

日本証券業協会「社債市場の活性化に向けたフォーラム」:
海外社債市場の現状と我が国へのインプリケーション

BNPパリバ証券株式会社
投資調査本部長
チーフクレジットアナリスト
中空 麻奈
03-6377-1707
mana.nakazora@japan.bnpparibas.com



BNP PARIBAS

The bank for a changing world

1. グローバルクレジット市場の見通し

世界経済の低迷、減速する中国、翻弄される新興国

▶ 世界経済成長率見通し(前年比、%)

	実績		BNPパリバ(見通し)			前回からの変化			IMF見通し(2016/1)		10月からの変化	
	2013	2014	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2016	2017	2016	2017
世界	3.4	3.4	3.1	3.0	3.3	0.0	▲0.2	▲0.3	3.4	3.6	▲0.2	▲0.2
先進国	1.2	1.7	1.8	1.5	1.5	0.0	▲0.2	▲0.3	2.1	2.1	▲0.1	▲0.1
米国	1.5	2.4	2.4	1.8	1.5	0.0	▲0.2	▲0.4	2.6	2.6	▲0.2	▲0.2
ユーロ圏	▲0.3	0.9	1.5	1.3	1.4	0.0	▲0.2	▲0.4	1.7	1.7	0.1	0.0
ドイツ	0.4	1.6	1.4	1.3	1.5	0.0	▲0.3	▲0.5	1.7	1.7	0.1	0.2
フランス	0.7	0.2	1.1	1.2	1.3	▲0.1	▲0.2	▲0.3	1.3	1.5	▲0.2	▲0.1
イタリア	▲1.8	▲0.4	0.6	1.0	0.9	▲0.2	▲0.3	▲0.3	1.3	1.2	0.0	0.0
スペイン	▲1.7	1.4	3.2	2.6	2.1	0.1	0.3	▲0.6	2.7	2.3	0.2	0.1
日本	1.4	0.0	0.4	0.3	0.2	▲0.1	▲0.3	▲0.2	1.0	0.3	0.0	▲0.1
英国	2.2	2.9	2.2	1.7	2.0	▲0.1	0.0	▲0.1	2.2	2.2	0.0	0.0
新興国	5.1	4.7	4.1	4.1	4.6	0.1	▲0.3	▲0.4	4.3	4.7	▲0.2	▲0.2
ロシア	1.3	0.6	▲3.7	▲1.8	0.6	0.1	▲1.1	▲0.1	▲1.0	1.0	▲0.4	0.0
アジア	6.9	6.7	6.6	6.5	6.4	0.0	0.0	▲0.3	6.3	6.2	▲0.1	▲0.1
中国	7.7	7.3	6.9	6.4	6.1	0.0	▲0.1	▲0.6	6.3	6.0	0.0	0.0
インド	6.3	7.0	7.3	7.9	8.1	0.0	0.0	0.1	7.5	7.5	0.0	0.0
ブラジル	3.0	0.1	▲3.8	▲4.0	0.0	▲0.6	▲1.0	▲1.0	▲3.5	0.0	▲2.5	▲2.3



1. グローバルクレジット市場の見通し

クレジット市場におけるバブル醸成は周期的: 自律的な調整を繰り返す

▶ クレジットバブルインデックスの状況(左が2016年5月10日現在、右が2016年1月末現在)

		信用コストの閾値			現在のフェーズ	滞在期間(ヵ月)		クレジットバブルインデックス
		Alert	Hazard	Critical		Hazard、Critical	Critical	
日本	AA格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	A格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Hazard	38	0	158
	BBB格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Alert	0	0	0
	iTraxx Japan	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
欧州	AA格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Alert	0	0	0
	A格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Alert	0	0	0
	BBB格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Hazard	3	0	13
	iTraxx Eur Main	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	XO	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Hazard	3	0	13
米国	AA格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	A格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	BBB格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	BB格	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	$\mu+1\sigma$	Alert	0	0	0
	B格	$\mu+2\sigma$	$\mu+1\sigma$	μ	Hazard	52	0	217
	CDX.NA.IG	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0

		信用コストの閾値			現在のフェーズ	滞在期間(ヵ月)		クレジットバブルインデックス
		Alert	Hazard	Critical		Hazard、Critical	Critical	
日本	AA格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Hazard	32	0	133
	A格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Critical	34	28	233
	BBB格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Critical	11	1	46
	iTraxx Japan	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
欧州	AA格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	A格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	BBB格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Alert	0	0	0
	iTraxx Eur Main	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	XO	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Hazard	29	0	121
米国	AA格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	A格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	BBB格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	BB格	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	$\mu+1\sigma$	Alert	0	0	0
	B格	$\mu+2\sigma$	$\mu+1\sigma$	μ	Hazard	48	0	200
	CDX.NA.IG	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0

注: BNPパリバ証券ではバブルの判定を三段階で行った。クレジットスプレッドが信用コスト($\mu+4\sigma$)を下回った領域をAlert、続いて($\mu+3\sigma$)を下回った領域をHazard、さらに($\mu+2\sigma$)を下回った領域をCriticalとし、クレジットバブルのステージを分類。クレジットバブルインデックスは

$$\text{クレジットバブルインデックス} = \max\left(\frac{\text{HazardまたはCritical滞在月数}}{24}, \frac{\text{Critical滞在月数}}{12}\right) \times 100 \text{と定義し、これが100以上}$$

となった場合にクレジットバブルと呼ぶことにした

⇒国内高格付社債(A格)と米国HY(B格)はクレジットバブル(2016年5月時点)



1. グローバルクレジット市場の見通し

クレジット市場におけるバブル醸成は周期的: 自律的な調整を繰り返す

▶ クレジットバブルインデックスのこれまでの状況(左が2015年10月末現在、右が2015年6月末現在)

		信用コストの閾値			現在のフェーズ	滞在期間(ヵ月)		クレジットバブルインデックス
		Alert	Hazard	Critical		Hazard, Critical	Critical	
日本	AA格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Critical	30	27	225
	A格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Critical	32	26	217
	BBB格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Hazard	9	0	38
	iTraxx Japan	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
欧州	AA格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	A格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	BBB格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Alert	0	0	0
	iTraxx Eur Main	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	XO	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Critical	27	1	113
米国	AA格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	A格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	BBB格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	BB格	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	$\mu+1\sigma$	Alert	0	0	0
	B格	$\mu+2\sigma$	$\mu+1\sigma$	μ	Hazard	46	0	192
	CDX.NA.IG	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0

		信用コストの閾値			現在のフェーズ	滞在期間(ヵ月)		クレジットバブルインデックス
		Alert	Hazard	Critical		Hazard, Critical	Critical	
日本	AA格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Critical	25	22	183
	A格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Critical	27	21	175
	BBB格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Hazard	4	0	17
	iTraxx Japan	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
欧州	AA格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Hazard	15	0	63
	A格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Hazard	10	0	42
	BBB格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Hazard	14	0	58
	iTraxx Eur Main	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	XO	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	Hazard	22	0	92
米国	AA格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	A格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	BBB格	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0
	BB格	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	$\mu+1\sigma$	Hazard	5	0	21
	B格	$\mu+2\sigma$	$\mu+1\sigma$	μ	Hazard	41	0	171
	CDX.NA.IG	$\mu+4\sigma$	$\mu+3\sigma$	$\mu+2\sigma$	-	0	0	0

注: BNPパリバ証券ではバブルの判定を三段階で行った。クレジットスプレッドが信用コスト($\mu+4\sigma$)を下回った領域をAlert、続いて($\mu+3\sigma$)を下回った領域をHazard、さらに($\mu+2\sigma$)を下回った領域をCriticalとし、クレジットバブルのステージを分類。クレジットバブルインデックスは

