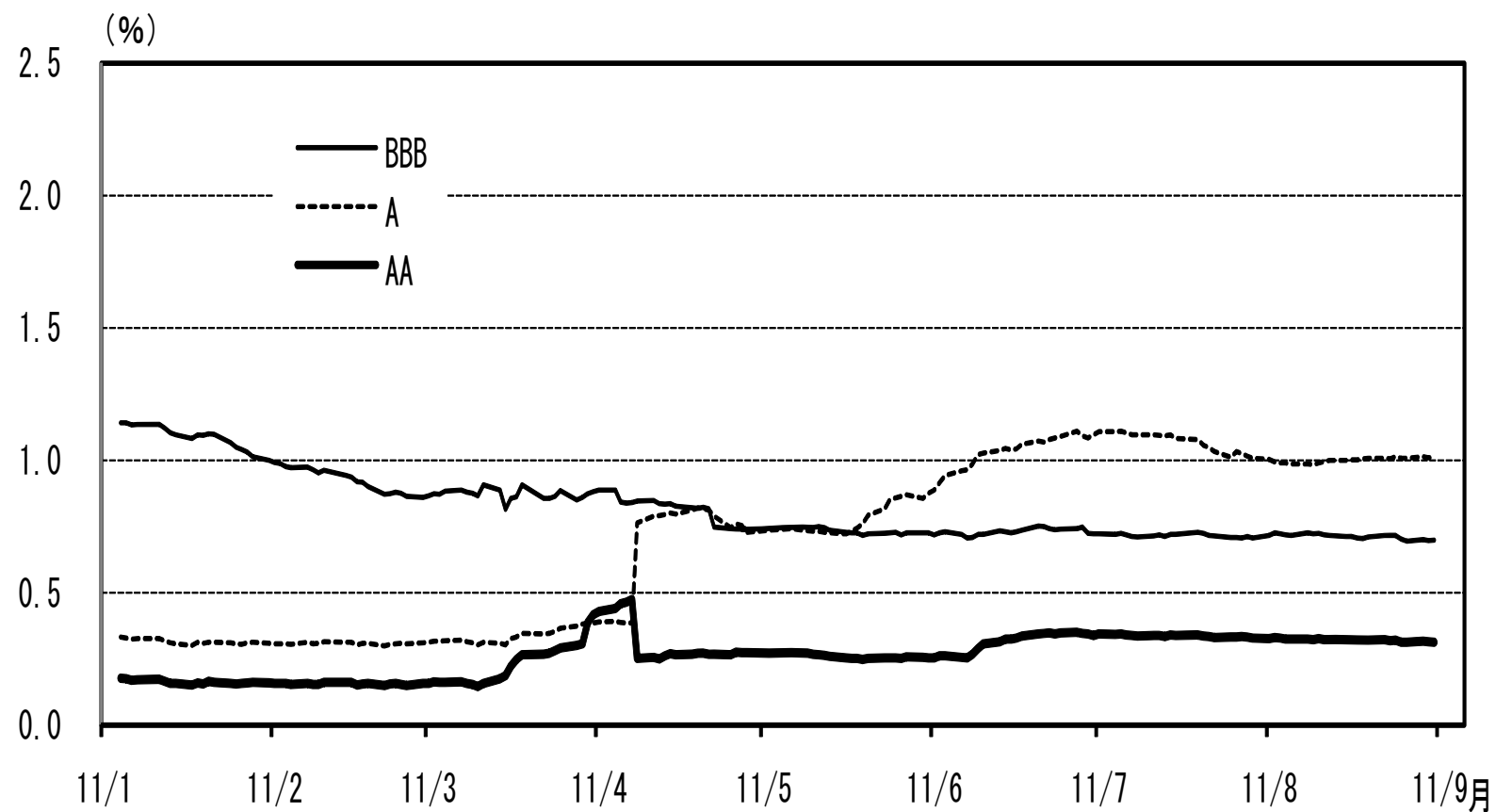


東日本大震災後の社債市場の現状及び課題について

2011年9月22日

社債流通市場スプレッド動向（売買参考統計値）

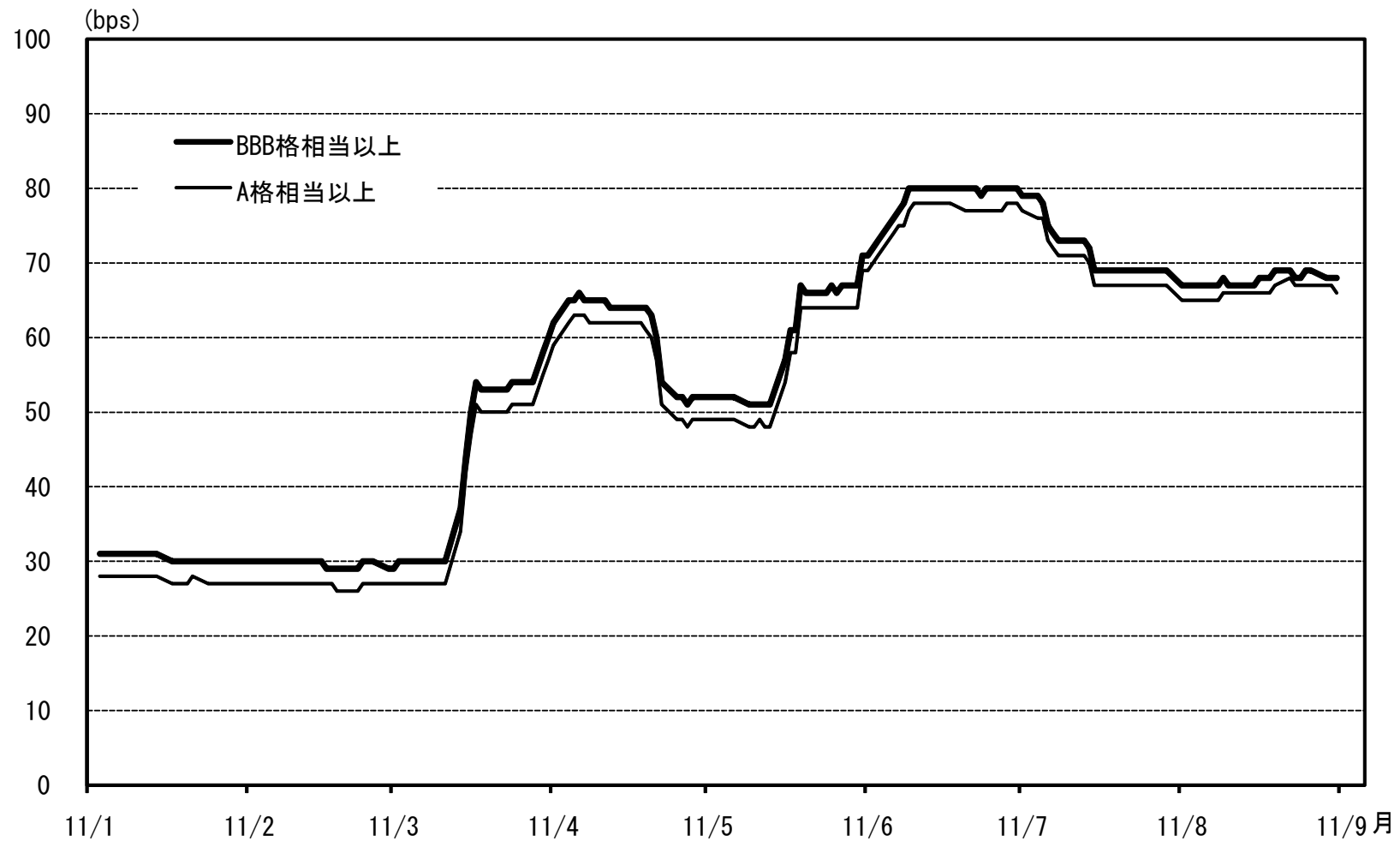


(注) 1. 社債流通利回りは売買参考統計値、格付けはR&Iによる。集計対象は、残存3年以上7年未満の銘柄。

2. 直近は8/31日。

(出所) 日本証券業協会、日本銀行

社債流通市場スプレッド動向（野村BPI）



