

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

1. 保有資産における格付け制限あり債券の超過収益と売却損失の比較

《推計の前提》

○推計は平成26年度末時点での当財団保有債券保有実績を基に行う。平成26年度末における保有実績は下表のとおり。

種別	簿価残高(億円)
国債	7,265
政府保証債	666
格付け制限あり債券	1,015
合計	8,946

※地方債、財投機関債、金融債及び社債

○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1.48%、国債・政府保証債の利回りは1.36%。
(格付け制限あり債券の残高がある平成26年度末における残存8年以下の保有債券の利回りをを用いる)

(1) メリット【国債及び政府保証債運用に対する超過収益】 = 113百万円

①1,015億円を格付け制限あり債券で運用した場合の年間運用収益
 $1,015\text{億円} \times 1.48\% = 1,498\text{百万円}$

②1,015億円を国債・政府保証債のみで運用した場合の年間運用収益
 $1,015\text{億円} \times 1.36\% = 1,385\text{百万円}$

1,015億円を格付け制限あり債券で保有していることによる超過収益:①-②=113百万円

(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

【ケース①】1年後にAA格からBBB格へ格下げされる確率:過去36年間平均0.1%^{*1}から推計した売却損失

(ア)売却金額:1,015億円 × 0.1% = 102百万円

(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:102百万円 - (102百万円 × 売却単価98.79円^{*2}/100) = **1百万円 …(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102百万円 - (102百万円 × 売却単価76.74円^{*3}/100) = **24百万円 …(B)デメリット**

【ケース②】1年後にAA格からBBB格へ格下げされる確率:データ取得可能な年度でも最も格下げ確率が高かった平成23年度実績0.7%^{*1}から推計した売却損失

(ア)売却金額:1,015億円 × 0.7% = 710百万円

(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:710百万円 - (710百万円 × 売却単価98.79円^{*2}/100) = **9百万円 …(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:710百万円 - (710百万円 × 売却単価76.74円^{*3}/100) = **165百万円 …(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17億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:17億円 - (17億円 × 売却単価98.79円^{*2}/100) = **20百万円 …(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:17億円 - (17億円 × 売却単価76.74円^{*3}/100) = **393百万円 …(F)デメリット**

※デメリットがメリット113百万円を超過する分岐点となる保有額はおよそ5億円。

資金管理法人が保有する格付け制限あり債券で1発行体当たりの保有額が5億円を超えるものは、平成26年度末時点で46発行体分存在する。

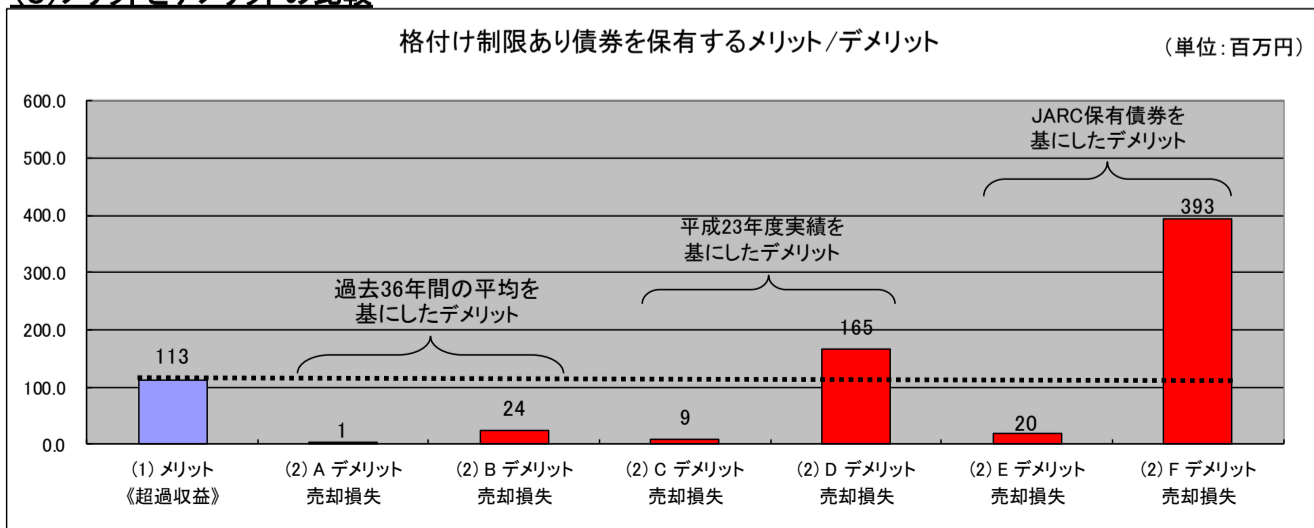
*1 出所:R&Iホームページ

*2 QUICKから取得したAA以上の利回り及びBBB格の利回りデータを基に資金管理法人が算出

*3 QUICKから取得した平成23年の東京電力債及び平成24年のシャープ債の価格低下時データを基に資金管理法人が算出したもの。

また、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、買い手が見つからないこともあり、売却損失額は更に大きくなる。

