



東日本大震災後の社債市場

—今後の注目は電力債の行方と市場の活性化

大和総研 資本市場調査部 課長代理・研究員

太田 珠美

はじめに

本年3月11日に発生した東日本大震災（以下「大震災」）は東北地方を中心に大きな被害をもたらした。金融市場にもその影響は及び、大震災発生後の数日間、株式等のリスク資産が売られ、国債等の安全資産に資金が流れるという、投資家のリスク回避姿勢の強まりを示す動きとなった。大震災が発生してから半年以上が経過した本稿執筆時点では、金融市場は大震災の影響をほぼ織り込み、注目は欧州財政問題や、米財政・金融政策、世界的な景気の動向に移っている。

〈目次〉

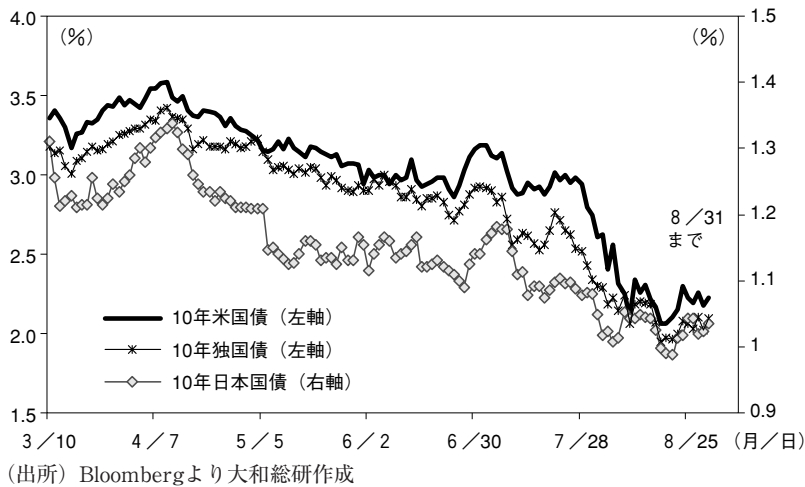
はじめに

1. 東日本大震災発生が債券市場に与えた影響
2. 電力債の動向
3. 今後の社債市場

しかしながら、金融市場の中でも特に社債市場に関しては未だ大震災の影響が残っている。大震災発生直後、社債^(注1)の発行額は激減した。株式市場においても新規公開や増資が見送られるなど、市場からの資金調達は一時的に低調となったが、特に社債市場に関しては、現存額の約2割を占める電力債^(注2)の価格（利回り）が流通市場において不安定な動きをしたことが影を落とした。これまでも日本は幾度となく地震による被害を受けているが、今回の大震災が過去と異なるのは、東京電力（以下「東電」）の福島第一原子力発電所（以下「福島原発」）で事故が起きたことである。これにより、投資家は東電の信用リスクに対し不安を抱き、その影響は東電以外の電力債等にも及んでいる。

