

## (信用リスク)：ローン債権の価格と指数情報の提供

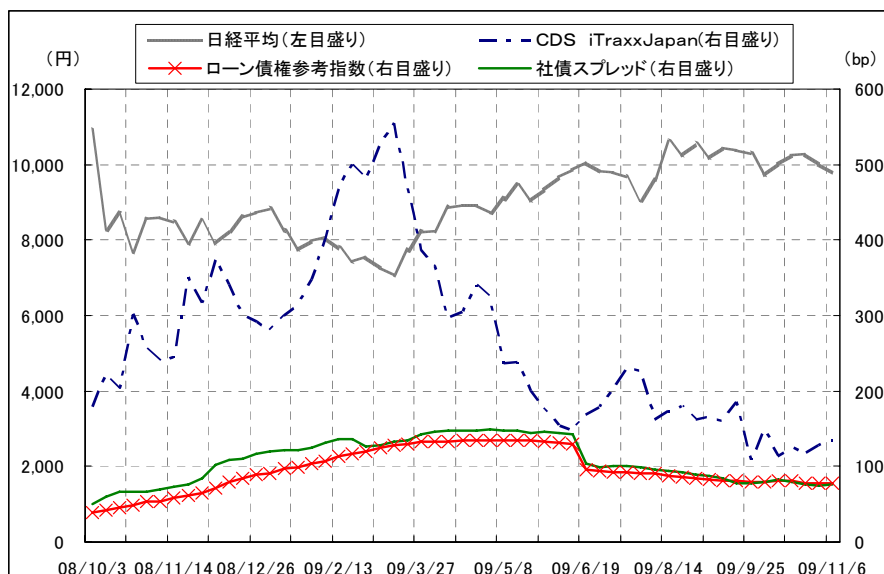
2009年10月より、「QUICK ローン債権参考指数」の情報提供が開始された。ローン債権市場の流動性や指数構成銘柄の選択など課題もあるが、この新しい試みが今後のローン債権市場、ひいてはクレジット市場全体に及ぼすポジティブな影響に期待したい。

企業の信用リスクを投資対象とするクレジット資産を大別すると、ローン債権、社債、クレジットデリバティブがある。日本の金融機関のバランスシートでは、ローン債権が大きな割合を占めているが、長年これらは時価評価になじまないとされてきた。ところが近年、状況は大きく変わり、現在では日本ローン債権市場協会が格付別・期間別の価格情報の統計値プライシングマトリクスを週次で、QUICK が個別銘柄（現在は 64 銘柄）の平均価格「ローン・プライス」（注）を週次で、外資系大手情報ベンダーも個別銘柄の価格情報を週次で公表している。

（注）QUICK のローン・プライスは、年限 5 年、額面 5 億円程度で期日一括返済の、財務制限条項なし、無担保無保証のコーポレートローンのビッドとオファーを、全国銀行協会の TIBOR 6 カ月物に対する上乗せ金利で表示したもので、金融機関 6 行から集めた価格情報の単純平均である。

ローン・プライスの対象債権は、銀行による伝統的な相対型の貸出ではなく、シンジケート・ローン（協調融資）の貸出である。複数の金融機関が結成したシンジケート団により、一つの契約書に基づいて貸出金利や期間などの条件を同一にして実行されるシンジケート・ローンは、将来の譲渡・流通を前提としているものが多く、例えば、市場の価格メカニズムに基づく価格形成が行われやすいといった、社債と相対貸出の中間的な特徴を持ち、「市場型間接金融」の一手法とされている。2009年10月23日、QUICK はローン・プライスをもとに「ローン債権参考指数」というインデックスの情報提供を開始した。この指数はローン・プライス銘柄から選ばれた 40 銘柄の仲値の単純平均で、毎週金曜日に更新される。

図表1: ローン債権・CDS・社債市場のインデックスの推移(2009年11月時点)



(資料) QUICK 提供のデータよりニッセイ基礎研究所が作成

対象銘柄は、価格情報を提供する金融機関などの関係者の合意により、半年ごと（6月と12月）に決定する。具体的な銘柄は業種分布や流動性を考慮して、AA～BBB格のものが選択されている。対象銘柄は継続採用が基本であるが、クレジットが急激に変化するなど個別性の強い変化を生じた銘柄がある場合には、銘柄入替が行われる。

図表1は、この指数の動向を1年前に遡って作成したものである。これを見ると、ローン債権参考指数はCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）指数iTraxx Japanのように大きな変動はなく、対象銘柄の社債スプレッド平均に近い水準で安定的に推移している。なお、2009年6月の指数の不連続は、銘柄入替によるものである。

この指数情報の提供で、ローン債権市場全体またはクレジット市場全体の動向の把握が容易になる。また、ローン債権市場に未参加の投資家も注目すれば、それがクレジット市場全体の合理的な価格形成を進展させる可能性もある。さらに、将来的には債券インデックスのように、ローン債権ポートフォリオのパフォーマンス評価のベンチマークとしての使用も考えられる。

ただし、上記を実現するには、指数がローン債権市場全体の動向を的確に表現できていなければならない。この点について、ローン債権参考指数の構成40銘柄と東証一部上場1623社の業種分布を、総借入金額ベースで比較したのが図表2である。

図表2： 指数構成銘柄の総借入金額比率（2009年5月時点）

この表から、概ね比率の高い業種から構成銘柄が選択されていることがわかる。しかし、詳細に見ると、電気・ガス業や非鉄金属は借入総額に占める比率が高いにも拘わらず、ローン債権参考指数に含まれていない。逆に、卸売業、陸運業の構成銘柄に占める比率はやや高い。陸運業のローン・プライスは格付けの割に低いので、指数にはやや低めの影響を与えていると考えられる。

このように、まだ改善の余地もあるようだが、この新しい指数の提供が市場に及ぼすポジティブな影響に期待して見守りたい。

業種	総借入金額(億円)			
	東証一部1623銘柄		ローン債権指数40銘柄	
	総額	割合	総額	割合
ガラス土石製品	12,753	1.17%	1,129	0.39%
その他金融業	141,637	13.02%	30,532	10.45%
パルプ・紙	16,463	1.51%	8,816	3.02%
卸売業	136,021	12.50%	64,706	22.15%
化学	41,086	3.78%	7,092	2.43%
海運業	7,840	0.72%	1,182	0.40%
機械	38,292	3.52%	15,046	5.15%
空運業	13,541	1.24%	7,410	2.54%
建設業	30,895	2.84%	5,480	1.88%
小売業	33,573	3.09%	2,126	0.73%
情報・通信業	31,829	2.93%	5,612	1.92%
食料品	18,639	1.71%	2,460	0.84%
石油石炭製品	29,351	2.70%	9,745	3.34%
繊維製品	12,997	1.19%	4,829	1.65%
鉄鋼	42,425	3.90%	12,883	4.41%
電気・ガス業	108,071	9.93%		
電気機器	81,104	7.46%	28,851	9.88%
非鉄金属	19,497	1.79%		
不動産業	73,400	6.75%	28,960	9.91%
輸送用機器	55,009	5.06%	19,755	6.76%
陸運業	85,120	7.83%	35,543	12.17%
その他	58,250	5.35%		
総計	1,087,789	100.00%	292,155	100.00%

（資料）QUICK 提供のデータよりニッセイ基礎研究所が作成

（室町 幸雄）