

日本証券業協会「社債市場の活性化に関する懇談会」御中

NOMURA

Nomura Institute of
Capital Markets Research

米国の社債市場の検証と わが国社債市場を取り巻く環境変化について

2009年9月9日

野村資本市場研究所
執行役研究部長
井瀧 正彦

目次

I. 米国社債の発行・流通市場の概要

- 米国資本市場において大きな存在感を誇る社債市場
- 銀行による法人向け貸付を上回る拡大ペースであった米国社債市場
- 継続的に発行されているBB格以下のハイ・イールド債
- わが国社債に比べて米国社債の平均的な年限は長め
- 他の債券に比べて目立つ売買取転率の低さ
- AAA格とは限らない、米国社債の発行残高で上位の顔ぶれ
- 銀行借入をほとんど利用しない米国大手企業
- 社債活用の比較:通信(2008年度)
- 社債活用の比較:小売(2008年度)
- 米国商業銀行の貸出は家計向けが大半

II. 米国社債市場の投資家の概要

- 大きく異なる日米社債市場の投資家構造(2008年末)
- 米国社債の投資家としての投資信託の存在感の拡大
- 債券ファンドのほとんどは家計/個人による保有
- 米国の社債ファンドにはハイ・イールド型も
- 敢えてハイ・イールド債投資を行う米国の社債ファンドの運用方針
- 米国個人投資家の社債投資拡大に貢献したとされる社債投資プラットフォーム
- 米国社債投資の先駆者たる年金基金
- ハイ・イールド債にも投資する米国の大型年金基金
- CalPERsにおける社債投資の位置づけ
- CalSTRsにおける社債投資の位置づけ

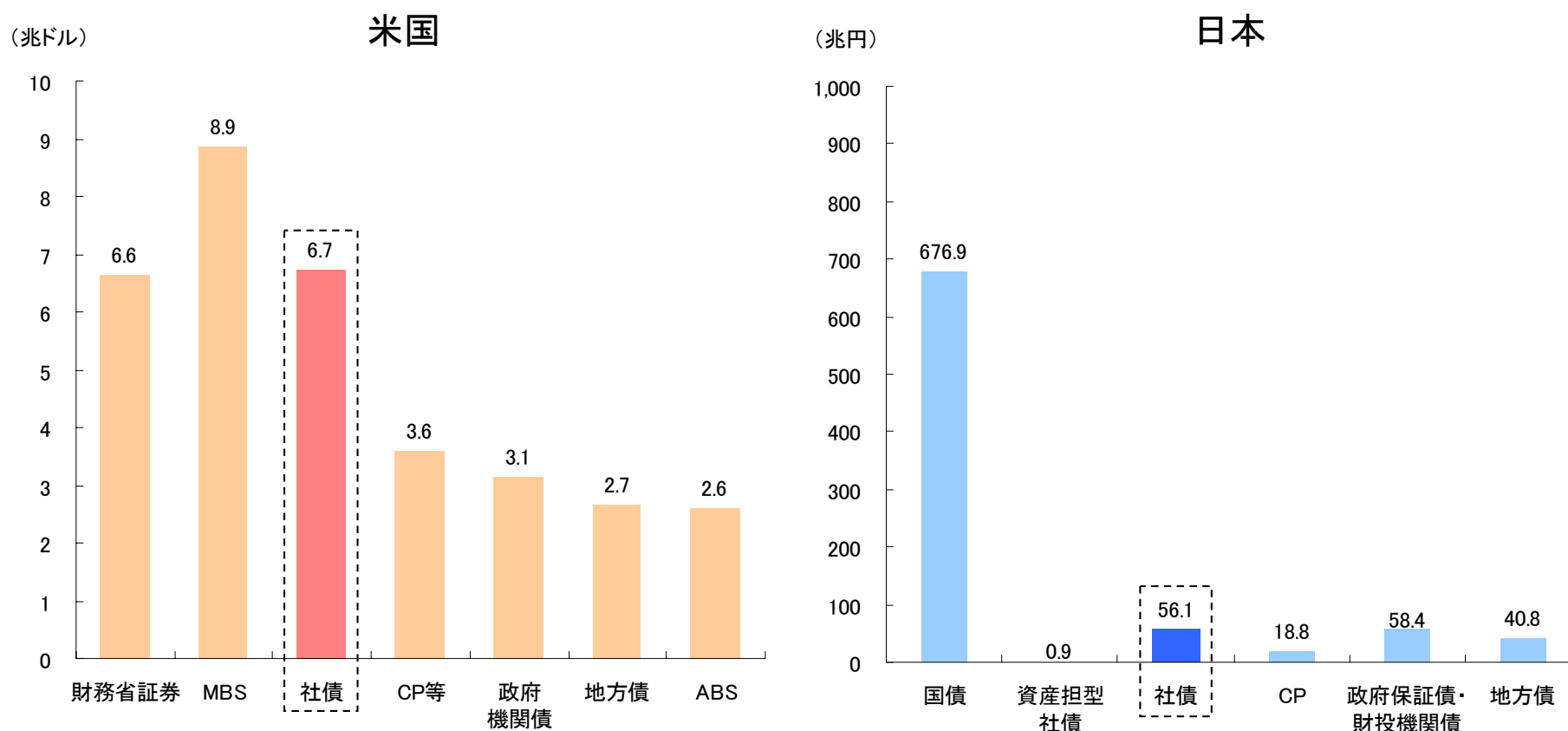
III. わが国社債市場を取り巻く環境変化

- 利用者が少ないわが国社債市場
- 米国社債と比べて低水準のわが国社債のスプレッド
- BBB格以下の市場の不在
- わが国社債市場を取り巻く環境変化(1)
…金融機関に対する国際的な規制強化の議論
- わが国社債市場を取り巻く環境変化(2)
…わが国銀行の収益性改善に対して強まる圧力
- わが国社債市場を取り巻く環境変化(3)
…わが国年金基金における年金負債を一層意識した運用の高まり
- わが国社債市場を取り巻く環境変化(4)
…企業年金制度改革と確定拠出年金へのシフト
- わが国社債市場を取り巻く環境変化(5)
…現下のスプレッド上昇が市場拡大の契機にならないか

I . 米国社債の発行・流通市場の概要

米国資本市場において大きな存在感を誇る社債市場

日米債券市場の種類別発行残高(2009年3月末)

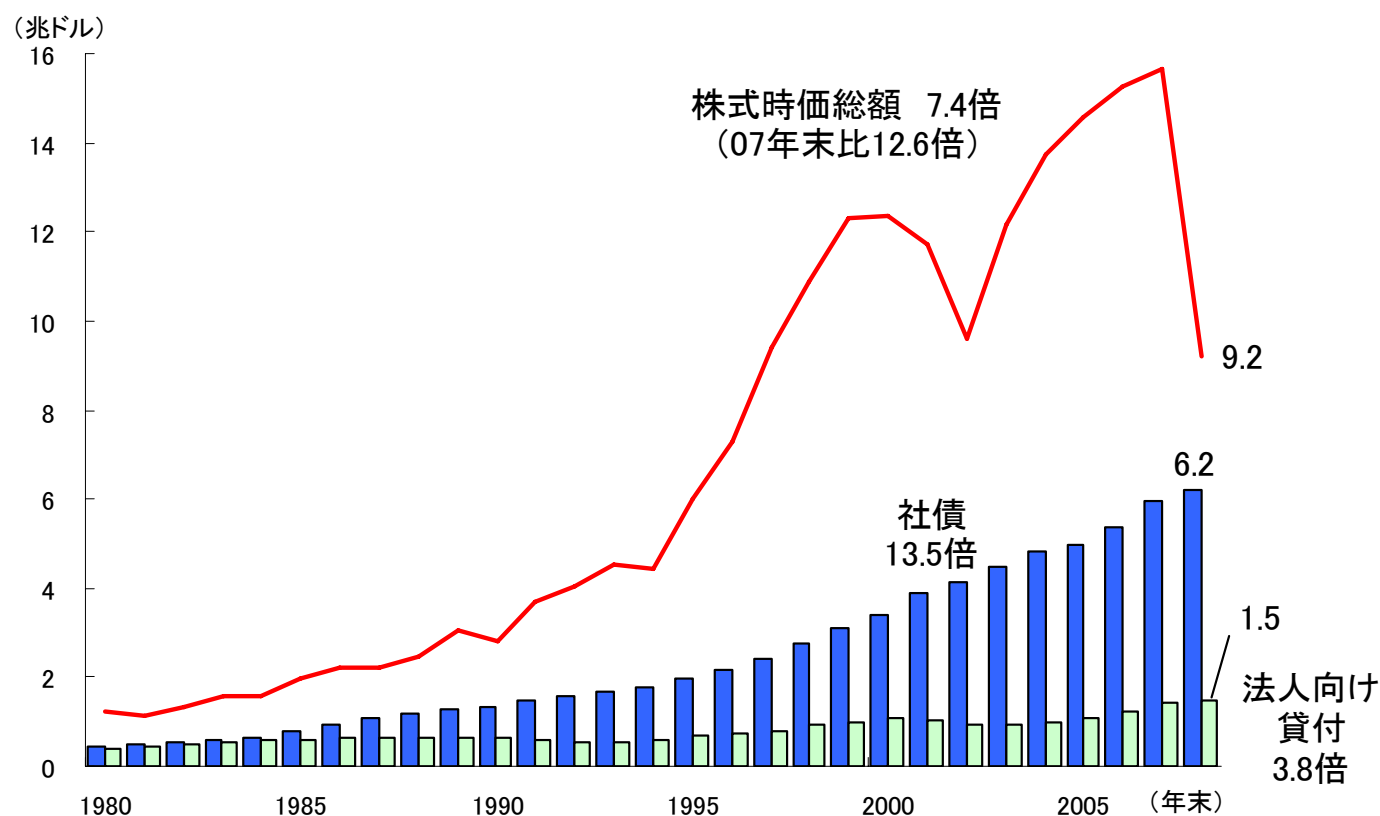


(出所)SIFMA、日本証券業協会、証券保管振替機構より野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

銀行による法人向け貸付を上回る拡大ペースであった米国社債市場

社債発行残高の他の資金調達手段との比較

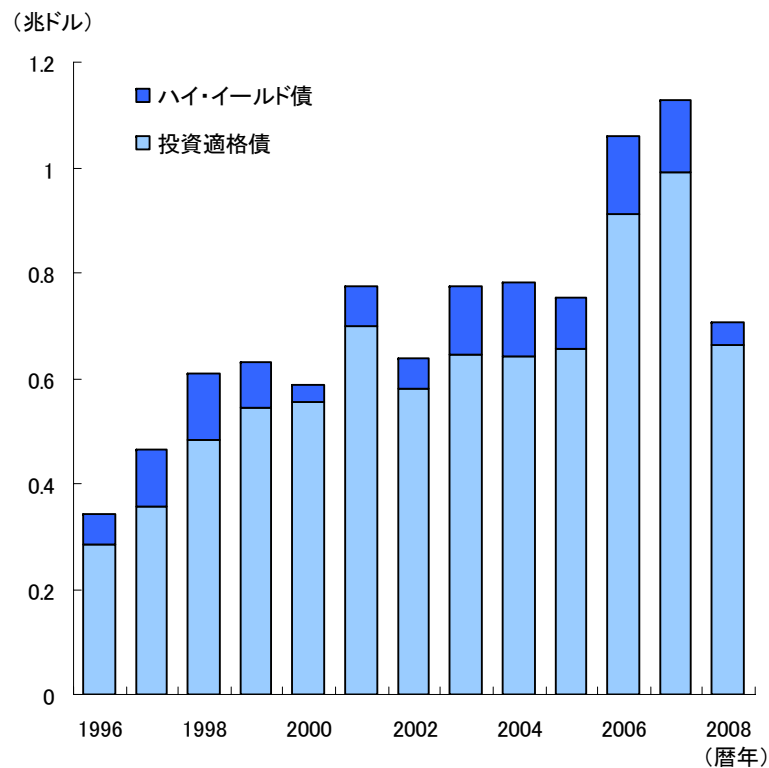


(出所) NYSE、WFE、FDIC、FRB, “Flow of Funds”より野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