本稿では、大震災後の社債の発行および流通市場の動きを振り返るとともに、大きな存在を占める電力債の動向を含め、現在の社債市場の状況を整理していきたい。

(図表1) 日・米・独の10年国債利回りの推移



1. 東日本大震災発生が債券市場に与えた影響

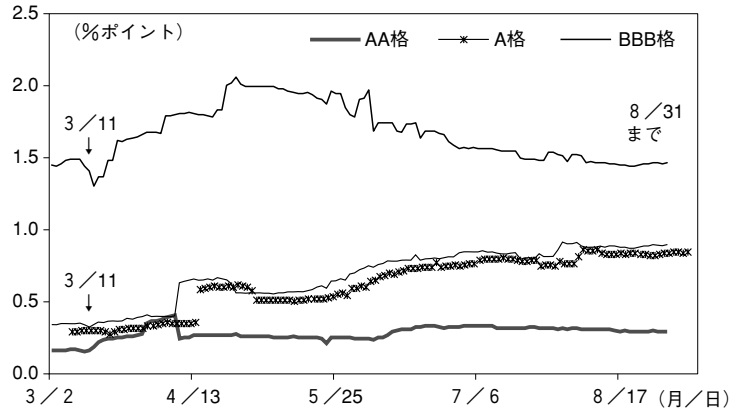
(1) 国内外の金利の動き

大震災は日本だけでなく海外の金融市場にも影響を与え、発生直後は世界的な株安、債券高の動きとなった。海外の株式・債券相場は大震災発生後2週間ほどで大震災前の水準に戻り、日本においては福島原発問題の先行きが不透明であることや、電力不足による経済活動の停滞等が懸念されたため、株式売り・債券買いの傾向は海外より若干長く続いたものの、4月以降、落ち着きを取り戻していった。

(図表1)は日本とアメリカおよびドイツの10年国債利回りの推移である。若干の違いはあるものの、大きなトレンドをみるとほぼ同じ動きをしている。大震災後から8月末までの動きを簡単に振り返ると、大震災後はリ

スク回避の姿勢から債券が買われたものの(金利は低下)、3月下旬からはリスク回避の巻き戻しの動きと、日本に関しては独自の「復興に伴う国債増発懸念」も要因として加わり、売りが優勢となった(金利は上昇)。4月以降は欧州財政問題が再び市場で意識され始めたこと、福島原発の災害レベルがレベル7とされたことなどから再度リスク回避姿勢が強まり、債券買いの流れが続いた。ギリシャの緊縮財政法案が可決されたことをきっかけに、6月下旬から7月半ばまでは流れが債券売りに反転したものの、欧州財政問題に加え、米国債務上限問題も懸念されるようになり、再度債券買いの流れに戻った。世界的な景気の先行き不透明感も台頭し、その後金利は低水準で推移している。なお、8月24日には米格付会社が日本国債の格下げを発表したものの、大きな影響はみられていない(本稿執筆時点)。

(図表 2) 社債の格付別 対国債スプレッド (残存期間 2 年)



(注) 格付は格付投資情報センター (R&I) のものを使用している。4月7日に東電がAA格からA格に格下げされたため、その前後は非連続的な動きとなっている。
 (出所) 日本証券業協会、Bloombergより大和総研作成

(2) 社債市場の動き

① 流通市場

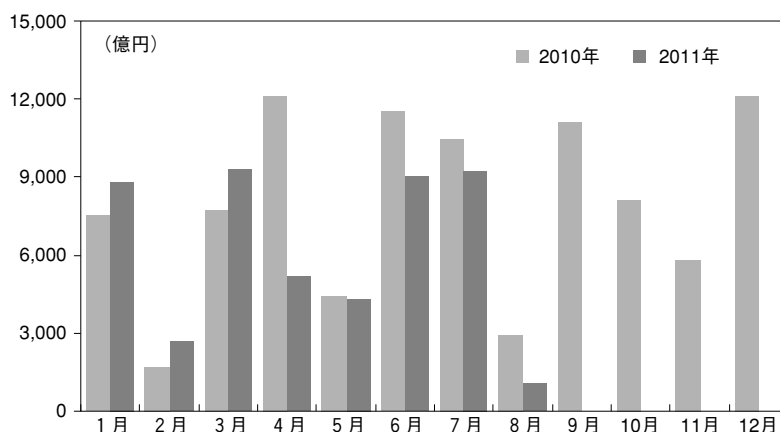
社債の取引は相対で行われるものがほとんどであるため、株式や為替取引のようにリアルタイムで価格情報を取得することは困難である。そのため、大震災後も流通市場における社債の価格(利回り)について、電力債以外に話題になることはあまりなかったように思われる。