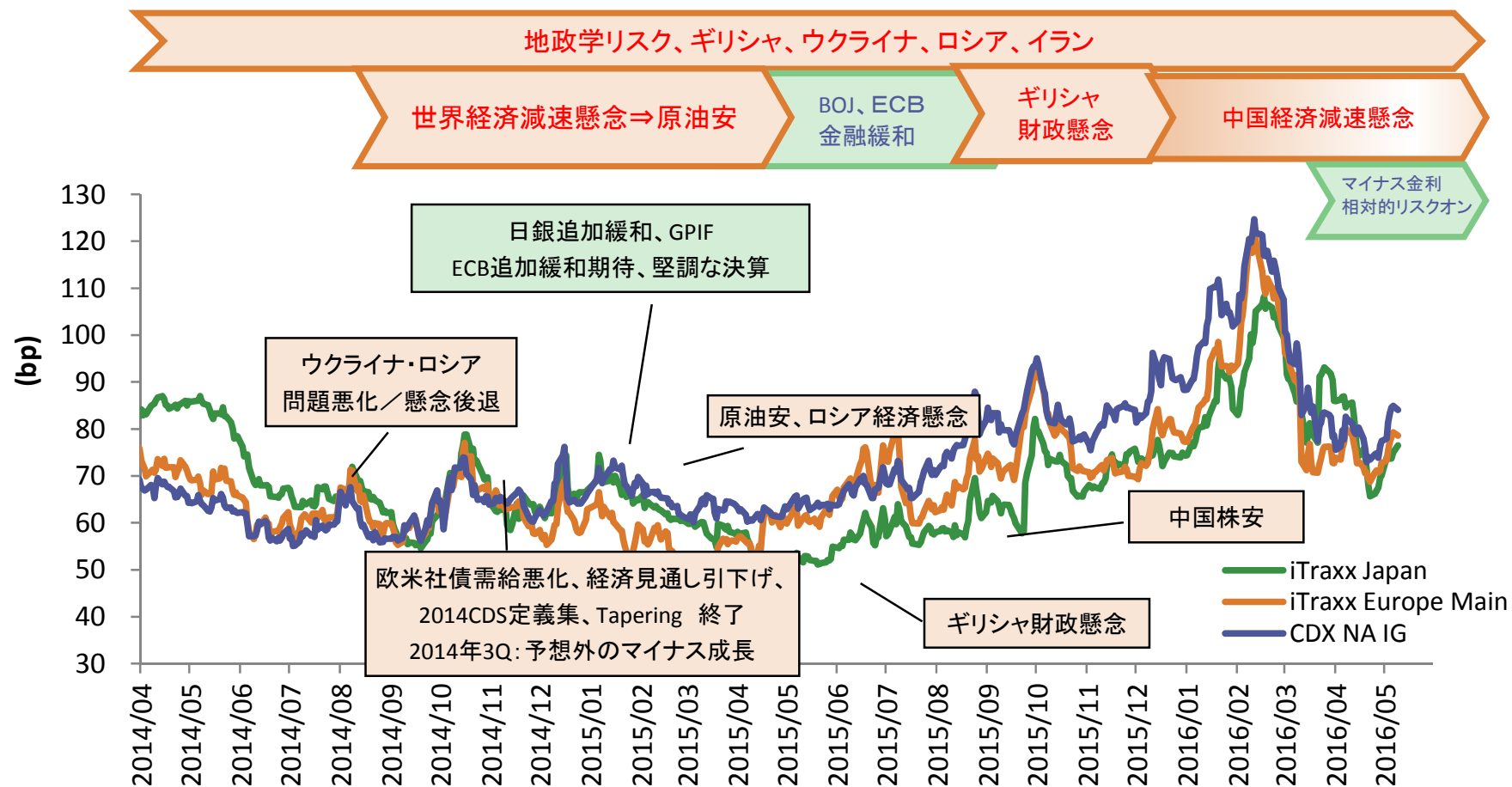
クレジットバブルインデックス = $\max\left(\frac{\text{HazardまたはCritical滞在月数}}{24}, \frac{\text{Critical滞在月数}}{12}\right) \times 100$ と定義し、これが100以上となった場合にクレジットバブルと呼ぶことにした