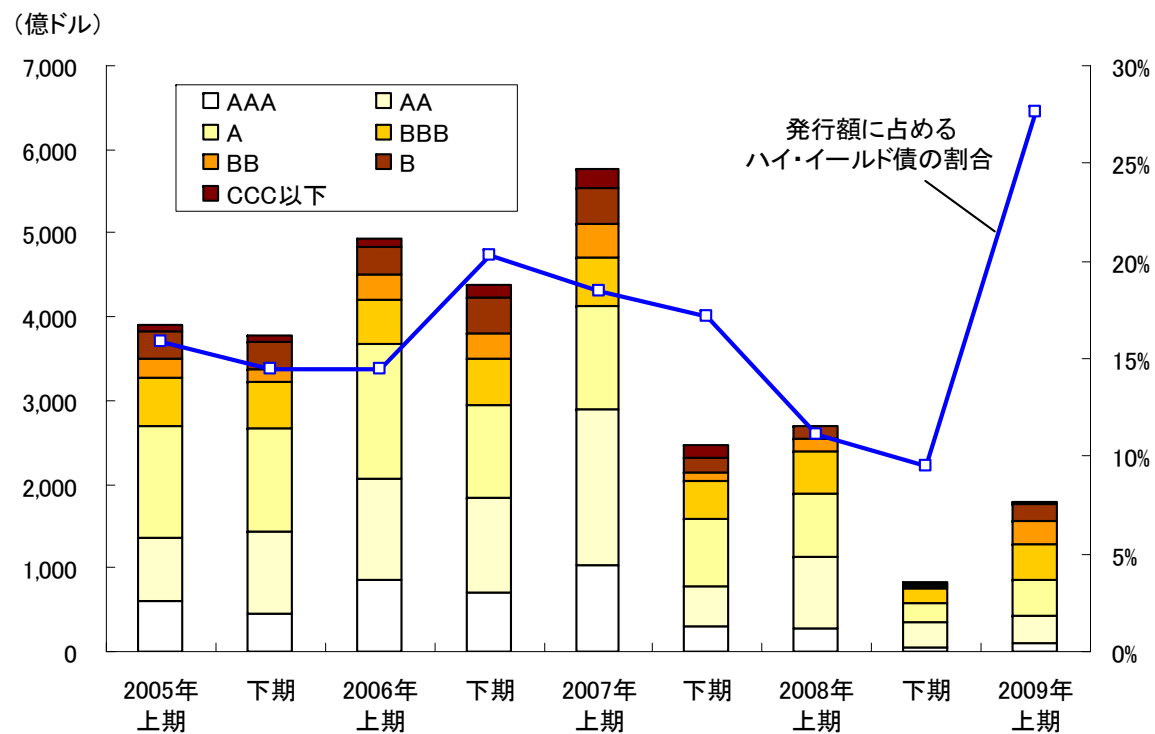
継続的に発行されているBB格以下のハイ・イールド債

社債発行額(暦年ベース)



(出所) SIFMAより野村資本市場研究所作成

格付け別発行額推移

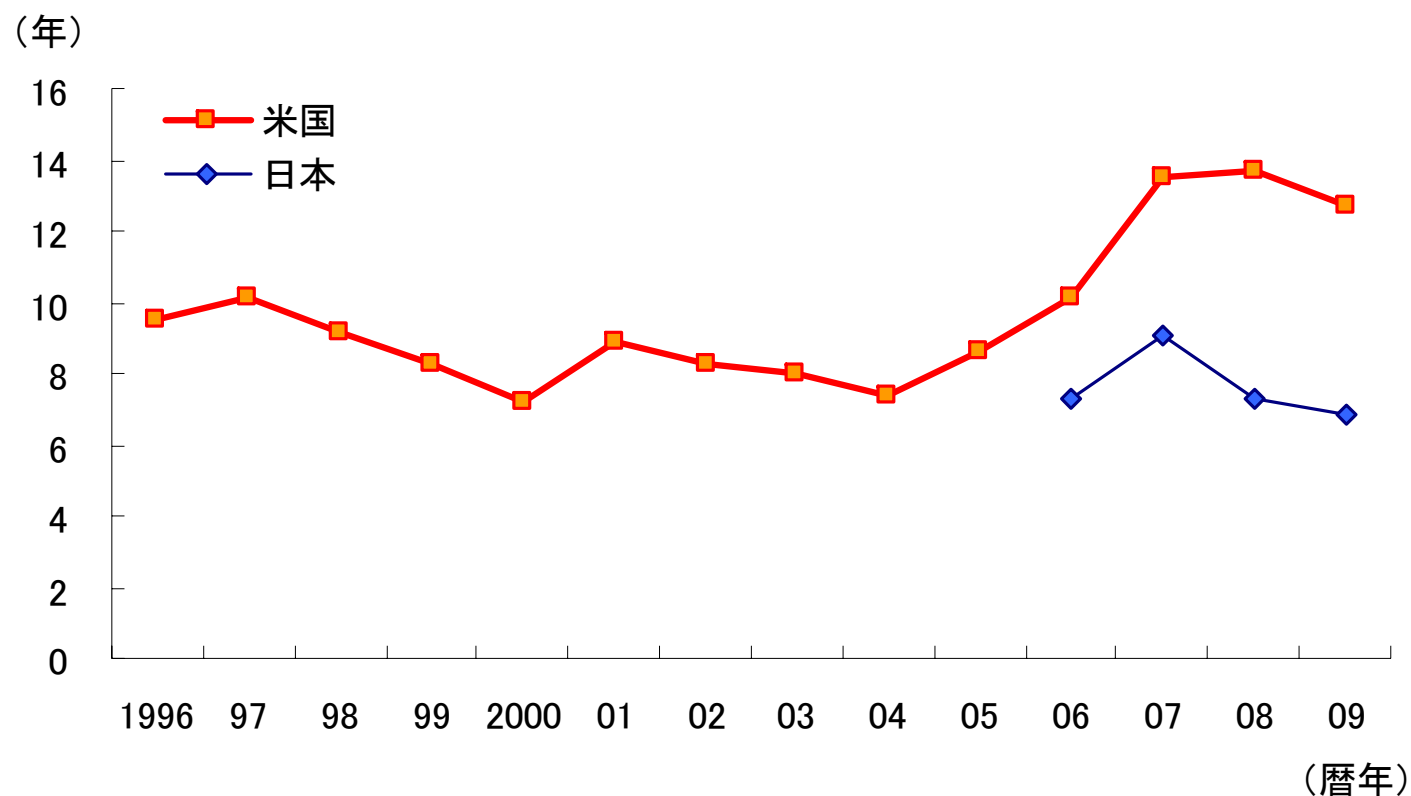


(出所) Thomson ONE Bankerより野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

わが国社債に比べて米国社債の平均的な年限は長め

平均的な発行年限の推移

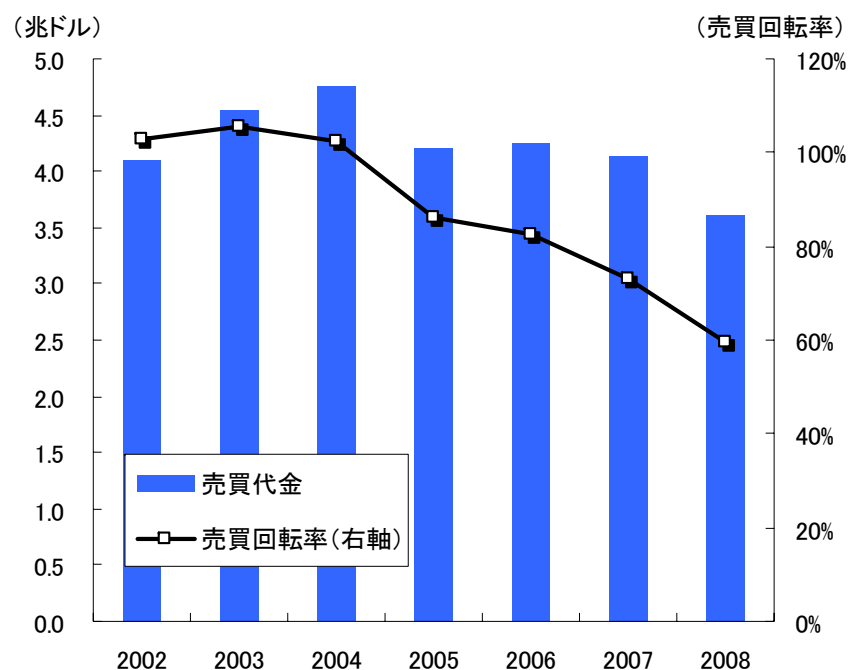


(注) 日本については年度ベースでの発行額による加重平均値。2009年の米国については1~6月中の単純平均値。
 (出所) 日本証券業協会、SIFMAより野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

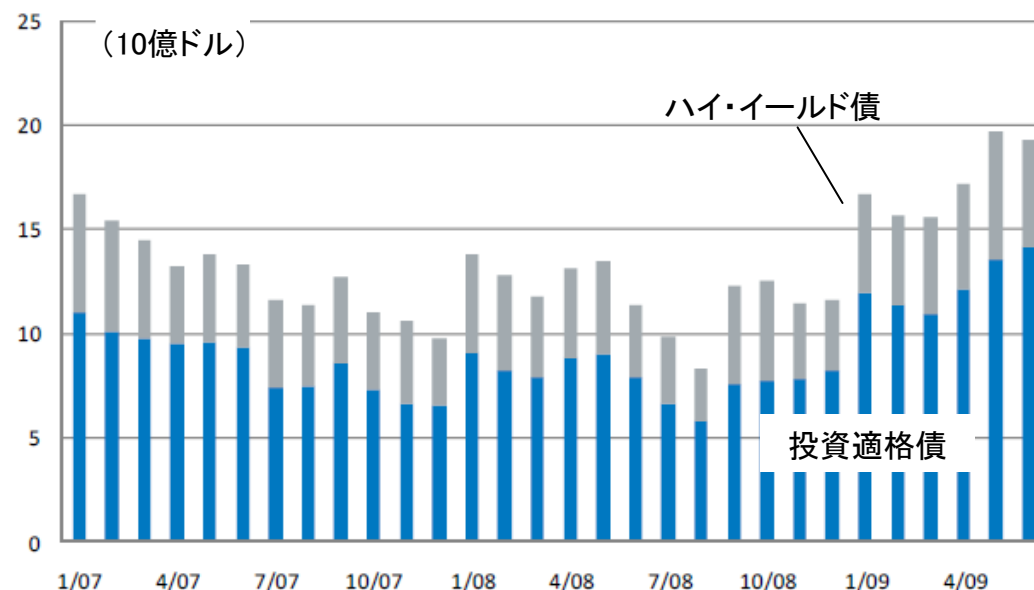
他の債券に比べて目立つ売買回転率の低さ

社債市場の売買代金及び回転率(年間ベース)



(注) 年間取引日数を252日として計算。
 (出所) SFIMAより野村資本市場研究所作成

社債売買代金の推移(一日当たり平均)



(出所) SIFMA Quarterly Report, Aug 2009、原資料はFINRA

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

AAA格とは限らない、米国社債の発行残高で上位の顔ぶれ

金融

(億ドル)

	企業	格付(S&P)	発行残高
1	バンク・オブ・アメリカ	A	3,978
2	JPモルガン	A+	3,257
3	シティグループ	A	2,470
4	ゴールドマン・サックス	A	1,941
5	モルガン・スタンレー	A	1,921
6	ウェルズ・ファーゴ	AA	1,783
7	AIG	A-	773
8	アメリカン・エクスプレス	BBB+	512
9	SLM	BBB-	354
10	CIT	BBB-	352

事業法人

(億ドル)

	企業	業種	格付(S&P)	発行残高
1	AT&T	通信	A	737
2	ベライゾン	通信	A	558
3	フォード	自動車	CCC+	435
4	AES	公益	BB-	355
5	ウォルマート	小売	AA	331
6	P&G	生活用品	AA-	312
7	コムキャスト	メディア	BBB+	287
8	IBM	ITコンサルティング	A+	266
9	キャタピラー	機械	A	263
10	コノフィリップス	資源	A	252

(注) 1.両表にはGEキャピタル(総負債額5,251億ドル、2008年末時点)は含まれない。政府後援企業は含まれない。
2.2009年8月1日時点における各社の発行残高で、償還まで1年未満の社債も含む。

(出所)ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

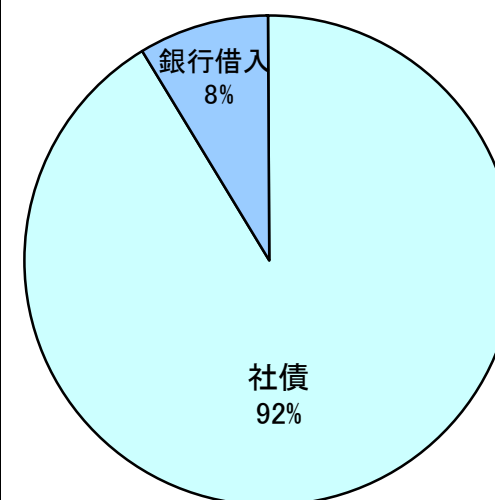
銀行借入をほとんど利用しない米国大手企業

Fortune500企業(2008年度)の純利益額上位10社の長期有利子負債調達構造

上位10社の集計値

(億ドル)

