

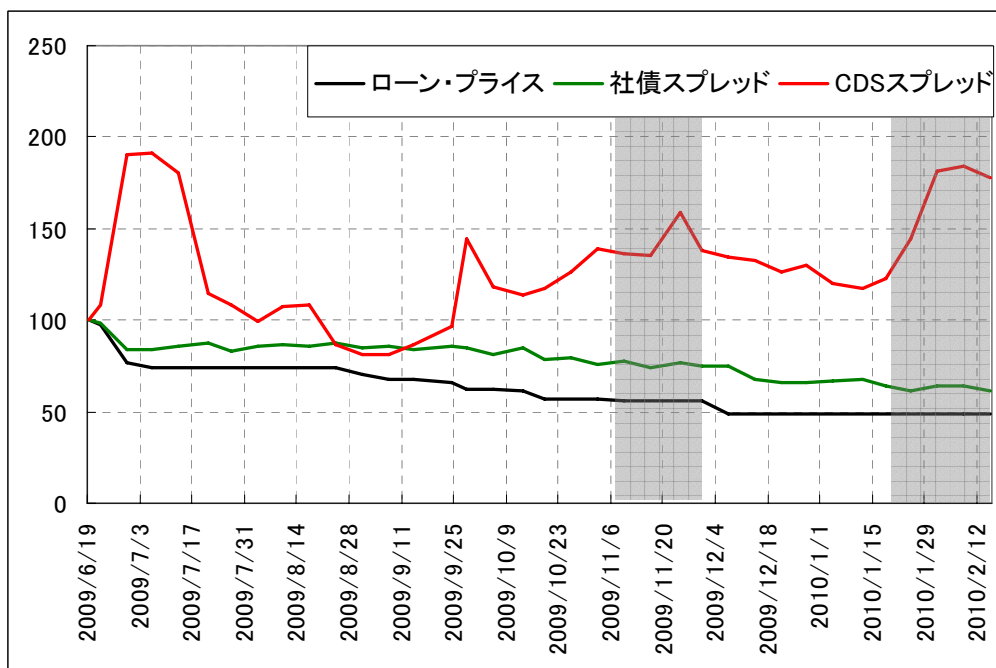
(リスク管理)：各種信用力指標について ～リコール問題に揺れるトヨタを例に

2008年10月から「ローン・プライス」というローン債権価格情報が(株)QUICKより公表されている。昨今リコール問題に揺れるトヨタを例に、3つのクレジット市場(社債、CDS、ローン債権)の関連性を検証し、ローン債権価格情報の公開の意義を考察したい。

2008年頃からローン債権価格情報の提供がQUICK、外資系情報ベンダーより順次開始された。その1つである「ローン・プライス」は、ローン債権取引を手がける金融機関6行(住友信託、BNPパリバ、みずほコーポレート、三井住友、三菱東京UFJ、三菱UFJ信託)が提供する個別銘柄の「気配値」をQUICKがとりまとめ算出した平均値のことである。この「気配値」は、想定額面5億程度、年限5年の期間一括返済のシンジケート・ローン(協調融資)を対象債権として全国銀行協会のTIBOR(6ヶ月物)への上乗せスプレッドを基準に決定される。

昨今リコール問題に揺れるトヨタのクレジット市場(社債、CDS、ローン)における評価を、①過去最大規模の自主改修を米国で実施し、トヨタ車の品質や安全性への信頼が揺らぎ始めた2009年11月時点と、②米国で販売した約230万台について、リコールを実施すると発表した2009年1月21日以降、の2つの局面に焦点をあてて検証してみよう(図表1)。

図表1：トヨタのローン・プライス、社債スプレッド、CDSスプレッド

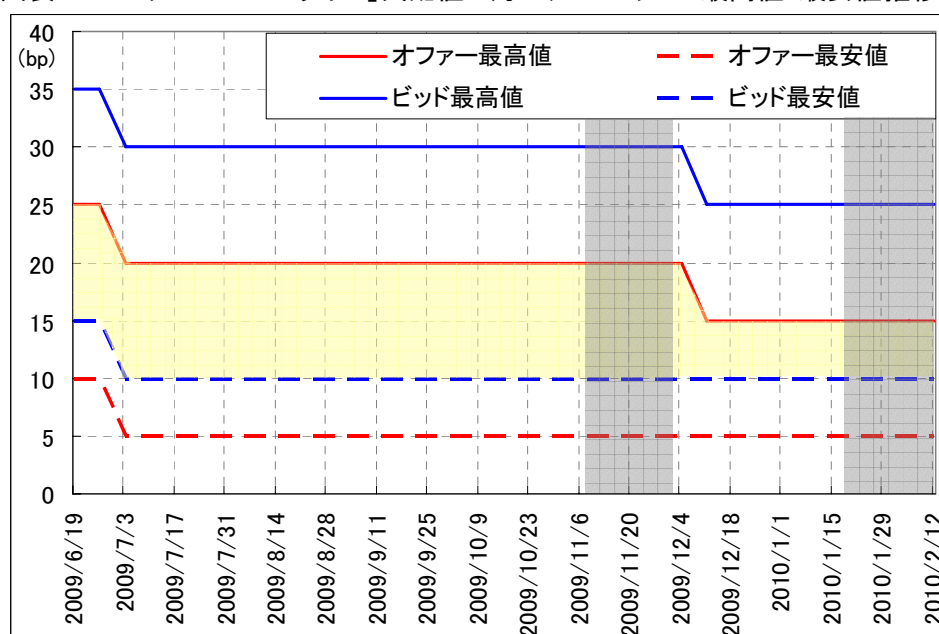


(注) 2009年6月19日時点で100に基準化。社債スプレッドは、残存5年前後の社債2銘柄から残存5年の価格を線形補間で求め、JGB5年物価格とのスプレッドを計算したものである。

