

万人のための年金運用入門（５）－国内債券（下）

前回は、国内債券の発行・流通市場につき、米国と比較しながら解説いたしました。国内債券について３回シリーズの最終回となる今回は、信用リスクについて解説いたします。

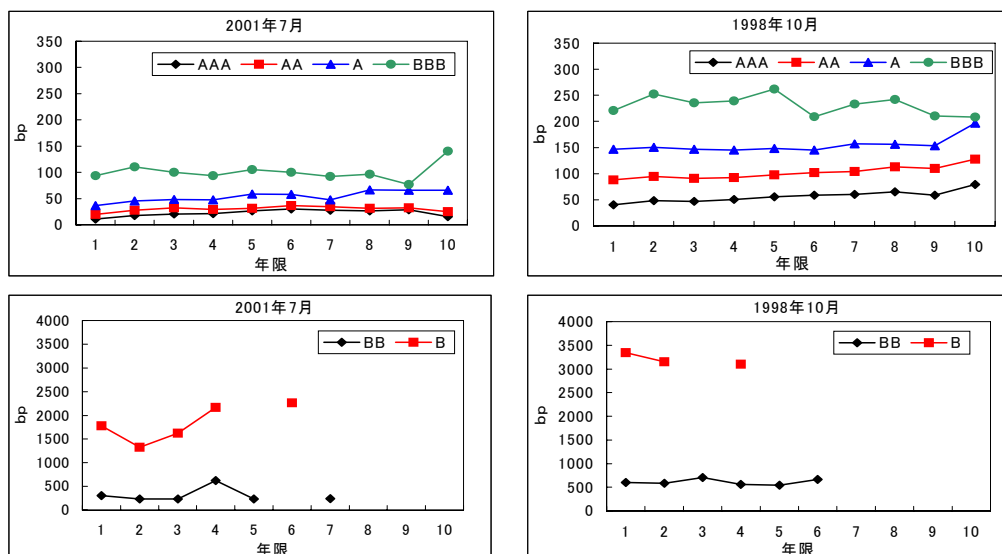
債券の信用リスクとは、発行体である企業のデフォルトなどにより、利払いや償還額の支払いが滞るリスクを指します。通常、信用リスクがゼロと考えられる国債と比べて、社債投資においては、信用リスクの分、プレミアム（金利の上乗せ）を要求されることとなります。したがって、発行企業の信用リスクに応じて、同じ年限であっても国債より利回りは高くなります。

発行体の信用度を評価する際には格付が用いられます。代表的なものが、米国のムーディーズ、S & P、日本ではR & I（格付投資情報センター）、J C R（日本格付研究所）などで、各企業の財務状況などをベースにそれぞれ格付を行っています。格付が低いほど信用リスクは高く、債券の利回りも高くなります。

図表１は、日本の社債について、格付・年限毎に国債とのスプレッド（利回り格差）を示したものです。ロシア危機をきっかけに世界的に金融不安が高まった1998年10月のスプレッドは、AAA格で40～80bp、AA格で90～130bp、A格で150～200bp、BBB格で200～260bpとなっています。しかし、直近時点（2001年7月）では、AAA格とAA格があまり差がなく10～30bp、A格で40～60bp、BBB格で80～140bpまで縮小しています。

これは、前回も触れたように、ゼロ金利政策の影響で国債の利回りが10年債でも1.3%程度しか得られない中で、国債より利回りの高い社債が魅力的な商品として人気を集め、特に、投資適格とされるBBB格以上の社債に需要が集中していることが背景にあると考えられます。

図表 1 格付・年限毎の対国債スプレッド



出所) 社債利回りはR & I「日経公社債情報」、国債利回りはブルーンバーグより。

図表 2 は日米の社債の格付分布を示したものです。古くから社債市場が発達している米国では、投機的とされる **BB** 格以下の銘柄が全体の 36% を占めるのに対し、日本では機関投資家の投資対象が投資適格銘柄中心であることなどから、12% にとどまっています。米国では、日本に比べて、低格付企業にも社債市場を通じた資金調達の手続きが提供されているといえるでしょう。日本においても、新規産業育成が重要な課題である中で、東京都では **CLO**（ローン担保証券：中小企業への融資債権を束ねて証券化）を発行していますが、さらに適切なプライシング、信用リスク評価の向上などが実現できれば、低格付債市場が拡大し、資金調達手段の多様化につながるものと期待されます。

もちろん、低格付債への投資は大きなリスクを伴います。実際に、1980 年代末から 1990 年代初めの米国生命保険会社の経営危機は、ジャンク債（**BB** 格以下の債券）への過大投資が主要な要因でした。米国のジャンク債市場は、1980 年代に急拡大しましたが、他金融機関との競争が激化する中で、生保各社は高金利を約束した商品を販売し、一部生保では運用利回り確保のために、ジャンク債のウェイトを総資産の 60% まで高めました。しかし、ジャンク債市場の崩壊とともに、倒産に至る生保が相次いだわけです。

従来、日本の社債市場では、様々な規制により電力会社を中心に一部の大手企業による発行しかなかったため、投資家はデフォルトの心配をする必要はありませんでした。しかし、1990 年代以降の一連の規制緩和によって、発行企業は多様化しており、また、長引く景気低迷下で大手金融機関をはじめ、企業の破綻リスクも高まっています。

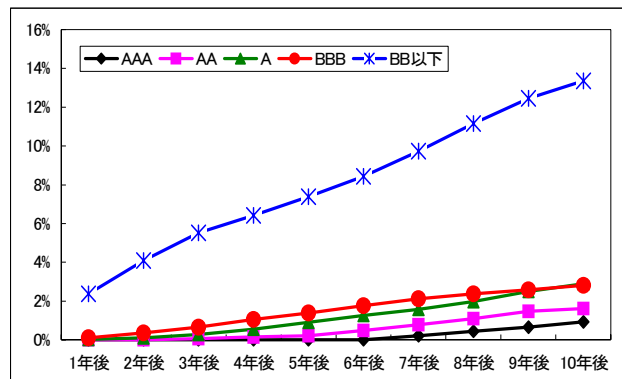
日本ではデフォルト事例がほとんどなく、社債のデフォルト率のデータは存在しません。R & I では、社債以外の債務がデフォルトした状態（破産申請や会社更生法の適用申請など）を「広義デフォルト」と定義し、その割合を公表しています。図表 3 は 10 年間の平均累積広義デフォルト率を示したもので、これをみると **AAA** 格では 10 年後でも 1% 未満ですが、**BB** 格以下では 13.4% におよびます。社債投資にあたっては、今後、こうした信用リスクデータの整備、信用リスク評価方法の拡充などリスク管理の重要性が益々高まるものと思われます。

図表 2 日米社債の格付分布

	日本		米国	
	銘柄数	%	銘柄数	%
投資適格				
AAA格	19	3%	177	4%
AA格	93	13%	628	13%
A格	269	36%	1,207	25%
BBB格	270	37%	1,049	22%
投機的				
BB格	69	9%	773	16%
B格	14	2%	873	18%
CCC格	4	1%	79	2%
合計	738	100%	4,786	100%
投資適格	651	88%	3,061	64%
投機的	87	12%	1,725	36%

出所) 証券経済研究 第 30 号  
 注) 日本は 2000 年末、米国は 1999 年末。  
 日本は R&I、米国は S&P の格付。

図表 3 平均累積広義デフォルト率



出所) R&I