

クレジット・スプレッドの要因に関する実証的考察

徳島勝幸（ニッセイアセットマネジメント）

社債投資において、国債利回りやスワップ・レートといった基準金利対比の超過リターンをクレジット・スプレッドと呼ぶことができる。信用リスクを負った投資を行うことで得られる超過収益に対応するものである。クレジット・スプレッドを構成する要素には、デフォルト・リスク相当分、流動性リスク相当分、回収リスク相当分等複数のものが存在すると考えられる。

クレジット・スプレッドを構成する主要な要素は、理論的には上記の3つに分解できるが、現実のスプレッド水準についてはより多くのものが影響している。2006年4月に発表された日銀レビュー「クレジット・スプレッドに影響を及ぼすマクロ要因」においては、外的環境の観点から、複数の要因を挙げている。具体的には、まず、企業の信用力、あるいはその先行きの予想や不確実性を挙げ、更に、企業の信用力に影響を及ぼすものとして、企業の収益を挙げている。次に、企業収益見通しの不確実性を指摘している。続いて、金利の上昇によって負債調達コストが増加するために、信用力が低下する可能性があるとしている。加えて、クレジット市場の需給に影響を及ぼす要因として、企業の資金需要の態度、銀行の貸出態度、金利水準による投資家の資産配分の変更、国債金利の変動性上昇に伴う資産配分の変更、海外市場の影響、制度変更などに伴う資産配分の変更といったものを列挙している。

このような要因に触れた後、クレジット・スプレッドの回帰分析を行い、具体的には、企業収益の代理変数として日経平均株価上昇率（前年比）、企業収益の不確実性の代理変数として日経平均先物オプションのインプライド・ボラティリティ、金利水準として国債金利（5年）、国債金利の変動性として長期国債先物オプションのインプライド・ボラティリティを採用して、格付けごとの分析等詳細なアプローチを行っている。市場参加者にわかりやすく、クレジット・スプレッドに影響を及ぼす要因について解説した意欲的な取組みであるが、必ずしも実務家の観点から納得できる内容とはなっていない。

日銀による分析に代わって本報告で提示するのは、社債の新発スプレッドを利用した要因分析である。社債のクレジット・スプレッドは、流通市場におけるものと、発行市場における条件決定時のものとに分けることができる。前者については概ね社債の残存期間全般について計測できるが、後者については発行条件の決定時しか計測できない。前者について信頼できるデータが十分に存在せず、日本証券業協会の公表する公社債店頭売買参考統計値にしても、その他のディーラーや情報ベンダーの公表する基準価格等にしても、流通市場における取引事例が少ない中では、前日からの変更幅という観点からの値付けに過ぎない。その結果、大きな状況変化には追従できないし、信頼性は決して高くない。しかも、最近では、クレジット・デフォルト・スワップの価格の方が、よほど市場のセンチメントをビビッドに反映するようになっており、社債の流通市場にお

けるスプレッドについては、指標性が大きく減退しているとも考えられる。

社債の条件決定時におけるスプレッドについては、まず、観測できるデータ数に限界がある。流通市場においては、残存銘柄のほぼすべてについて時価を得て算出することができるが、条件決定時は各々の銘柄について 1 度しかないのである。また、日本の社債市場の構造的な要因として、新発プレミアムが存在することも否定できない。新発プレミアムとは、新発の社債について条件決定時に付されるクレジット・スプレッドが、一般的に、流通市場における同一発行体のものより薄いことが多く、市場慣行として存在すると考えられるプレミアムである。新発プレミアムの発生要因としては、一般的に、

社債の流通市場が未発達であること、会計原則の影響または投資家の非合理的な行動によるもの、証券会社間に強い主幹事指名獲得競争が存在すること等が指摘されている。

新発プレミアムは厳然として存在するが、新発債の条件決定において、投資家と発行体とが双方の意見を集約しつつ価格決定に至るというプロセスは、需要と供給のマッチング過程であり、市場における価格原理の機能している姿の現われとも考えることができる。社債の発行時点におけるクレジット・スプレッドを分析対象として考えると、具体的に、新発社債のスプレッドに影響を与えると想定されるファクターとしては、以下のようなもの考えることができる。格付け、年限、発行額、業種、主幹事証券、知名度、クーポン、社債市場全体のスプレッドの拡大縮小、等々である。これらのファクターの影響度合いは様々であり、各々について実例に基づく分析を行う。