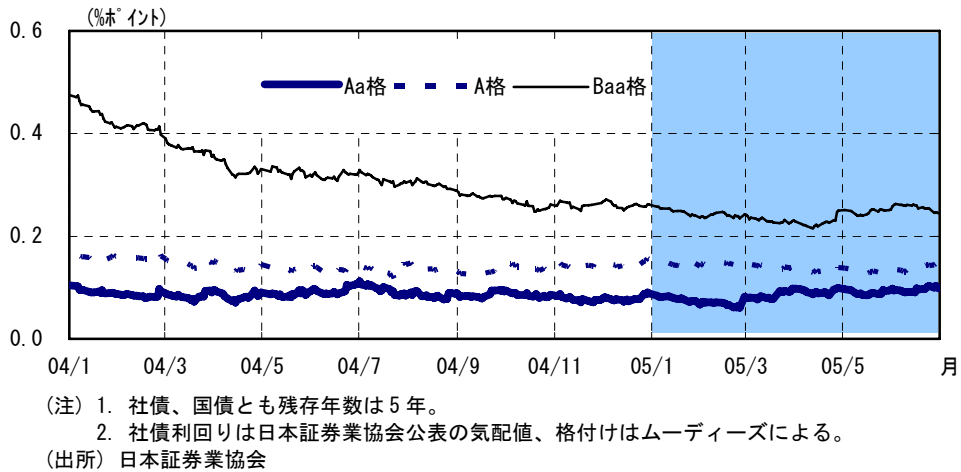


#### 4. クレジット市場

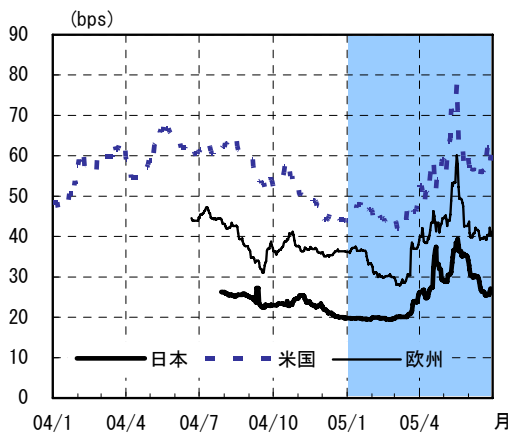
クレジット市場では、クレジット・スプレッドが極めて低水準で推移した（図表 28）。CP・社債やシンジケート・ローン、証券化商品などを通じる資金調達も引き続き良好な環境が続いた。

欧米市場では、3月から5月にかけて、GM およびフォードの業績悪化・格下げを巡って、社債やクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）市場等におけるスプレッドの拡大がみられた（図表 29、BOX 3）。わが国においても、CDS 市場やサムライ債市場等で一時的に拡大がみられたが（図表 30）、欧米市場と比較して相対的にスプレッドが低い基調に大きな変化はなく、影響は総じて限定的なものに止まった。