1. グローバルクレジット市場の見通し

CDSプレミアム: 一旦の小休止? ただしモメンタムは強くないと見る

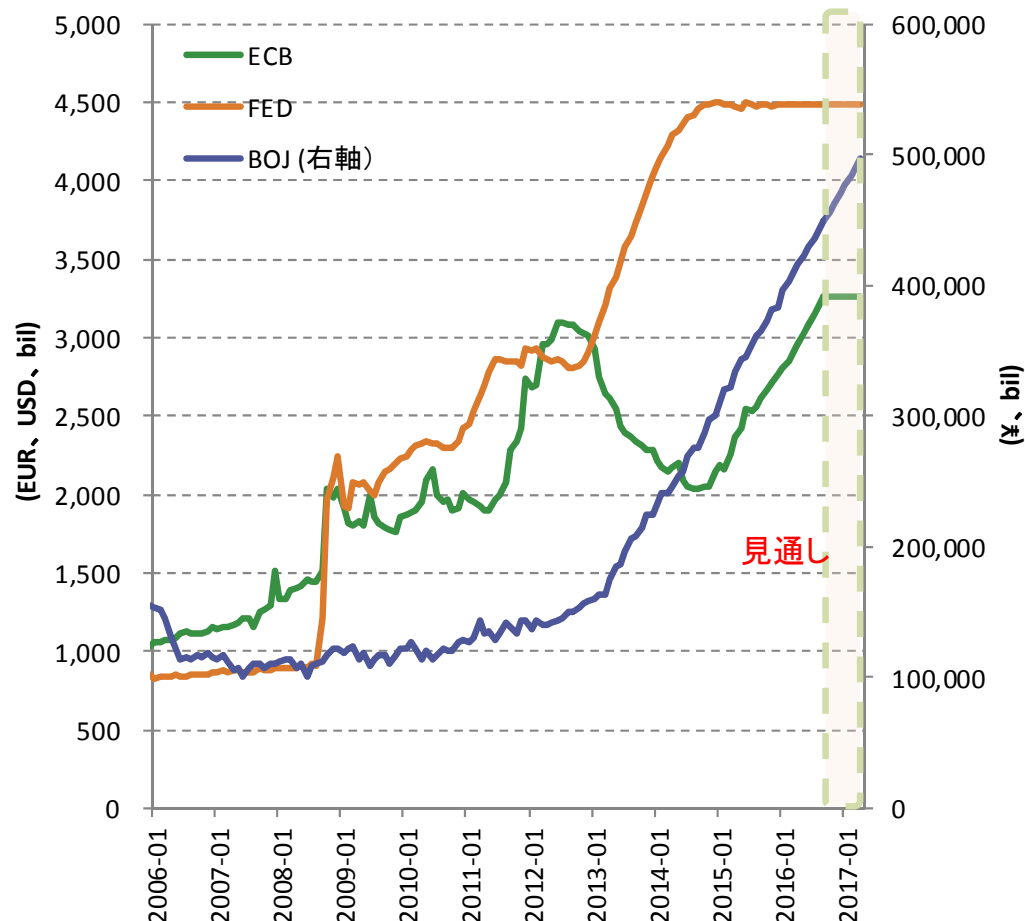
▶ iTraxx Japan、iTraxx Europe Main の推移



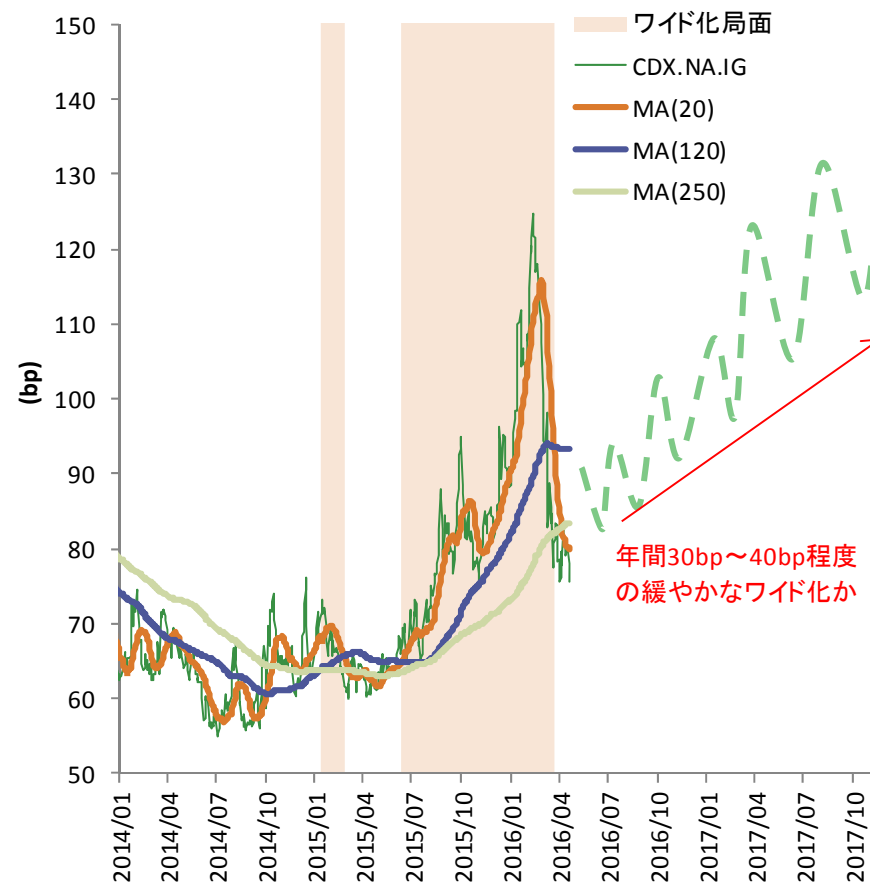
1. グローバルクレジット市場の見通し

日欧の金融緩和継続、米国もスタンス変化なしがクレジットスプレッド形成の岩盤に

▶ BOJ、FED、ECBの総資産推移



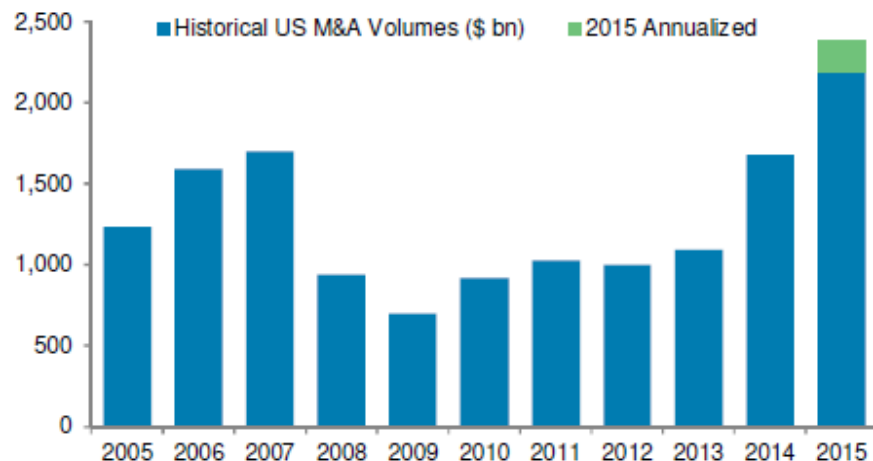
▶ クレジットスプレッド: 下値を切り上げる展開を予想



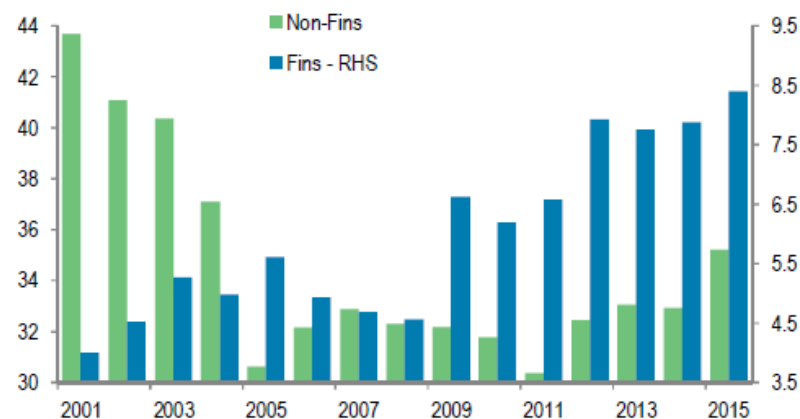
2. 米国クレジット市場の現状

トリプルB格がポイントか？

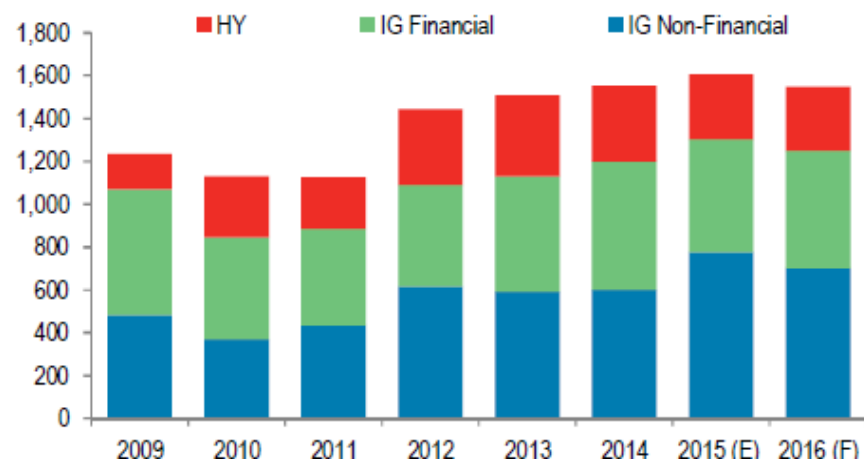
好調なM&A



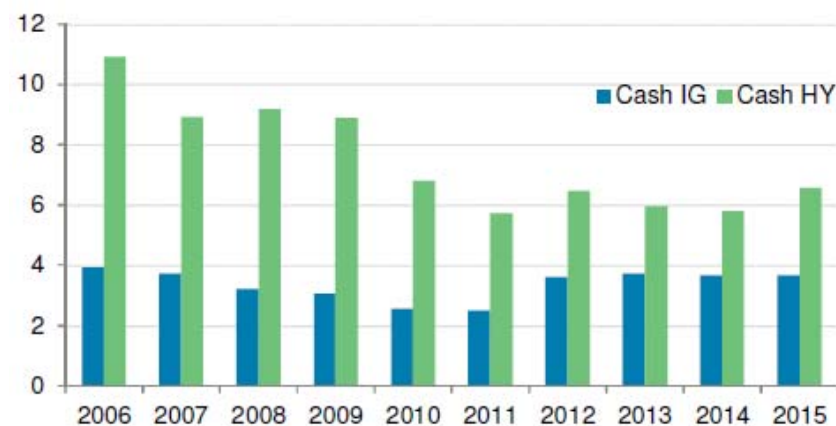
社債インデックスに占めるBBB格の割合(額面ベース)



ドル建て社債発行額推移(10億ドル)



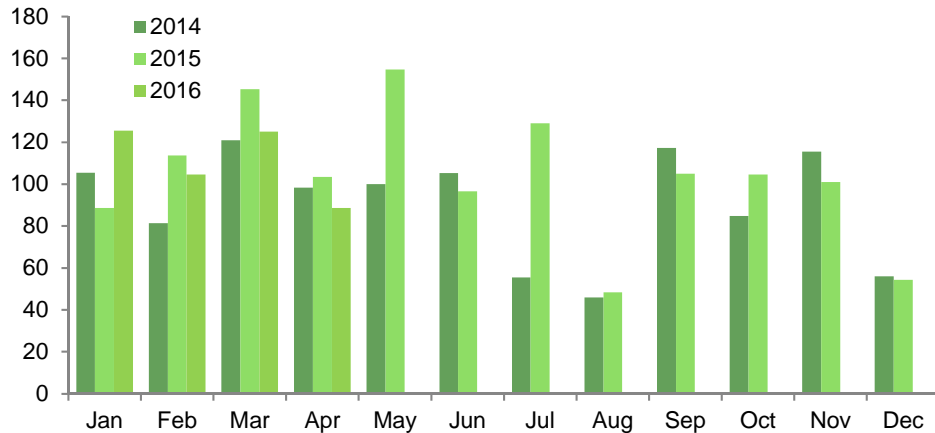
社債取引額(発行残高に対する倍数)



