



日本証券業協会「社債市場の活性化に関する懇談会」資料

海外投資家から見た日本の社債市場とその課題

2009年9月28日

PIMCO Japan

クレジットリサーチ部長

小関広洋

P I M C O

目次

■ 海外投資家から見た日本の社債市場

- 日本の社債市場の特徴とその背景
- 日本の社債の魅力度

■ 日本の社債市場の課題

- 望ましい市場とは
- 取り組むべきテーマ

日本の社債市場の特徴(1)

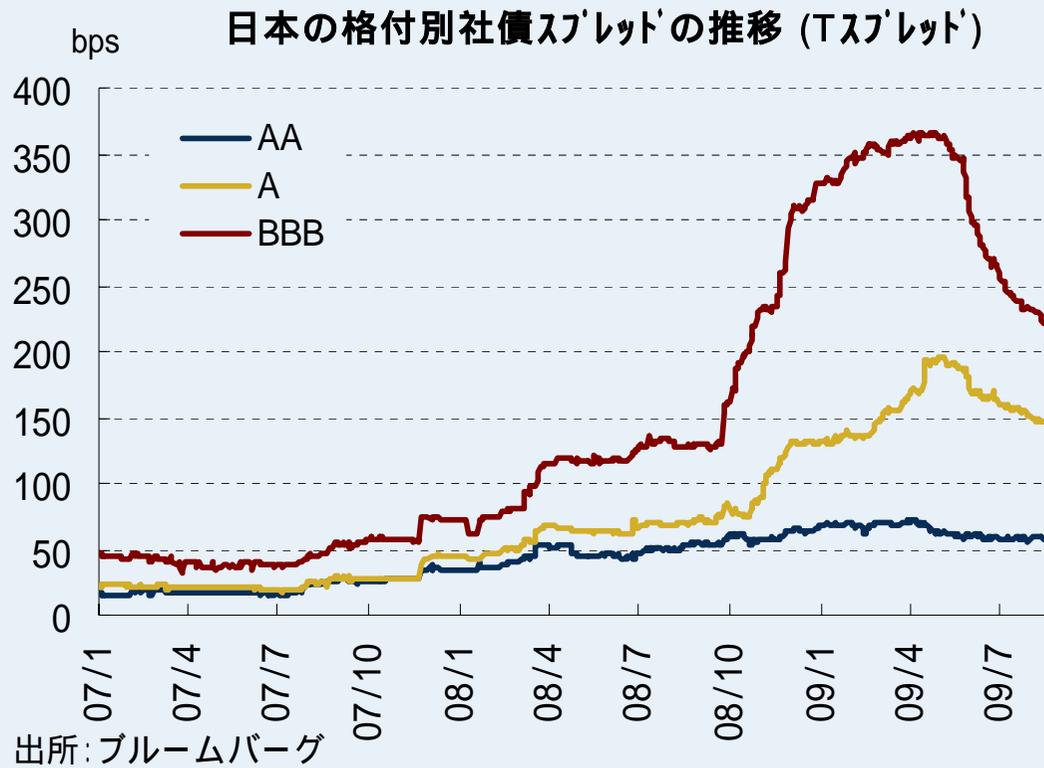
- 海外市場との連動性が高い
- 信用スプレッドが相対的に小さい
- ストレス下でのボラティリティーが大きい



出所: Merrill Lynch, PIMCO

日本の社債市場の特徴(2)

- 高格付け債と低格付け債の二極分化
- ハイイールド債市場の未発達
- 流動性が低い



なぜ海外市場との連動性が高いのか？

海外市場が日本の社債市場に影響を与えるルート

■ サムライ債を通じた直接的影響(エンロン、ワールドコム、GM...)

