

## 顕在化した内外の信用リスク

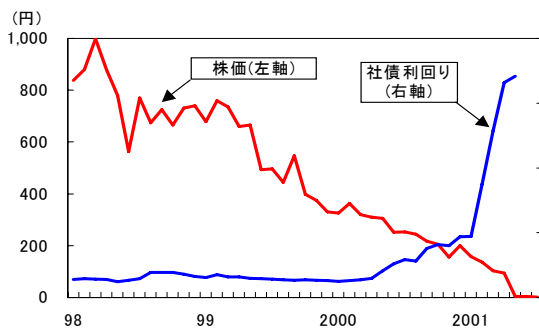
わが国の景気が低迷する中、金融機関の不良債権処理などに伴い、大手企業の破綻が相次ぎ、その企業の発行する債券がデフォルトとなった。低格付債券は利回りが高いため、個人投資家も含め人気を集めてきたが、デフォルトという事態に直面し、あらためて信用リスクに対する備えの重要性が増している。

これまで世界経済の牽引役であった米国経済は、IT 関連企業の業績悪化に加え、同時多発テロの影響などから減速傾向が鮮明となり、わが国経済も 2001 年度第 1、第 2 四半期の実質 GDP がいずれもマイナス、失業率の悪化や国内株式市場の低迷など厳しい状況が続いている。2002 年度の政府見通しはゼロ成長で、民間シンクタンクではマイナス成長を予想するところが多くなっている（ニッセイ基礎研究所では▲0.6%と予想）。

小泉政権の掲げる構造改革は経済再生に不可欠と考えられるが、景気低迷、デフレ下での企業業績の悪化、不良債権処理に伴う銀行の体力低下などを背景に、青木建設、マイカルなど大手企業の破綻が相次いでいる。それに伴い、破綻企業の発行する債券がデフォルトとなり、機関投資家のみならず個人投資家も損失を被る結果となった（図表 1）。

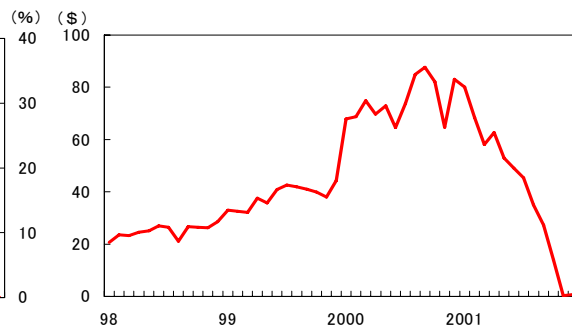
さらに、米エネルギー大手企業エンロンの破綻は、同社が発行した円建債がわずか半年でデフォルトになるとともに、安全資産と位置づけられていた MMF の元本割れという事態を一部で招き、金融市場に大きなショックを与えたことは記憶に新しい（図表 2）。

図表 1 マイカル株価、社債利回りの推移



注) 株価は月末終値。社債は償還 2006 年 5 月（クーポン 6%）の利回り、証券業協会の基準気配。

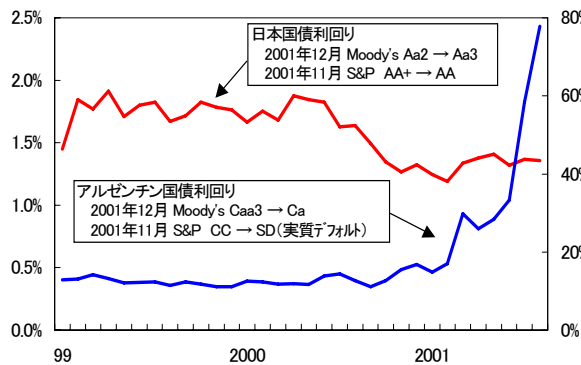
図表 2 エンロン株価の推移



注) 株価は月末終値。

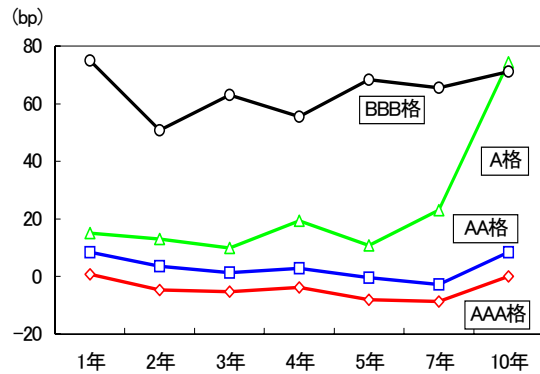
また、アルゼンチンでは深刻な経済危機を背景に、S&P が格付を SD（実質デフォルト）とするなどデフォルトの懸念が高まる中で、2001 年 12 月には海外債権者に対する公的債務が一時支払い停止とされた。2004 年 5 月償還のアルゼンチン債でみると価格が 32 \$、利回りが 77.8% にまで急落した（図表 3）。アルゼンチンの公的債務は約 1,300 億ドルにのぼり、うち円建ては約 63 億ドルあるが、アルゼンチン債を保有する機関投資家および個人投資家も多く、一時支払い停止による影響が懸念される。

図表3 日本国債、アルゼンチン債の利回り推移



注) 日本国債は10年債、アルゼンチン債は償還2004年5月(クーポン11.25%)の複利回り。  
いずれも Bloomberg のデータ。

図表4 格付別対国債スプレッドの変化



注) 社債利回りは R&I「日経公社債情報」、国債利回りは Bloomberg のデータ。  
2001年12月21日時点と2001年7月13日時

この他に、表面上は信用リスクがない仕組債も存在する。たとえば、低格付債からの固定金利のキャッシュ・フローをスワップにより変動金利に交換し、これを投資家に支払うスキームで、仕組債の発行主体は別に設立された高格付の会社である。したがって、低格付債の信用リスクを負っていないように見えるが、担保の低格付債がデフォルトとなった場合、期限前償還や減額償還などの条項が付されていることが多いため、注意が必要である。

このように信用リスクに対する不安感が高まる中で、低格付債券の対国債スプレッドが拡大している。2001年12月と2001年7月の格付別対国債スプレッドの差をみると、BBB格では各年限で50~80bp拡大しており、その影響からA格の長期ゾーンもスプレッドが広がっている。また、国内投資家の需要減少を反映して、発行市場ではBBB格以下の債券の発行量が急減している。逆に、信用度の高いAAA格およびAA格ではほとんど変化がなく、信用力の高い投資対象に需要が集中していると思われる(図表4)。

安全資産とされる日本国債でも格下げが続いている。ムーディーズによる格付はAa3まで引き下げられ、財政赤字の拡大などを理由に見通しは依然ネガティブ(さらなる格下げの可能性もある)とされる。今のところ、国内投資家のリスク許容度が低下しているため、資金が国債市場に流入して、金利は低位安定推移となっているが、今後信用力がさらに低下した場合に、国債暴落(金利急騰)の可能性がないとは言い切れないだろう。

このように信用リスクに対する備えの重要性が高まっている。一般的に、年金運用における債券投資では、運用基本方針などで格付基準を設け、一定水準以下の格付の債券への投資を禁じるという制約を課すところが多いが、実際に格下げが起こった場合に、売却しようとしても流動性の問題などが残る。最近では、株価の変動率などを用いて企業のデフォルト確率を算出する「クレジット・オプション・モデル」の開発なども進んでおり、まだ汎用的なものはないものの、今後はこうしたモデルを活用した信用リスク管理の高度化も期待される。