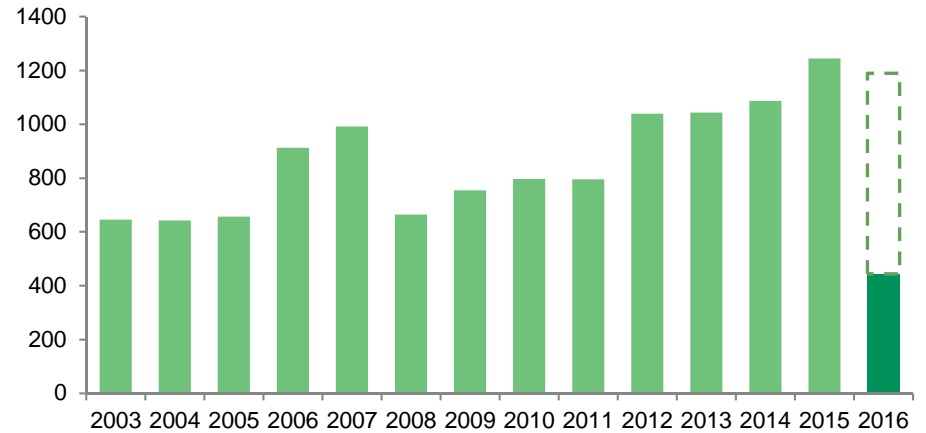
2. 米国クレジット市場の現状

社債発行の中心は投資適格市場

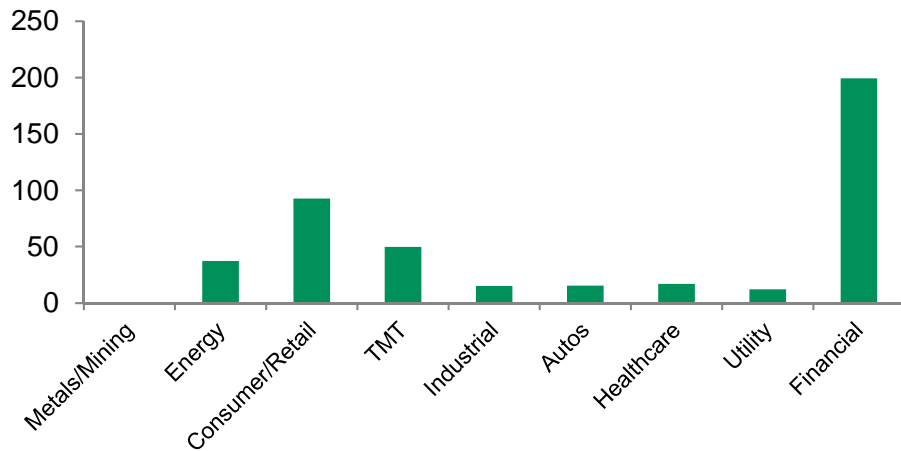
投資適格発行額推移①



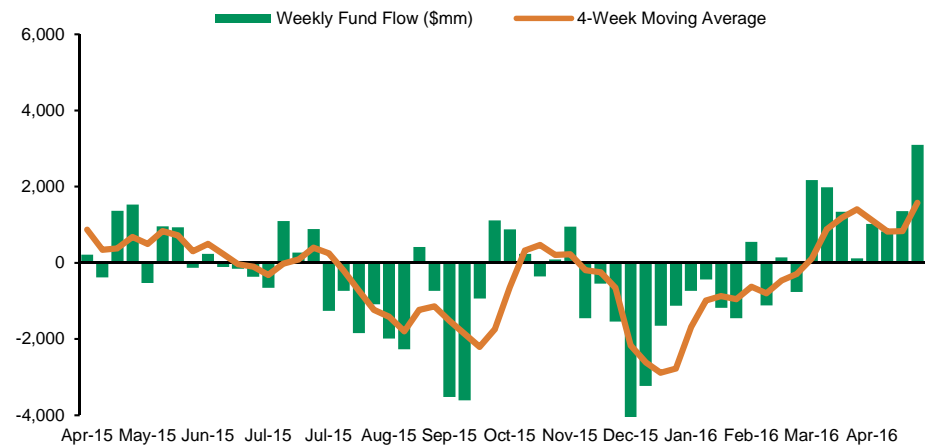
投資適格発行額推移②



2016年4月現在までのセクター別発行



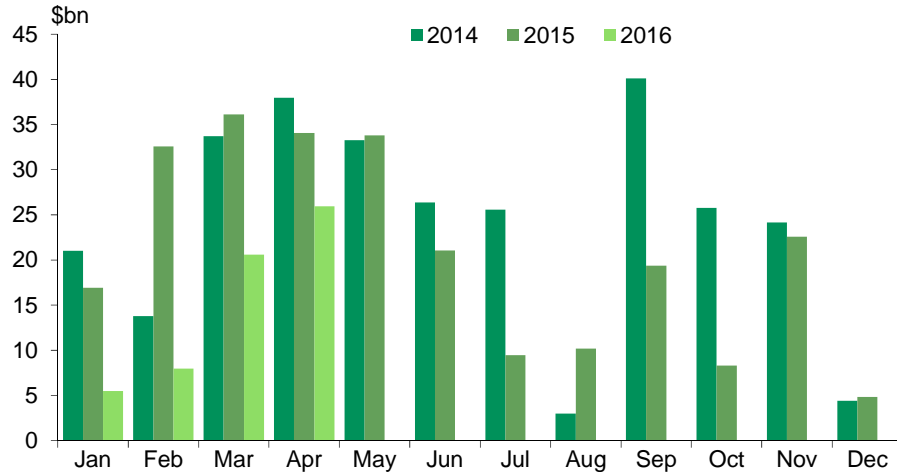
IGへのファンドフロー



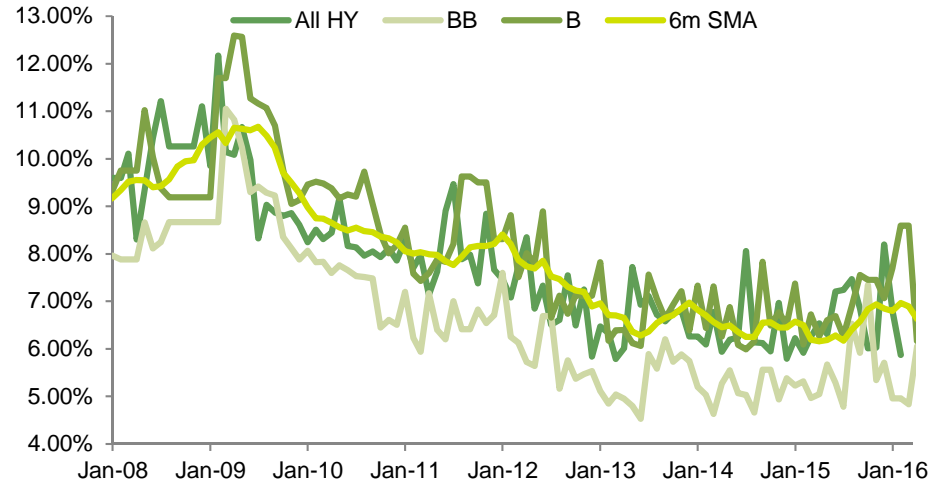
2. 米国クレジット市場の現状

ハイールド市場は自律的に調整か？

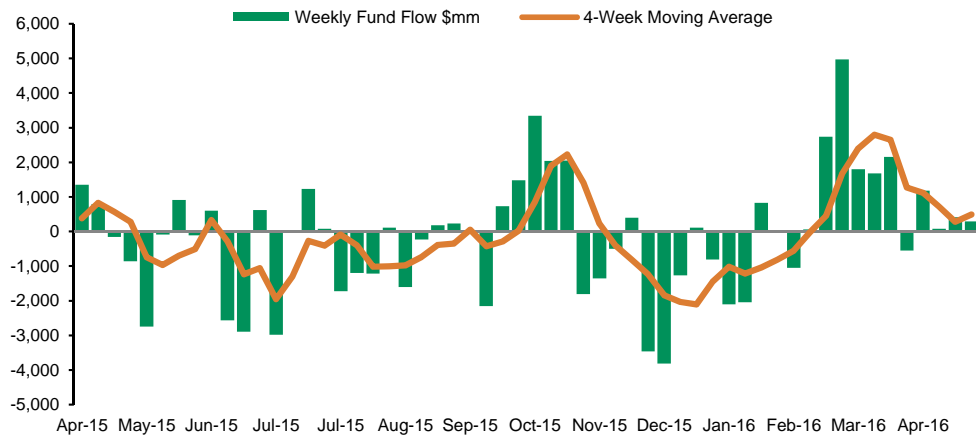
HY債発行額推移



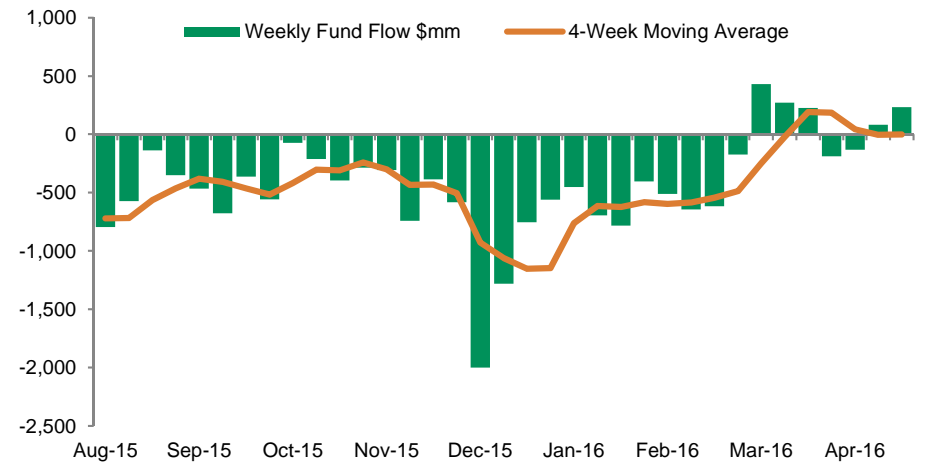
新規発行の平均イールド



HYへのファンドフロー



ローンへのファンドフロー



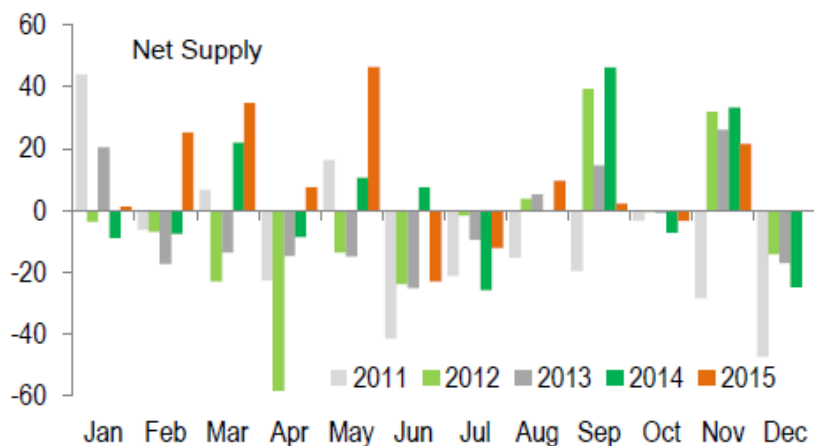
3. 欧州クレジット市場の現状

欧州の発行市場と金融政策の関係とは？

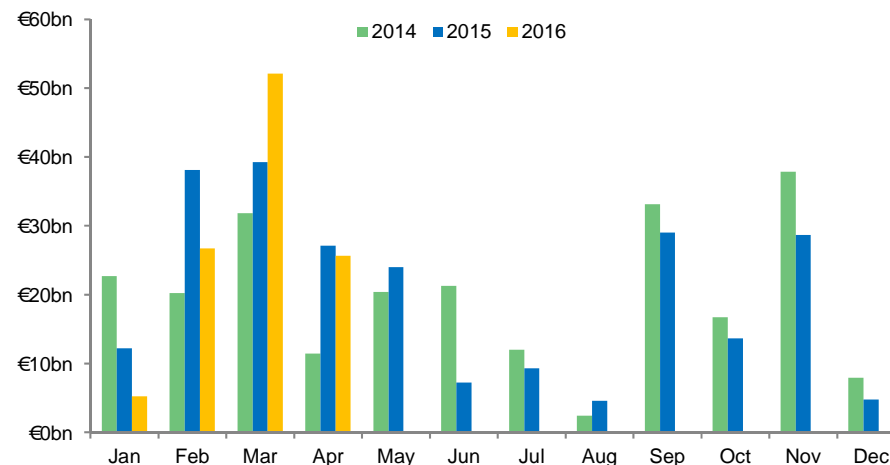
▶ 投資適格債全体の発行額-欧州の発行体(全通貨、10億ユーロ相当)

