

## (年金運用)：クレジット市場の状況を見るのに、何が適切か？

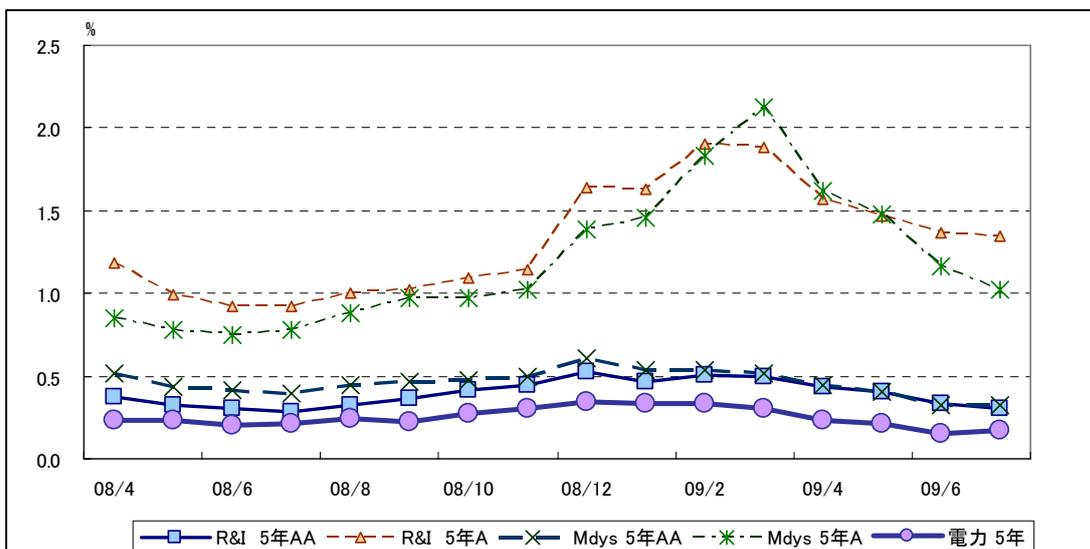
マーケット・インデックスは、市場全般の動きを示すものと理解されている。しかし、構成銘柄数によっては、指数採用銘柄のみの動きを示し、必ずしも市場全体を反映しないものもある。クレジット市場の場合も、CDS(Credit Default Swap)の指数であるiTraxx Japan を見ても、投資家の投資対象が高格付け銘柄なら不適切かもしれない。

わが国のクレジット市場においては、社債流通市場の出来高が極めて少なく、そのために日本証券業協会の公表する店頭売買参考統計値が、必ずしも市場実勢を表しきれていない。そこで、市場参加者は、日本相互証券での出来値を調べたり、新規に発行される社債の発行条件を見ること等によって、クレジット市場の実勢を把握するしか方法がなかったのである。

ところが、2008年秋までの数年間は、信用リスクそのものを取引対象とするCDS市場で頻繁な出来値が見られ、クレジット市場の実勢を知ることができた。しかし、リーマン・ショック以降、CDSの出来高が急減しており、現状では、実勢を十分に反映しているとは言い難い。その背景として、証券化商品が忌避され、CDSの広範な出合いの源であったシンセティックCDOの組成が見られなくなったことに加えて、相対取引であるCDSのカウンターパーティー・リスクが強く意識されるようになったこと等が考えられる。

加えて、日本のCDS市場におけるiTraxx指数は構成銘柄が50と少ないために、特定銘柄の影響を大きく受けてしまう。最近では、複数の消費者金融や特定の電機メーカー等が指数全体の水準を押し上げている。市場参加者の間では、構成銘柄数の拡大や高プレミアム銘柄を指数より外すことが検討されたものの、結局は、実現しなかった。その結果、足元では、社債市場で新発債のスプレッドが縮小しているにもかかわらず、特定銘柄の業績悪化懸念等からiTraxx指数の水準が拡大するといった事態も見られている。