(注) 1. 野村証券金融工学研究センター算出。格付けはS&P、Moody's、R&I、JCRによる。集計対象は、残存1年以上の銘柄。
2. 直近は8/31日。

(出所) Bloomberg

ディーラーの店頭の動き

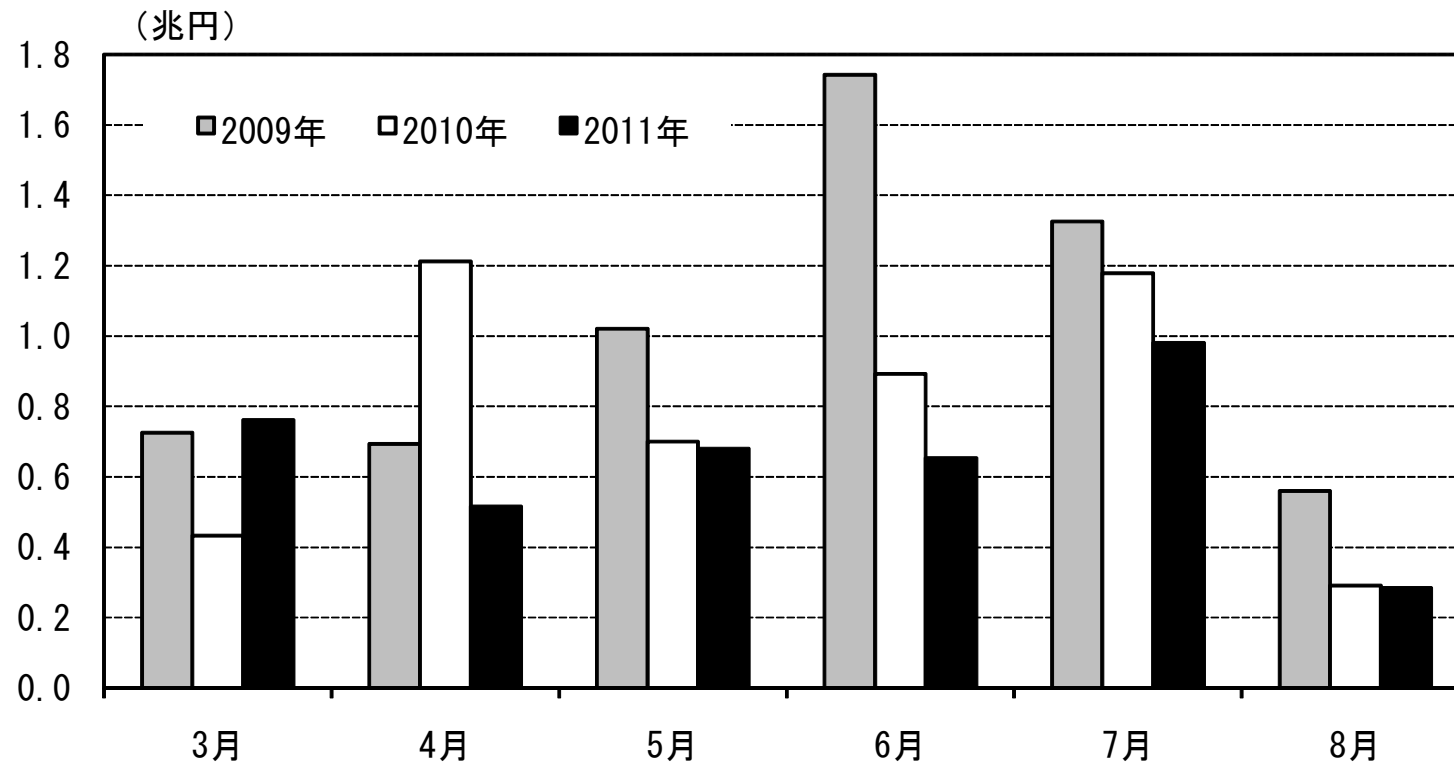
- ・震災直後、スプレッドは急拡大、流動性は蒸発して価格の居所が不透明に
- ・高格付け社債から徐々に落ち着きを取り戻す
 - 東京都債： JGB+4(震災前)⇒JGB+15(ピーク)⇒JGB+9(3月末)
 - AA格社債： JGB+10未満(震災前)⇒JGB+30台(ピーク)⇒JGB+20台(3月末)
- ・4月以降、需給の偏りを背景に、全般にスプレッドは縮小傾向
 - －企業の手元流動性は潤沢、銀行融資のアベイラビリティも存在
(社債による資金調達ニーズは全体として必ずしも高いわけではない)
 - －預貸ギャップの拡大を背景に、金融機関の有価証券投資ニーズは高い
- ・東電債のスプレッドは大幅拡大
 - －原発の動向や政治家等の発言に左右され、スプレッドは乱高下
 - －5月以降は、主に格付け動向と支援機構の枠組みに対する注目

