

格付け制限あり債券を保有することのメリット【国債及び政府保証債運用に対する超過収益】
とデメリット【売却損失及び債務不履行(デフォルト)による損失】の比較について

～顕在化した流動性リスク等に係る数値分析～

1. 超過収益と売却損失の比較

(1) **メリット【国債及び政府保証債運用に対する超過収益】** = 1.1億円

《推計の前提》

- メリット【国債及び政府保証債運用に対する超過収益】とは、(a)「1,358億円を格付け制限あり債券のみで運用した場合の年間運用収入」から
(b)「1,358億円を国債・政府保証債のみで運用した場合の年間運用収入」を差し引いたもの。
- 資金管理法人が保有する格付け制限あり債券の利回りは0.90%、国債・政府保証債の利回りは0.82%(平成24年度上半期取得実績利回り)とする。

(a)1,358億円を格付け制限あり債券のみで運用した場合の年間運用収入
1,358億円 × 0.9% = 12.2億円

(b)1,358億円を国債・政府保証債のみで運用した場合の年間運用収入
1,358億円 × 0.82% = 11.1億円

(a)－(b) メリット【国債及び政府保証債運用に対する超過収益】

(a)12.2億円 － (b)11.1億円 = 1.1億円 …平成24年度上半期取得実績利回りの年間運用収入試算から得た超過収益

(※)平成24年度の保有債券全体の運用収入見込み 114億円
1.1億円/114億円 = 0.96%

(2) **デメリット【BBB格下げによる売却損失】**

《推計1》信用格付業者R&Iの実際の格下げデータ(統計データ)に基づく売却損失の推計

①過去33年間平均の1年後にAA格からBBB格へ格下げされる確率0.1%^{*1}から推計した売却損失

(ア)売却金額:1,358億円 × 0.1% = 1.4億円

(イ)売却損失額

○通常時のBBB格下げ時の市場価格の例
売却損失額:1.4億円 － (1.4億円 × 売却単価98.50円/100) = 0.02億円 …(A)デメリット

○一部事業会社のBBB格下げ時の市場価格急低下の実例
売却損失額:1.4億円 － (1.4億円 × 売却単価76.74円^{*2}/100) = 0.3億円 …(B)デメリット

②平成23年度実績の1年後にAA格からBBB格へ格下げされる確率0.7%^{*1}から推計した売却損失

(ア)売却金額:1,358億円 × 0.7% = 9.5億円

(イ)売却損失額

○通常時のBBB格下げ時の市場価格の例
売却損失額:9.5億円 － (9.5億円 × 売却単価98.50円/100) = 0.14億円 …(C)デメリット

○一部事業会社のBBB格下げ時の市場価格急低下の実例
売却損失額:9.5億円 － (9.5億円 × 売却単価76.74円^{*2}/100) = 2.2億円 …(D)デメリット

《推計2》資金管理法人の1発行体当たり平均保有額37億円に基づく売却損失の推計

○通常時のBBB格下げ時の市場価格の例
売却損失額:37億円 － (37億円 × 売却単価98.50円/100) = 0.6億円 …(E)デメリット

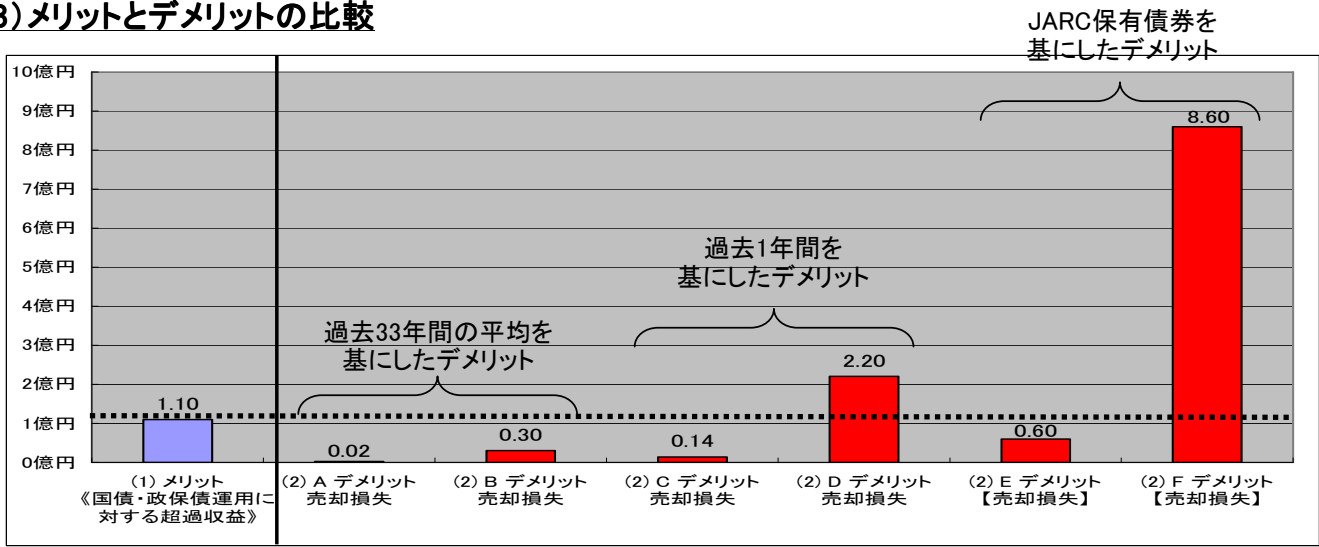
○一部事業会社のBBB格下げ時の市場価格急低下の実例
売却損失額:37億円 － (37億円 × 売却単価76.74円^{*2}/100) = 8.6億円 …(F)デメリット