企業	業種	長期の有利子負債			クレジット・ファシリティ
		合計	社債	銀行借入	
エクソンモービル	資源	70	60	10	53
シェブロン	資源	8	8	0	50
マイクロソフト	ITソフトウェア	37	37	0	20
GE	複合	98	92	6	126
ウォルマート	小売	313	306	7	102
ジョンソン・エンド・ジョンソン	医薬品	81	80	1	77
AT&T	通信	609	589	20	120
IBM	ITサービス	227	161	66	99
P&G	生活用品	207	177	29	108
ヒューレット・パッカード	ITサービス	77	70	7	12
合計		1,727	1,581	146	767



- (注) 1. 2008年度末時点。
 2. 社債には、償還まで1年未満の債券、長期有利子負債に分類されたCPを含まない。
 3. 銀行借入には、その他有利子負債を含む。
 4. GEは、金融子会社を除いた値。AT&Tの銀行借入には借入のほか、リース債務等を含む。
 5. P&Gは、財務諸表上で変動利付債を短期有利子負債に分類。

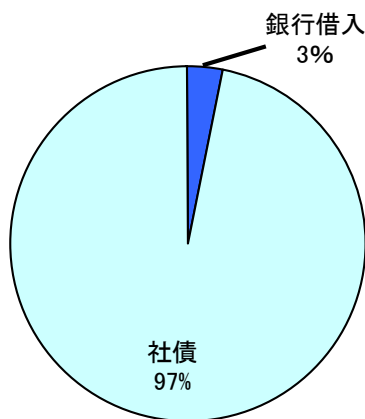
(出所) 各社10-kより野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

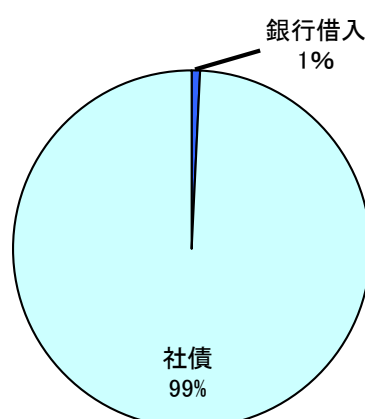
社債活用の比較:通信(2008年度)

米国

AT&T

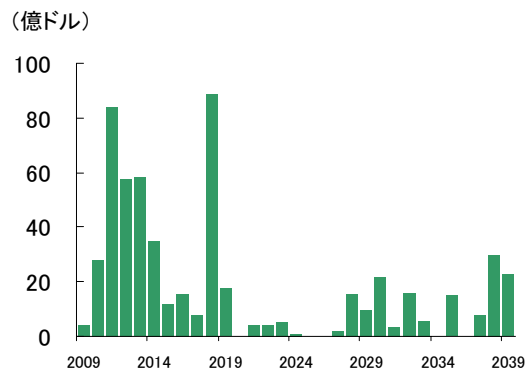
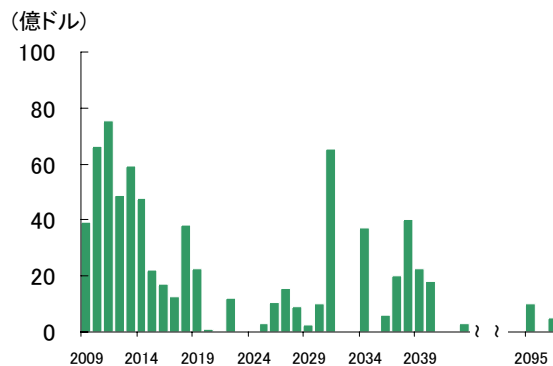


バライゾン



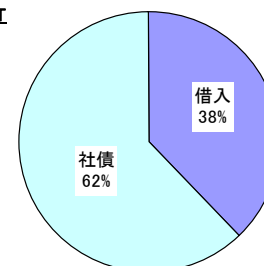
長期資金
調達構造

償還期限
の分布

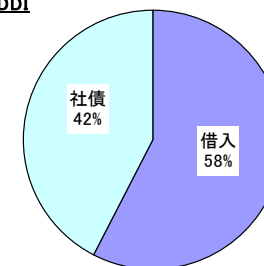


日本

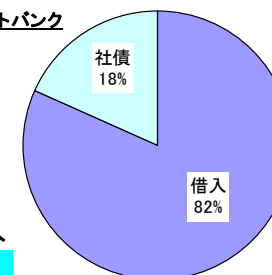
NTT



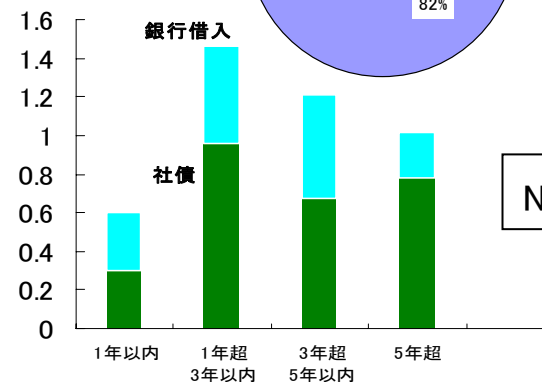
KDDI



ソフトバンク



(兆円)



NTTの例

(注) 銀行借入には、その他有利子負債を含む。

(出所) 開示資料、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

(出所) 各社有価証券報告書より野村資本市場研究所作成

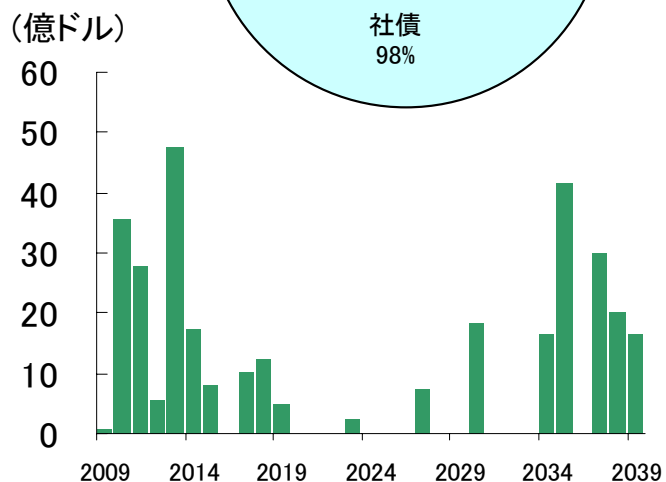
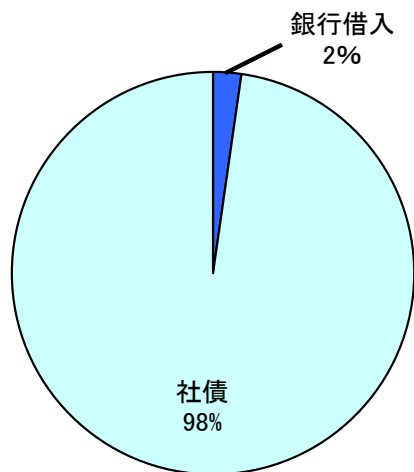
本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項については、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

社債活用の比較:小売(2008年度)

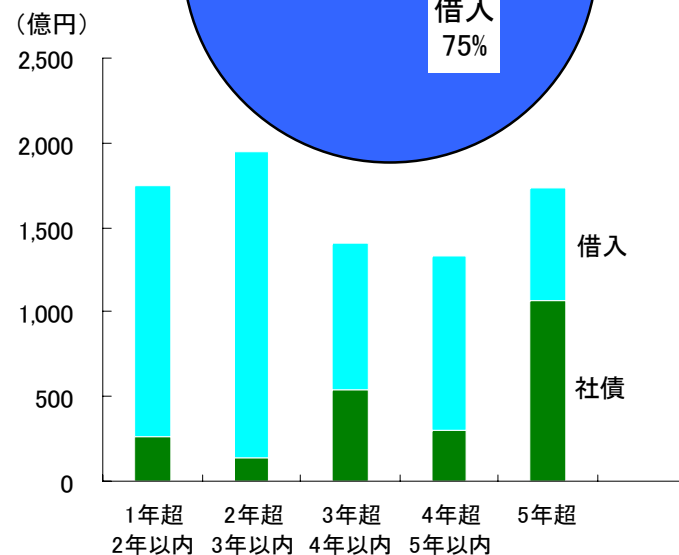
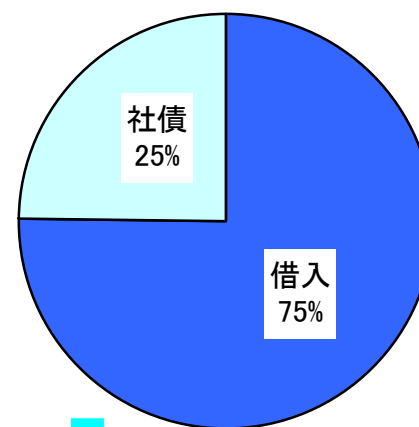
長期資金
調達構造

償還期限
の分布

米国:ウォルマート



日本:イオン



(注) 銀行借入には、その他有利子負債を含む。

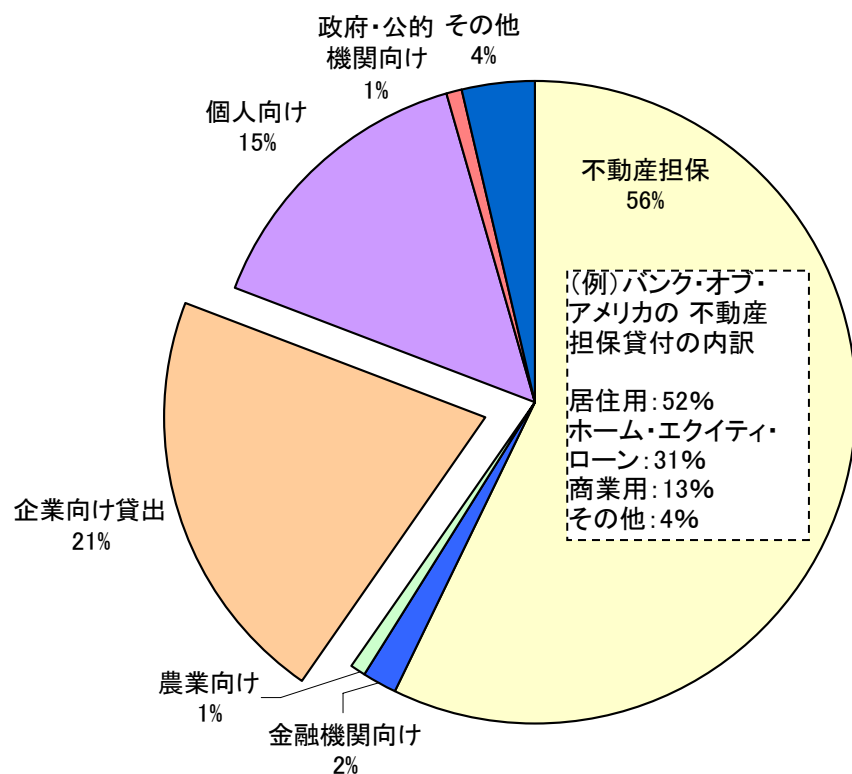
(出所) 開示資料、ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

(出所) 有価証券報告書より野村資本市場研究所作成

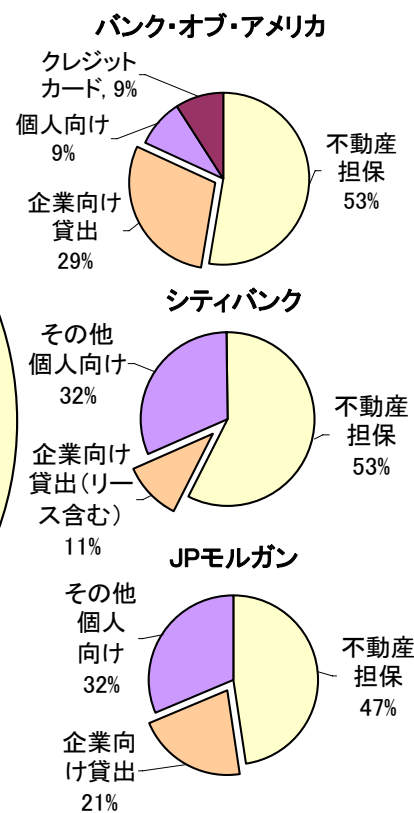
本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

