

5. パネルディスカッション「日本の社債市場の展望」

モデレーター 日本総合研究所 副理事長 翁 百合 氏



パネリスト 野村證券 デット・キャピタル・マーケット部長 石田 輝彦 氏
オリックス 財務部部長 高田 十光 氏
日本生命保険 クレジット投資部長 高田 保豊 氏
日本格付研究所 格付企画部長 水口 啓子 氏



テーマ1 社債市場における最近の動向について

(日本総合研究所 翁 氏)

昨今の社債市場を取り巻く環境は、日本銀行によるマイナス金利導入等があり、発行・流通市場ともに大きな変化が起こっていると認識している。本パネルでは、各市場参加者の立場から、このような環境変化に伴う社債に対する意識の変化について議論いただき、認識を共有することで、社債市場の活性化に向けた新たな解決の糸口を見出せればと考えている。最初のテーマは「社債市場における最近の動向」についてである。特に、マイナス金利導入後は、社債と国債におけるクレジットスプレッドが拡大しているとの話もあることから、このような切り口からもお話を伺いたい。

まず、野村証券 石田氏より、最近の商品のトレンド、またプライシングや流動性の変化等について、ご意見をいただきたい。

(野村証券 石田 氏)

① マイナス金利導入後のプライシング方法について

日本の債券市場では、マイナス金利の導入前の 2015 年から年間通じて金利低下が続いており、その中で、利回り妙味の減少から、年度初めの段階から、円債の投資を減らす、又は見送る投資家が相当程度存在した。この低金利環境の継続は、社債を発行する発行体にとって低利調達的好機であるという一方で、社債投資家の減少からの発行条件の悪化、発行スプレッドの拡大につながっており、間接金融の積極的な貸出姿勢の継続も相まって、社債発行による調達意欲の低下につながったと考えている。

一方で、年度半ばに、発行スプレッドの調整が行われ、その中で円債に回帰する投資家も徐々に増え、昨年の秋頃には事業債の需給についてもかなり改善が見られた。象徴的であったのは、昨年末のファーストリテイリングの起債であり、デビュー債として過去最大の発行額となる 2,500 億円の起債に成功している。

発行市場がようやく落ちつきを取り戻してきた中で、本年 1 月の日銀決定会合でマイナス金利の導入が発表され、国債金利が大幅なマイナスになった。我々にとっては初めての経験であったが、適正なプライシングを行うために様々な試行錯誤をした。まず、国債で深いマイナス利回りとなった 3 年、5 年の中短期年限については、スプレッドよりも利率絶対値への投資家の関心が高まり、絶対値でのレンジを設定した上でのマーケティング及びプライシングを行うことが主流になっている。現状、金利の低下はさらに進行し、10 年以上の年限の国債の利回りまでマイナスが入っているという状況であり、超長期年限の金利水準も一層低下している。足元では、長期年限、超長期年限のプライシングにおいても利率の絶対値を意識せざるを得ない状況になっている。

長期年限までマイナス金利となっており、かつ金利変動も相応にある環境であることから、マーケティングやプライシングの方法については、唯一の正解はないと考えているが、そのときの起債環境や投資家の声、発行体の状況に応じて臨機応変な対応をしていくことが必要になっている。

② 商品のトレンドについて

マイナス金利政策導入後、需要の傾向としては、短期年限と超長期年限に二極化している状況である。

さらに、金融機関が発行する資本性証券や事業会社が発行するハイブリッド債等、公募による劣後債の発行が増加していることも挙げられる。これらはマイナス金利政策の導入前から既に発行されていたが、シニア社債よりも相対的にスプレッドが乗っていることから、マイナス金利環境下でさらに注目度が集まっている。コーポレートガバナンス・コード等がある中で、ダイリューションを起こさない商品のニーズがさらに高まっていることから、シニア社債のみならず、劣後性の社債の発行も今年度は増えていくのではないかと考えられる。

(日本総合研究所 翁 氏)

続いて、日本格付研究所の水口氏から、新たなクレジット商品やクレジットスプレッドに対する評価について、ご意見をいただきたい。

(日本格付研究所 水口 氏)