- 格下げやデフォルトによる売り圧力
- ポートフォリオの流動性確保のため、売りが売りを呼ぶ悪循環

■ 日本の投資家の対外投資のパフォーマンス

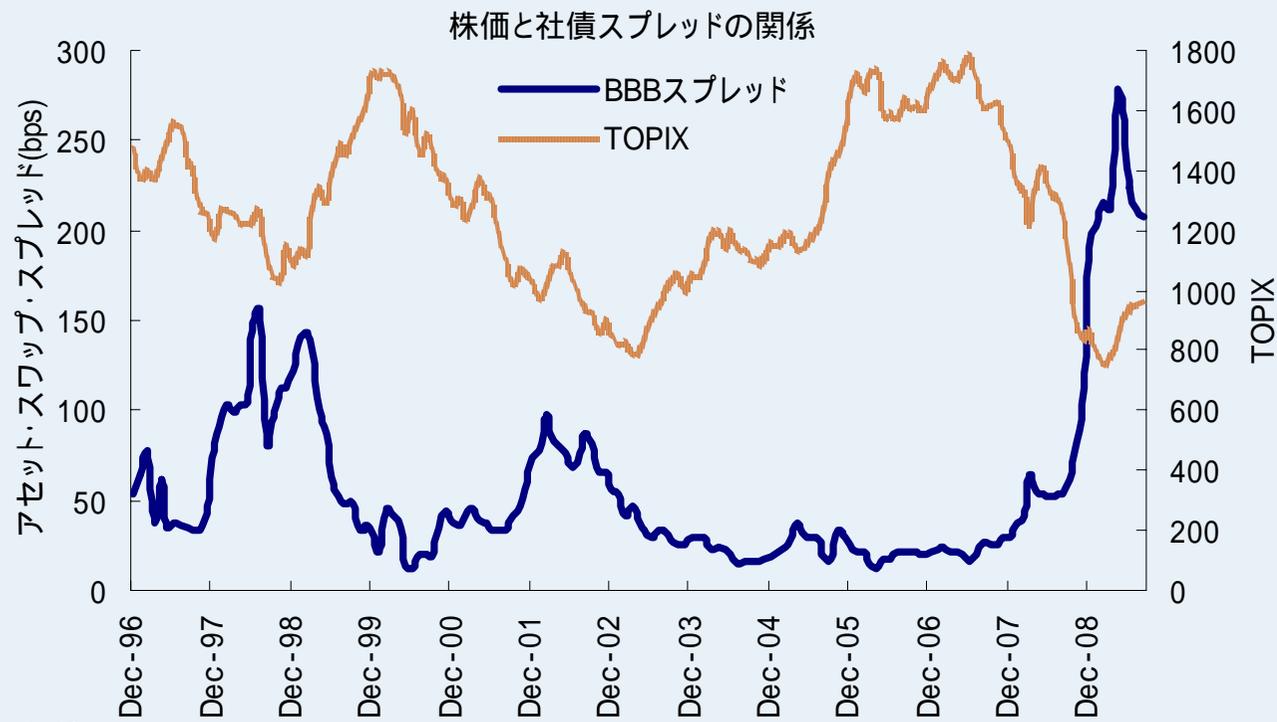
- アセット・アロケーションの変化を通じた国内社債の需給への影響
- リスク許容度への影響

■ 海外投資家の日本株式に対する投資姿勢

- 株価の変動が日本の投資家のリスク許容度、投資センチメントに影響

なぜ信用リスク・プレミアムが欧米に比べて低い(低かった)のか

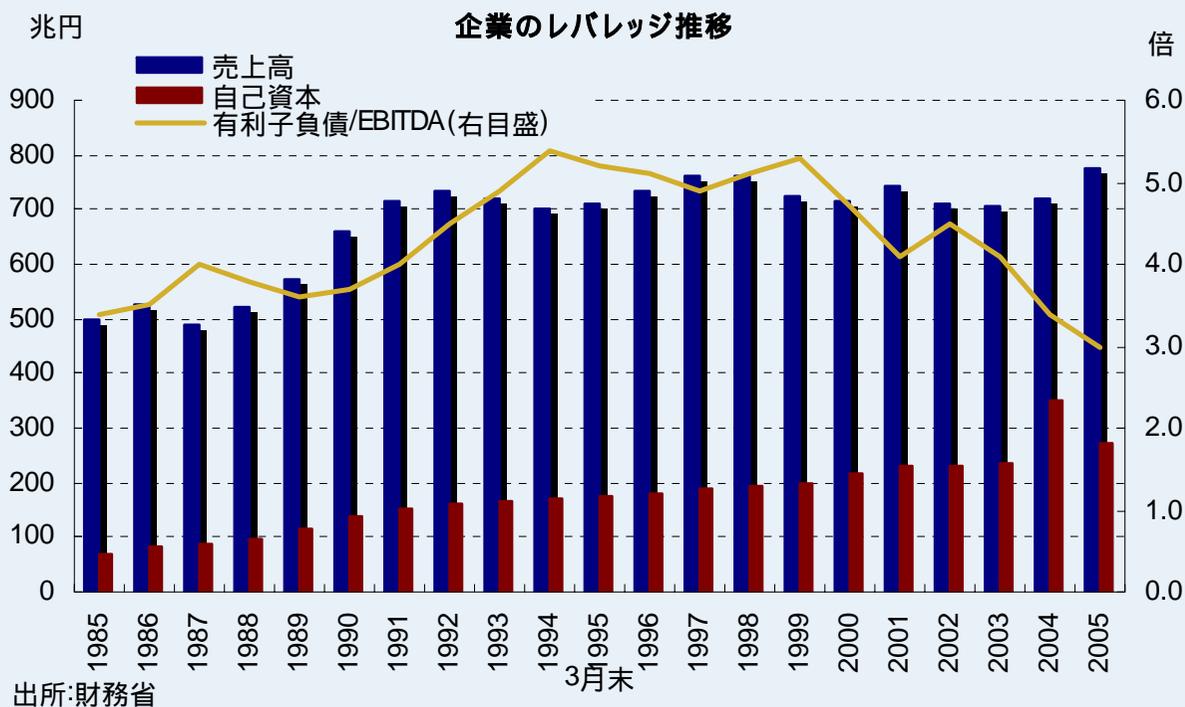
- 公的サポートの存在...金融システム、財投機関、ゼロ金利、量的緩和など
- 銀行融資のウェイトの高さ
 - 貸出競争による信用スプレッドの低位安定
 - 信用スプレッドのプライシングにおける影響力