米国商業銀行の貸出は家計向けが大半

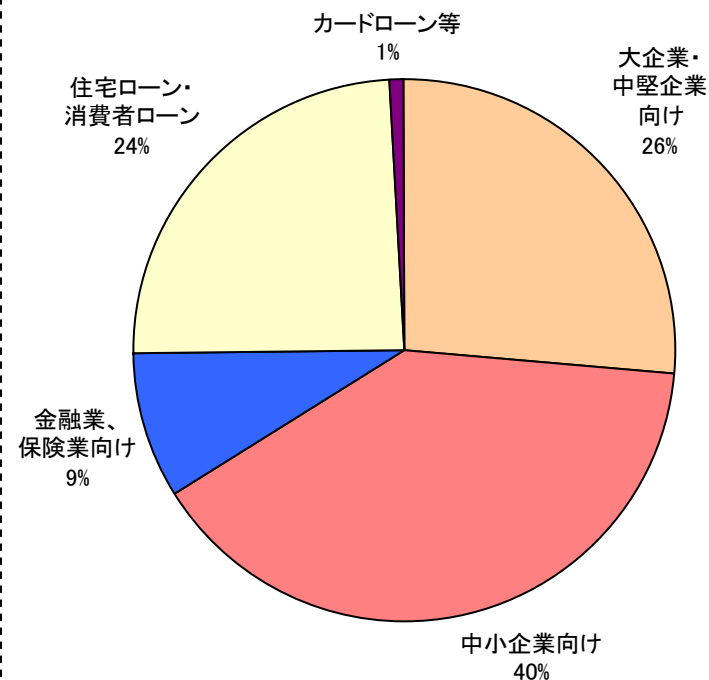
米国商業銀行の貸出先内訳(2008年末) 大手個別行の内訳



〔例〕バンク・オブ・アメリカの不動産担保貸付の内訳
 居住用: 52%
 ホーム・エクイティ・ローン: 31%
 商業用: 13%
 その他: 4%



(参考)わが国の銀行の貸出先内訳(2009年6月末)



(注)個別行のローンは国内向け分 (出所)FDIC資料、各行年次報告書より野村資本市場研究所作成

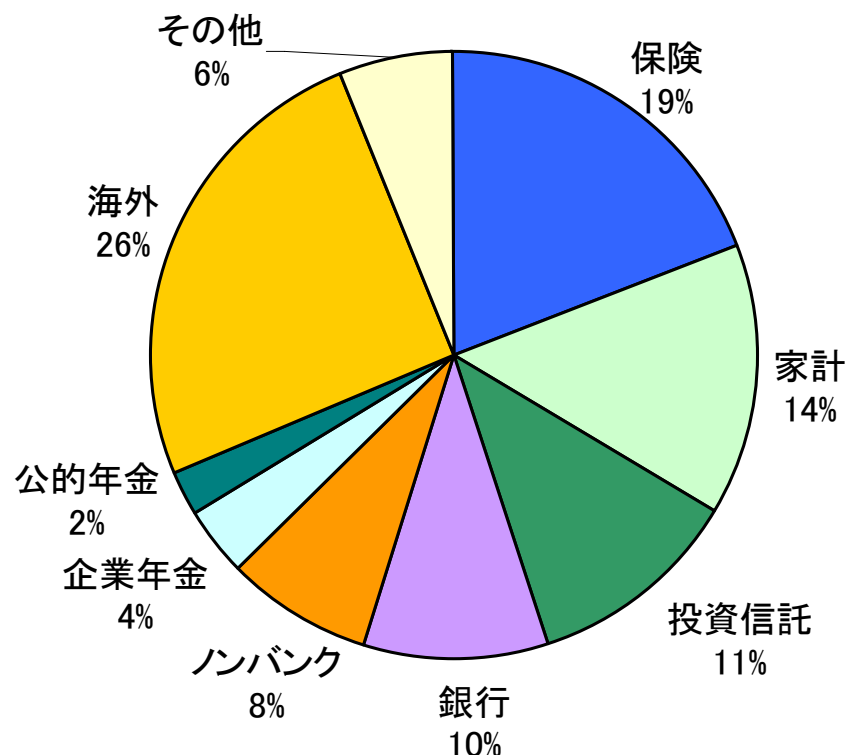
(出所)日本銀行統計より野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

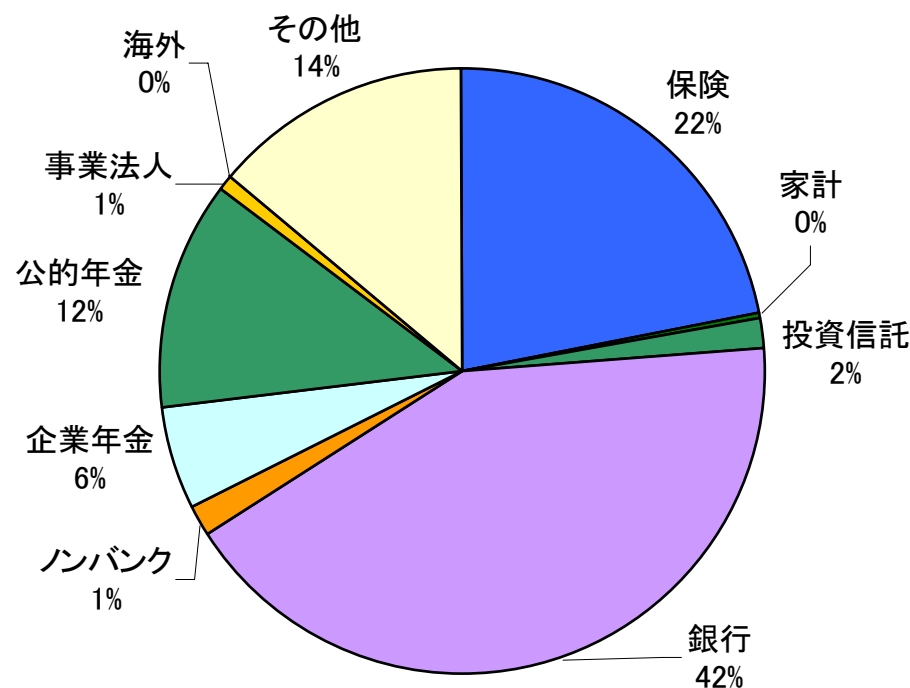
Ⅱ. 米国社債市場の投資家の概要

大きく異なる日米社債市場の投資家構造(2008年末)

米国



日本



(注) 米国の資金循環統計の区分においては、社債にはMBS、ABS及び外債が含まれている。

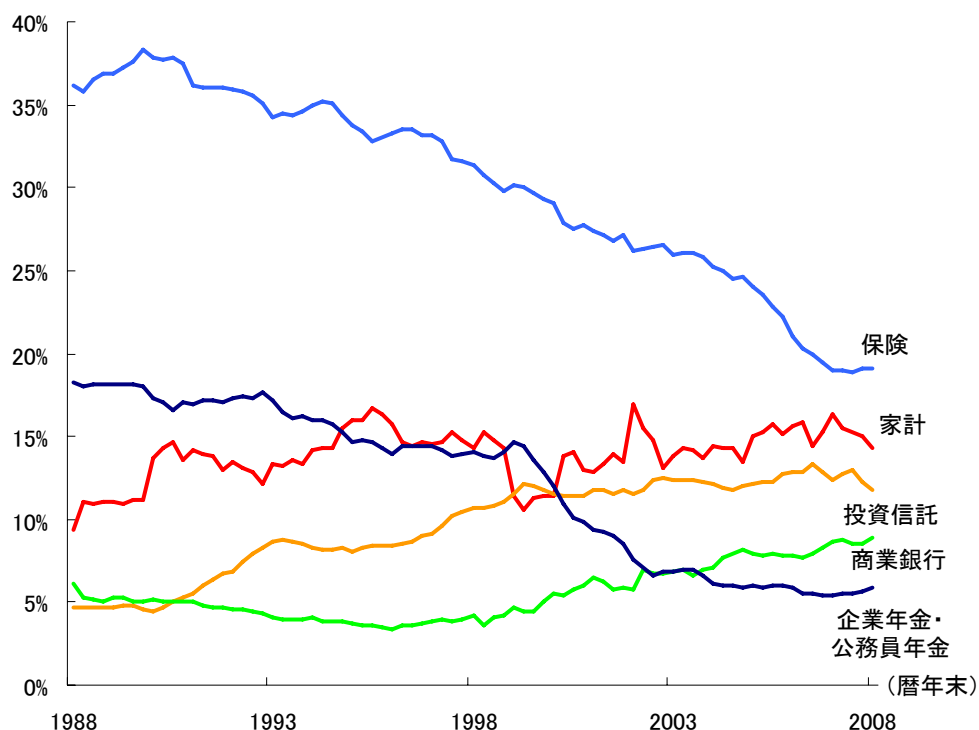
(出所)FRB, “Flow of Funds”より野村資本市場研究所作成

(出所)日本銀行『資金循環統計』より野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項については貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

米国社債の投資家としての投資信託の存在感の拡大

米国社債・投資家構造の推移(海外除く)

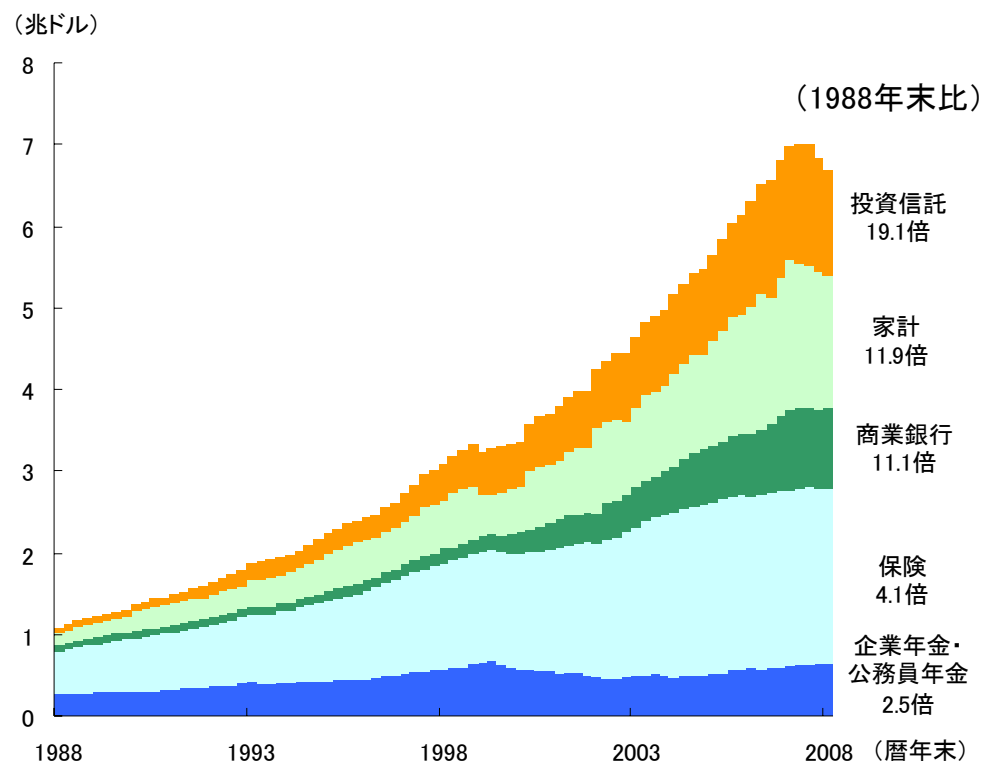


(注) 米国の資金循環統計の区分においては、社債にはMBS、ABS及び外債が含まれている。

(出所) FRB, "Flow of Funds" より野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的方法または機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