流通市場では、大震災の直後、社債と国債利回りとのスプレッドがやや縮小した。しかしながら、スプレッドの縮小がみられたのはほんの数日で、すぐに拡大に転じることとなった。大震災が引き起こしたサプライチェーンの寸断や、福島原発事故、電力不足懸念から、企業の業績や財務状態の悪化が懸念されたためと考えられる。大震災以降、格付会社による発行体格付等の引き下げも多数発生し、社債に対する信用不安が拡大した。

6月以降は経済情勢に持ち直しの動きがみられ始め、投資家がリスクを取りやすい環境に変化したことと、社債の起債が減少したこと(大震災後は前年同月比で減少が続いている。発行市場に関しては後述)で投資家側の需要が相応に存在したことから、スプレッドは縮小傾向である(図表2)^(注3)。

大震災後の3月14日、日本銀行は金融緩和の一段の強化を決定した。この強化策において、日本銀行は2010年10月に設置した資産買入等の基金を増額し、社債の買入残高の上限は1兆5,000億円上乘せされることになった(当初は5,000億円であった)^(注4)。なお、日本銀行は大震災後、現時点(9月12日まで)で6回の社債買取りを実施しており、昨年からの買取り額の累計10,879億円のうち、大震災後の買取り額は8,878億円にのぼる。買い取った銘柄について正式な公表はされてい

(図表3) 月別の社債発行額



(注) 集計は発行日ベース。

(出所) 日本証券業協会、アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

いが、報道によれば、買い取られた中には電力債も含まれている模様である(注5)。

② 発行市場

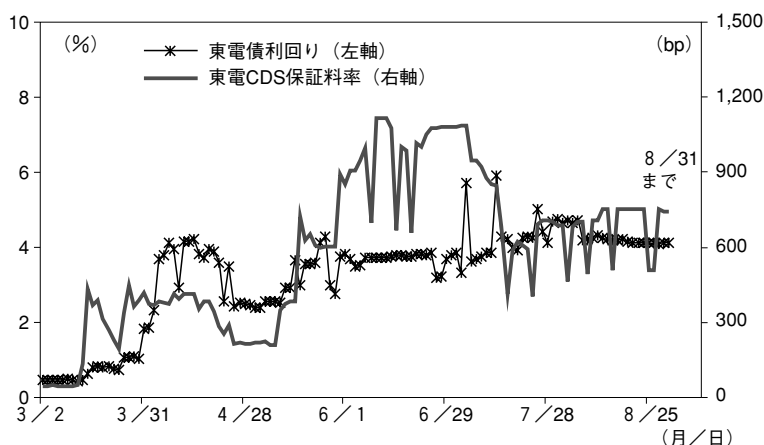
(図表3)は月別の社債発行額の推移について、2010年と2011年を比較したものである。社債の発行額は4月以降、前年同月を下回る状況が続いている(大震災が発生した3月は前年同月を上回っているが、この大半は大震災前および当日までに発行された、もしくは発行条件が決定されたものである)。例年、新年度が始まる4月は機関投資家の運用に合わせる形で起債が増える傾向にあるが、本年は大震災の影響で発行を控える企業が相次いだ。

対前年同月比で下回る水準が続く要因の1つは、国内の社債現存額の約2割を占め、毎年数千億円から多い時には2兆円近くの社債を発行していた電力会社が起債を見合わせて

いる影響があろう(沖縄電力を除く)。新たに発行される社債が少ない分、新発債への引き合いは強い。国債やLIBORとのスプレッドをみると、対前年度比で4月・5月頃まではやや拡大傾向がみられたものの、7月以降は縮小傾向に転じている(注6)。

また、大震災後の社債発行額は低調であるものの、「個人向け社債」に絞れば発行は堅調である。3月以降、8月を除き、前年同月を上回る水準で推移しており、7月は社債発行額全体に占める個人向け社債の割合が2割を超えた。昨春からのゆうちょ銀行の定額貯金集中満期や、本年の固定5年個人向け国債の初の償還等、家計が保有する資金の行方には注目が集まっている。日本における社債現存額のおよそ76%は銀行や保険会社等の金融機関が保有しており、家計が保有する割合はわずか2%にとどまる。家計金融資産におい