	2015 YTD										2016			Average gross issuance					
	Issuance as of 7 Dec 2015				Issuance as of 7 Dec 2015 Total	Redemptions Jan-Nov 15					Net Supply	Issuance Forecast	Redemptions		Net Supply				
	EUR	GBP	USD	Others		EUR	GBP	USD	Others	Total						EUR	GBP	USD	Others
Banks Senior	126	6	91	24	247	228	6	53	16	302	-101	1	38	8	-55	215	239	-24	313
Banks Sub	32	3	35	3	73	33	13	11	2	58	-1	-10	24	2	15	65	34	31	56
Insurance	13	5	3	2	23	12	2	2	2	19	1	3	0	0	4	21	12	9	19
Covered Bonds	118	8	5	12	146	152	4	12	15	183	-34	4	-7	-3	-37	160	198	-38	179
IG Non-Financials	164	13	85	13	275	104	11	42	13	170	60	2	43	0	105	240	191	49	243
HY Non-Financials	33	5	19	3	60					34					-34	55	30	25	41
Leveraged Loans	42	11	0	6	58					24					34	55	25	30	68

▶ 投資適格債全体の総発行額(全通貨、10億ユーロ相当)

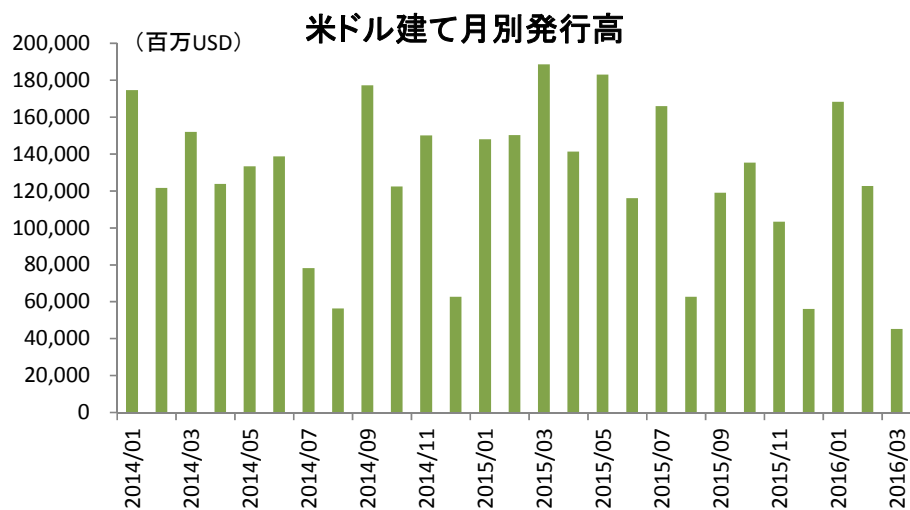
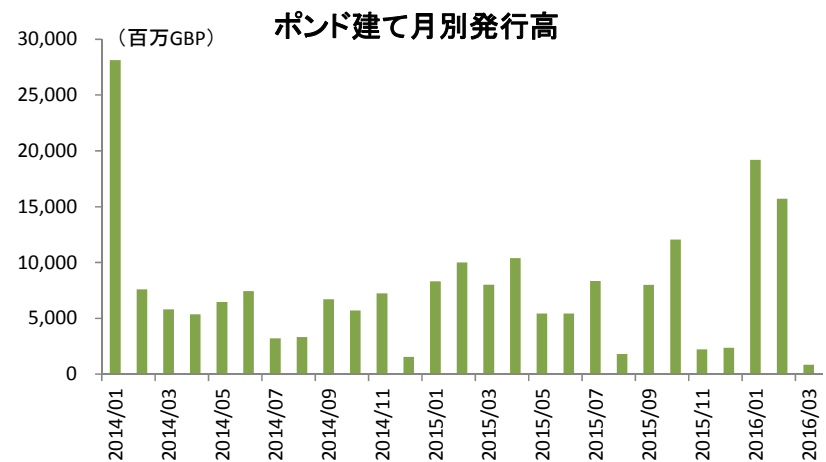
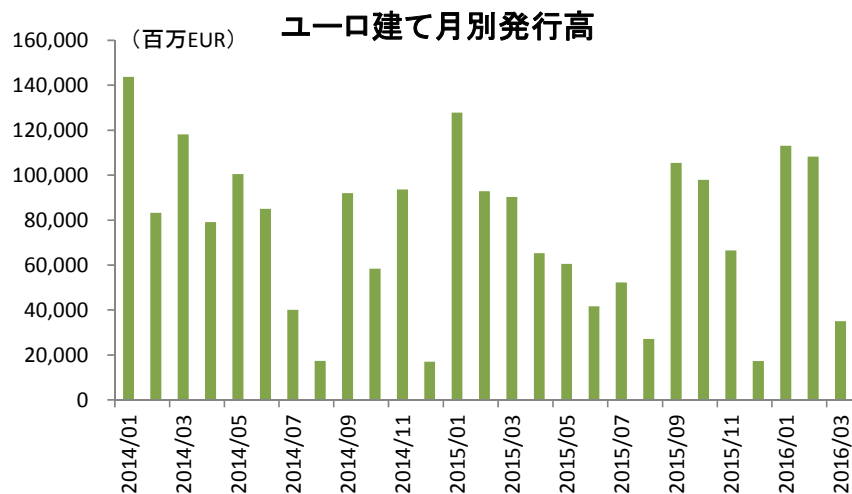


▶ 投資適格全体の総発行額(全通貨、10億ユーロ相当)



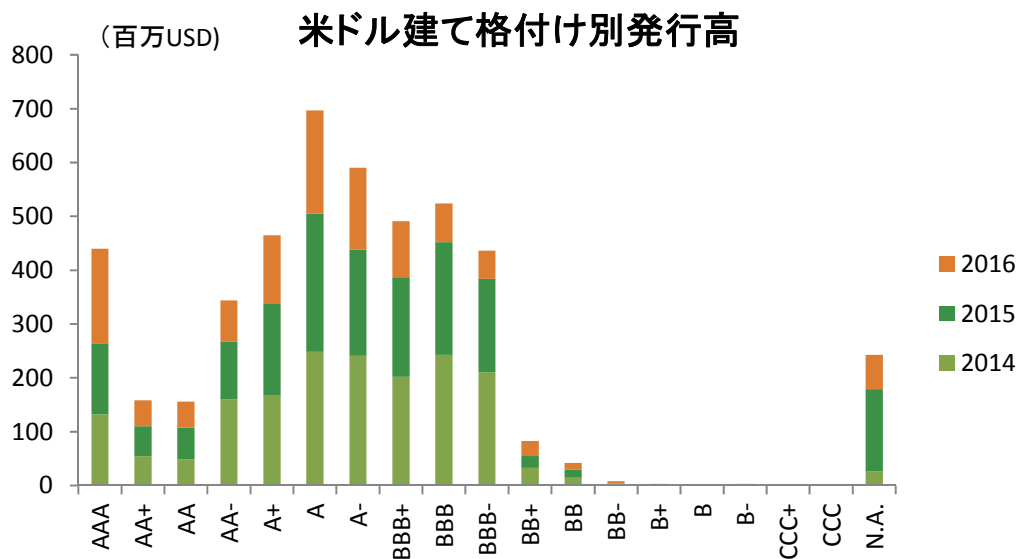
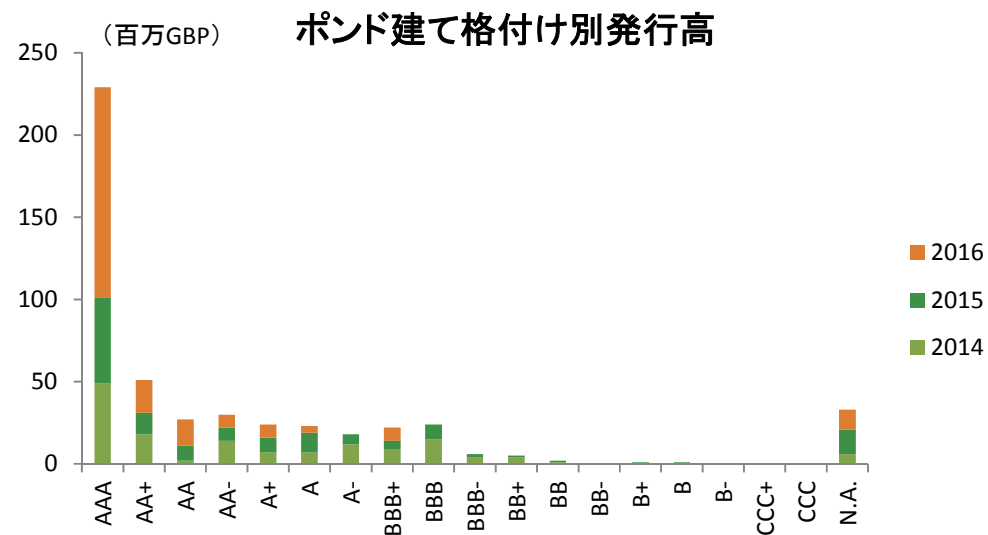
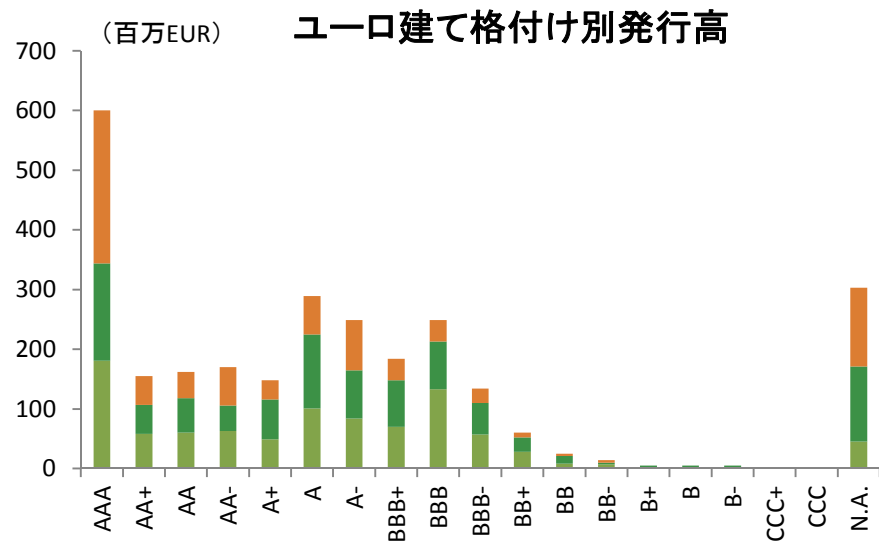
3. 欧州クレジット市場の現状

