

2015年2月20日 全7頁

# シェール関連企業の低格付け等債券の 発行状況とその保有者

## 原油価格低下の負の一側面

金融調査部 兼 経済調査部  
研究員 神尾 篤史

### [要約]

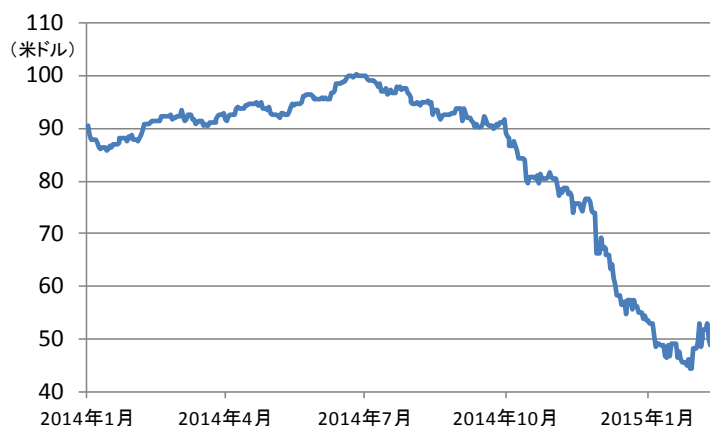
- 世界の石油・天然ガスの関連企業の債券発行額は2000年に237億ドルであったものが、2014年には1,957億ドルまで増加した。特徴的なことは、このうち低格付け等債券の発行割合が上昇していることである。
- 低水準な原油価格が継続すると想定した場合、低格付け等債券については債務返済に疑義が生じる可能性があり、その保有者に影響が及ぶことになる。保有者は主には欧米の運用会社（証券会社、独立系運用会社、保険会社の子会社など）である。
- 注目される米国のシェール関連企業の低格付け等債券の発行額は2009年以降、大きく増加した。その保有者は主には欧米の運用会社（証券会社、独立系運用会社、保険会社の子会社など）である。
- 現状においてシェール関連企業の債券償還が顕著に増加し始めるのは2019年以降である。債券の償還という側面に限れば、シェール関連企業全体では足元よりも数年後の方が債務返済に関する影響が出る可能性がある。もっとも、個々の企業で状況が異なることについては留意が必要だろう。

## 増加する石油・天然ガス関連企業の債券発行額

原油価格の低下に伴う金融資本市場への負の影響に関する懸念が煽っている。昨夏以降、原油価格が1バレル当たり100米ドル（2014年6月）から44米ドル（2015年1月）まで急落し、2015年2月に入っても上下変動が激しく、以前と比べて低水準且つ不安定に推移していることが要因である（図表1）。原油安の金融資本市場への負の影響の波及ルートはいくつか想定される。本レポートでは、波及ルートの1つである、石油・天然ガス関連企業の発行する債券の債務返済に疑義が生じた場合を検討する。このケースでは債券保有者に影響が及ぶ。本レポート

では債券の発行状況を見ると同時にその保有者の状況を考察する<sup>1</sup>。

図表 1 原油価格の推移 (WTI、1 バレルあたりの価格)