(図表4) 東電の債券利回りとCDS保証料率の推移



(注) CDS保証料率は期間5年の数値。東電債利回りは2014年7月に償還予定のもの。
 (出所) Bloomberg、Thomson Reutersより大和総研作成

て個人向け社債の活用が増加すれば、発行体にとっても社債投資家が多様化し、起債がより行いやすい環境になろう。

2. 電力債の動向

(1) 社債市場における電力債の位置付け

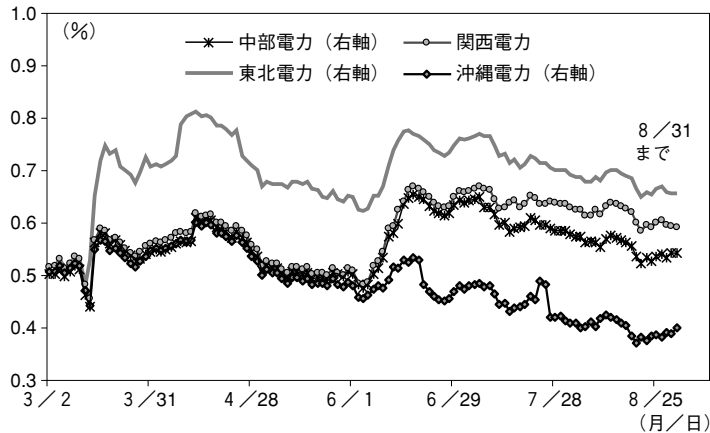
先にも述べたとおり、社債市場において電力債は大きな役割を担っていた。電力債は社債全体の現存額のうち約2割を占め、発行される額は毎年数千億から、多いときでは2兆円近くになる。発行額や現存額の大きさに加え、格付の相対的な高さもあり、社債市場のベンチマーク的な役割を担っていた。

特に、東電債は電力債の中で最も現存額が大きい。大震災後、東電債の価格は大幅に下落（利回りは上昇）し、CDSの保証料率は上昇した（図表4）。原発事故の被害に関して

巨額の賠償金が発生することから、投資家が「東電はデフォルトする（債務超過に陥る）のではないか」との懸念を抱いたためとみられる。格付会社による格下げも相次いだ。電力債は電気事業法に基づき一般担保という担保権が付されている。仮に債務不履行が発生した場合でも、民法の規定による一般の先取特権に次いで、社債権者は他の債権者に優先して弁済が受けられることになっている。しかし、今回はこの「先取特権」について「原発事故による損害賠償請求権より優先するのか」という議論も起こり、東電債の信用力低下に拍車をかけた。

大震災直後は大きな影響はないとみられていた被災地以外の電力会社についても、「原子力損害賠償支援機構」に対する負担金や、原子力発電所の停止に伴う費用の増加が不透明であることから、格付会社による見通しの