マイナス金利と社債発行市場との関係は？①



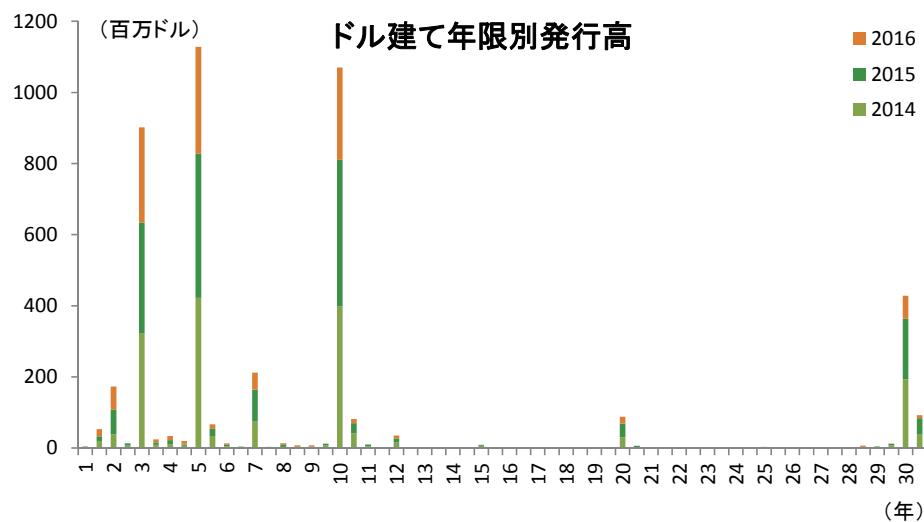
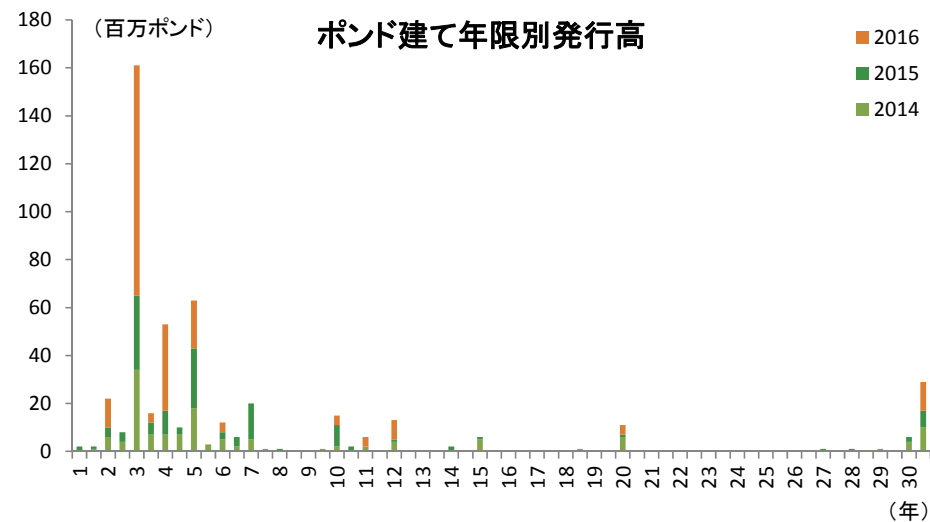
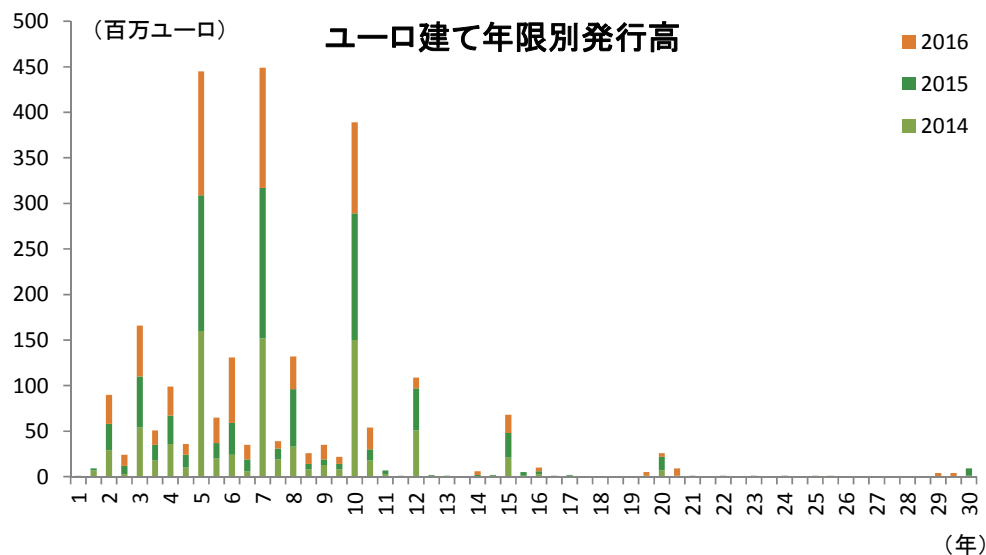
3. 欧州クレジット市場の現状