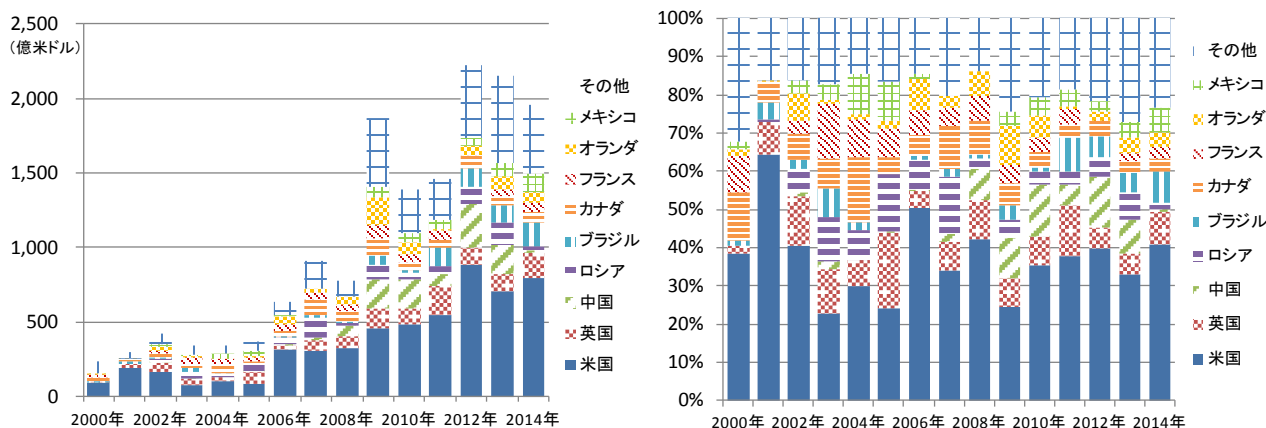


(出所) Bloomberg より大和総研より作成

世界の石油・天然ガス関連企業の債券発行額はリーマン・ショックの影響 (2008 年)、欧州債務危機の影響 (2010 年、2011 年) を受けながらも、2000 年以降、大きく増加した (図表 2)。発行額は 2000 年に 237 億米ドルであったものが、2014 年には 1,957 億米ドルまで増加した (ピークの 2012 年は 2,221 億米ドル)。国別では米国企業が最大の発行者となっており、2014 年のシェアでは 40% 程度を占める。

2008 年以降では中国企業が発行額を増加させていることが目立つ (2014 年は減少)。この大半は中国国営企業によるものである。リーマン・ショック後、中国では海外資源獲得の機会として戦略的に海外進出を行っており、そのための資金調達の一環と思われる。

図表 2 石油・天然ガス関連企業の国別債券発行額 (左) その割合 (右)



(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

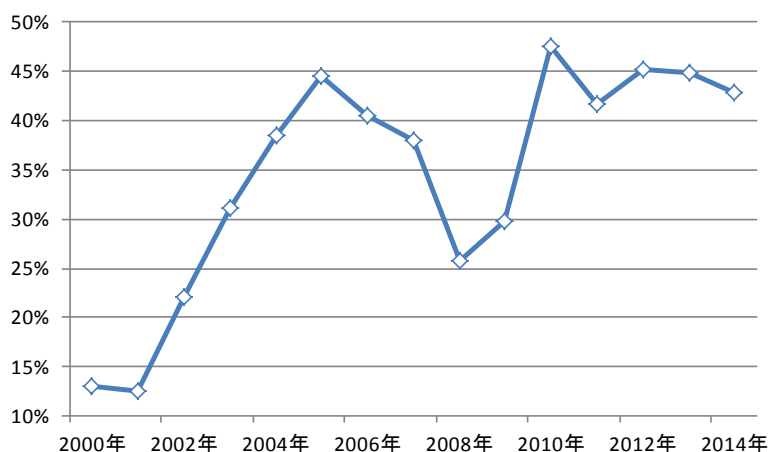
<sup>1</sup> 本レポートで取り上げる以外の金融資本市場への波及ルートは、①株式・債券・不動産などの市場において中東のオイルマネーの流入が減少、もしくは逆流、②産油国の信用不安の増大が金融資本市場に伝播することなどが想定される。

## 低格付け等債券の発行割合が上昇

このように同セクターでの発行額が大きく増加した中でも特徴的なことは、低格付け等債券<sup>2</sup>の割合（S&P\*による）がリーマン・ショック時に一時的に低下したものの、傾向としては2000年以降徐々に上昇し、2014年まで高い水準にあることだ（図表3）。

\*スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスは金融商品取引法第66条の27の登録を受けておりません。末尾の「無登録格付に関する説明書」をご参照ください（以下同様）。

図表3 石油・天然ガス関連企業の低格付け等債券の割合



(注) 各年の石油・天然ガス関連企業の債券発行額に占める同セクターの低格付け等債券の発行額の割合。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

低格付け等債券の発行増加の背景には、発行者側では先進国の大規模な金融緩和による低金利環境を利用して、コストの低い資金を調達したいという事情がある。また、今まで資金調達を銀行からの借入や自社の内部留保等（自己金融）などによって行っていた企業が、石油価格の上昇に伴い財務状況が改善したことや、低格付け等債券の市場が拡大・発展したことで債券の発行によって資金調達を行えるようになったというケースもあるかもしれない。この意味では好ましい。この他、米国を中心としたシェールオイル・ガスを採掘・生産する企業の債券発行が増えたことも寄与したと思われる。

投資家側では低金利環境の中で、少しでも国債等のベンチマーク債券に対してスプレッドの大きい債券に投資したいという事情がある。いわゆる、「search for yield」と言われる動きである。金融緩和によって生み出された資金が低格付け等債券に流れ込んだ格好だ。