(図表5) 電力会社の社債利回りの推移



(注) 中部電力・沖縄電力は2014年9月、関西電力・東北電力は2014年10月に償還予定の社債の利回り。
 (出所) Bloombergより大和総研作成

引き下げや格下げが行われた。

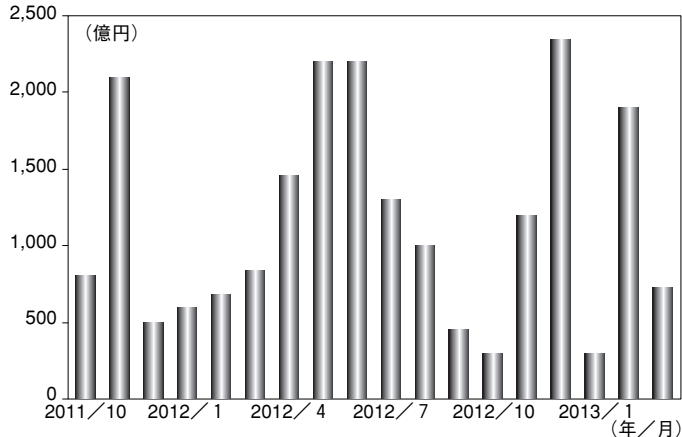
(図表5)は、電力会社のうち、中部電力、関西電力、東北電力、沖縄電力の流通利回りの推移を示したものであるが、大半の電力債の流通利回りは大震災前の水準を上回る状態が続いている。電力債を新たに発行する場合の資金調達コストも大震災前に比べて上昇することが見込まれ、電力会社は社債による資金調達を見送っている。大震災後に起債したのは原子力発電所を持たない沖縄電力のみである(本稿執筆時点)。

(2) 電力会社の資金繰り

電力債は大震災後、7月末までに8,600億円が償還されている。また、2011年度下期には約5,500億円償還される予定である。多い月では償還額が2,000億円を超える(図表6)。通常の運転資金に加え、社債の償還金の手

当ても必要となるにもかかわらず、前述のとおり、電力会社は社債での資金調達を見合わせざるを得ない状況にある。同様に、増資等のエクイティファイナンスも困難な状況であり、電力会社は銀行からの借入と、商業・ペーパー(以下「CP」)の発行を増やしている。証券保管振替機構が公表している「発行者区分別 短期社債残高」によれば、電力・ガス会社によるCPの発行残高は、大震災発生以降ほぼ前年を上回る水準で推移しているが、特に6月下旬からの残高の増加が大きく、前年と比べると30%超増加している(8月末現在)。また、日本銀行が公表している「貸出先別貸出金」によれば、国内銀行による大企業向貸出残高の電気・ガス・熱供給・水道業は、2010年12月末の3兆6,200億円が、2011年3月末には5兆4,397億円、6月末には5兆6,417億円に増加している(図

(図表6) 月別の電力債償還予定額



(注) 電力会社10社分。

(出所) アイ・エヌ情報センターより大和総研作成

表7)。この2011年3月末・6月末の貸出残高の数値は前年同期比で1.5倍強に増えたことになる。大震災後、金融市場から資金を調達できなくなった電力会社の資金繰りは、金融機関によって支えられている状況が窺える。

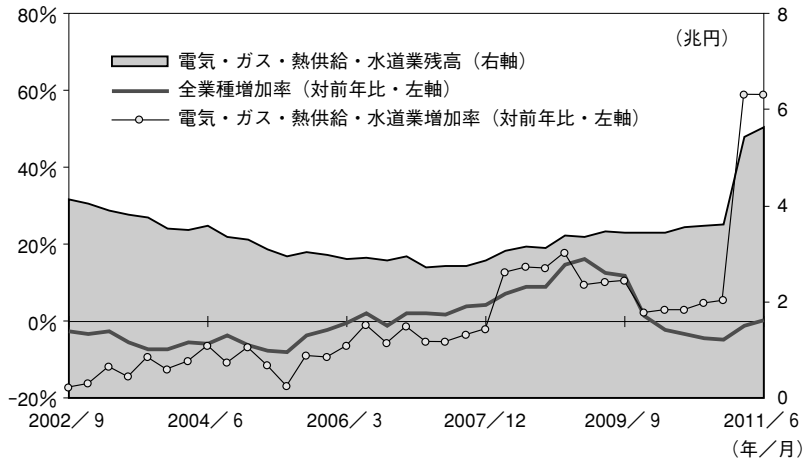
(3) 福島原発事故に関する損害賠償の行方

電力会社にとって資金調達手段の選択肢が限られる状況が好ましいとはいえないが、原子力損害賠償支援機構法の運用に加え、日本のエネルギー政策の行方が定まるまでは、電力債の発行に関しては困難な状況が続くだろう。8月3日に原子力損害賠償支援機構法が成立し、今後巨額の賠償金支払いを行う必要がある東電に、必要に応じて資金援助を行う仕組みが一旦出来上がった。また、8月5日には原子力損害賠償紛争審査会において「東