	震災前	⇒	現在
Moody's:	Aa2	⇒	Ba2
S&P:	AA-	⇒	BB+
R&I:	AA+	⇒	A-
JCR:	AAA	⇒	A+

社債発行市場スプレッド動向

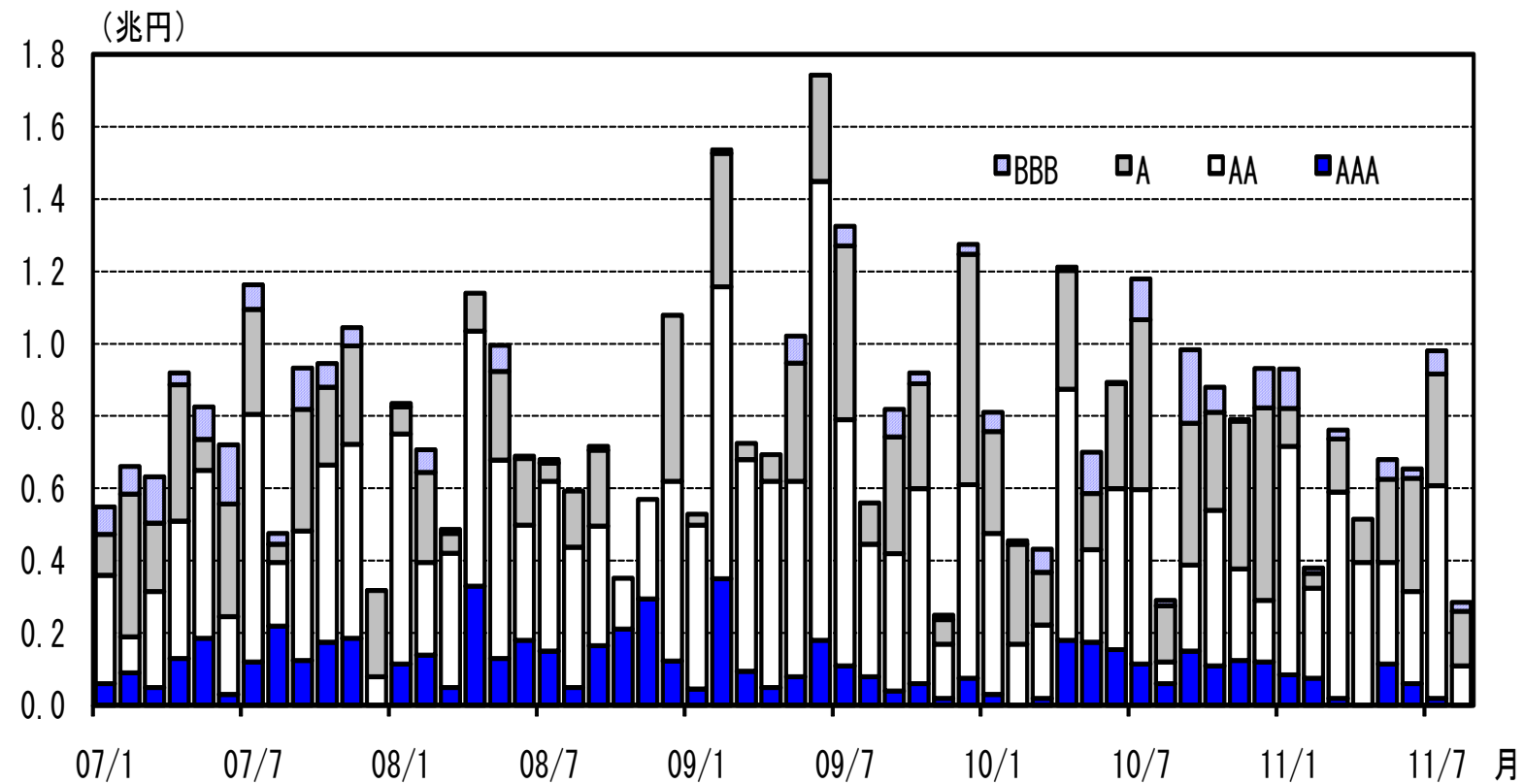
	震災前	震災直後	直近
三菱東京UFJ銀行 5年債	JGB+10(1月)	JGB+17(4月)	JGB+9(7月)
三井住友銀行 5年債	JGB+11(1月)	JGB+17(4月)	JGB+9(7月)
みずほコーポレート銀行 5年債	JGB+14(1月)	JGB+21(4月)	JGB+13(7月)
三菱UFJリース 5年債	JGB+18(1月)	JGB+27(4月)	JGB+16(7月)
オリックス 5年債	Swap+35(1月)	Swap+43(5月)	Swap+28(8月)
三井不動産 10年債	JGB+11(1月)	JGB+13(6月)	JGB+15(8月)

