

アベノミクスとクレジット市場

大和証券 金融市場調査部長 チーフクレジットアナリスト

大橋 俊安



■ 1. 成果を上げるアベノミクス

◆金利低位安定下での円安／株高を演出

安倍首相の掲げる経済政策、いわゆるアベノミクスは、今のところ思いのほか成果を上げている。金融・資本市場の期待に上手く働きかけ、金利を低位に保ちながら、円安／株高を演出している。しかし、多くの識者が指摘するように、現在はまだ期待先行の段階で、

〈目次〉

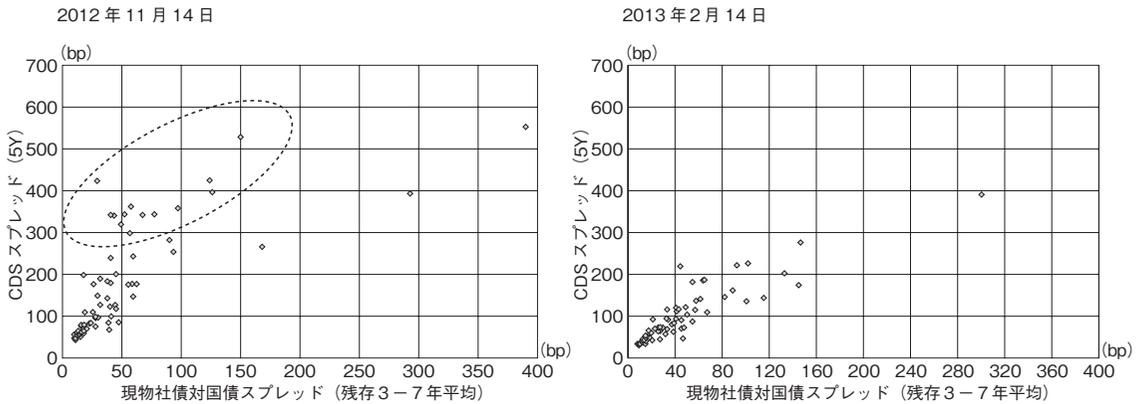
1. 成果を上げるアベノミクス
2. クレジット市場への影響・インプリケーションは？
3. アベノミクスは社債市場の需給を引き締める
4. 政保債・地方債・財投機関債の大幅増発懸念は杞憂に
5. 公的リスクマネー供給制度に注目
6. 最後に：2013年はクレジットの年

デフレからの脱却、実体経済の力強い回復が実現するまでには相応の時間軸が必要となろう。①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、そして③民間投資を喚起する成長戦略という「3本の矢」の相乗効果が発揮され、日本経済が長期デフレから脱却し、再生することを、筆者も一国民として切に願っている。

■ 2. クレジット市場への影響・インプリケーションは？

さて、本稿では、エコノミスト的なアベノミクスの評価、あるいは金利・為替アナリスト的な市場見通しとは距離を置く。筆者は、クレジット市場を生業とするクレジットアナリストなので、アベノミクスが及ぼし得る同市場への影響・インプリケーションを論じてみたい。尚、念のために断っておくが、アベノミクスが及ぼし得る、特定業種・個別信用リスクへの影響ではなく、あくまでも市場一

(図表1) CDS/現物社債の спреッドマップ



般に及ぼし得る影響・インプリケーションを取り上げる。本稿が2013年度のクレジット市場環境を見通す上で、参考になれば幸いである。

3. アベノミクスは社債市場の需給を引き締める

◆低金利環境の長期化は、社債の需要を否応なしに喚起する

アベノミクス第一の矢、「大胆な金融政策」は、現物社債市場の需給を一段と引き締める効果を生みそうだ。日銀は、安倍政権に背中を押される形で2%の物価安定目標を導入した。よって、金融緩和の時間軸は長期化しており、白川総裁体制に代わる新執行部（国会は新総裁に黒田ADB総裁を同意）が更なる緩和措置を導入することもほぼ確実な情勢だ。結果、中期までの国債金利は既に史上最低レベルに低下しており、長期金利（10年金利）もついに0.5%台の水準にまで低下した。こうした大胆な金融緩和政策による低金利環