マイナス金利と社債発行市場との関係は？②



3. 欧州クレジット市場の現状

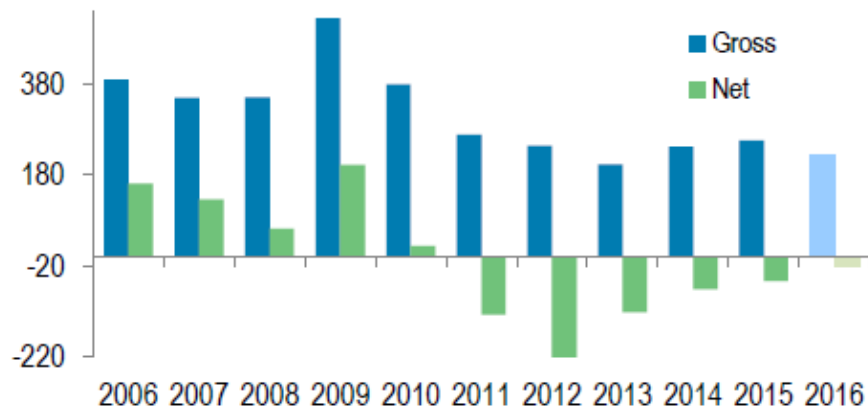
マイナス金利と社債発行市場との関係は？③



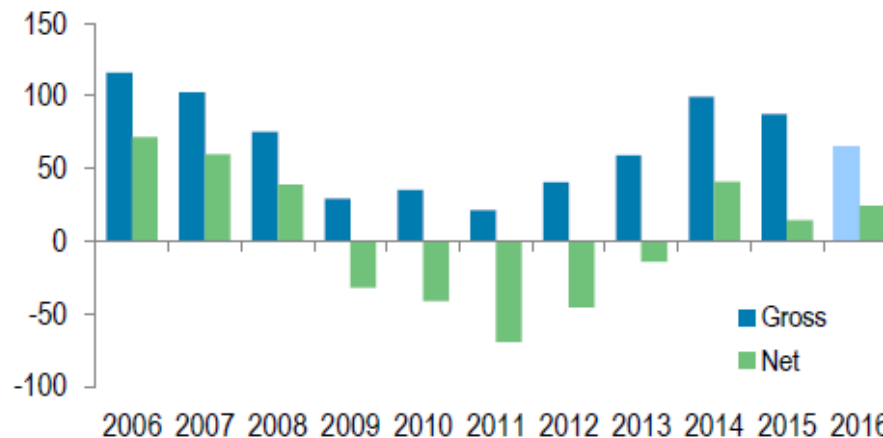
3. 欧州クレジット市場の現状

金融セクターの発行の中心は劣後債、非金融セクターは安定的に起債

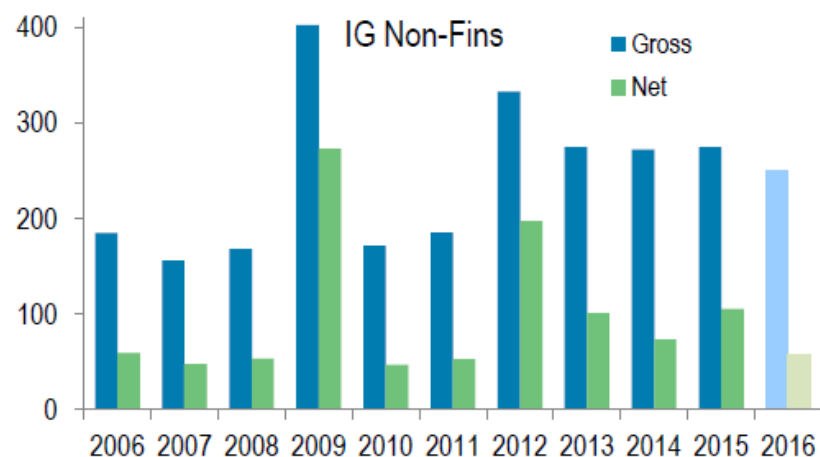
金融シニア債発行額推移



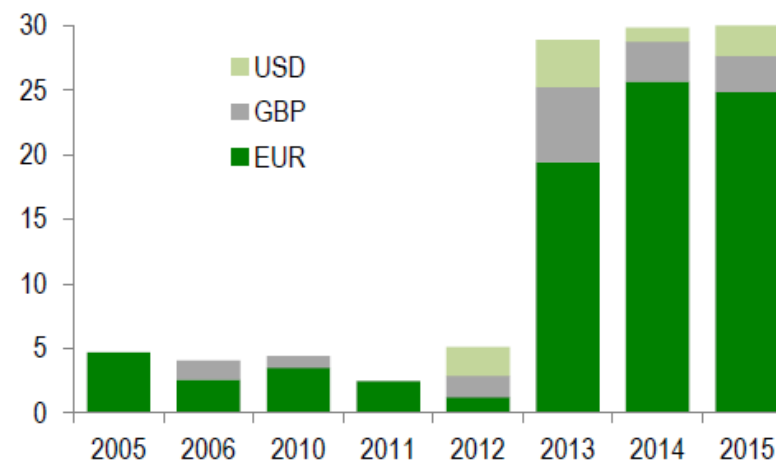
金融劣後債発行額推移



投資適格非金融債発行額推移



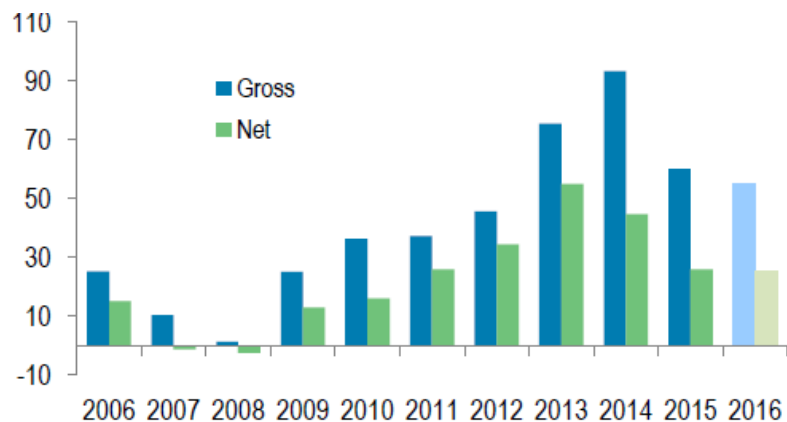
ハイブリッド事業債発行額推移



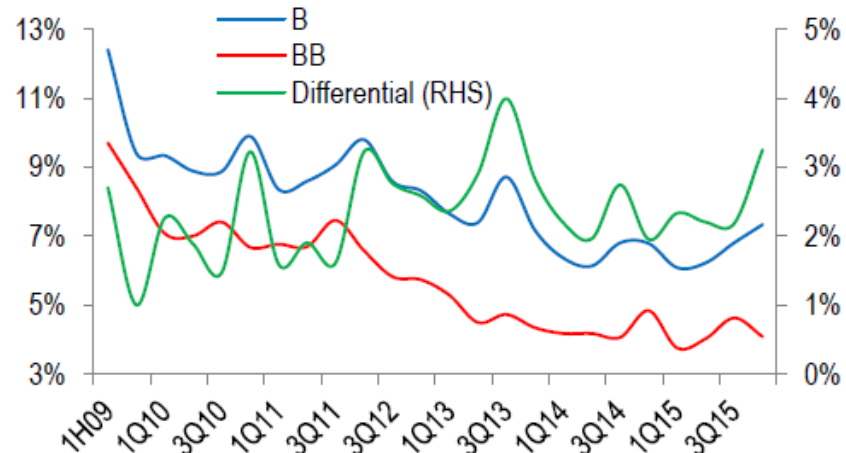
3. 欧州クレジット市場の現状

ハイールド市場は欧州でも自律的に調整か？

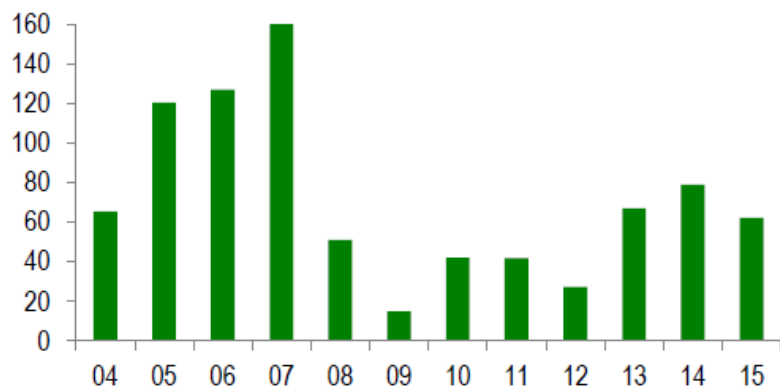
HY非金融債の発行額推移



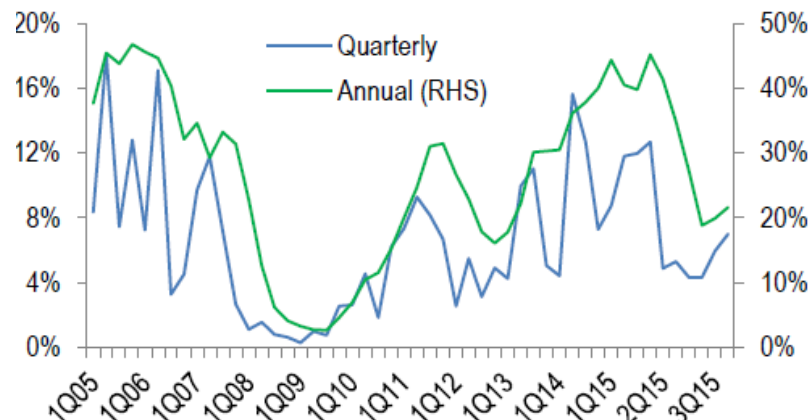
ハイールド債の発行利回り



レバレッジローンの組成額推移



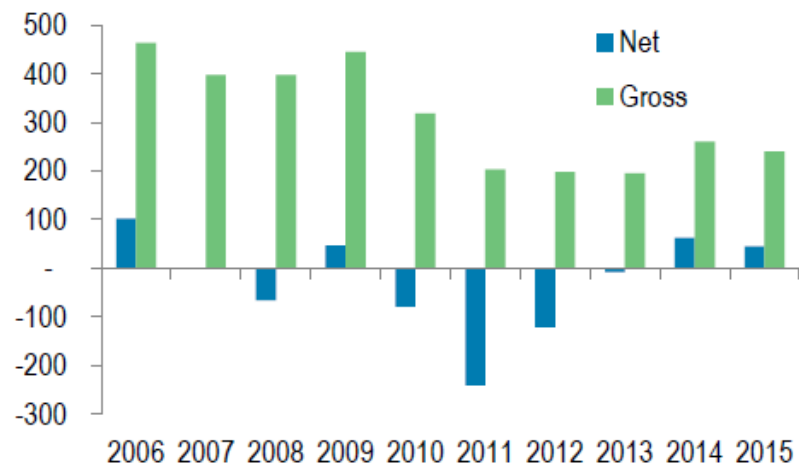
欧州レバレッジ・ローンインデックス構成銘柄借換え率



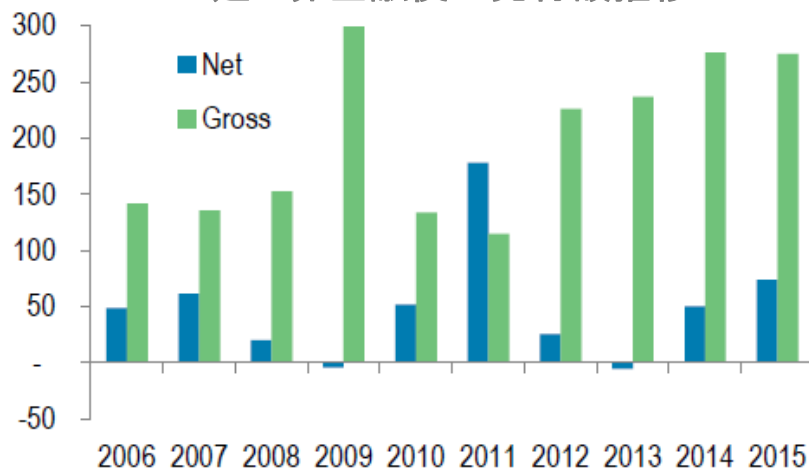
3. 欧州クレジット市場の現状

低金利政策がどう影響するか？

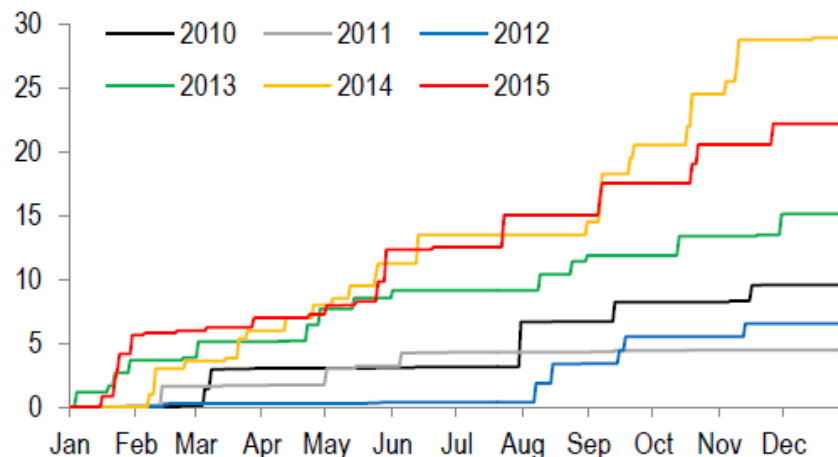
ユーロ建て金融債の発行額推移



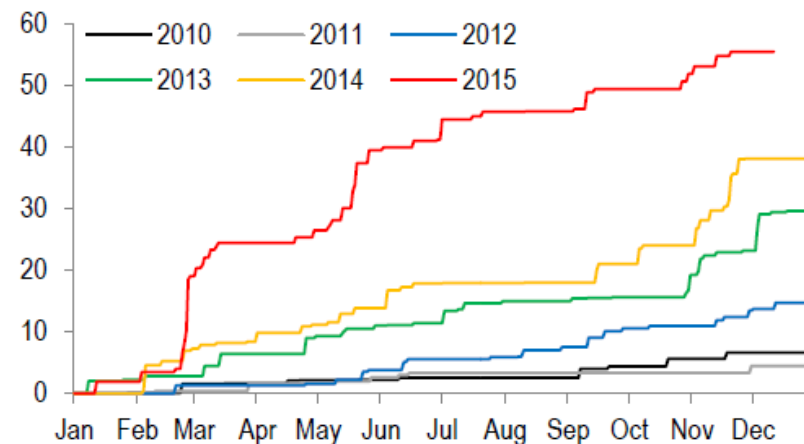
ユーロ建て非金融債の発行額推移



リバース・ヤンキー金融債発行額推移



リバース・ヤンキー非金融債発行額推移



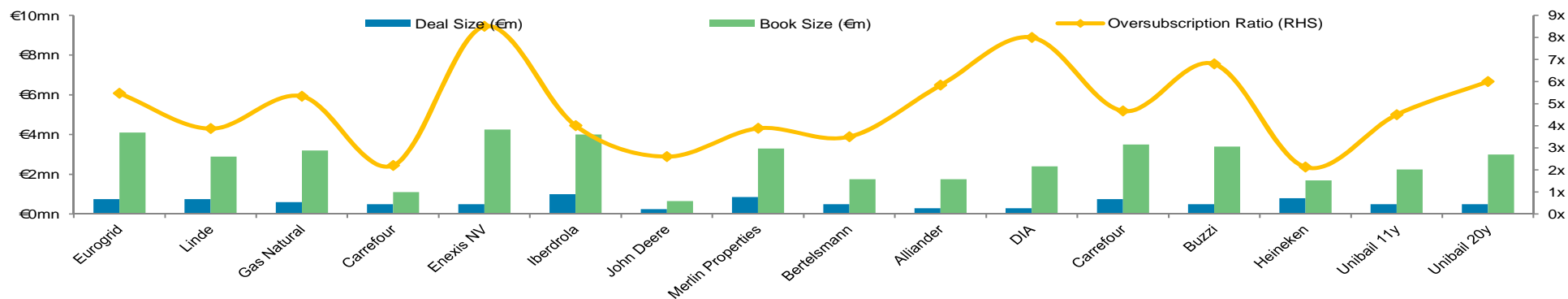
3. 欧州クレジット市場の現状

政策によるクレジット市場への影響

ECBの社債購入プログラム(CSPP)

- ECBレポ適格担保要件を満たすこと、
- 適格格付け会社の1社からBBB-相当の格付けを取得するユーロ建て債券に限定、
- ユーロ圏に設立された銀行以外の企業が発行する債券に限定(親会社がユーロ圏以外でも可)、
- 公益銘柄を除き、新発銘柄も対象、
- 1銘柄の買い入れ上限は70%(公益銘柄の場合は33%)。発行額に下限は設定されず、
- 買入れ時点で残存6か月から30年までの債券が対象、

社債: 過熱感ある人気



金融商品取引法第37条に定める事項の表示