震災後の社債発行額の推移（2011年3月～）



（出所）アイ・エヌ情報センター

震災後の社債発行額の推移（2007年～）



(注) 1. 起債日ベース。

2. 直近は11/8月（8/31日まで）。

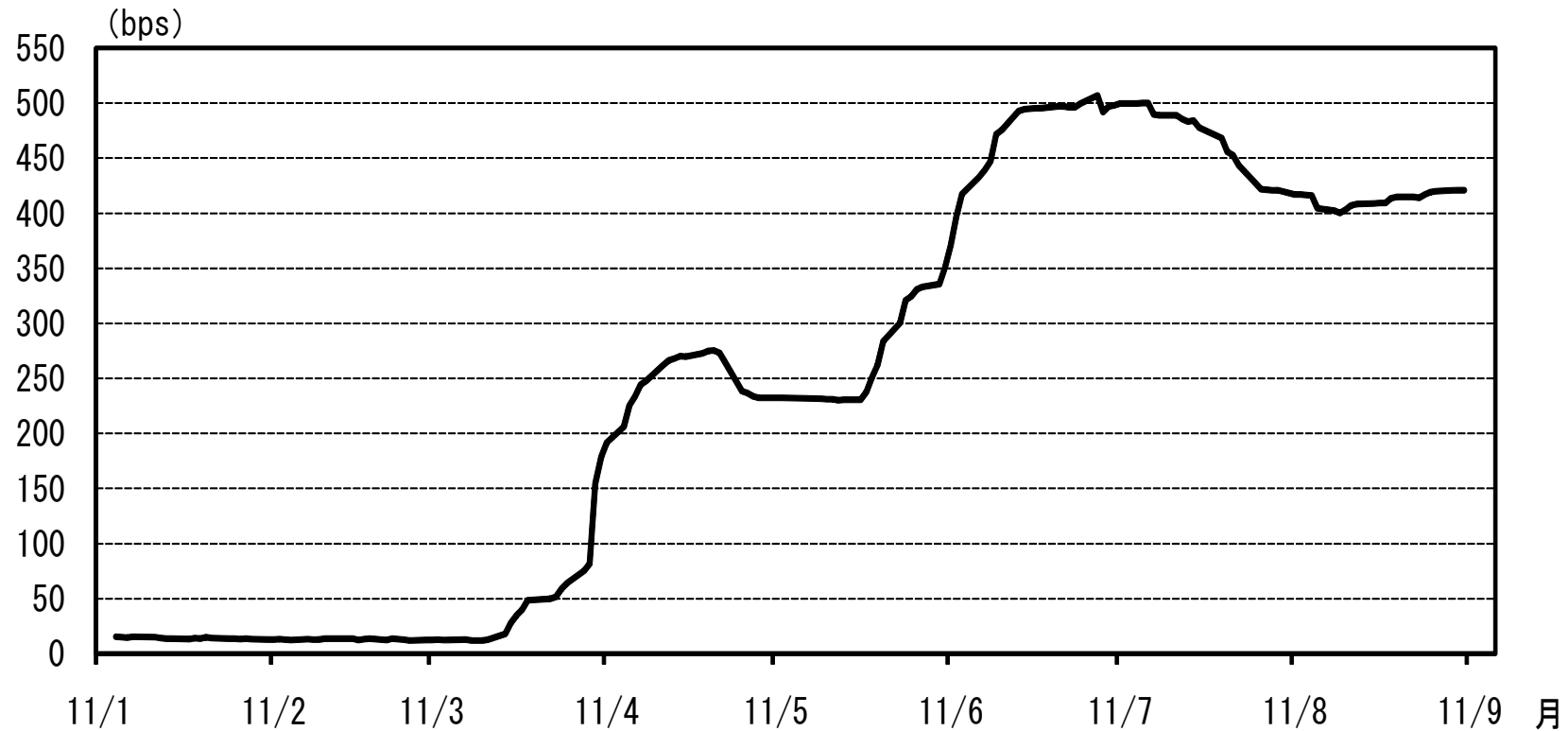
(出所) アイ・エヌ情報センター、キャピタル・アイ

震災後の社債起債市場の動向

- ・震災直後は起債キャンセル案件続出、
- ・4月はメガバンクの定例債や個人向け社債が中心
 - －市場のベンチマーク的存在である東電債(5兆円／62兆円)の喪失
- ・5月連休明けから徐々に回復
- ・電力債は、(原発を持たない)沖縄電力を除いて発行なし
- ・その他電力債の起債再開のタイミング
 - －国のエネルギー政策の行方
 - －原発再稼働の是非
 - －賠償支援スキームの運用
 - －銀行融資の調達コストとの比較
 - －社債スプレッドが潰れる中、「AA格でT+30台」の商品への需要はある程度存在

価格の透明性の問題

・売買参考統計値にみる東電債の спреッド(対国債)の推移



(注) 残存5年。直近は8/31日。

(出所) 日本証券業協会、日本銀行

価格の透明性の問題

☆ 売買参考統計値と市場実勢に乖離が生じた要因(含む仮説)

- ・そもそも市場実勢を把握することが困難
 - －透明性の不在(取引は散発的、一部の証券会社店頭に偏る)
 - －取引金額によって大きく価格が異なる(取引価格＝市場実勢?)
 - ⇒ TRACEのようなシステム導入のメリット・デメリット
- ・日々報告される価格の変化は緩やかなものになる傾向
 - －保有社債の評価に用いられることに対する意識
- ・多数の価格をタイムリーに更新することが現実的ではない

東日本大震災後の 社債市場の現状及び課題について



BNP PARIBAS
CORPORATE & INVESTMENT BANKING

| The bank for a changing world

2011 September

中空 麻奈, クレジット調査部長
mana.nakazora@japan.bnpparibas.com
03-6377-1707

一般担保付債券の問題点

社債権者を保護するメリットがあるのに・・・

弁済順位・先取特権に基づく法的な位置

東京電力の財産に対する優先順位

結論として、担保付社債が損害賠償請求権に優先すると見る。ただし、原子力損害賠償法が担保している保険金については被害者が優先することになる

破産・会社更生・存続のいずれの場合にも、債権の扱いに若干の違いが生じるものの、債権者の法的な位置（特に先取りに関する位置付け）には大きな変化はないと見ている

資産	特別先取特権
	一般先取特権
	電力債
	一般債務
	株主資本

民法の特別先取>民法の一般先取>電力社債>一般債権（損害賠償を含む）

出所：BNPパリバ証券



一般担保付債券の問題点

社債権者の地位の不明瞭さが取り沙汰される・・・

5月14日

銀行は東電の債権放棄を！、そうでなければ、国民の理解が得られるとは思えない！とする枝野発言が出たあとのメディアの論調は、「破綻会社は、役員、従業員、株主、金融機関が損をかぶって負担するのが基本ルール」としている。株主は100%減資を免れ、銀行融資や社債券保有者の債券カットを免れた、と横並びでの表現が目立った