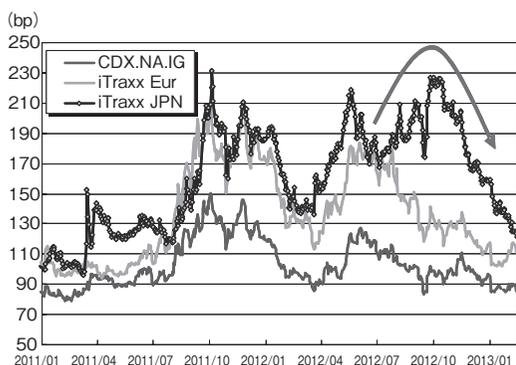
境の長期化は、投資家の「利回り追従」欲求を喚起することとなり、国債プラスアルファの利回りが享受できる社債への需要は否応なしに高まることとなりそうだ。

◆急速なCDS市場の落ち着きもプラス材料

昨年、投資家の信用リスクアペタイトを殺ぐ一因となったCDS市場の急速な落ち着きも、社債投資需要の回復を促す好材料。

昨年は、現物社債市場とCDS市場の乖離が非常に大きくなった。クレジット市場が比較的平穏だった東日本大震災前は、各銘柄の現物市場とCDS市場の評価は、CDSスプレッド > 現物スプレッドのポジティブ・ベース状況でほぼニアであり、その決定係数（R²）も1に近かった。しかし2012年に入り、CDS市場のポジティブ・ベース度合いは、クレジット・ショートを仕掛けるスペキュレーターの影響もあり大幅に拡大（CDSスプレッドの拡大幅 > 現物スプレッドの拡大幅）、銘柄

(図表2) 日米欧のCDSインデックス (5Y) 推移



(出所) Markit、大和証券

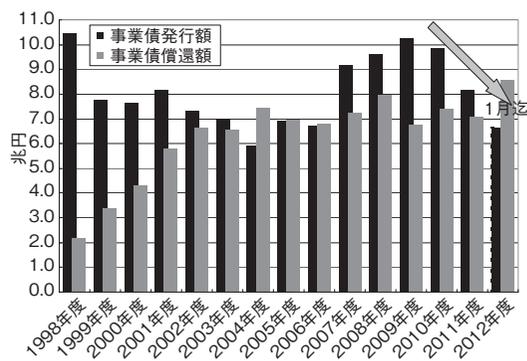
間のばらつきも大きくなった(決定係数の低下)。こうした値動きが軽く大きい本邦CDS市場の存在は、投資家の信用リスクアペタイトを殺ぐこととなり、現物社債に先んじて生じるCDSスプレッドの拡大を目の当たりにした投資家は、CDSスプレッドが拡大する銘柄への警戒感を極端に高めることとなった。

幸い、安倍政権の誕生によりCDS/現物社債間の歪んだベースは、早々と解消へ向け動きだした(図表1参照)。アベノミクス効果による円高修正、それに伴う日本株への見直し買いは、本邦CDS市場にも波及することとなり、昨年来続いていた欧米市場/日本市場間のデカップリング状態は、日を追うごとに解消に向かっている(図表2参照)。CDS/現物社債のベースが平常状態に戻ること、現物社債投資家の信用リスクアペタイトを無用に冷やす懸念も解消される。