出所: Merrill Lynch, PIMCO

クレジット・サイクルと信用リスク・プレミアム

- 企業の財務体質・・・日本企業の財務体質は2000年以降大幅に改善
- クレジット・サイクル・・・日米欧のサイクルが一致しつつある



なぜストレス下でのボラティリティ - が高いのか？

- CDS 主導のボラティリティ - 拡大・・・市場規模が相対的に小さい
- 株価と密接な関連...とくに株価が一定の臨界点を下回ると、
 - 金融機関のリスク許容度低下、ヘッジニーズ拡大
 - ヘッジファンド等による“Correlation Trade”の増加



なぜ証券化商品市場の拡大が限定的だったか？

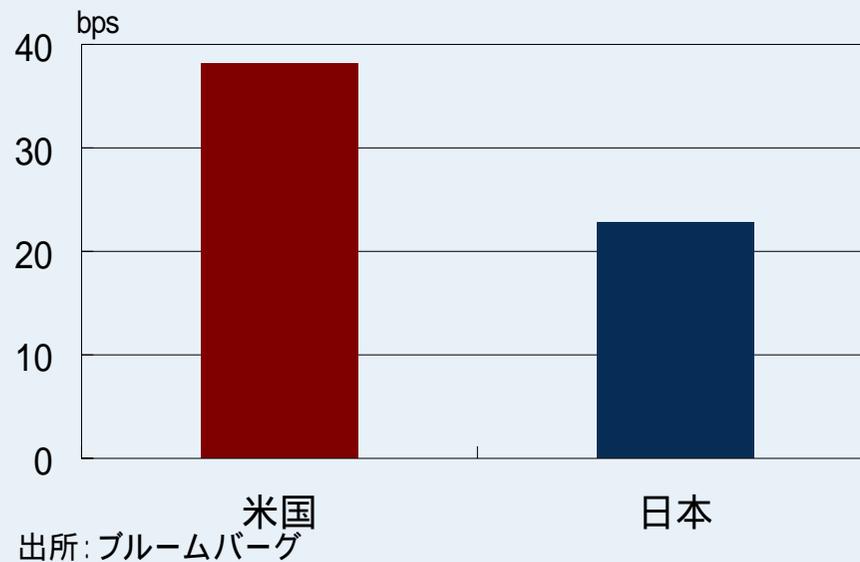
■ 金融機関サイドの事情

- 日本版金融危機からの回復途上で、リスク・テークの本格的再開から日が浅かった(投資家として)
- 貸出の需要が低迷するなか、金融機関にとって資産のオフ・バランス化のインセンティブが少なかった(オリジネーターとして)

■ 日本のクレジット市場固有の事情

- 全般的に原資産(ローン・社債など)の信用スプレッドが極めて薄く、ストラクチャリングをしても魅力あるリターンを提供できる商品の組成が難しかった
- ハイ・イールド債市場の未発達
- ストラクチャード商品における劣後・エクイティー投資家が少なかった