京電力株式会社福島第一、第二原子力発電所事故による原子力損害の範囲の判定等に関する中間指針」がまとめられ、損害賠償の対象となる損害項目や範囲が示された(注7)。原発事故による損害賠償の道筋が徐々にみえつつあるが、懸念事項も依然として残る。原発事故の収束や損害賠償額などの状況によっては、原子力損害賠償支援機構法の見直し等の可能性もある(注8)。東電以外の電力会社については、原子力損害賠償支援機構に納める負担金が発生するほか、発送電分離や自然エネルギーの活用推進等、エネルギー政策に関する様々な議論が起こっており、将来の収益構造は不安定な状況が続く。

参議院東日本大震災復興特別委員会は原子力損害賠償支援機構法案に対する附帯決議の中で、政府に対し「原子力事業者の株式や電力債の市場動向を注視して、機構と協力して

(図表7) 国内銀行の大企業への貸出推移



(出所) 日本銀行より大和総研作成

原子力事業者を起因した金融市場の大きな混乱や金融システムの機能不全が発生することのないように努力すること」を求めた。

現状、電力会社の資金繰りは金融機関が支えているわけだが、このまま電力債の起債が滞れば、金融機関にリスクが溜まっていくことになる。政治的な不透明要素の早期解消が望まれる。

3. 今後の社債市場

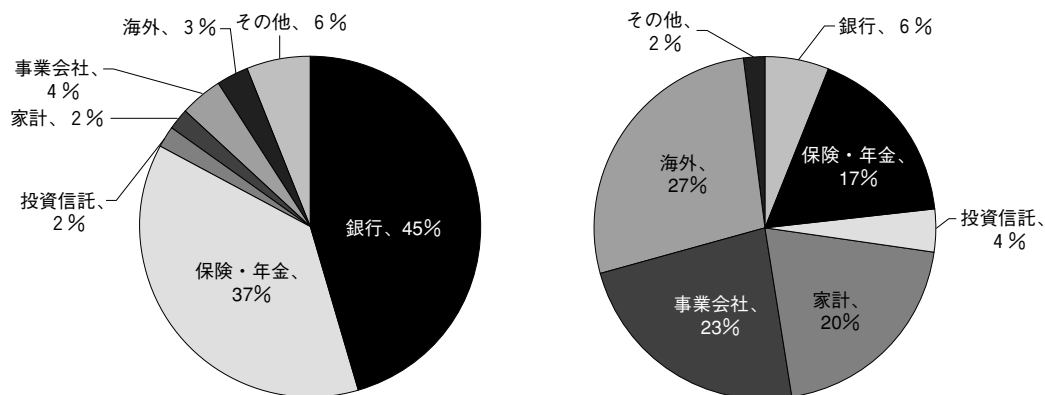
ここまで大震災後の社債市場について述べてきたが、電力債に関するものを除けば、社債市場は落ち着きを取り戻している。

社債市場に関して今後注目すべきは、従前より行われている市場活性化の議論の行方であろう。海外と比べて日本の社債市場は小規模に留まっており、発行残高も少ない。その

背景には、発行体が相対的に格付の高い一部の企業に限られてしまっていることや、流通市場の流動性が低いこと等が挙げられる。本稿執筆現在、電力債の起債がほとんど行われていないことや、電力会社以外の社債の起債額も低水準にあること等から、社債利回りと国債等とのスプレッドは縮小傾向にある。投資家としても、電力債がこのまま新たに発行されない状況が続けば、新たな運用対象を探さねばならない。発行体にとって資金調達コストが低水準かつ投資家の需要も存在するという点で、社債による資金調達がしやすい環境にあるといえよう。