9月17日

発足した原子力損害賠償支援機構に関連し、「支援の目的に債権者や株主の保護は入っていない。支援がなかった場合に生じたであろう負担については、当然負担していただく」と述べた。

⇒ 支援がなかった場合とは、巨額の損害賠償債務を負う東電が債務超過になり、銀行が融資の一部を回収できなくなる場合を指すのだろう。そうだとすれば、その回収不能に相当する分だけ、債権放棄することを求めたように受け取れる

一般担保付債券の金融市場のルールとは？

⇒ **保護されて当たり前のはず。リストラは債権者にとって、損失であるはず。**

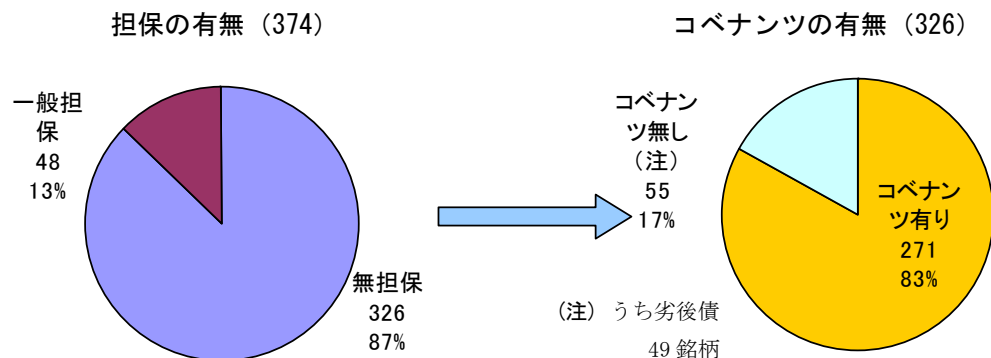
出所：各種メディアよりBNPパリバ証券



一般担保付債券の問題点

コベナンツ有り債券増加と社債管理者設置債が増加しないこととの関係とは？

社債374銘柄の担保及びコベナンツの状況



- ※ 1. 2009年1月1日から12月31日に発行された国内公募普通社債（電力債、銀行社債等を含む。）
2. 各社債の募集要項に基づき作成

【参考】社債管理者等の設置状況

	銘柄数		発行総額（億円）	
社債管理者設置債	76	(20%)	34,182	(30%)
財務代理人設置債（F A債）	245	(66%)	59,544	(52%)
社債事務取扱者設置債	5	(1%)	1,400	(1%)
不設置債 ※	48	(13%)	18,805	(17%)
合計	374	(100%)	113,931	(100%)

※ 不設置債は、社債管理者・F A等不設置の社債で、全て銀行社債。

出所：日本証券業協会



一般担保付債券の問題点

債券保有者・投資家にとっての問題点

- 一般担保付債券は保護されているはずなのに保護が主張されない
- 政治リスクを排除できない
- 一般担保が保全できない

債券発行者にとっての問題点

- 社債管理者設置債がほとんどであり、コストがさらに高まる
- そのため、国のバックアップが暗示化されることによる高い信用力が前提

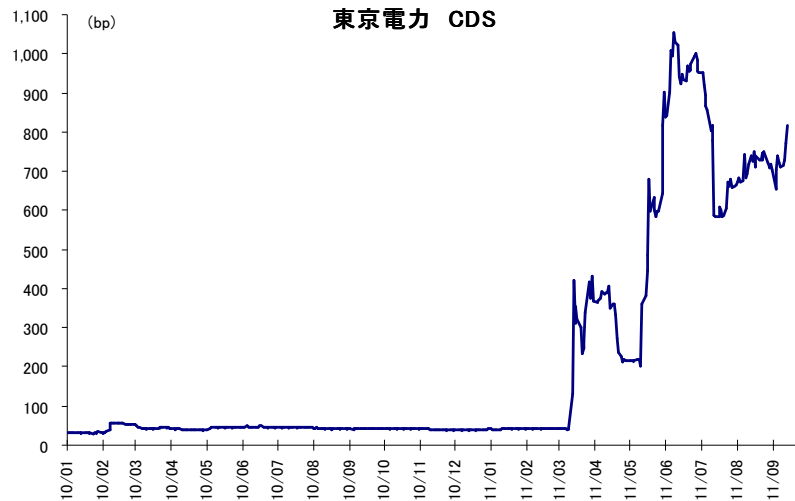
出所:BNPパリバ証券



日本社債市場の特性

#1. CDSはヘッジ手段として働くか？

CDSスプレッド推移と社債市場スプレッド推移(例)