① 新たなクレジット商品について

当社ではハイブリッド証券について、格付の付与に加え、どのぐらい普通株に類似した商品であるかという観点から、資本性について3段階評価を行っており、多数の実績がある。ハイブリッド証券は、利息・配当、元本を繰延べられる条項、及び満期がない又は満期までの期間が長期である等の元本の永続性により、財務面で苦しい時にキャッシュアウトを抑制することが可能である点並びに破綻時の請求権順位がシニア債務に劣後する点で普通株に似た性質があることに注目している。ハイブリッド証券は、劣後条項、繰延条項をノッチ差に反映することから、発行体格付より低い格付が付与される。

足元でハイブリッド証券の市場に注目が集まっている背景としては、投資家サイドでは、スプレッドがある程度期待でき、信用リスクが低い高格付先のハイブリッド案件への需要が強いこと、発行体サイドでは、従前よりも調達コストが下がり、資本増強策としての妙味が増していること等があるといえる。

ハイブリッド証券発行の目的も多様化している。毀損した資本の補完策からより多様化に向かう流れが続いている。成長資金の取り込みや、買収や経営統合に伴う財務負担をハイブリッド証券調達で補う等、前向きな目的での調達が出てきている。

マイナス金利下でもあり、ハイブリッド証券が注目されているが、この機会に公募形態を含めたハイブリッド証券マーケットの進展を含め、債券市場の活性化に一定程度寄与し得ると考える。

② クレジットスプレッドについて

社債市場の活性化に向けたフォーラム 講演録

クレジットスプレッドについては、投資家の信用リスクへの選好が高まる中、国内社債市場で投資対象が潤沢にない事態に遭遇すると、需給の逼迫から、社債のスプレッドに歪みが出るのが懸念される。

間接金融に強みを有する銀行以外の保険会社等の多く投資家において、従来以上に債券投資に係る信用リスクへの選好が高まっている。具体的には、欧米の大型買収、アセットマネジメントへの資本参加等を行った本邦金融機関の中には、各自のグループ内の欧米子会社のクレジット分析のノウハウを生かし、国外の信用リスクエクスポージャーにつながる形で、一部の運用をアウトソースする動きも出てきている。

信用リスクをより取っていく局面では、分散投資を可能とする市場の厚みも非常に重要である。社債市場がさらに活性化され、我が国の市場でも中低位格付含め、多様な信用力の発行体を擁する形で社債市場の厚みが増すことがあれば、欧米市場に加え、我が国で発行された債券もさらに組み込んだ分散投資の機会実現のシナリオが見えてくることになり、大いに投資家ニーズに応えることになるのではないか。

(日本総合研究所 翁 氏)

マイナス金利の導入といった環境変化に伴う資金調達手段としての社債に対する考え方の変化等について、オリックスの高田氏より、また投資家としての社債に対するリスク許容度の変化等について、日本生命の高田氏よりご意見をいただきたい。

(オリックス 高田 氏)

マイナス金利政策により、絶対金利が大幅に下がることは、借入れ、社債ともに大きなメリットである。そして、様々な格付の高い発行体が日本でもハイブリッド債を発行するようになった点もメリットとして挙げられる。三菱商事が先駆的に発行し、かつ格付機関と証券会社、銀行が積極的に取り組んできたことで裾野が拡大したと言える。特にハイブリッド債に関しては、経営財務指標を維持又は改善しながら格付資本を充実できるという点で資本性負債調達の市場の裾野の拡大につながる。今後、様々な発行体のハイブリッド債の発行が増え、投資家もそれを求めていると感じる。調達の選択肢が多様化する中で、ローンとの比較で、ハイブリッド債に魅力がある否かが大きなポイントとなる。

日銀がマイナス金利を導入してから3、4か月が過ぎた現在、マイナス金利、日銀買い入れオペ及びゼロフロア問題の3つが掛け合わさって、社債の信用スプレッドが信用力とは別にテクニカルに広がっている。投資家目線と発行体のニーズがミートする水準がフェアなプライシングといえるが、最近の起債条件のようにTスプレッドが拡大し社債が絶対値の利回りでプラス条件ベースとなるならば、ローンの方が手続きも簡便で銀行