*1 出所:R&Iホームページ

*2 これはQUICKから取得したデータを基に資金管理法人が算出したものであり、流動性リスクが顕在化した状態において、証券会社が実際に提示する価格は更に低いものとなり、また、買い手がつかないこともあり、売却損失額は更に大きくなる。

(※)資金管理法人が保有する格付け制限あり債券の残高は、1,358億円(平成24年9月末実績)とする。

(3) メリットとデメリットの比較



★デメリットがメリットを上回ることがあり得る。

2. 超過収益と債務不履行（デフォルト）による損失の比較

《推計の前提》

○格付け制限あり債券が取得から10年後にデフォルトするものとする。

(1) メリット【国債及び政府保証債運用に対する超過収益】 = 11億円

上記1. (1)のメリット1.1億円(年間超過収益) × 10年 = 11億円 …10年間の超過収益

(2) デメリット【デフォルトによる損失】

《推計1》信用格付業者R&Iの実際のデフォルトデータ(統計データ)に基づくデフォルト損失の推計

①過去平均累積のAA格のデフォルト確率0.61%^{*1}から推計したデフォルト損失

デフォルト損失額: 1,358億円 × 0.61% × デフォルト損失率90%(=100%-10%^{*2}) = 7.5億円 …(A)デメリット

②過去33年間で最も高かったAA格のデフォルト確率2.54%^{*1}から推計したデフォルト損失

デフォルト損失額: 1,358億円 × 2.54% × デフォルト損失率90%(=100%-10%^{*2}) = 30.0億円 …(B)デメリット

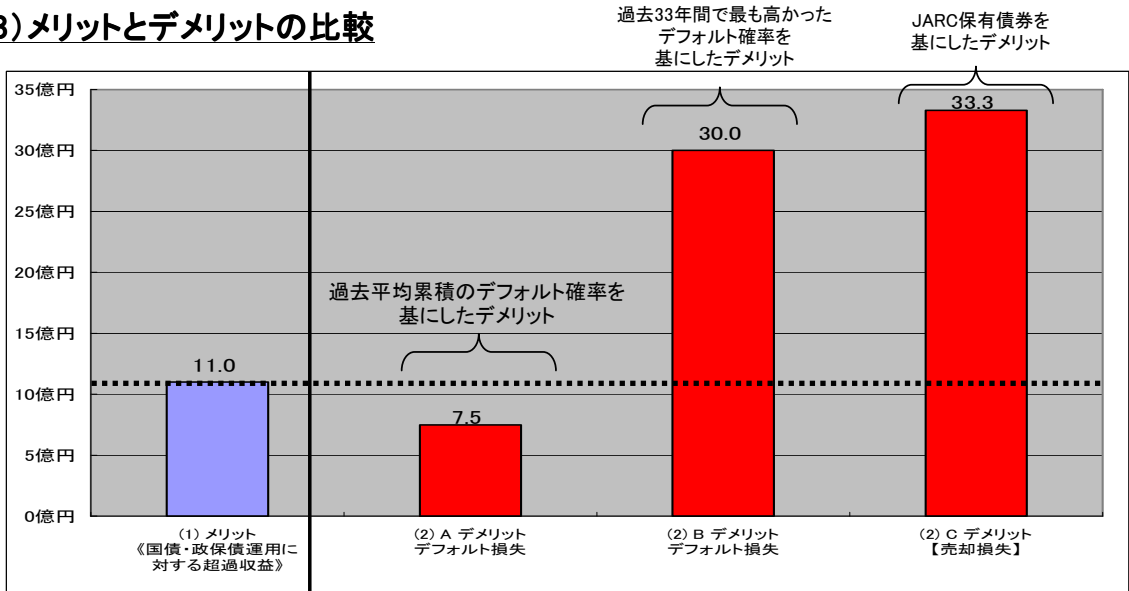
《推計2》資金管理法人の1発行体当たり平均保有額37億円に基づくデフォルト損失の推計

デフォルト損失額: 37億円 × デフォルト損失率90%(=100%-10%^{*2}) = 33.3億円 …(C)デメリット

*1 出所: R&Iホームページ

*2 デフォルトした場合の弁済率は10%
弁済率実例: JAL12.5% ウィルコム13.3% 富士3.3%
出所: 大和証券レポート

(3) メリットとデメリットの比較



★デメリットがメリットを上回ることがあり得る。

3. 結論

上記1及び2の推計のとおり、過去においては、格付け制限あり債券を保有することの【デメリット】は【メリット】を下回っていたものの、現在においては、【デメリット】が【メリット】を上回る可能性があることが判明。
よって、【デメリット】が【メリット】を上回る可能性のある格付け制限あり債券を新規取得する有効性、及びその保有残高を維持する有効性は低い。