（図表 28）わが国社債のクレジット・スプレッド

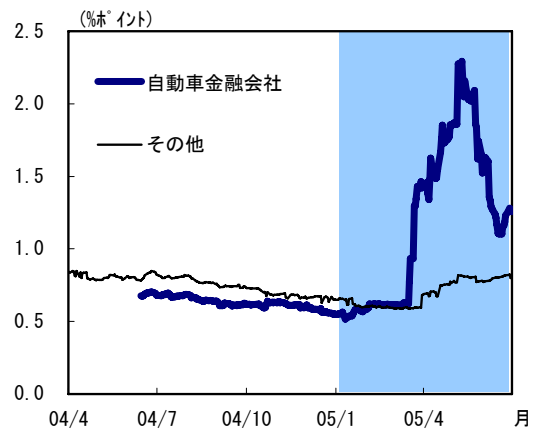


（図表 29）CDS インデックス



(注) 日本: iTraxx CJ、米国:DJ CDX NA. IG、  
欧州:iTraxx Europe  
(出所) Markit Group

（図表 30）サムライ債のクレジット・スプレッド



(注) 1. 07年6月満期のサムライ債の対国債スプレッド。  
2. 自動車金融会社は3銘柄、その他は5銘柄の平均。  
(出所) Bloomberg

### 【BOX 3】 GM およびフォードの格下げの影響

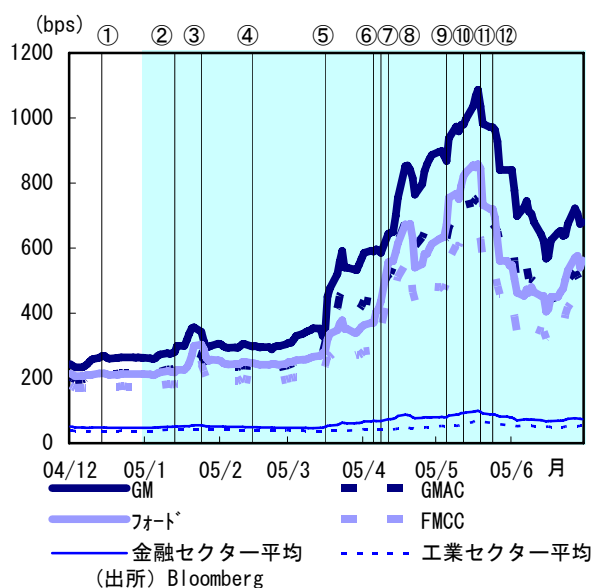
欧米市場では、3月から5月にかけて、GM およびフォードの業績悪化と格下げを受けて、クレジット市場で広範なスプレッド拡大がみられた（BOX 図表 5）。まず、3月には GM が、4月にはフォードが 05 年の業績予想を大幅に下方修正した。この結果、市場では投機的格付への転落やそれに伴う主要債券インデックスからの除外が予想されたため、両社の社債に投資家の売り圧力が高まった。さらに、両社および子会社をあわせた社債の発行規模が多額であったことから、投機的格付の社債市場でも、需給悪化懸念から全般的にスプレッドが拡大した。また、ヘッジファンド等で、①CDS インデックスを利用した裁定取引\*や、②個別企業の株式の売りと債券の買いを組み合わせる取引で損失が発生し、これらを早期に手仕舞う動きが出たことも、より広範なスプレッドの拡大に繋がったとみられている。

もっとも、その後6月にかけては、両社からリストラ策が公表されたこと等を受けて、両社のスプレッドは縮小に転じた。

この間、中高位格付の証券化商品は、社債や CDS、低格付の証券化商品等と比較して総じてスプレッドの拡大幅が小幅に止まった点が特徴的であった。これは、実際に裏付資産に信用度の悪化した企業が含まれていても、原資産の分散や優先劣後等の仕組みにより、高格付階層への損失の波及が限定的であったことを意味しているとみられる。こうした証券化商品の仕組みがストレス局面においても機能したという点で、今回の経験は、投資家にとって証券化商品に対する安心感を高める効果があったといわれている。

\* 高リスク・トランシェの買いと低リスク・トランシェの売りを組み合わせる取引。

（BOX 図表 5） GM・フォードの CDS スプレッド

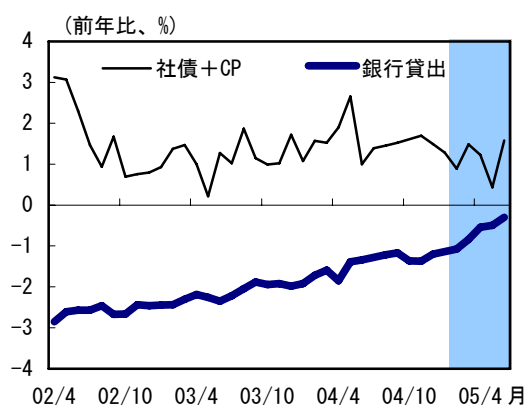


- ① 04/12/14 GM、フィット・オート株のブットア・ション問題合意に至らず。
- ② 05/ 1/13 GM、2005 年業績見通しを発表。
- ③ 1/24 リーマン・ホールディングス採用銘柄の格付基準の変更。
- ④ 2/14 Moody's、GM の格付け見直しを初「ティ」に変更 (Baa2)。S&P は据え置き。
- ⑤ 3/16 GM、1-3 月期及び 2005 年通年の業績見直し下方修正。Fitch、GM 格下げ (BBB←BBB)。S&P、格付け見直しを初「ティ」に変更。Moody's、格下げ方向で見直し。
- ⑥ 4/ 5 Moody's、GM/GMAC 格下げ (Baa3←Baa2/Baa2←Baa1)。Moody's、フォード/FMCC (Baa1/A3) 格下げ方向見直し。
- ⑦ 4/ 8 フォード、2005 年通年業績見直し大幅下方修正。S&P、フォード/FMCC 格付け見直しを初「ティ」に変更。
- ⑧ 4/11 Fitch、フォード/FMCC 格付け見直しを初「ティ」に変更。
- ⑨ 5/ 5 S&P、GM/GMAC (いずれも BB←BBB-)、フォード/FMCC (同 BB+←BBB-) 格下げ。
- ⑩ 5/12 Moody's、フォード/FMCC 格下げ (Baa3 ← Baa1/Baa2 ← A3)。
- ⑪ 5/19 Fitch、フォード/FMCC 格下げ (いずれも BBB ← BBB+)。
- ⑫ 5/24 Fitch、GM/GMAC 格下げ (いずれも BB+ ← BBB-)。