2009年7月、日本の社債市場活性化に向け、日本証券業協会に「社債市場の活性化に関する懇談会」(以下「懇談会」)が設置された。社債市場の課題と今後の取組みについて検討

(図表 8) 社債 (左図) と株式 (右図) の保有主体



(注) 2011年3月末時点。銀行は「預金取扱機関」、事業会社は「民間非金融法人企業」の数値を使用。保険・年金には公的年金を含む。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より大和総研作成

が行われており、2010年6月には「社債市場の活性化に向けて」と題した報告書^(注9)が公表され、必要と考えられる具体的な取組みが多数挙げられた。低格付社債市場の整備、発行会社の経営の悪化や社債がデフォルトした際の社債権者保護の仕組みの整備、社債の価格情報インフラの整備、決済・清算システムの機能拡充、社債の投資教育や社債市場に関する基礎データの整備、社債IRの推進など、日本の社債市場には解決すべき多くの課題が残されている。懇談会では引き続き議論が続けられており、年内を目処に最終的な検討結果が取りまとめられる予定である。

社債は企業の資金調達手段として、また投資家の運用手段として、重要なツールである。社債は、発行体が一部の企業に限られているだけでなく、投資主体も金融機関が大半を占めている(図表8)。資金調達を金融機関に

頼ることは時にリスクにもなり得る。社債市場の一層の規模拡大、そして発行体および保有主体の多様化の実現に向けた動きを期待したい。

(注1) 本稿では国内で発行される公募の普通社債について述べる。

(注2) 本稿では電力会社10社(東京電力、中部電力、関西電力、中国電力、北陸電力、東北電力、四国電力、九州電力、北海道電力、沖縄電力)の発行する普通社債とする。

(注3) AA格には東電以外の電力債が含まれ、A格には東電債が含まれているため、ともに大震災前の水準を上回る状況が続いている。しかし、例えば格付情報センターがAAを付与している中部電力、エヌ・ティ・ティ・ドコモ、パナソニック(平成23年8月17日現在)の残存年限がほぼ同じである社債の対国債スプレッドを比較すると、中部電力以外の2社は震災前より縮小している。

(注4) 資産買入等の基金は8月4日の政策決定会合でさらに増額されており、上限が2兆9,000億円に

変更されている。

(注5) なお、一発行体当りの買入残高の上限は1,000億円とされている。

(注6) 相対的に格付が低い銘柄は国債以外（LIBORやスワップ・レート等）を基準に条件決定することが多い。ここでは大震災後に起債した発行体が、大震災前の1年間で同格付・同年限で発行した社債について、スプレッドを比較した。

(注7) この中間指針を受け、東電は原子力損害賠償費の見積額として3,977億円を特別損失に計上した。

(注8) 参議院東日本大震災復興特別委員会は原子力損害賠償支援機構法案に対する附帯決議の中で「本法はあくまでも被災者に対する迅速かつ適切な損害賠償を図るためのものであり、東京電力株式会社を救済することが目的ではない。したがって、東京電力株式会社の経営者の責任及び株主その他の利害関係者の負担の在り方を含め、国民負担を最小化する観点から、東京電力株式会社の再生の

在り方については、東京電力福島第一原子力発電所事故の収束、事故調査・検証の報告、概ねの損害賠償額などの状況を見つつ、早期に検討すること」と記している。

(注9) 報告書は日本証券業協会のHP (http://www.jsda.or.jp/katsudou/kaigi/chousa/shasai_kon/hokokusyo_wg.html) で公開されている。日本証券業協会では4つの部会を設け、現在も具体的な解決策についての検討を進めている。



太田 珠美 (おおた たまみ)

2003年慶應義塾大学法学部法律学科卒業、2009年早稲田大学大学院ファイナンス研究科ファイナンス専攻専門職学位課程修了。

2003年大和証券株式会社に入社、2010年株式会社大和総研投資調査部に配属、2011年より現職。