との相対契約であり便利で有利と考えられるケースも多く、相対的に社債の魅力が低下し、これが反映して社債の発行量が全体的に減っているという印象を受ける。

また、社債スプレッドのテクニカルな拡大が新規の借入れにも間接的に影響を及ぼしはじめている。特に我々が一番懸念しているのが、信用力とは別に社債の信用スプレッドが拡大しているという点である。国債と社債の価格形成が適正に行われるような金融政策のもとに実際のマーケットが形成されるのが一番望ましいが、マイナス金利政策の影響を受け、国債の利回りがどんどん下がる一方、社債についてはECBのCSPPと異なり、社債買い入れオペの年限が1年から3年で限定され、買い入れ量も決まっており、さらにゼロフロアの問題もあるため、まさに三重苦の状態、どうしても社債のスプレッドが相対的にテクニカルに広がってしまう。これはかなり難しい問題である。

ローン市場で起こっている問題として、ゼロフロアの問題が様々な影響を及ぼしている。大きくあげて①利息の計算認識不一致、②会計上の問題、③税務上の問題、④新規銀行取引の問題の4つがある。多くの企業が変動金利借入れをスワップで固定化しているが、既存契約に追加でゼロフロアを銀行から要求されるとスワップにはゼロフロアがなく、付けると有償コストが掛かり不一致が発生する。このようなヘッジ会計の対象が不適用になるリスクや、フロアオプションとしての有償価値の取り扱い次第でIFRSや米国会計採用企業では分離会計のリスクや無償とした場合の利息差額の損金不参入のような課税リスクにもつながる。さらに、既存契約の利息計算で基準金利のマイナスの取り扱いで銀行と企業との間で基準金利Libor+ゼロ～一桁前半の適用金利ローンでフィクシング段階で適用金利マイナスの認識可否から利息認識に不一致・意見相違が発生しているケースもある。7-8月のセトルまでサスペンドとなり、このゼロフロア問題を解決しない限り新規融資交渉が停止し、借入れの満期にロールせず期落ちさせ続けている企業もあると聞いている。

基本的にゼロフロア問題において、国債と社債・ローンの法的な位置づけは消費貸借契約上の一般債権と同じだという認識ではあるが、国債はすでに入札を通じてマイナス金利調達が恒常化しているが、社債やローンはそうではない。ローンや起債市場において金融法委員会の見解が一人歩きしているのか定かではないが扱いは国債と明らかに別である。今後ECBのCSPPの動向を見ながら、日本の社債市場の動きが海外の投資家の影響も含めて大きく変わってくる可能性があり、金融法委員会の見解をもう一度確認したほうが良い。また、経産省傘下の任意団体の企業財務協議会では、参加企業を要請を受けゼロフロア問題やマイナス金利の影響を取り上げており、経産省及び金融庁等の関係省庁とも対応策を含めて様々な取組みを行っているところである。

社債市場の活性化に向けたフォーラム 講演録

日銀統計で、日本の企業の預貯金が246兆円、銀行借入れが266兆円、社債が53兆円というデータがある。社債市場は銀行借入れ対比でそもそも小さく社債市場の活性化をさらに進めて円滑な企業の資金調達の間として発展させるためにも、議論を行い、様々な目線を持って取り組んでいきたい。

(日本生命保険 高田 氏)

弊社は2年前に「クレジット投資部」という部署を設置し、グローバルに社債投資を積極化している。社債投資の割合は、運用資産全体(約60兆円)の1割程度。ここ数年は、金利水準や市場の規模の大きさの観点から、海外社債への投資の割合が増えている。為替ヘッジコストは高止まりしているものの、ヘッジをしてもまだまだ国内社債よりも魅力的な利回りが得られる機会が相当多く、昨年度はクレジット投資のうち3分の2が海外、3分の1が日本となっている。分散投資の観点から、国や業種、地域、投資タイミング等に留意しつつ、グローバルに投資適格債を中心に投資をしている。また、ニューヨークとロンドンには、運用子会社の中にクレジット専門のチームを設置し、クレジットアナリストを現地採用している。

弊社の運用資産の多くは日本のお客様からお預かりしている円建ての保険料が原資となるため、円ベースでのALMを基本としており、外貨建社債に投資しても基本は為替ヘッジを行っている。ただ最近では、豪ドルや米ドルといった外貨建ての保険商品に対するお客様のニーズが高まっているため、円ヘッジが不要な運用資産も増えており、運用手段の多様化が進んでいる。