図表1： 国債対比スプレッドの推移



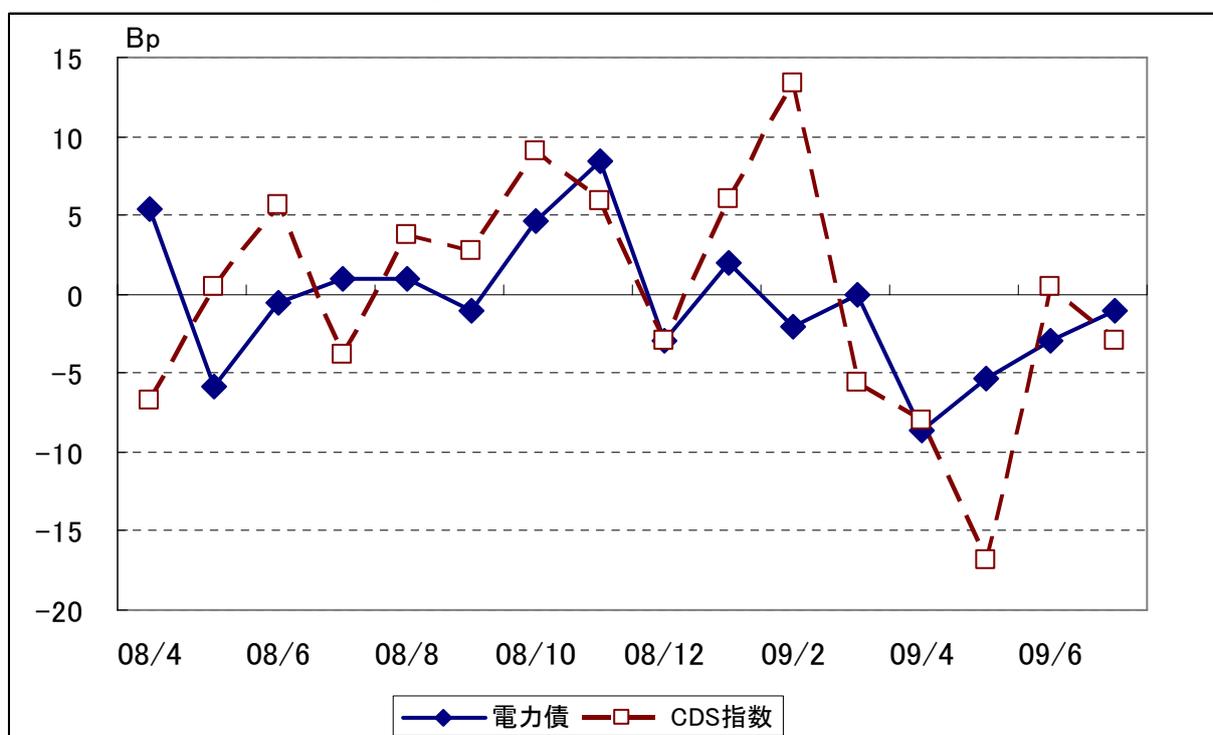
(出所)：店頭売買参考統計値を基に、ニッセイ基礎研究所が作成。いずれも流通市場での気配。

このように、必ずしも CDS 指数の水準がクレジット市場の実態と整合的ではない中で、クレジット市場の状況を見る簡便な手段として、新規発行される電力債の国債対比スプレッドの推移を用いることを考えてみたい。電力債の格付けは R&I で AA+格の横並びとなっており、それを下回る格付けとなっている社債の状況は反映しない（図表 1）。電力会社の収支は中期的に安定する制度となっていることから、電力債の国債対比スプレッドも本来的に安定すべきものである。したがって、新規発行される電力債のスプレッドが変動するならば、クレジット市場そのものに対するセンチメントの変化に影響されている可能性が高いと考えられる。

実際、2008 年 4 月以降の月ごとに、新規発行される電力 10 年債の国債対比スプレッドの対前月比と、CDS 指数 (iTraxx) の前月末比（電力債と桁を揃えるため 10 で除している）とを比較してみよう（図表 2）。両者の推移は概ね一致する。しかも、CDS 指数のように特定銘柄のスプレッド拡大の影響はなく、例えば、2009 年 2 月に見られた急拡大を回避できることで、図表 1 にある高格付 (AA) 債のスプレッドと同様の動きを示すものとなっていることがわかる。

即ち、新発電力債の国債対比スプレッド変化を見ることによって、特定の低格付け銘柄に影響される CDS 指数よりも的確に、高格付けを対象とするクレジット市場の実勢を知ることが可能となる。投資対象を高格付けの社債に限る投資家にとっては、簡便に算出可能な新発電力債のスプレッド変化を見ることで、CDS 指数の水準変化に振り回されることはなく、高格付けクレジット市場の情勢及び方向感を知ることができるのである。

図表 2: 電力債スプレッドと CDS 指数の前月比



（出所）：Markit 社公表数値及び各起債事例より、ニッセイ基礎研究所が作成。CDS 指数の前月比は、文中にあるように、10 で除している。

（徳島 勝幸）