2007年4月時点の
CDSインデックス
の日米比較(投資適格)



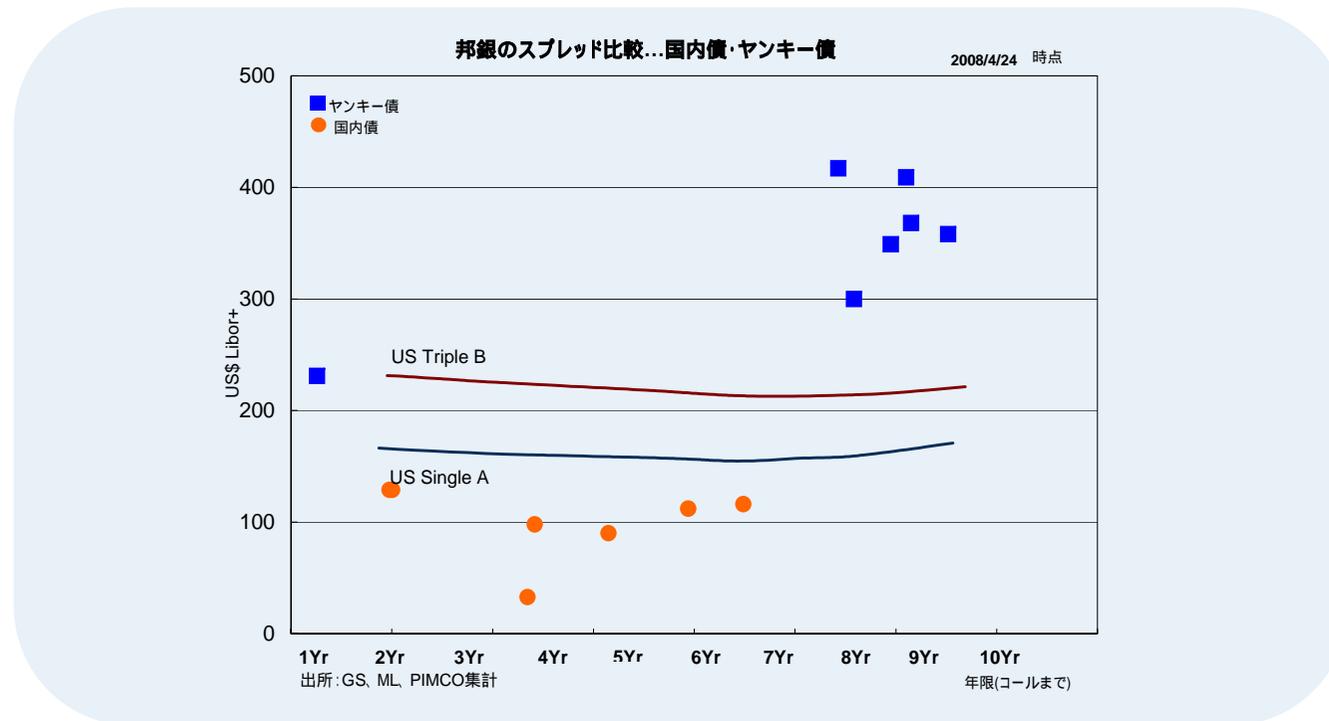
海外投資家から見た日本の社債市場

■ 投資機会の限られたローカル・マーケット

- アジア・パシフィック地域の中でも、特殊性が強い
- 海外投資家の投資対象は、少数の銘柄に集中している

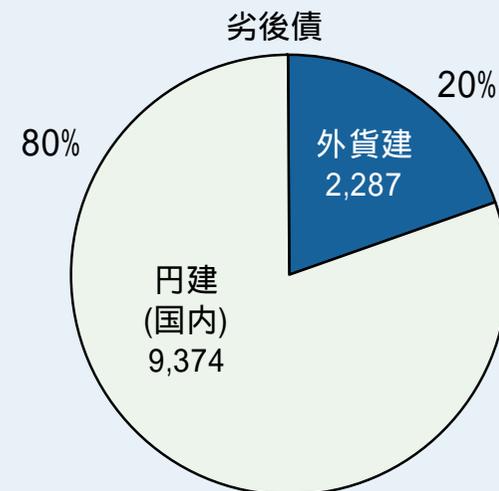
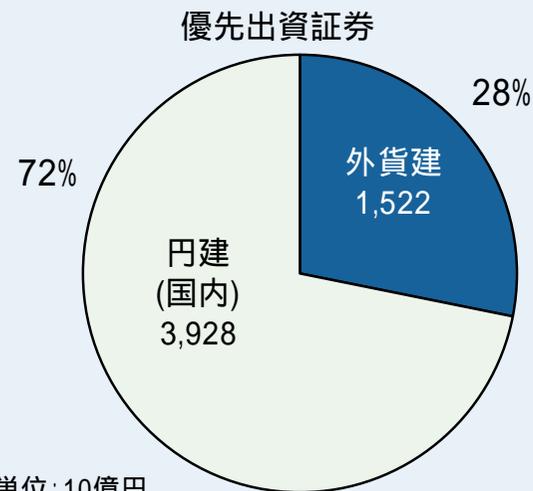
■ 日本の社債のレラティブ・バリュー