マイナス金利の導入後、日本の社債市場には様々な変化がみられる。1つは、期間の長い社債が出てきていることである。長期投資家にとっては、投資対象の多様化が図れる点で好ましい動きと言える。また、従来は劣後債といえば、金融機関発行がほとんどであったが、一般事業法人のハイブリッド債発行も増えており、社債市場の多様化がすすみつつある。

投資家にとっては、従来の投資対象のみでは十分な利回りが得られなくなっていることから、一定のリスクテイク、つまり、海外のリスクやデュレーションリスク、低格付のリスクを取るようになってきている。このように新たなリスクをとる上で、投資をする際の銘柄の選択や目きき、投資後のフォロー及びポートフォリオ全体としてのリスク管理のあり方について、更に高度化を図ることが喫緊の課題である。弊社でもこれらの点については継続的に強化しており、たとえば、海外クレジット投資について歴史のある海外の有力保険会社等との情報交換等を通じ、常にアップデートを図っている。

(日本総合研究所 翁 氏)

近年の環境変化に伴う社債市場の変化について、ハイブリッド債や資本性負債調達の市

社債市場の活性化に向けたフォーラム 講演録

場の裾野の拡大というマイナス金利のメリットがある一方で、スプレッドが信用力に見合わない形になっているゼロフロアの問題等、調達サイドにも様々な影響を与えている。また、運用サイドにとっては、投資対象が海外に向いていく等、金融緩和の意図が必ずしもストレートに伝わらないような状況になっており、社債市場にとって様々な課題が見えてきたと感じた。

テーマ2 社債市場活性化に向けた課題と処方箋（各市場参加者の役割）について



（日本総合研究所 翁 氏）

現在の金融政策は社債市場に大きな影響を与える要因ではあるが、長期的な視点に立った場合、社債市場は低格付債の問題等多くの課題を抱えている。現状を踏まえ、社債市場の活性化に向けた課題、各市場参加者がどのような役割を果たすべきかについて、ご意見をいただきたい。

（野村證券 石田 氏）

引受証券会社の立場から申し上げますと、これまで社債市場の活性化に向けて取組みが行われてきたが、昨年度実施された社債の取引情報の報告・発表制度は、現状では、A A格以上の銘柄に限定されていることから、相対的に信用リスクの高い低格付の企業の社債に関しては、価格の透明性や流動性の向上に対する影響は限定的かもしれないが、まず大きな一歩を踏み出したことに意味があると思っている。

その上で、低格付の社債も含めた市場の活性化のためには、引受証券会社として心がけるべき課題が2つあると考えている。1点目は市場環境を踏まえた適切な発行条件が設定されることである。最初のテーマでも触れたように、日銀による異次元緩和以降においては、間接金融との比較から社債発行ニーズが減退しているのが実情である。その中で、多くの投資家に参加してもらえるような起債を目指すことが社債市場の持続的な発展のためには必要だと思っている。一律的に適用される最適なプライシング方法があるというわけではないが、我々引受会社としては、良質な商品供給責任を果たすためにも、モラルを持ったプライシングを心がける必要があると考えている。

2点目は社債の流動性のさらなる向上を目指すことである。取引価格の公表をA格まで広げれば直ちに大きく改善するものではないと考えている。しかし、今の社債市場においては、信用リスクの高い社債はクレジット分析能力の高い中央の大手投資家の売買が中心になっていることから、相対的に分析力の劣る地方の投資家はハイグレードと呼ば

れる高格付で安全な債券を指向しがちだと言える。流動性向上のためには、市場参加者が増えていくことが必要であり、信用リスクに応じたコベナントの設定や社債管理のあり方等、多くの投資家が購入しやすい仕組みを考えていく必要があると思われる。しかしながら、発行体サイドとしては、簡易な手続きで低コストのローンが可能な環境下において、わざわざ手間をかけて高いコストの社債で資金調達を行うメリットが感じられないのも事実である。少し長い目で見ると、流動性向上のために、万が一の金融危機等に備え市場整備は続けていくべきだと考える。

投資家と発行体の間に立つ引受証券会社として、しっかりとマーケットメイクを行う等の流動性向上に貢献を続けることに加え、市場の信認を失うことのないよう、フェアなマーケットの発展に向けて取り組んでいきたい。