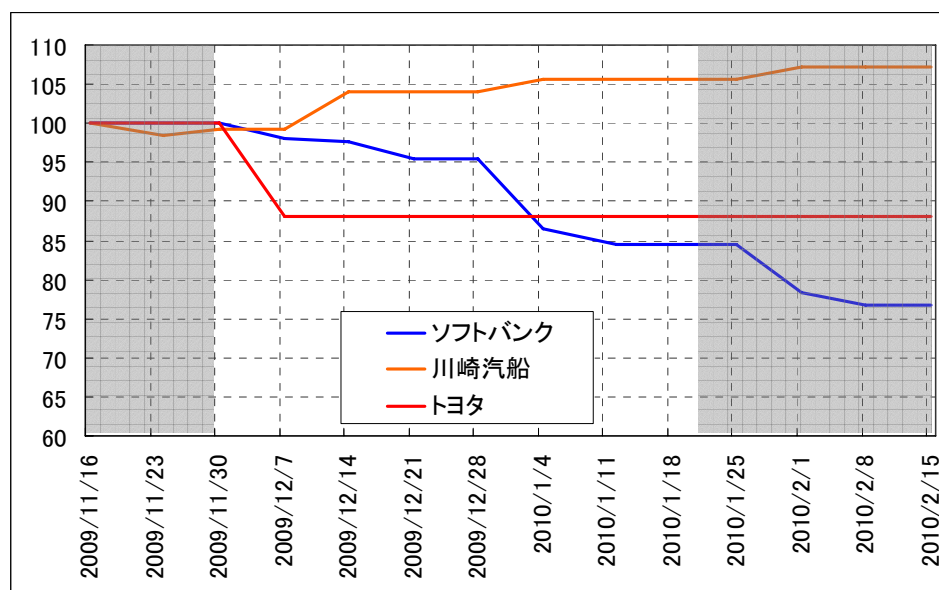
この信用悪化局面において、社債スプレッドの水準にほとんど変化がない一方、CDSスプレッドには、顕著な変動が見てとれる。この差異の一因として、社債、CDSとも問題を抱えていることを忘れてはならない。まず、以前から社債の価格データが提供されているものの、ほとんど流通市場で取引がない社債価格情報の妥当性には疑問があり、また、過度に変動するCDSスプレッドも純粋なクレジットに対する評価と主張し難いとの見方もある。

そこで、間接金融中心で、ローン債権がクレジット投資の大きな割合を占める日本において、ローン債権市場の情報公開の開始は、クレジット市場におけるより合理的なプライシングの契機になると期待されている。上記両局面において、ローン・プライスは社債スプレッド以上に全く変動がない（図表1）。また、実際売買を行わない気配値であるとは言え、図表2のオファ어의最高値がビッドの最安値を長い間上回っている状態にあることは、価格機能が働いておらず、ローン・プライスの評価を鵜呑みにできないと言える。しかし、川崎汽船やソフトバンクといった他の銘柄に関しては、適宜変動が見られるなど（図表3）、トヨタのローン・プライスが変動しない原因が、ローン債権市場の機能不全にあるとは必ずしも言えない。つまり、これはトヨタの信用力に対する陰りが無いとの評価の結果とも考えられ、現状においてその判断は難しい（裏表紙に続く）。

図表2: トヨタ「ローン・プライス」気配値（オファー/ビッドの最高値/最安値推移）



図表3: 「ローン・プライス」相対比較



(注) 図表2のオファー（ビッド）とは、プライスを提示する側の売り（買い）レートであり、ローン債権の場合は、通常ビッドがオファーを上回る。図表3は2009年11月15日時点で100に基準化。

いずれにせよ、今後ローン債権市場のセカンダリーが成熟し、ローン債権市場・社債市場・CDS市場を横断した取引で収益向上を狙う投資家が出現してくれば、これら3つのクレジット市場はより高い関連性を持って価格形成されるようになる。もちろん、それぞれの商品特性に内包されるリスクは微妙に異なるため、価格が一致するわけではないし、各市場の主要プレーヤーが異なるために、リスク許容度の違いによる価格差も当然否定できない。

しかし、これら市場間の価格差分析により、商品特性に応じたリスク評価の微妙な違いを見出せば、この価格差自体、更なる合理的価格形成に寄与する情報になるだろう。3つのクレジット市場において、どのように合理的な価格形成がなされていくのか、今後も注意深く観察していきたい。

(大山 篤之)

発行： ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX：03-5512-1082, E-mail：report@nli-research.co.jp

年金ストラテジーWeb アドレス

http://www.nli-research.co.jp/report/pension_strategy/index.html

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したのですが、その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。