この間、CP・社債等を通じる調達環境をみると、企業の資金需要が低迷するもとで、銀行貸出残高は減少傾向にある一方、CP・社債の発行残高は概ね前年を若干上回る水準で推移している(図表 31)。とくに本年1～3月期はBBB格の大型発行や銀行劣後債の発行が相次ぎ、また、サムライ債の発行も堅調であった(図表 32)。この間、CP市場における電子CPへの移行も順調に進んだ(BOX 4)。

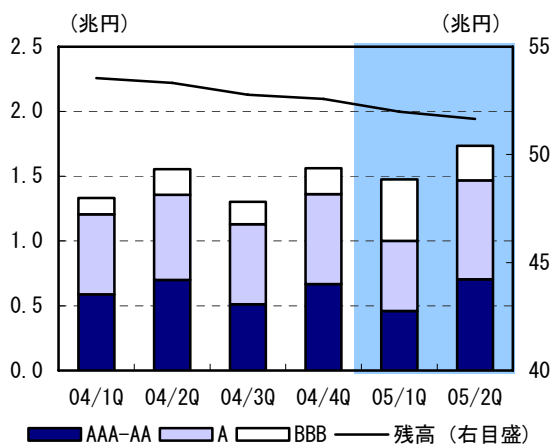
証券化商品等新たな信用仲介チャネルについても、資金需要の低迷を背景に全体としての規模拡大には一服感があるものの、投資家・発行体それぞれの調達・運用ニーズにマッチした商品は順調に拡大している。シンジケート・ローンは、事業再生関連も含め債務者の多様化が進展するなかで、着実に組成額が増加してきている(図表 33)。証券化商品も、銀行が金利リスクを抑制する効果等を狙って住宅ローン担保証券(RMBS)の発行を積極化していること等から拡大した(図表 34)。RMBSは、デュレーションが長く、長期負債とのマッチングを狙う投資家のニーズに合致しているほか、一般社債等と比較してスプレッドが厚いことから、投資家の購入意欲は引き続き根強い。

(図表 31) 貸出および社債・CPの残高前年比



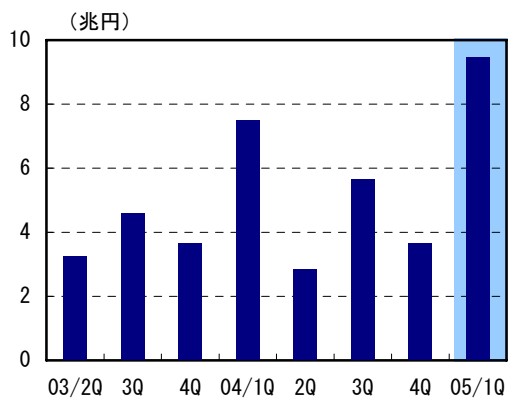
(注) 1. 銀行貸出は、平残前年比(銀行計・特殊要因調整後)。  
2. 社債・CPは末残前年比。  
3. 直近である05/6月は速報値。  
(出所) 日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター、日本銀行

(図表 32) 国内公募普通社債格付別発行額・残高



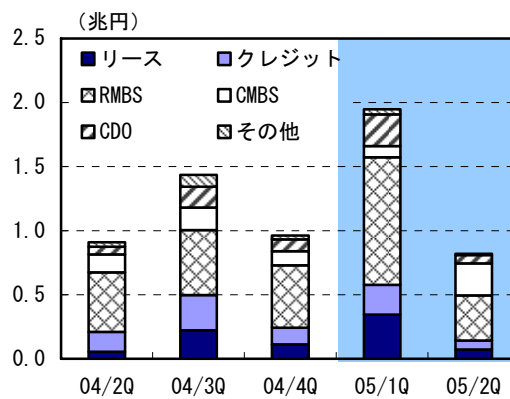
(注) 格付を複数取得している場合は、最高格付で分類。  
05/20末の残高は05/5月末の計数。  
(出所) 日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター

(図表 33) シンジケート・ローン組成額



(出所) 日本銀行

(図表 34) 証券化商品発行額



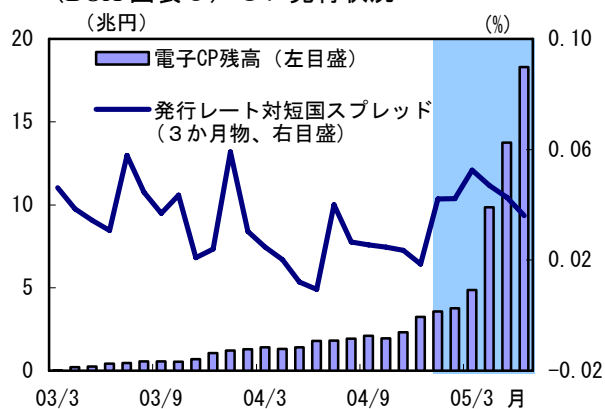
(出所) 日本銀行

## 【BOX 4】電子CPの発行本格化

CP市場では、手形CPに対する印紙税軽減措置が終了した4月以降、電子CP（短期社債）への移行が本格化し（BOX 図表6）、6月には、一部を除き、ほぼ全てが電子ベースで発行されたとみられる。移行に当たっては、投資家サイドにおける体制整備の遅れなどから、発行レートの上昇を懸念する声も聞かれたが、市場での資金余剰感が強いなか、流通市場での取引も徐々に拡大しており、発行スプレッドは低水準で推移している。

電子CPは、03年3月末から発行が開始されたものの、手形CPが並存していたこともあって、市場規模は伸び悩みが続いていた。その後、04年4月までに、懸案であったサムライ電子CP（外国法人が国内で発行する電子CP）にかかる法・税制面の手当てがなされ、05年3月末には手形CPに対する印紙税軽減措置が終了したこと（BOX 図表7）から、ようやく電子CPへの移行が本格的に進んだとみられる。

（BOX 図表6）CP発行状況



（出所）証券保管振替機構、日本銀行

（BOX 図表7）電子CP導入を巡る経緯

02/4月	「短期社債等振替法」施行
03/1月	「社債等振替法（改正短期社債等振替法）」施行
03/3月	証券保管振替機構、短期社債振替システムの稼動開始（電子CPの発行開始）
03/6月	サムライ電子CP（短期外債） <sup>(注)</sup> にかかる政省令施行
04/4月	サムライ電子CPにかかる償還差益源徴免除
05/3月	手形CPに対する印紙税軽減措置の終了

（注）サムライ電子CPとしては、ケイマンSPC等外国法人本邦支店が発行するABC Pが代表的。

## （最近の企業行動の変化）

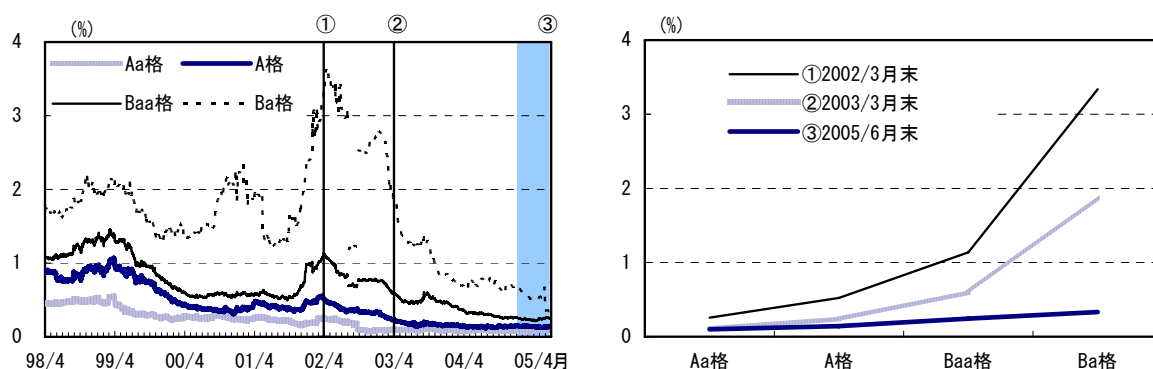
わが国のクレジット市場は、やや長い目で見ると、02年度以降、ほぼ一貫してスプレッドが縮小傾向を辿っており、本年前半もそうした基調に大きな変化はなかった（図表 35 左）。