投資残高推移

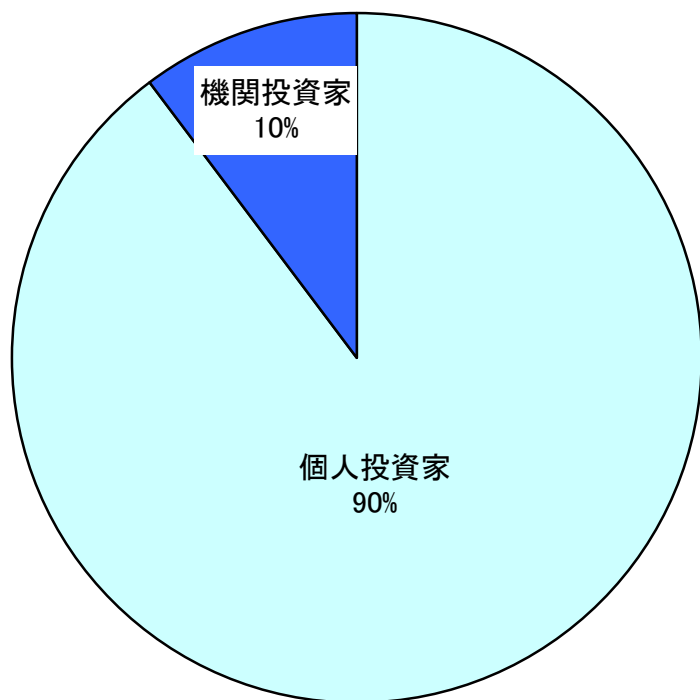


(注) 米国の資金循環統計の区分においては、社債にはMBS、ABS及び外債が含まれている。

(出所) FRB, "Flow of Funds" より野村資本市場研究所作成

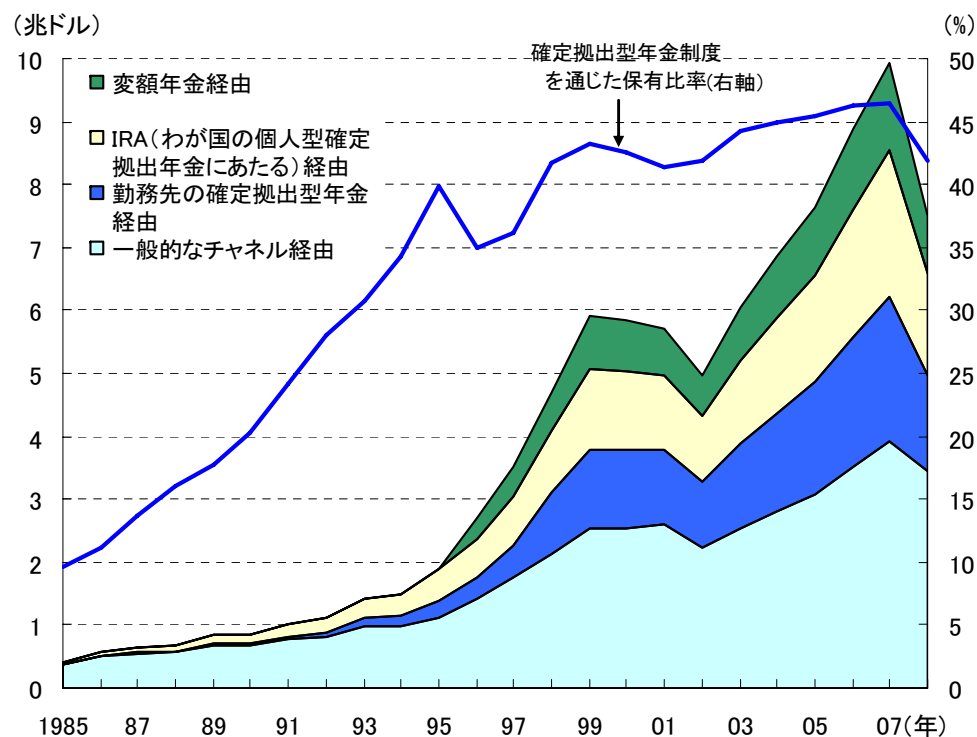
債券ファンドのほとんどは家計／個人による保有

債券ファンドの保有構造(2008年末)



(出所)ICIより野村資本市場研究所作成

米国家計による入口別の投信保有残高



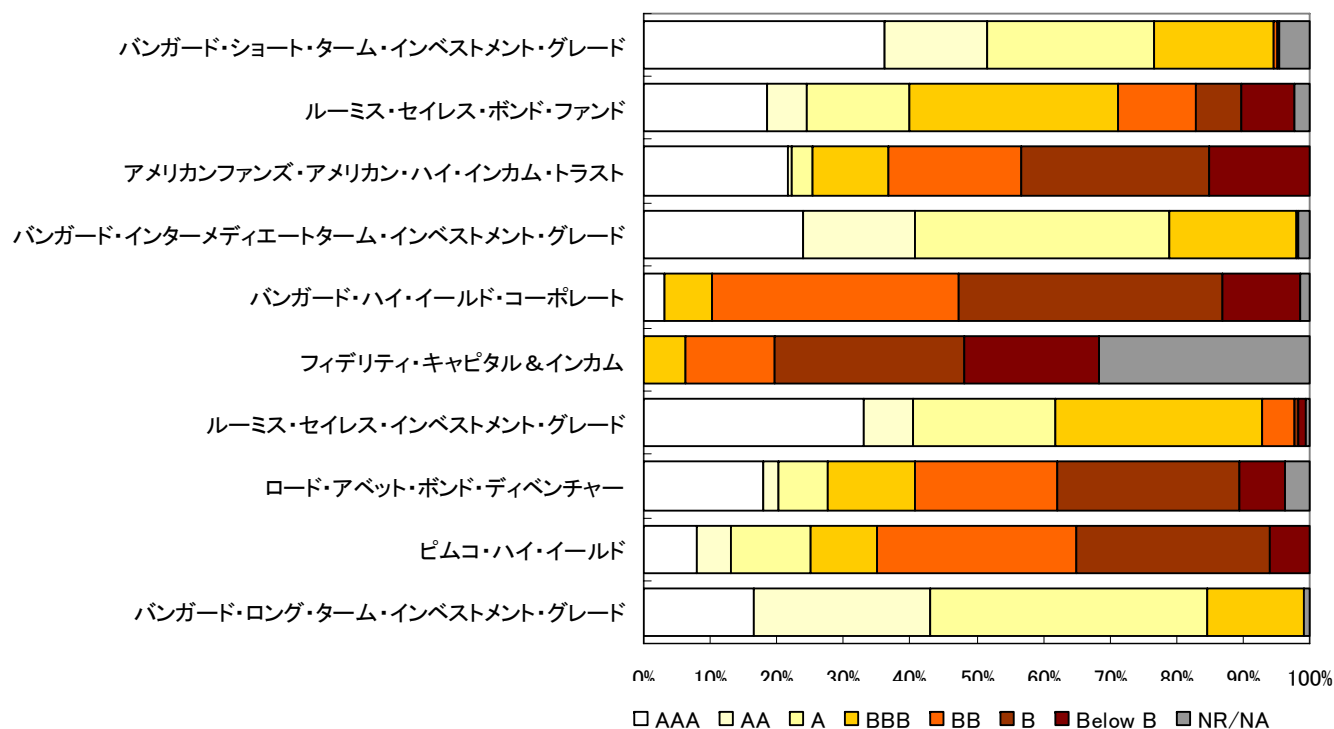
(注) 変額年金経由のデータは1996年以降。

(出所) FRB, "Flow of Funds", ICIより野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

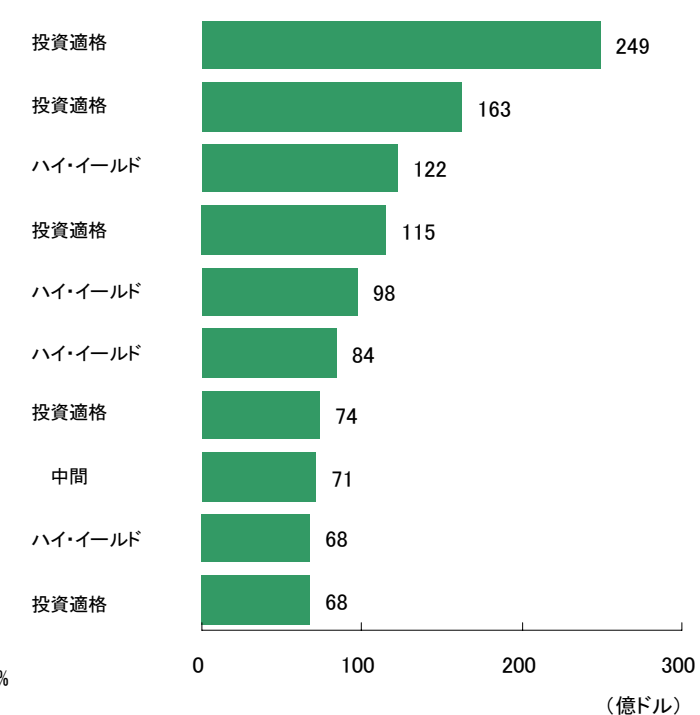
米国の社債ファンドにはハイ・イールド型も

ポートフォリオにおける格付けの分布



分類

ファンドの純資産残高



(注)2009年6月末の値。モーニングスター分類により、Corporate Bond (General/High Quality/High Yield) に分類(主に国内債・ヤンキー債に投資)されたもののうち、残高上位10本。MBSや政府債、エージェンシー債に30%以上投資するものは除外している。(出所)モーニングスター・プリンシピアより野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

敢えてハイ・イールド債投資を行う米国の社債ファンドの運用方針

- アメリカン・ファンズ・ハイ・インカム・トラスト(ハイ・イールド型):
 - 高いインカムとキャピタルゲインを目指すべく、格付けの低い(BB格以下)債券に投資を行う。これらの中には内外の企業向けローンも含まれる。
 - 魅力的な価格水準にある債券に投資し、長期的に平均値を上回る運用成果を目指す。そのためには、ファンダメンタル分析が重要な手段であり、そのために投資先企業の役員や従業員、サプライヤー、顧客や競合相手とのミーティングを行うこともある。価格水準に魅力がなくなった場合には、売却を行う。
- フィデリティ・キャピタル&インカム・ファンド(ハイ・イールド型):
 - 通常はインカム・リターンを生むBB格程度の債券、優先株式及び転換社債に投資を行う。また、BB格以外の格付けの債券についても投資を行う他、ディストレス証券や上場株式にも投資を行う可能性がある。
 - 投資にあたってはファンダメンタル分析を活用し、発行体企業の財務状況や産業内でのポジション、市場及び経済的な環境について判断を行う。

(出所)各ファンド目論見書より野村資本市場研究所作成

米国個人投資家の社債投資に一役買ったとされるプラットフォーム

米国の個人向け社債投資プラットフォーム(2004年当時)

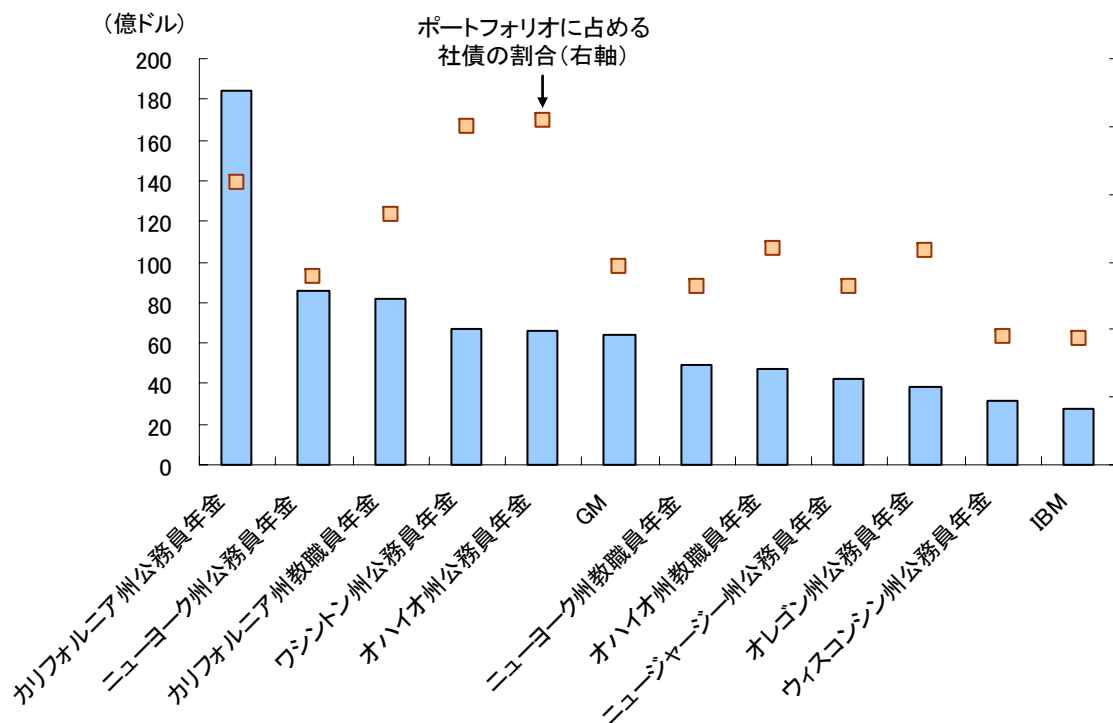
商品名	運営者	サービス 開始年月	発行体
DANs	ラサール・バンク	1996.9	GMAC(BBB)、キャタピラー・フィナンシャル・サービスズ(A)、UPS(AAA)、フレディマック(AAA)、TVA(AAA)、ラサール・バンク(AA-)、IBM(A+)、ジョン・ハンコック(AA)、SLMコープ(A)、AGF(A+)、ILFC(AA-)の11社
InterNotes	バンク・オブ・アメリカ証券、インキャピタル	2001.1	バンク・オブ・アメリカ(A)、ボーイング・キャピタル(A)、CITグループ(A)、ダイムラー・クライスラー(BBB)、ダウ・ケミカル(A-)、GEキャピタル(AAA)、HFC(A)、プロテクティブ生命(AA)、プルデンシャル・フィナンシャル(A-)の9社
CoreNotes	メリルリンチ	2001	プリンシパル生命(AA)、フォード・クレジット(BBB-)、ファニーメイ(AAA)、バンク・オブ・ニューヨーク(A)、メリルリンチ(A+)、M&I(A)、ウェルズ・ファーゴ(AA-)、ジレット(AA-)、ゼネラル・ミルズ(BBB+)の9社