- 同一銘柄の市場間・発行通貨間の比較から見ると、国内円債の魅力は低いケースが多い
- 同業種企業の国際的な比較から見ると、国内円債の魅力は低いケースが多い



海外市場における日本企業の社債(外債)の評価

- 日本企業が外債を発行する理由
 - 現地通貨調達必要性、日本市場の制約(市場の未発達、調達金額の大きさ等)
- プライシングは投資家にとって概ねリーズナブル
 - 国内債との二重価格体系、ジャパン・プレミアムの存在
- 邦銀の劣後債・優先出資証券は、比較的人気のある投資対象となっている
 - IRの充実、ベンチマーク債の発行などによる流動性向上



単位:10億円
出所:大手7行、ML、PIMCO集計

海外発行体にとっての日本の社債市場

■ サムライ債市場は、限界的な調達手段として重要性が増している

- 比較的安い調達コスト
- 本国で発行できない企業にとってのラスト・リゾート

■ ただし、発行体サイドにおける一種のモラルハザードの懸念も...

- 日本の投資家にとってのリスク

■ 制度面の整備の必要性

- ディスクロージャー充実による情報の非対称性の解消

■ 投資家サイドの投資インフラ充実の必要性

- リサーチ体制

日本の社債市場の課題とは

- そもそも...海外投資家にとって魅力がなくても、別に支障はない
- 問題は、中長期的に市場のサステナビリティ・安定性が確保できるか
 - ▶ 発行体・投資家の共存共栄、健全なファイナンス環境
- 加えて、金融市場としての国際競争力