◆一方、社債発行は増えそうもない

「大胆な金融政策」、「民間投資を喚起する

(図表3) 社債(事業債)の発行・償還推移

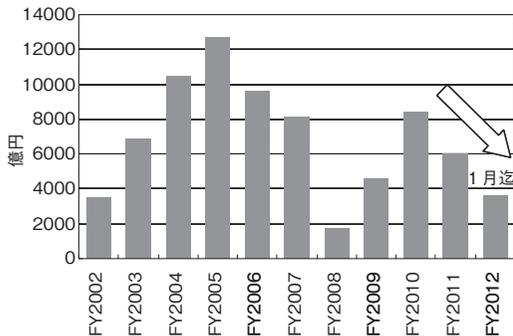


(出所) 大和証券

成長戦略」といったアベノミクスの政策は、本来は社債の起債環境にとってフェーバーなはず。しかし、企業のデット調達ニーズは盛り上がり欠け(企業が欲しているのはリスクマネー)、じゃぶじゃぶな金融緩和で間接金融(銀行ローン)との競合も激しさを増すばかり。よって社債の起債環境は決してフォローとは言い難く、社債の発行は伸び悩んでいる。2012年度の社債発行額は、約8.1兆円にとどまりそうで、6年振りに償還額を下回ることにもなりそう(図表3参照)。更には、回復の兆しを見せ始めてはいるものの、投資家の信用リスクテイク姿勢はまだ慎重で、結果、起債銘柄は高格付けに偏りがち。BBB格銘柄の発行などは、右肩下がり形で低下している(図表4参照)。

見てきたように、当面、アベノミクス効果により、社債市場の需給は引き締まることとなりそう。よって、社債市場ではジワジワとスプレッド潰しが進行する展開が予想される。勿論、シャープに代表されるように、そ

(図表4) BBB格社債の発行推移



(出所) 大和証券

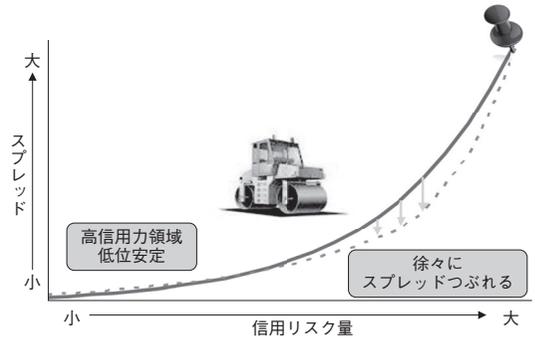
の信用力動向にまだ不安が残る銘柄があることもあり、昨年生じた「二極化」状態が一足飛びに解消されると予想するのは時期尚早。しかし、1) 低金利環境の長期化で投資家の利回り追求欲求は日増しに高まっていること、2) CDS市場が早々と落ち着きを取り戻しつつあること、3) 社債の起債増は見込まれず需給の緩和も想定し難いこと、更には4) 円高修正で企業業績に回復期待が高まっていることなどから、これからは、ジワジワと投資家が信用リスクを取り始めるものと予想している(図表5参照)。

4. 政保債・地方債・財投機関債の大幅増発懸念は杞憂に

◆「機動的な財政政策」でも政・地・財投機関債は大幅発行増とはならず

アベノミクス第二の矢である「機動的な財政政策」は、国債増発懸念と関連づけて論じられるのが一般的。しかし、広義のクレジット

(図表5) 2013年のモデルクレジットカーブの変化予想

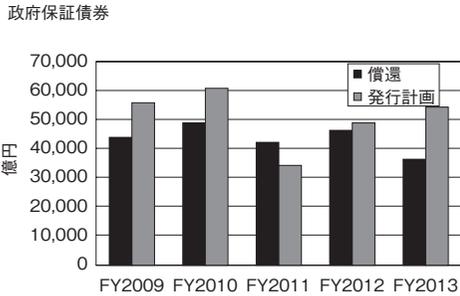


(出所) 大和証券

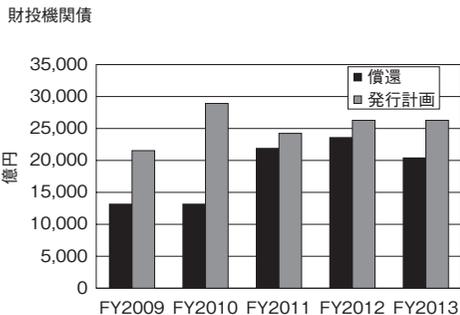
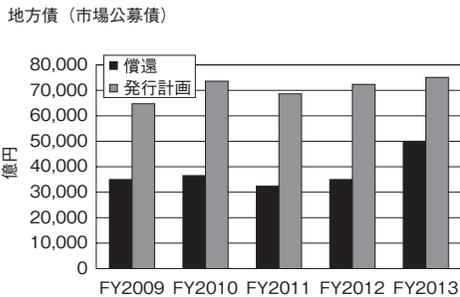
市場(国債プラスアルファの利回りが付く商品の市場)の観点からは、政府関係機関・地方公共団体の資金調達手段である政府保証債、地方債、及び財投機関債(政・地・財投機関債)の増発懸念が気になるところ。