(注) 括弧内はS&Pによる格付け。

(出所) 各社ウェブサイトより野村資本市場研究所作成、詳しくは岩谷賢伸「欧米で広がる個人向け社債投資プラットフォーム」『資本市場クォーターリー』2004年夏号を参照。

米国社債投資の先駆者たる年金基金

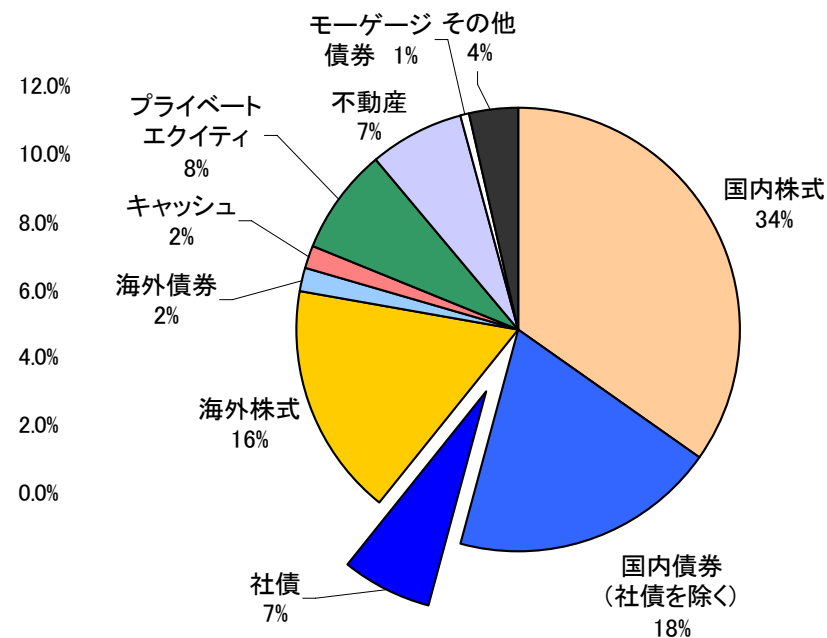
大型年金基金における社債投資額



(注) 1.社債の割合は、把握できた基金のみ算出。
2.最新公表時点での値。

(出所)各基金年次報告書、Nelson's Directory of Plan Sponsorsより野村資本市場研究所作成

年金基金の平均的アセット・アロケーション

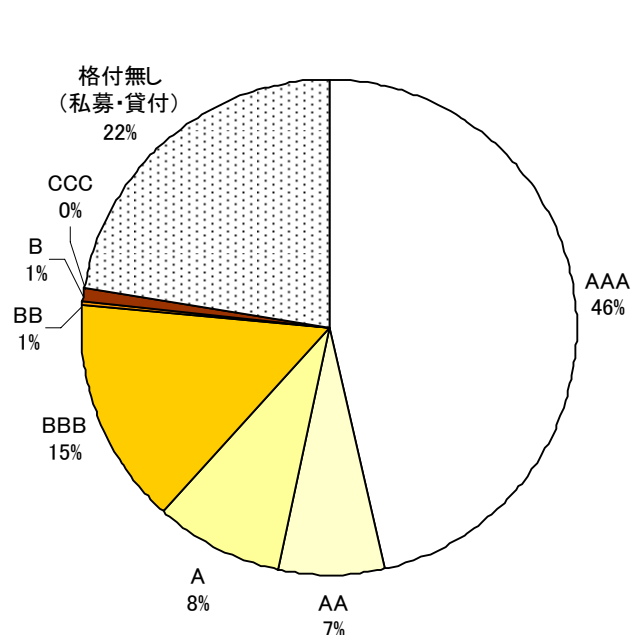


(注) 1.大型200基金からの集計による値。
2.社債の比率には、上位20基金のうち社債への配分比率が分かる12基金の平均値を表示。

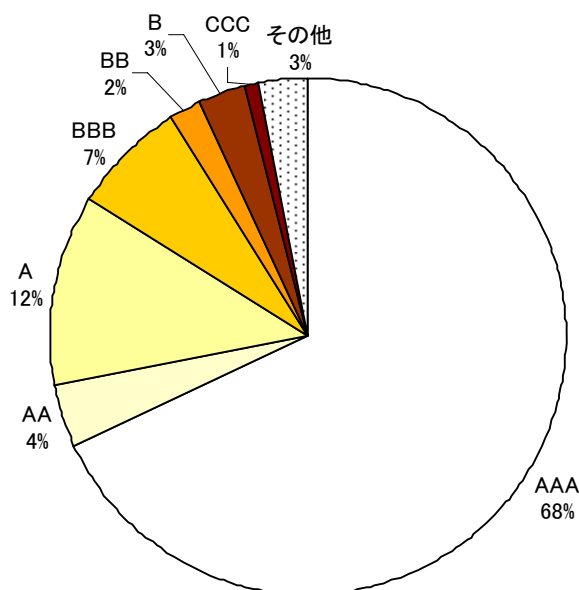
(出所)Pensions & Investments 1/26/2009

ハイ・イールド債にも投資する米国の大型年金基金

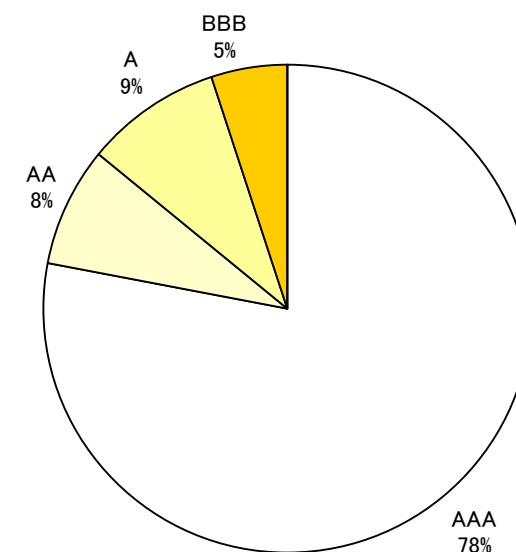
カリフォルニア州公務員退職年金基金
(CalPERS)



カリフォルニア州教職員退職年金基金
(CalSTRs)



ニューヨーク州公務員退職年金基金



(注) 1. CalPERSは2008年6月末、その他は2008年末時点。
 2. CalPERSの図は信用リスク・ポートフォリオのため、「格付無し」には私募や融資が含まれる。
 (出所) 各年金基金運用報告書、年次報告書等より野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

CalPERsにおける社債投資の位置づけ

- カリフォルニア州公務員退職年金 (CalPERs) では、180億ドルの社債投資を行っている。また、7.66億ドル相当の想定元本のCDS取引契約も保有している。投資ポリシーにおいては以下が定められている；
 - 国内債券ポートフォリオ (ベンチマークはバークレイズ・キャピタル長期債指数) のうち、約24%を社債投資に割り当て
 - クレジット・リスクはアクティブに管理される。発行体及び産業間に渡る分散を行い、イベント・リスク及び固有リスクを最小化する
 - シニア・インベストメント・オフィサーの判断により、格下げされた債券を即座に売ることが回避できる
 - BB格以下の社債の保有は国内社債ポートフォリオの15%以下に留める
- 外部委託運用はハイ・イールド投資のみで行っている。運用委託先は以下の3社；
 - ハイランド・キャピタル・マネジメント
 - NCRAM
 - PIMCO

(出所) 年次報告書、ウェブサイト等より野村資本市場研究所作成

CalSTRsにおける社債投資の位置づけ

- カリフォルニア州教職員退職年金(CalSTRs)の債券ポートフォリオ(残高293億ドル)のベンチマークは、
 バークレイズ・キャピタル・米国総合指数(95%) + バークレイズ・キャピタル・ハイ・イールド・キャッシュ(5%)
 と、一般的な債券インデックスをハイ・イールド寄りに加工した構成となっている。クレジット運用の積極化により、他の年金基金に比して、近年のリターンではネガティブな影響があったと報告している。
- 運用はコア戦略分の80%が自家運用、オポチュニスティック戦略分の20%が外部委託運用となっている。
- 自家運用部分は、54件のCDS契約、25件の先物・オプション取引、2,451本の事業債、1,166本のエージェンシー債により構成される(発行体の重複含む)。
- 直近の債券ポートフォリオに関する四半期レポート(2009年1-3月分)でのコメント;
 - 「今後を見越すと、リスク分析及びストレス・テストに基づき、今後の不確実な環境でもパフォーマンスを上げ、不確実性が残る市場環境においても安全資産に対する追加的な利回りを加えることができるポートフォリオを形成したい。」
 - 「過去2年間、CalSTRsは『型にとらわれない発想』を重視し、異なるアセット・クラスの運用担当者を集めて、議論を行っている。その中で、Equity Returnポートフォリオに関する議論からは、ディストレス資産や、ほぼディストレス状態にある債券に対する投資のアイデアを得ることができている」
 - 「ヘッジ取引及びデリバティブ取引について、ベストプラクティスを構築するタスクフォースを設置した。CalSTRsは、デリバティブ取引に対して保守的なスタンスを取っていたため、今般の市場での混乱の影響は少なかったが、今後とも最先端のリスク管理手法により、リスクをヘッジし、適切にエクスポージャーを取ることのできる環境を目指していく。このことは、当基金の規模が非常に大きい中で、機動的に動けることは非常に重要である。」

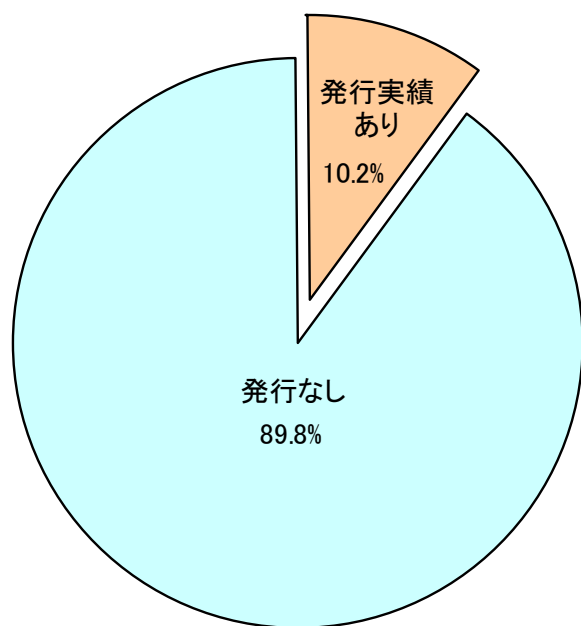
(出所) 年次報告書、四半期レポート、ウェブサイト等より野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