投資対象としての魅力、発行市場としての使い勝手などにおいて、海外市場との共通性・相互補完性を高めることは、日本にとって中長期的にメリットがある

取り組むべきテーマ

■ 信用リスク・プレミアムの水準調整

- “公的サポート”と“オーバーシュート”からの脱却
- 銀行セクターの健全性にとっても大きな課題

■ 流動性の向上は社債・クレジット市場にとって大きな課題

- マーケット・メークの強化
- 集中取引の枠組み

■ 投資インフラ、人材の育成

- リサーチ体制の強化

■ 海外発行体の呼び込み

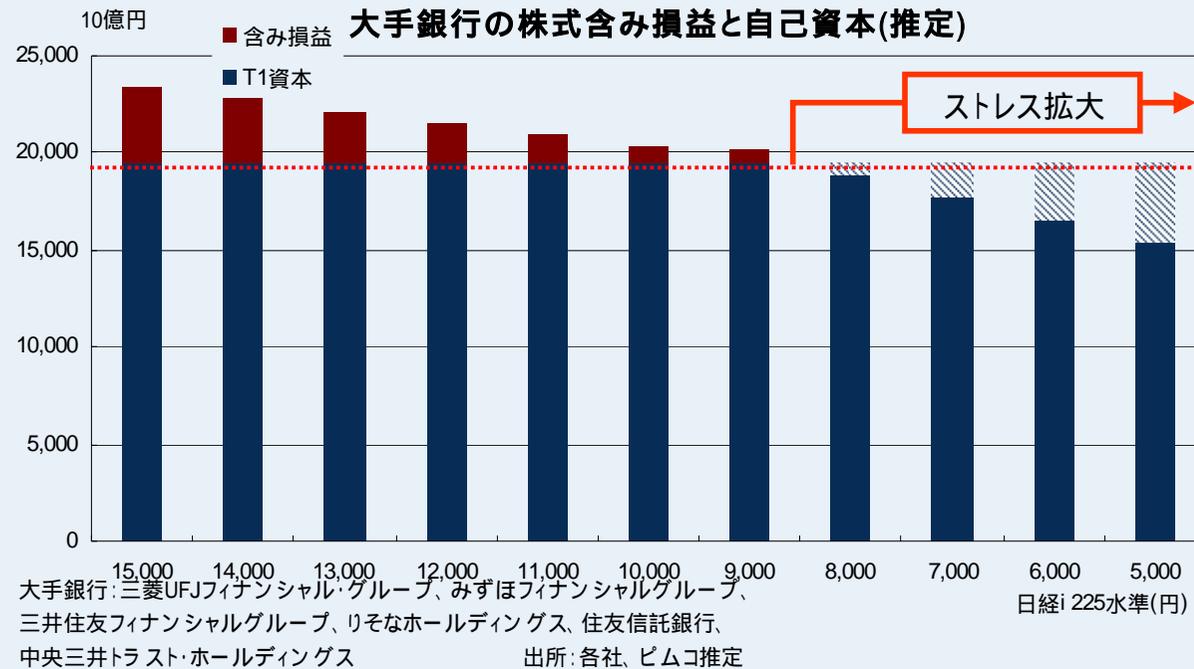
- J B I C による保証案件等は良いスキームと思われる

■ 税制面の手当て

- 非居住者向け非課税措置など

銀行の株式保有は社債市場にとっても構造的な問題

- 金融機関は、発行体としても投資家としても圧倒的な存在感
- 株式相場が需給両面に大きな影響



IRにおける課題

- 発行体における株式投資家偏重のカルチャー
「当社は、社債投資家向けの個別ミーティングは行っておりません」
- 社債投資家の関心事項(株主と債権者の違い)に対する理解不足
- 海外投資家に対する対応
- アナリスト(セルサイド、バイサイド)の陣容
- セルサイド・アナリストと発行体の関係

格付をめぐる問題

■ 日本における海外格付け会社の功罪

- 日本の特特殊性に対する理解不足(1990年代)
- Rating Methodology変更による大規模な格上げ(2000年代前半)
- ... とその反動(2009年～)

■ 一方、この10年で日系の格付け会社のクレディビリティは大幅に向上

- ただし、カバレッジの維持・拡大が課題
- アジアの格付け会社との交流、規格統一は投資家にメリットあり

■ 国内証券化商品の格付けは欧米に比べ安定しているが、反省点も...

- 前提条件となるマクロ環境
- 「相関」の見直し

個人マネーと社債市場

- リテール向け社債におけるイベント
 - 2000年～2001年 マイカル債(900億円)
 - 2008年～2009年 Citigroupサムライ債(3,150億円)
- リテール向け社債の新たな可能性
 - 大手銀行の個人向け劣後債発行(2009年～)
- 社債ファンドの活性化
 - 国内社債の投資家層拡大
 - CDS市場の厚み拡大
 - アジア社債...ボトムアップによる投資家の需要喚起

米国、アジア、日本のCDS(IG)推移比較



Source: Bloomberg



当資料は、一般的な情報提供を目的にピムコジャパンリミテッド（以下、「弊社」）が作成したものです。本資料には、本資料作成時点での著者の見解が含まれていますが、これは必ずしもPIMCOグループの見解ではありません。著者の見解は、予告なしに変更される場合があります。本資料は情報提供を目的として配布されるものであり、投資助言や特定の証券、戦略、もしくは投資商品の推奨を目的としたものではありません。本資料に記載されている情報は、信頼に足ると判断した情報源から得たものですが、その信頼性について保証するものではありません。過去の実績は将来の運用成果を保証するものではありません。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、金融市場の相場や金利等の変動、及び組入有価証券の発行体の財務状況による信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動による影響も受けます。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、損失をこうむることがあります。弊社が行う金融商品取引業に係る手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により異なるため、当資料には具体的な金額・計算方法は記載していませんのでご了承ください。

当資料及び記載されている情報に関する権利は弊社に帰属します。したがって、弊社の書面による同意なくしてその全部もしくは一部を複製またはその他の方法で配布することはご遠慮ください。

(注)PIMCO はパシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシーを意味し、その関係会社を含むグループ総称として用いられることがあります。

ピムコジャパンリミテッド
東京都港区虎ノ門4-1-28 虎ノ門タワーズ オフィス18階
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第382号
加入協会/（社）日本証券投資顧問業協会、（社）投資信託協会