し高い格付を既に期待しており、それを

社債市場の活性化に向けたフォーラム 講演録

プライシングに織り込んでくる可能性がある。ただ、それ自体はマーケット全体にゆがみが発生させないし、マーケットに不満感が出ることもないと思う。