近年のクレジット・スプレッド縮小の背景を改めて整理すると3点挙げられる。第一は、企業収益がバブル期を上回る高水準で推移するなか、企業の自己資本が一段と増強され、信用力が向上していることである。この結果、格上げの動きが続いているほか、企業倒産も減少している。第二は、企業が高水準のキャッシュフローを抱えるもとで有利子負債の削減傾向を継続しており、資金需要の低調な状況が続いていることである。第三は、量的緩和政策の下、長短金利が低水準で推移するなかで、より高い運用利回りを確保する観点から、クレジット商品に対する投資意欲が強まっていることである。

近年のスプレッド縮小を、格付毎の違い、すなわちクレジットカーブの動きとしてみると、02年度中は全格付にわたってスプレッドが縮小したが、これと異なり03年度以降は、主として低格付のスプレッドが一段と縮小した（図表 35 右）。市場では、04年頃から、年金等を中心に低格付債を投資対象とする投資家層が拡大したとされており、格付別スプレッドの動きは、こうした指摘とも整合的である。

この間、わが国の信用仲介においてなお大きなウェイトを占めている銀行貸出においても、銀行の自己資本比率が上昇し、リスクテイク能力が回復していることを受けて、貸出姿勢が積極化しつつあり、貸出金利が低下傾向にあることも、クレジット市場の安定的な基調形成に大きく影響しているとみられる。

（図表 35）社債スプレッドの長期的推移



（注）1. 社債、国債とも残存年数は5年。ただし、社債は、02/9/24日以降の計数につき、残存年数4年以上6年未満の銘柄より平均流通利回りを算出。

2. 社債利回りは日本証券業協会公表の気配値、格付けはムーディーズによる。

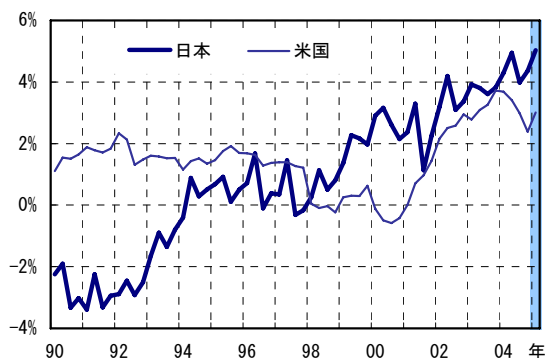
（出所）日本証券業協会

こうしたなかで、ここにきて企業が設備投資を増やしたり、増配・自社株買い等の形で株主に利益還元するなど、債務返済を最優先してきた従来の傾向（上記第2の要因）が若干変化する兆しもみられている（BOX 5）。足許の動きが、持続性を伴った基調変化の顕れかどうか現時点で見極めることは難しいが、企業の財務行動はクレジット市場に影響を及ぼしてきた大きなファクターの一つであるだけに、今後の動きが注目される。

### 【BOX 5】企業の有利子負債削減を巡る最近の動き

わが国企業は、良好な収益環境が続くなか、高水準のフリーキャッシュフローを抱えて（BOX 図表 8）、有利子負債の圧縮を継続してきたが、ここにきて設備投資を増やしたり、増配等の形で株主へ利益を還元する動きも広がりつつある（BOX 図表 9）。

（BOX 図表 8）フリーキャッシュフロー対 GDP 比率

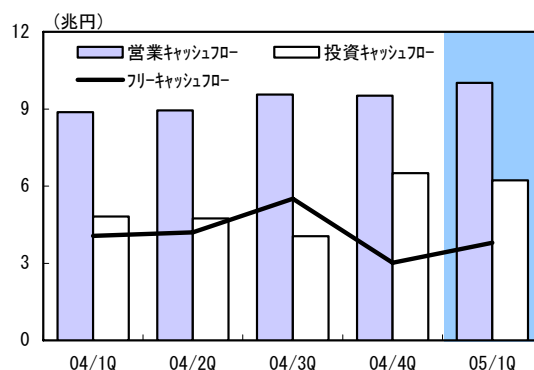


(注) 1. フリー・キャッシュフロー＝(経常利益×0.5＋減価償却費－ソフトウェアを除く設備投資)