しかし、国債増発懸念同様、本懸念は杞憂に終わることになりそうだ。なぜなら、先に纏まった2012年度補正予算においても同債券の発行計画増は無く、また、2013年度の発行計画においても、蓋を開けてみればサプライズは無かったからだ。やや政府保証債の発行が2012年度比増える計画となっはいるが(2012年度計画:5.1兆円⇒2013年度計画:5.6兆円(注1))、過去の発行トレンドから見て決して大きな額ではない。市場公募地方債に関しては、昨年秋の段階では借換債も含め2012年度比二桁増も想定されたが、発表された2013年度発行計画では、約4%増の7.5兆円程度に留まった。財投機関債(SB型)は2.6兆円の発行計画で、従来通り、年間2兆円台半ばの年間発行額に落ち着いた。アベノ

(図表6) 政府保証債、地方債、財投機関債の償還／発行計画推移



(注) 発行は短期債を除く



(出所) 財務省、総務省資料を基に大和証券作成

ミクスでは、「機動的な財政政策」を掲げつつも、財政規律の悪化には細心の注意を払っていると言えそうだ。

尚、償還対比で見た場合、政・地・財投機

関債の発行は2013年度も引き続き償還超となる見込み(図表6参照)。近年、クレジット市場では、こうした低信用リスク領域の市場規模はアベノミクスの有無に拘らず拡大傾向が続いている。一方、上述したように、社債(狭義のクレジット商品)の市場規模は縮小の懸念が高まっている。アベノミクス第三の矢にして本丸の「民間投資を喚起する成長戦略」が実質的に実を結び、企業の資金調達ニーズが本格的に拡大、延いては社債発行増に繋がることを(ソフトバンクによる米スプリント・ネクステルの大型買収、それに伴う社債発行などは好例だろう)、クレジット市場を生業とする筆者としては、切に期待したいものだ。

(注1) 原子力損害賠償支援機構の政保債活用開始(3,000億円)、(株)民間資金等活用事業推進機構(仮称)の政保債活用(2,300億円)、地方公共団体金融機構の公庫債権金利変動準備金の国庫納付資金調達なども一因。

5. 公的リスクマネー供給制度に注目

◆公的リスクマネーの活用は、社債の信用リスク評価にも影響を与え得る

アベノミクス第三の矢、「民間投資を喚起する成長戦略」とクレジット市場の関係では、公的リスクマネー供給制度に筆者は注目している。なぜなら、社債発行企業にとって、公的な資金供給スキームの活用、中でもエクイティ性資金の活用は、社債の信用リスク評価

に大きな影響を与えうるからだ。安倍新政権下で施策として実現する公的資金供給スキームの内容、そしてその社債発行企業への活用可能性に筆者は注目している。

実際、安倍政権発足後、公的リスクマネー供給制度（エクイティやメザニン資金など）の報道が相次いでいる。背景には、日銀による懸命な金融緩和や率先したリスク資産の購入にも拘らず、安全資産からリスク資産への移動が進まないことがあるのだろう。「民間投資を喚起する成長戦略」を掲げ、デフレ脱却に向け不退転の決意で望む安倍政権としては、成長後押しのために自らリスクマネーへの流れを作り出す意気込みのようだ。

1月11日に安倍首相は「日本経済再生に向けた緊急経済対策」を発表済み。この中には、想定したように、公的なりスクマネー供給スキームが幾つか組み込まれることとなった。社債発行企業のこうしたスキームの活用有無や、それによる社債信用力評価への影響は現時点では全く未知数。しかし、各スキームの概要を押さえておく意味はあるだろう。