Ⅲ. わが国社債市場を取り巻く環境変化

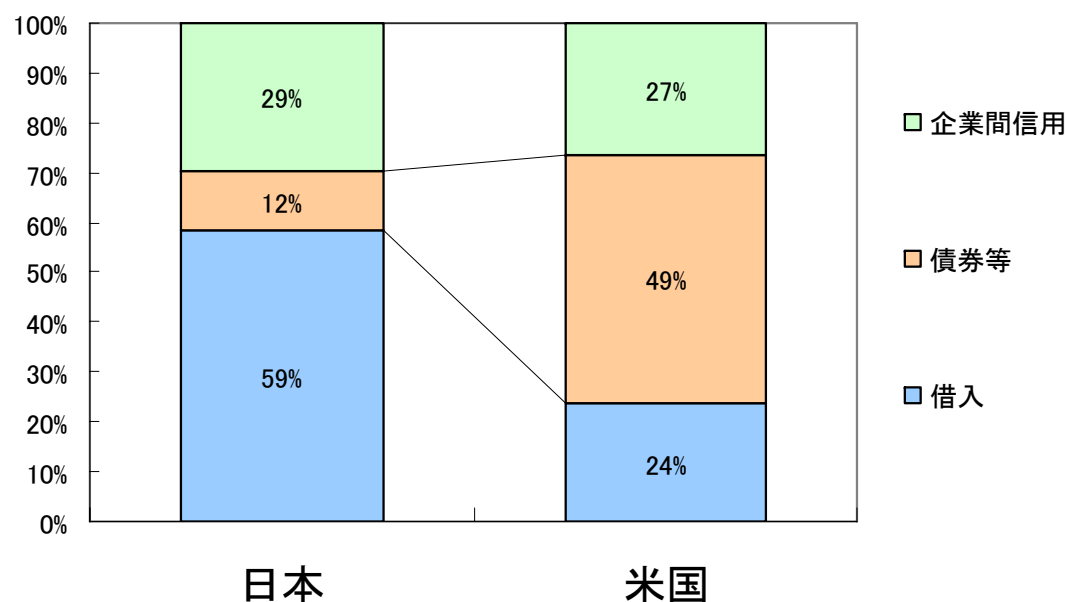
利用者が少ないわが国社債市場

2006～08年度中の上場企業の発行実績



(注) 投資法人債の発行を含む値。
 (出所) 日本証券業協会、東京証券取引所より野村資本市場研究所作成

企業の負債調達構造の日米比較

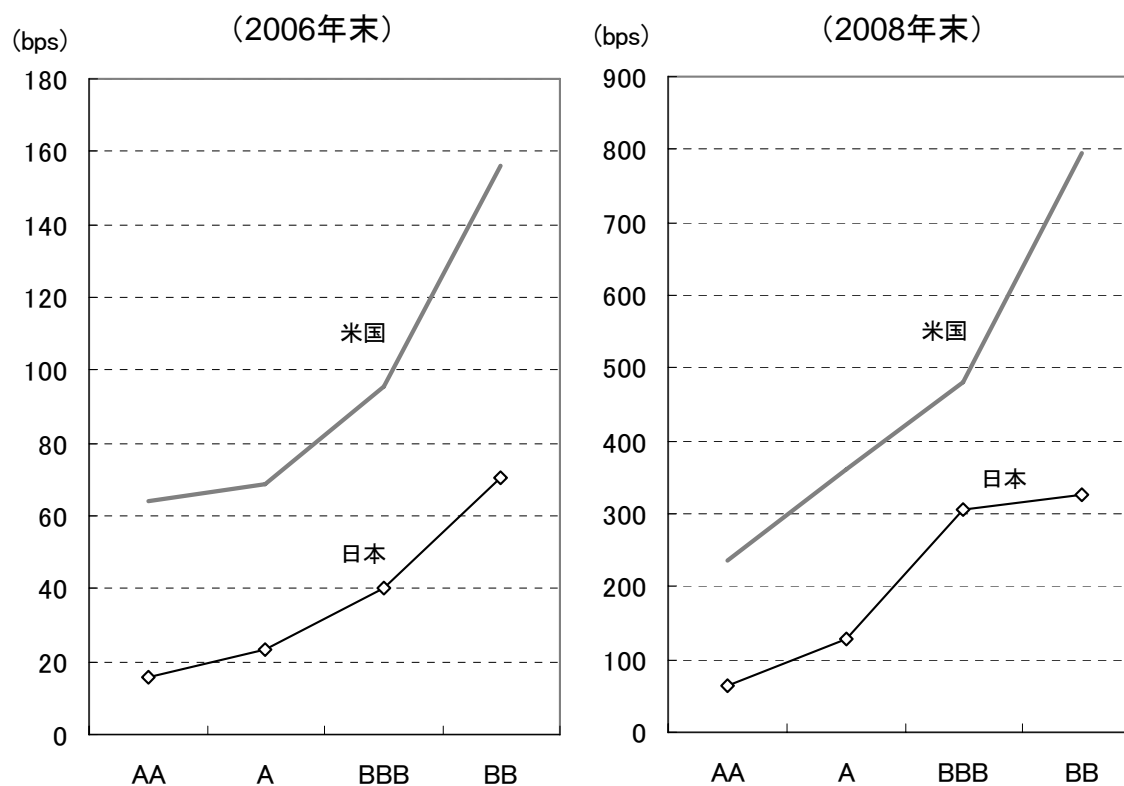


(注) 2008年末の値。
 (出所) 日本銀行資金循環、FRB, "Flow of Funds"より野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

米国社債と比べて低水準のわが国社債の спреッド

日米における格付別スプレッド

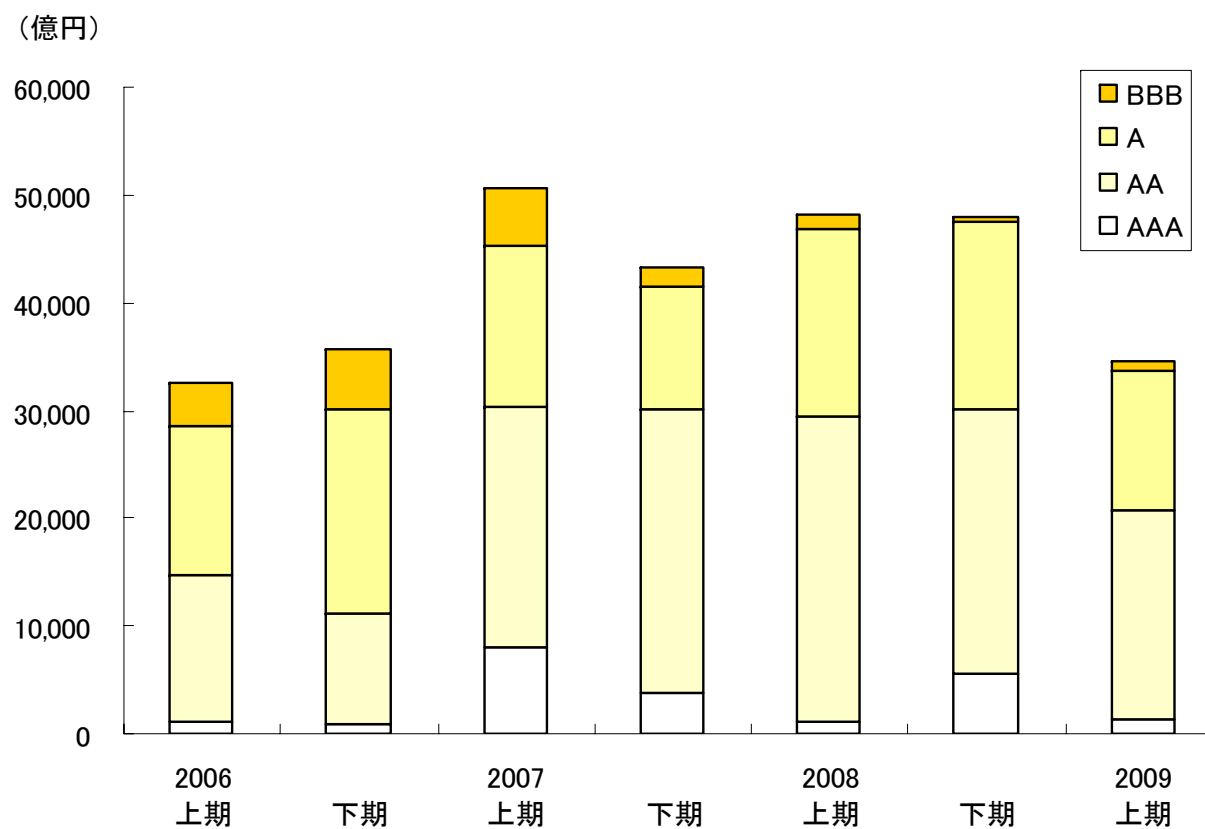


(出所)ブルームバーグより野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

BBB格以下の市場の不在

格付け別社債発行額(年度、半期ベース)



(出所) 日本証券業協会資料より野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

わが国社債市場を取り巻く環境変化(1)

・・・金融機関に対する国際的な規制強化の議論

G20で行われている国際的な金融規制改革に向けての抜本的な議論

欧州で進展する銀行貸出から社債へのシフト

■ 自己資本規制(バーゼルⅡ)の強化

✓プロシクリシティ：① **自己資本の質の強化**、
② **最低水準の引き上げ**、③ **資本バッファの導入**

✓トレーディング勘定：① **ストレスVaRの導入**、② **追加的資本賦課(IRC)の導入**、③ **証券化エクスポージャー見直し等**

■ レバレッジ規制の導入

✓リスクベースではないシンプルな**レバレッジを測る指標(レバレッジ比率)**の導入

■ 流動性バッファ規制の導入

✓特にクロスボーダーの金融機関には、**より強固な流動性バッファ**を促す国際的枠組み構築

■ 金融ビジネスに対する新たな規制の導入

✓① **証券化の定量保有義務**、② **OTCデリバティブの標準化**、
③ **空売り規制**、④ **ヘッジファンド規制等** など

(フィナンシャル・タイムズ2009年5月21日付記事より)

融資の時代の終わり

End of the credit club

(概要)

•従来、欧州の企業が資金調達をする場合には、銀行に声をかけるので十分であった。

•しかし、金融危機により多くの銀行が路傍へと追いやられた。残った銀行も、従来のような金利水準で、かつ大きな規模で貸出を行うことはできなくなった。

•その結果、企業は長期の資金調達手段を確保するために、債券市場へと向っている。「退屈な市場」とされてきた欧州社債市場には活気が生まれており、多くの企業が「初めての起債」を経験しつつある。

(和訳・傍線は野村資本市場研究所)

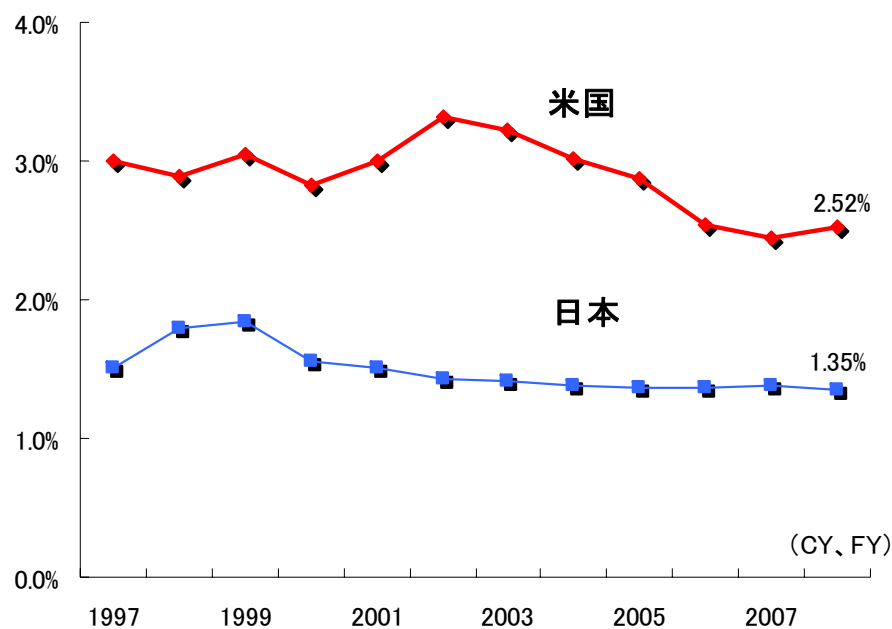
(出所)野村資本市場研究所、詳しくは小立敬「ブルーデンス政策の新たな課題を考える」『資本市場クォーター』2009年夏号を参照。