(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. 格付け制限あり債券を新規取得することの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》

- 年間で新規に取得する債券は平成27年度運用計画における残存10年債券取得予定額の913億円とする。
- 種別ごとの取得構成比は、市場における残存10年債券の残高比率に準じたものとする。
- 新規に取得する格付け制限あり債券の残存は10年とする。

種別分類	構成比	取得額想定(億円)	想定利回り
国債/政府保証債	91.3%	834	0.453%
格付け制限あり債券	8.7%	79	0.525%
合計	100.0%	913	

(1) メリット【国債及び政府保証債運用に対する超過収益】 = 57百万円

- ①格付け制限あり債券を79億円取得した場合の10年間の収益
79億円 × 0.53% × 10年 = 416百万円
 - ②79億円を国債/政府保証債で取得した場合の10年間の収益
79億円 × 0.45% × 10年 = 359百万円
- 10年間超過収益: ①-② = 57百万円

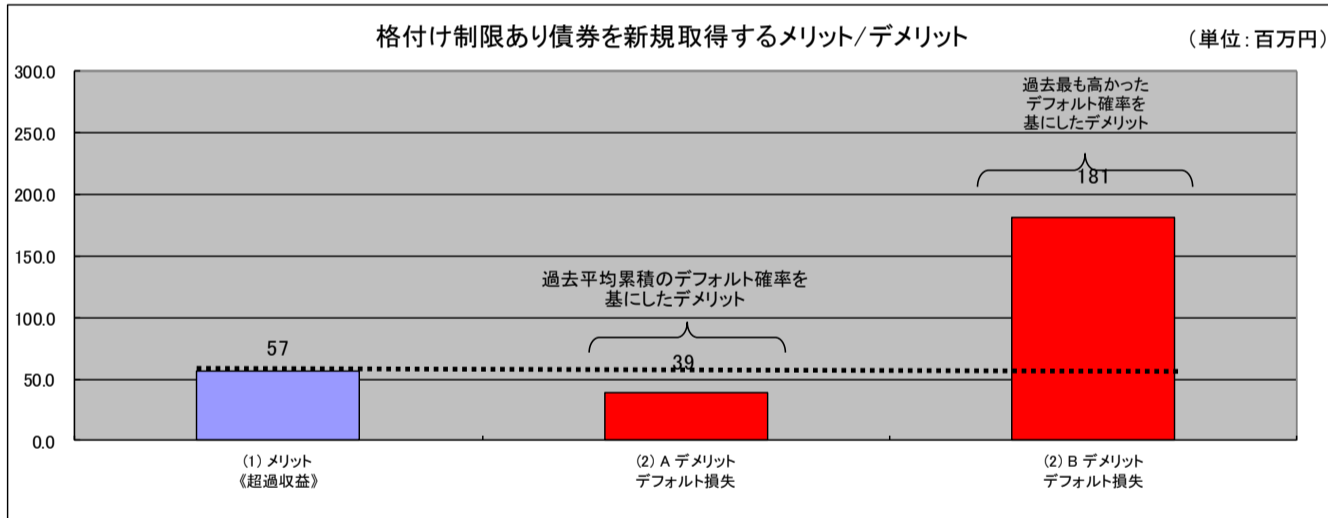
(2) デメリット【デフォルトによる損失】

《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0.55%^{*1}から推計したデフォルト損失
デフォルト損失額: 79億円 × 0.55% × デフォルト損失率90%(=100%-10%^{*2}) = **39百万円 …(A) デメリット**
- ②デフォルト確率が最も高かった年度(平成4年)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: 79億円 × 2.54% × デフォルト損失率90%(=100%-10%^{*2}) = **181百万円 …(B) 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%程度
弁済率実例: JAL12.5% ウィルコム13.3% 武富士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、ケースによっては、格付け制限あり債券を保有及び新規取得による【デメリット】が【メリット】を上回る可能性がある。よって、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。