#2. 実質的にショートできるとすれば、レポ取引。レポマーケットは成長できるか？

出所: Bloombergより、BNPパリバ証券



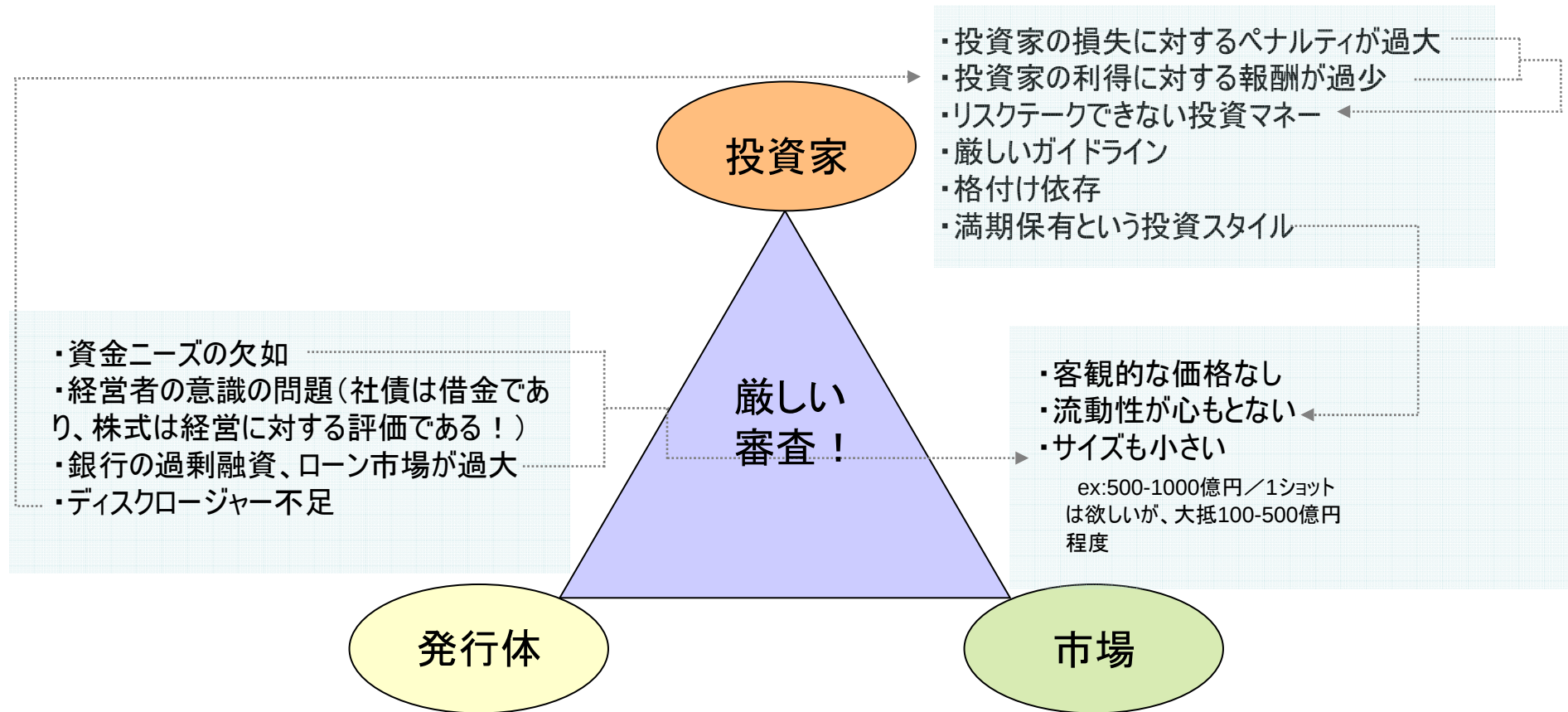
BNP PARIBAS
CORPORATE & INVESTMENT BANKING

The bank for a changing world

September 2011 | 6

日本社債市場の特性

#3. 社債市場を大きくしない悪循環の発生

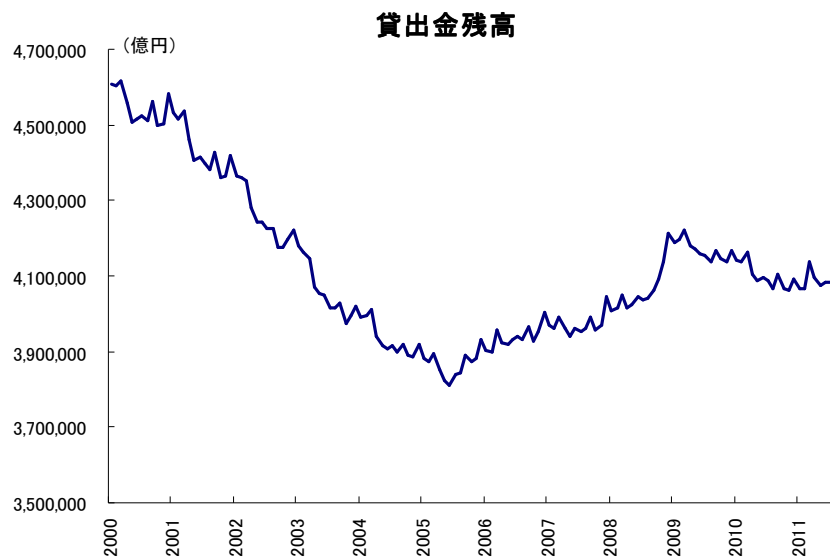


出所: BNPパリバ証券

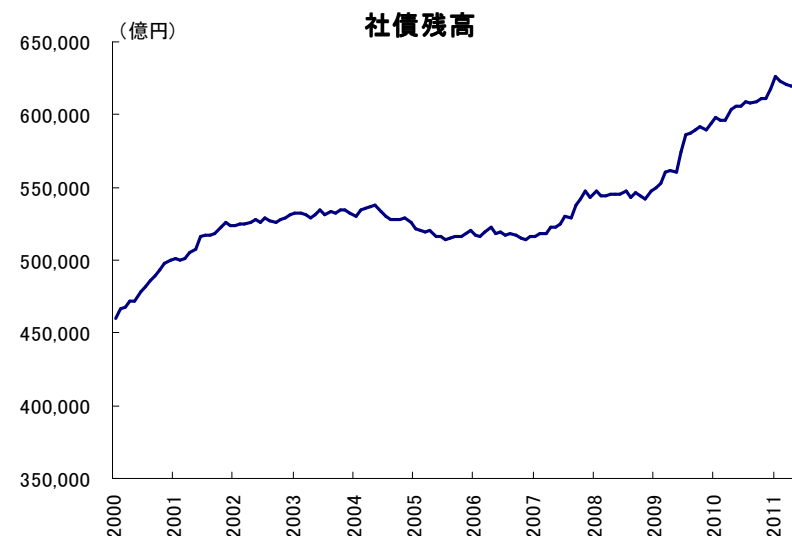


日本社債市場の特性

貸出金残高と社債残高比較



出所: 日本銀行



出所: 日本証券業協会

#4. 日銀の社債買い入れはどこまで社債市場に好影響を及ぼすのか？

#5. 通貨は円建て債務が基本であることが市場の広がりをも阻む



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。

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、（社）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

このレポートに含まれる情報は、弊社が信頼できると考える情報源より取得されたものですが、弊社はその正確さについて意見を表明し、または保証するものではありません。情報は不完全または省略されたものであることがあります。このレポートは、目論見書ではありませんし、このレポートで取り扱われている有価証券の価値についての判断の基準を示す目的で作成されたものではありません。また、このレポートは、有価証券の購入、売却その他の取引を推奨し、または勧誘するものではありません。このレポートに含まれる予想及び意見は、レポート作成時における弊社の判断に基づくものであり、予告なしに変更されることがあります。弊社またはその関連会社は、このレポートで取り扱われている有価証券またはその派生証券を自己勘定で保有し、または自己勘定で取得することがあります。また、法律で許容される範囲において、このレポートの発表前に、そこに含まれる情報に基づいて取引を行なうことがあります。弊社はこのレポートの内容に依拠して読者が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。このレポートは限られた読者のために提供されたものであり、弊社の書面による了解なしに複製することはできません。



無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

格付会社グループの呼称等について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク

格付グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

スタンダード・＆amp;プアーズ・レーティングス・サービス・インク

格付グループの呼称：スタンダード・＆amp;プアーズ・レーティングス・サービス・インク（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：スタンダード・＆amp;プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

フィッチ・レーティングス

格付会社の呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ：ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.moody.co.jp>）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

S&P：スタンダード・＆amp;プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の上段「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

フィッチ：フィッチのホームページ（<http://www.fitchratings.co.jp>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズ：ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

S&P：S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、利息や元本が予定通り支払われることを保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&Pは、品質および量により信頼しうると判断した情報を利用して格付分析を行っております。しかしながら、S&Pは、提供された情報について、監査・デュー・デリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付および格付付与に利用した情報の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。

フィッチ：フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、平成22年12月17日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記それぞれの会社のホームページをご覧ください。

以上



BNP PARIBAS
CORPORATE & INVESTMENT BANKING

The bank for a changing world

September 2011 | 10