2. 直近は 05/1Q

(出所) 財務省「法人企業統計」、内閣府、米商務省

（BOX 図表 9）大企業のキャッシュフロー



(注) 1. 資本金 10 億円以上の企業（全産業）。

2. 営業キャッシュフロー＝経常利益×0.5＋減価償却費

投資キャッシュフロー＝有形固定資産増加額＋無形固定資産増加額＋建設仮勘定ネット増減額－有形固定資産売却減失等

3. ここでの「フリーキャッシュフロー」は、営業キャッシュフローから「投資キャッシュフロー」を差引いたもの。「投資キャッシュフロー」には、BOX 図表 8 で用いた「ソフトウェアを除く設備投資」(有形固定資産の新設額のみ)のほか、無形固定資産増加額等が含まれる。

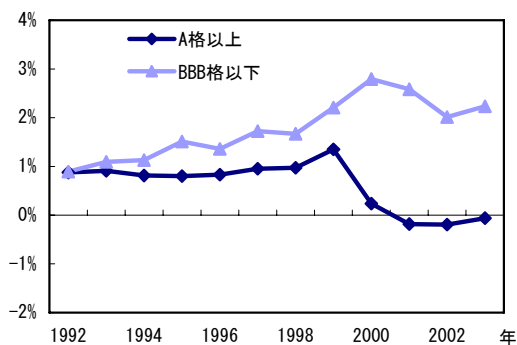
(出所) 財務省「法人企業統計」

そこで、西岡・馬場[2004]では、どの程度企業の過剰負債の削減が進んできたのかについて評価するためのベンチマークとして、92年度～03年度の企業の財務データ（東証1部上場の非金融法人）に基づいて、負債にかかる利子支払いの税控除等（メリット）や負債比率の上昇による倒産確率の上昇（デメリット）を勘案した上で、企業価値を最大化する最適な負債・株式の構成比率を求めるモデルを構築した。負債比率の実績値と当モデルから推定される最適負債比率を比較してみると、①2000年頃から両者の乖離が縮小してきており、②格付の高い企業では、既に最適水準に到達しているともみられる（BOX 図表 10）。こうした分析は、説明要因を単純化（ここでは株式・負債コスト、利益率、企業価値のボラティリティ、企業

規模等を勘案) しているほか、東証一部上場という相対的に信用力の高い大企業を対象としているといった限界があり、十分に幅をもって見ておく必要がある。しかしながら、ここで得られた結果は、企業の有利子負債の圧縮ペースがここに来てやや鈍化してきていることとも整合的となっている。

この間、04年度中の東証上場企業(除く金融業)の配当金総額は前年度を上回る3.2兆円に達し、配当利回りは1.2%と、国債利回り(10年債1.3%)に迫る水準まで上昇した(BOX図表11)。株主重視のコーポレート・ガバナンスが定着しつつあるもとの、高配当企業を投資対象とする投信が人気を集めるなど、配当水準が投資銘柄選択上のテーマの一つとして注目されるようになったことも、企業の配当行動を積極化させる背景となったと考えられる(上野・馬場[2005]参照)。

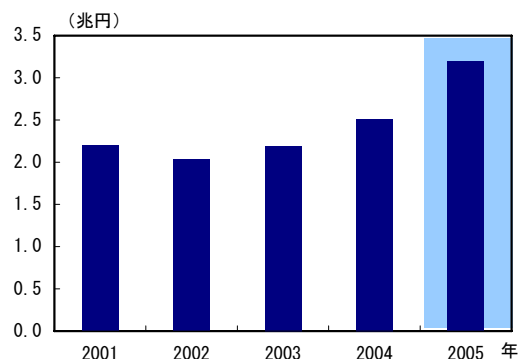
(BOX 図表 10) 「過剰負債」の推移



(注) 「過剰負債」(=実績負債比率-最適負債比率)は、西岡・馬場[2004]による。

(出所) 有価証券報告書、日本銀行

(BOX 図表 11) 配当総額の推移



(注) 1. 集計対象は各決算期の東証上場会社(3月決算会社。金融業を除く。)

2. 直近は05/3月。

(出所) 東京証券取引所

#### 【参考文献】

上野陽一・馬場直彦 [2005]、「わが国企業の株主還元政策の決定要因：配当・自社株消却のインセンティブを巡る実証分析」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.05-J-6

西岡慎一・馬場直彦 [2004]、「わが国企業の負債圧縮行動について：最適資本構成に関する動学的パネル・データ分析」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.04-J-15