(オリックス 高田 氏)

大きなポイントとしては4つあり、①金融政策のあり方及び改善要望、②社債・ローン市場のプライシング、③社債流通市場のインフラ整備、④社債市場の裾野拡大につながる改善である。

まず、①金融政策のあり方及び改善要望については、市場の需給やプライシングに歪みを起こさない、政策意図を反映する金融政策への改善要望もありかと。1つ目がECBのCSPPも参考にした社債買い入れオペの年限の長期化、2つ目が日銀のマイナス金利での貸し出し、3つ目がマイナス金利の目途の目安の提示が重要である。これらの金融政策の工夫で市場の歪みが少し緩和して、社債運用の活発化が進むのではないだろうか。現在の市場の流動性が大きく低下している要因のひとつに、社債市場にとって重要な流動性を供給してくれてかつ信用スプレッドに最も敏感なベンチマーク対比で運用成果を問われる年金などの機関投資家が、この市場の歪み改善にめどが立たない環境下、市場参加し辛い点が深刻な問題としてある。

次に、②社債・ローン市場のプライシングについては、投資家と発行体の需要と供給が合うところがマーケットであるが、マイナス金利の状況下では、欧州ではハイハイ債と言われる、クーポンを高目に設定してオーバーパー発行し、出来上がリクーポンをプラスにする債券を発行するなど、様々な形で工夫を行っている。このような欧州事例も参考にしながら商品の工夫を行い、ゼロフロア問題について議論、検証を行うべきである。ゼロ以上の絶対利回りで適正プライシングという次元から一歩進めた工夫・検討がなければ、社債市場はどんどん閉塞し縮小してしまう。

そして、③社債流通市場のインフラ整備充実については、2つ。①社債の取引情報公表制度の量的・質的充実。②証券保管振替機構での外貨債DVP決済インフラ整備。日本においては発行残高のうちA格が6割弱を占めており、量的な対象の拡大が求められるが、この点については、現在、証券会社から証券保管振替機構に出ている証券決済用データを日証協がAA格以上のみ選別抽出しており、物理的には対応し易い筈。さらに質的な面では、日証協が報告を受けるものについて、投資家と業者、売りと買いの別、利回りとスプレッド等の間接情報の公表も行うことができれば、流動性向上に寄与するのではないかと考える。さらに、外貨建て債の決済インフラの整備を証券保管振替機構に提案したい。発行体の外貨調達ニーズが高まっていて、外債起債も多く、また投資家も外債運用ニーズがある。国内市場において国内発行登録制度を使って、日本の開示ルール及び準拠法、かつ日本語ドキュメントで、本邦企業が外貨債を起債し、投資家ニーズを満たせる市場を整備するためには、証券保管振替機構の外貨債DVP決済インフラは絶対必要であり、外貨建て債の決済インフラの整備が進めば企業の社債市場活用も進み、社債流通市場の活性化につながっていくと考える。

最後に、④社債市場の裾野拡大である。社債管理人制度については、本制度を利用した新規企業の参入、起債第1号が早く実現できるように、いろいろな形でサポートすることが重要である。発行体層の厚みが増さず、投資家のポートフォリオの質が下がりリスクが大きくなっている現状において、大手機関投資家がなかなか参加しづらいなか、投資家層が偏在し絶対金利を中心とするクーポンバイヤーが中心となることで、リスク管理と対応力に不十分さが生じたり、需給の悪化や市場の急変時に流動性が更に低下してマーケットが混乱、起債環境にも大きく影響するのではないかと発行体としては懸念している。新規企業の参入のため、コベナンツ開示事例集の作成を日証協WGでも検討しているところであるが、ローンコベナンツ等の積極的な開示により、社債市場で安心して投資できる環境を整備することが求められる。さらに、社債市場を活用する金融人材の育成に向け、日本証券業協会や業界関係者がサポートすることも求められる。現状のままでは、市場の閉塞感がますます高まってしまいうから、発行体として様々な形で協力していきたい。

(日本生命保険 高田 氏)