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

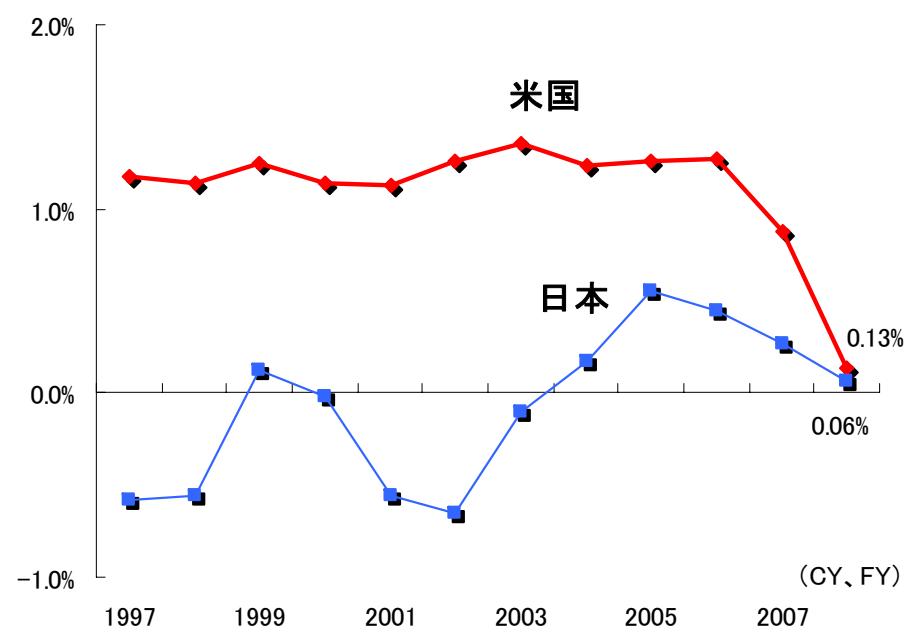
わが国社債市場を取り巻く環境変化(2)

・・・わが国銀行の収益性改善に対して強まる圧力

日米銀行の利ざやの推移



日米銀行のROAの推移



(注) 1. 米国は商業銀行。(金利収入／有利子資産－金利費用／有利子負債)の値。暦年。
 2. 日本は全国銀行。(資金運用利回り－預金債券利回り)の値。年度。(08年は中間決算)

(注) 米国は暦年。日本は年度。(08年は中間決算)
 (出所)FDIC、全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」より野村資本市場研究所作成

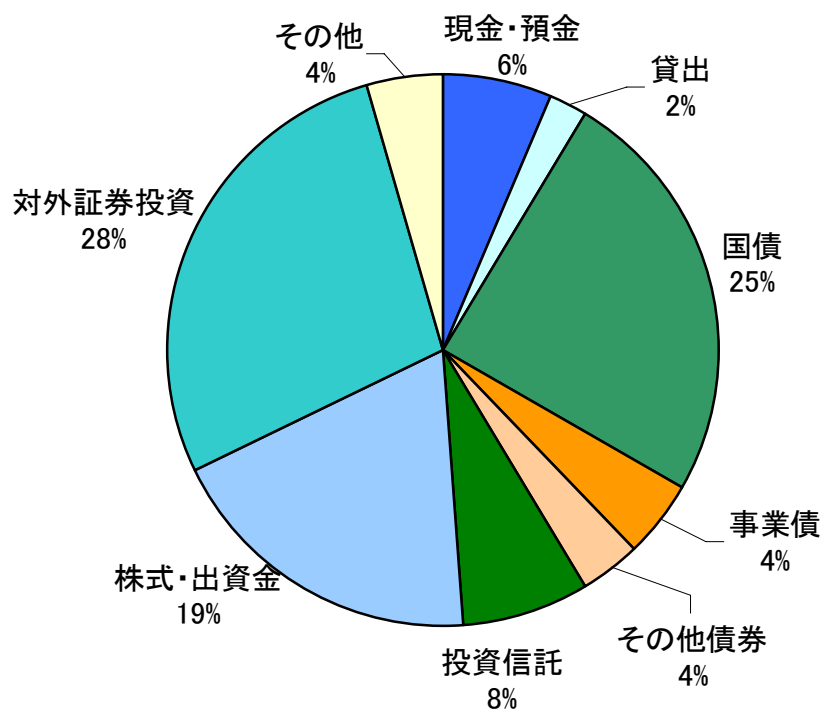
(出所)FDIC、全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」より野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

わが国社債市場を取り巻く環境変化(3)

・・・わが国年金基金における年金負債を一層意識した運用の高まり

企業年金のバランスシート構成(2007年度末)



(出所) 日本銀行資金循環統計より野村資本市場研究所作成

各公的年金基金における社債投資基準

年金基金名	残高	社債への投資基準
年金積立金管理運用 独立行政法人	92.9兆円 (08年9月末)	BBB以上
地方公務員共済 組合連合会	15.5兆円 (08年3月末)	A以上
国家公務員共済 組合連合会	8.8兆円 (08年3月末)	A以上

(出所) 各法人・連合会運用方針より野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。

わが国社債市場を取り巻く環境変化(4)

・・・企業年金制度改革と確定拠出年金へのシフト

適格退職年金の廃止

- 2001年の企業年金改革で決定
- 移行期間を経て、2012年3月に廃止

退職給付会計の即時認識へのシフト

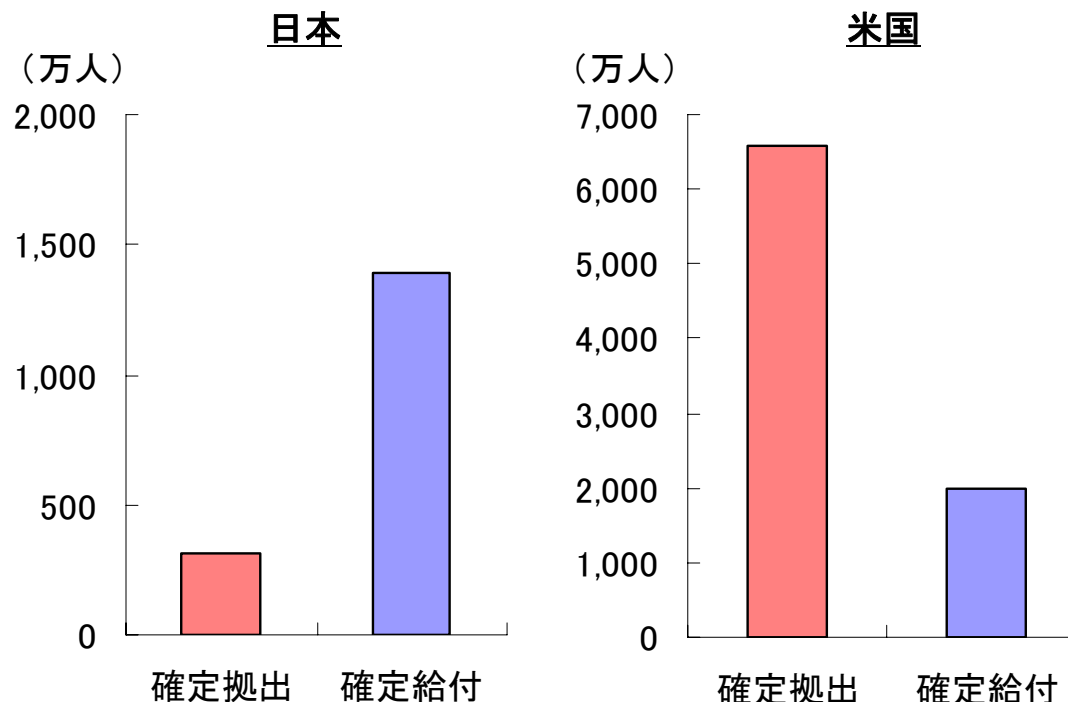
- 米国では2006年から貸借対照表上の即時認識を導入。
- 国際会計基準審議会では、遅延認識廃止の方向で議論中、2011年の基準改定を目指す。
- 日本も国際会計基準とのコンバージェンスの一環として、基準改訂の作業。同時に、国際会計基準の強制適用についても議論(2012年に判断)。

運用環境悪化に伴う積立不足増加

- 日本企業3315社の2008年度の積立不足は合計30.6兆円、積立比率は59.8%にとどまった

日米企業年金加入者

－確定拠出型vs確定給付型－



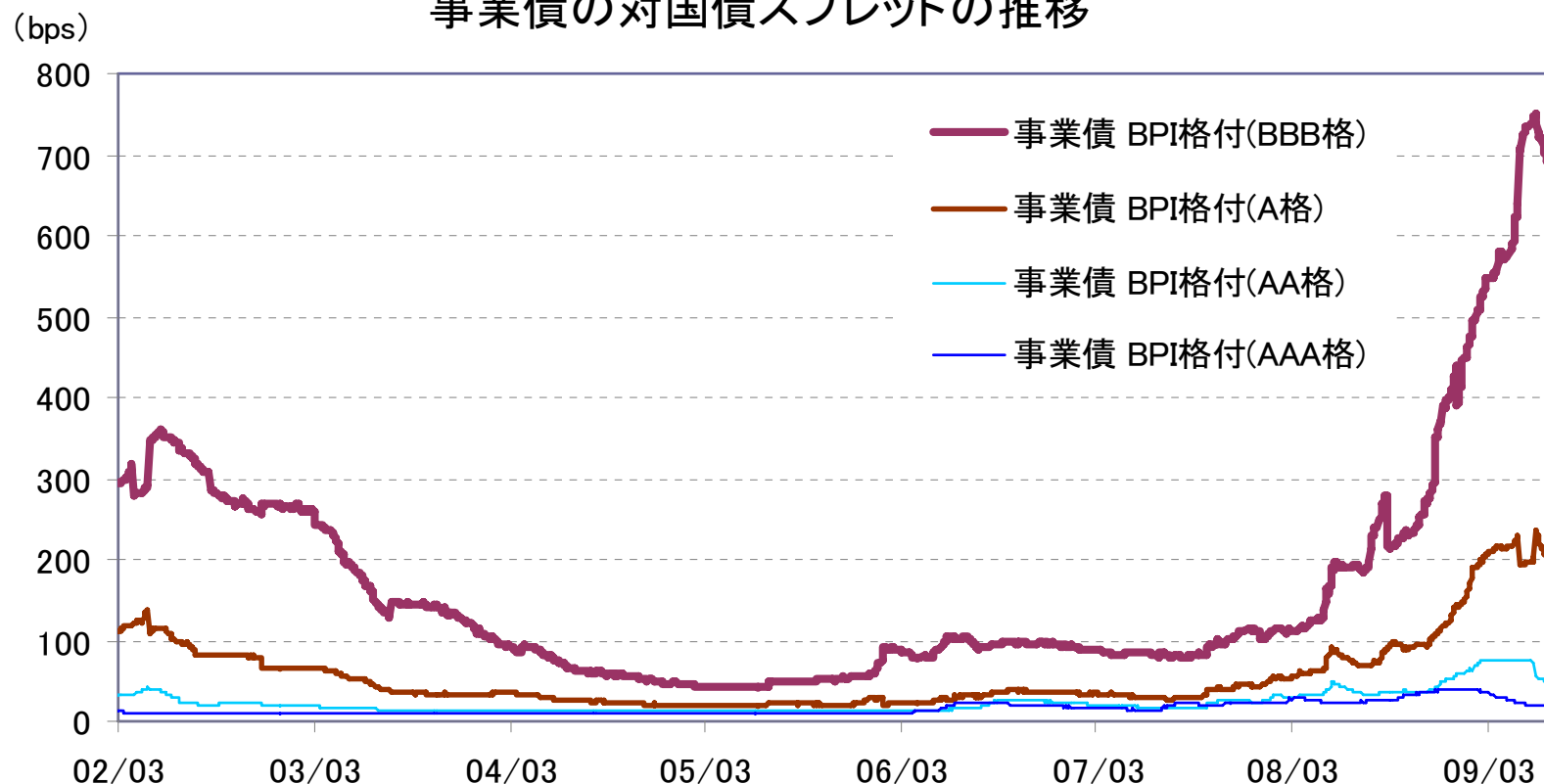
(注) 1.日本は2009年3月、米国は2006年データ。現役加入者数。
 2.日本の確定給付型は複数タイプへの加入者の重複計上あり。

(出所) 厚生労働省、企業年金連合会、米労働省資料より野村資本市場研究所作成

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

わが国社債市場を取り巻く環境変化(5) ……現下のスプレッド上昇が市場拡大の契機にならないか

事業債の対国債スプレッドの推移



(注)わが国の企業が発行する残存5年の社債スプレッドの格付別平均値を表す。ただし、国債利回りに対するスプレッドで、格付はR&I。

(出所)野村証券金融工学研究センター資料