◆産業革新機構へは追加出資

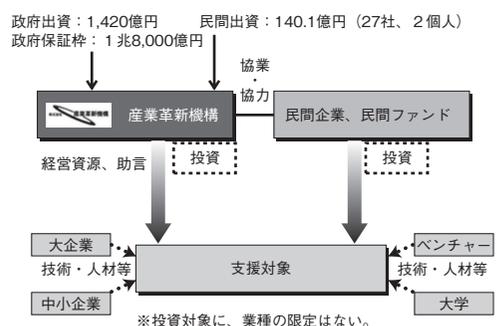
新しいスキームではないが、既存のリスクマネー供給スキームの一つである産業革新機構には、緊急経済対策で追加出資が行われることとなった（1,040億円）。ベンチャー企業等や先端技術事業化へのリスクマネー供給とされているため、社債発行企業への適用が可能か否かは不明だが、既存スキーム下で社債発行企業であったエルピーダメモリへの適用

検討が報道された過去の経緯もあり、可能性はあろう。同機構を通じては、日立建機・日産自動車のフォークリフト事業統合や、日立・ソニー・東芝の中小型ディスプレイ事業統合、更にはルネサスエレクトロニクスにリスクマネーの供給がなされている。

【参考】産業革新機構

産業革新機構は、国際経済の構造的な変化に我が国が的確に対応するため、特定事業活動に対し出資などリスクマネーの供給を行うことを目的とし09年7月に設立された株式会社で、政府が1/2以上の株式を保有することが義務付けられている（期間15年間の時限組織）。財務リストラなどは出資要件にはなっていないので、社債発行企業に活用された場合でも、社債権者に不利益が及ぶリスクは考えられない。

（図表7）産業革新機構のスキーム



（注）図中の政府出資額は補正予算措置以前の数値
（出所）株式会社産業革新機構

◆DBJでは新ファンドを創設

政策金融機関の日本政策投資銀行（DBJ）には、イノベーション強化のためのファンド創設予算（1,000億円）が付くことになった。異業種連携や企業内知的財産を活用した新事業創出に当たり、出資・メザニンなど様々なリスクマネー供給を行うことを目論んでいるようだ。こちらも社債発行企業の活用可能性は未知数だが、新たな制度が創設されることは認識しておきたいものだ。

尚、DBJを通じた公的リスクマネー供給制度としては、エルピーダメモリが活用した産活法^(注2)に基づく出資円滑化制度が存在するが、2012年度末にその活用期限が到来する予定。

(注2) 「産業活力の再生及び産業活動の革新に関する特別措置法」

◆先端設備等投資促進事業

緊急経済対策では、最新設備・生産技術等の導入を金融支援する出融資事業も含まれた。円高・エネルギー制約の克服に資する最新設備・生産設備の導入を金融面から支援する目的と考えられる。社債発行を行う大企業の活用も有り得よう。

◆JBICには海外展開支援出資ファシリティ

政策金融機関である国際協力銀行（JBIC）には、日本企業によるIn-Out M&Aなどを支援する目的で海外展開支援のためのファシリティが創設される。既に旧政権下でパッケー

ジ型インフラ海外展開プロジェクトや途上国M&Aを支援する「JICAインフラ・投資促進ファシリティ」が創設されており、目新しさはさほどないが、これも社債発行企業の活用可能性があるリスクマネー供給制度の一つではあろう。

■ 6. 最後に：2013年はクレジットの年

2013年の全般的な相場環境想定は、「①低成長、②低金利、③低ボラティリティ環境での④過剰流動性がもたらす金融相場」。アベノミクスの実体経済への好影響が徐々に発現する期待はあるものの、高成長シナリオを描くまでにはやや無理がある。よって、キャピタルゲインを求めるよりは、インカムゲイン「追加的な利回り追求」がテーマとなろう。そうであれば、2013年はクレジットの年と言えそうだ。本稿で紹介したアベノミクスのクレジット市場への影響・インプリケーションを参考に、クレジット市場環境を見通して頂ければ幸いだ。