金融商品取引を行うにあたっては、各金融商品等に所定の手数料等(たとえば、株式のお取引の場合には、約定代金に対し、事前にお客様と合意した手数料率の委託手数料および消費税、投資信託のお取引の場合には、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等)をご負担いただく場合があります。また、すべての金融商品には、関連するさまざまなリスクがあり、国内外の政治・経済・金融情勢、為替相場、株式相場、商品相場、金利水準等の市場情勢、発行体等の信用力、その他指標とされた原資産等の変動により、多額の損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、デリバティブのお取引の場合には、弊社との合意により具体的な額が定まる保証金等をお客様に差し入れていただくこと、加えて、追加保証金等を差し入れていただく可能性もあり、こうした取引についてはお取引の額が保証金等の額を上回る可能性があります(お取引の額の保証金等の額に対する比率は、現時点では具体的な条件が定まっていないため算出できません。)。また、上記の指標とされた原資産の変動により、保証金等の額を上回る損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、取引の種類によっては、金融商品取引法施行令第16条第1項第6号が定める売付けの価格と買付けの価格に相当するものに差がある場合があります。なお、金融商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該金融商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読みください。

権利行使期間がある場合は権利を行使できる期間に制限がありますので留意が必要です。

期限前解約条項、自動消滅条項等の早期終了条項が付されている場合は、予定された終了日の前に取引が終了する可能性があります。

商号等/ BNPパリバ証券株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2521号)

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、

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

免責事項

この文書は有価証券・外国為替等の購入、売却その他の取引を勧誘し、または推奨するものではありません。ご提供いたします情報は、十分信頼できる情報源に基づいておりますが、BNPパリバ証券株式会社は、情報の正確性および完全性について、保証はいたしません。本資料に記載された意見は表記時点での弊社の判断を反映したものであり、今後変更されることがあります。弊社ないしは弊社の関連会社またはそれらの従業員は本資料の情報に基づき有価証券・外国為替等を保有し、または自己勘定で、または他人の委託を受けて売買を行うことがあります。本情報を使用することにより生ずる、直接または間接のいかなる種類の損失に対しても、弊社は責任を負いかねます。この資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたものです。投資に関する最終決定はお客様ご自身でなさるようお願い申し上げます。