日本の社債市場の活性化については、日本の発行体や投資家を増やすだけでなく、海外から発行体や投資家を呼び込むことも必要である。

米国と比較すると、日本の社債市場は規模の面でまだ発展の余地がある。サムライ債は、2007年が発行のピークで、ここ3年の発行は減少傾向にある。プロボンド市場も起債が増えつつあるが、設立から日が浅くまだまだ発展の余地がある。海外の発行体の中に

は、プロボンド市場とサムライ債のメリット・デメリットが分かりにくいといった声もある。プロボンド市場は、ユーロMTNのプログラムが適用でき、英語での開示が認められる点がメリットと言えるが、公募債ではないため、インデックスに入らず、投資家によっては投資対象にならないことがある。一方、サムライ債は、日本語での開示が求められることから、海外の発行体にとって負荷が大きく、投資家層も、実質的に、日本の投資家がほとんどである。様々なハードルはあろうが、将来的にそれぞれの良いところをうまく融合して、海外の発行体と海外の投資家の両方が入ってきやすい受け皿となるような形が望ましいと考える。

また、日本の社債市場には、外貨建ての決済インフラがないことも大きな課題の一つと言える。非DVP決済を行うという手段もあるが、決済の安定性という観点から、証券保管振替機構で外貨建てDVP決済ができるようになれば、投資家にとっても大変ありがたい。決済システムの構築や、法令上の手当てといった対応が必要になってくると思われるが、日本の投資家にとって、海外に求めていた投資機会が日本市場で得ることができれば、非常に利便性が高くなり、日本の社債市場の発展につながると考える。

さらに、日本の企業にESGといったテーマ性のある社債を日本市場で発行してもらい、我々も投資をすることで、日本の社債市場の更なる多様化につなげることを提案したい。環境への対応に限定したグリーンボンドやサステナブル・ボンド等は、国際機関や欧州の発行体を中心に積極的に発行されてきたが、最近では米国においてスターバックスがサステナブル・ボンドを初めて発行するなど、市場拡大の機運が高まっている。

我々も、ESG投資には近年積極的に取り組んでおり、グリーンボンド等については当面の目標として1,000億円の投資を目指している。日本の機関投資家としては、海外ばかりでなく、日本で起債された日本の環境に配慮した債券に投資していきたいという強い思いがある。今後も、発行体企業や証券会社へ積極的に働きかけを行い、日本でのESG債市場の発展に寄与していきたい。

(日本格付研究所 水口 氏)

相対的に信用リスクが高い企業の社債発行を促進するためには、制度策定に加え、投資家サイドでリスク管理の高度化が重要であり、投資家のリスク管理の高度化を可能とする情報開示が果たす役割は大きいと考える。

格付会社としては、発行体格付を「約定通りのタイムリーペイメントが履行される蓋然性に関する意見」と定義している。米国では、中低位格付の発行体による債券発行実績が潤沢であり、コベナントの開示、回収実績情報等の入手が可能であり、事例の蓄積が

進んでいる。格付会社による従来の格付定義の範疇の信用格付業務とは別形態のサービスとして、回収についての調査を進め、その成果を踏まえたサービスが投資家に提供されている事例もある。

また、米国のハイイールド商品の市場については投資のあり方等の一定の枠組みが確立しており、社債に限らず、流動性がある商品のコベナンツ等の情報が金融情報端末に掲載されている。このような投資のあり方が確立されている市場や我が国の現状の下で市場関係者がそれぞれの立場から認識する諸課題も踏まえて、信用リスクに応じたコベナンツの設定、社債管理人の設置や開示も含めたインフラ整備等に前向きに取り組んでいることは非常に意味がある。

相対的に信用リスクが高い企業でも債券発行ができ、またコベナンツも含めた様々な関連情報の開示慣行の定着が確立され、リスク対リターンを踏まえた投資家の資産運用の高度化が進むことがあれば、わが国の社債市場の活性化に向けたシナリオとなるのではないか。

（日本総合研究所 翁 氏）

流動性を回復して、フェアなプライシングができるような流通・発行市場を目指していくという観点からは、現状の金融政策運営にも課題があるとの指摘があったほか、インフラ面でも引き続き様々な整備を続けていく必要がある。それぞれの市場参加者として、取り組むべき課題があることも明らかになった。これらは時間のかかる課題ではあるが、このような問題の解決を進めていき、日本の社債市場の活性化を今後も進めていければと思う。