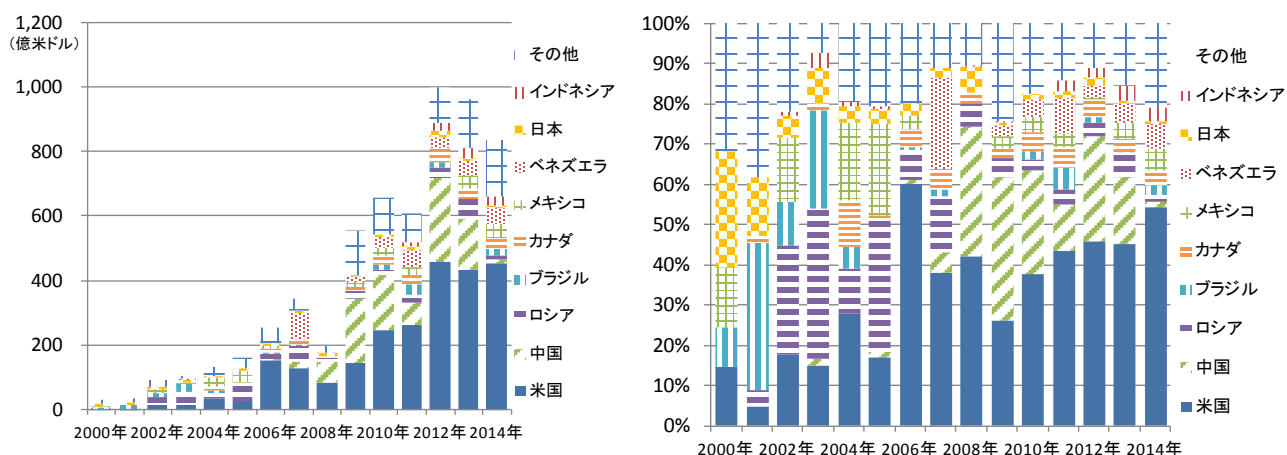
## 発行は米国企業が多い、では保有者はだれ？

このセクターの低格付け等債券に絞って発行企業を国別でみると、2014年では米国企業のシ

<sup>2</sup> 低格付け等債券は、低格付け（投資不適格）、もしくは格付けの付されていない債券。

エアが50%を超える(図表4)。特徴的なことは、リーマン・ショック以前は発行額全体に占めるロシア企業の発行割合が高かったが、リーマン・ショック以降では中国企業の発行割合が高くなっていることである。ロシア企業の割合が低下した1つの背景には、石油企業であるロスネフチや天然ガス企業であるガスプロムといった主要企業の格付けが投資適格に引き上げられたこと(S&P\*による)が挙げられる。ロスネフチは2008年に、ガスプロムは2007年を境に格付けが投資適格に引き上げられている。

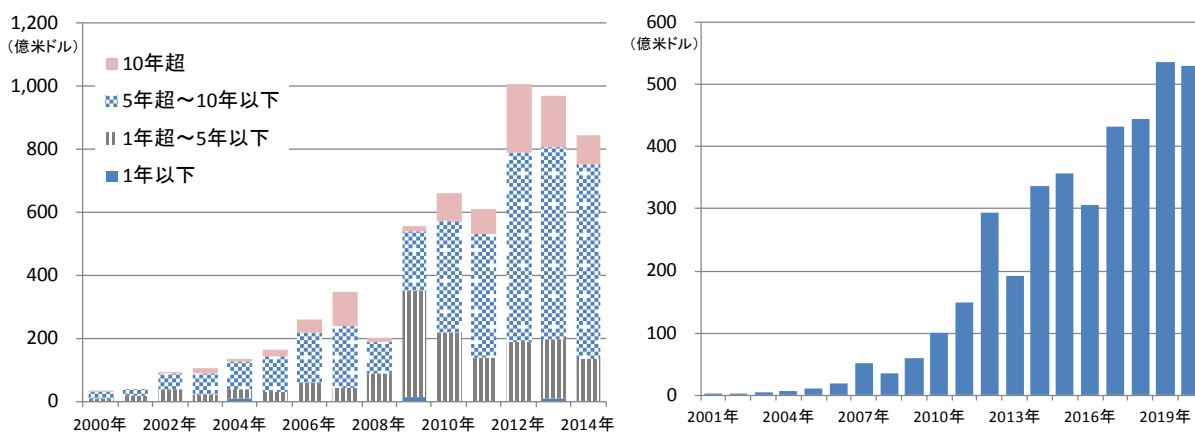
図表4 石油・天然ガス関連企業の低格付け等債券の国別発行額(左) その割合(右)



(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

次に、償還期限は2008年以降長期化している。特に、償還期限が5年を超える債券が増加している。そのため、今後数年にわたり償還額が増加することが予想される。2015年の償還予定額は357億米ドルであるが、2019年には536億米ドルまで増加する。低水準な原油価格が継続する場合は債務返済に疑義が生じる企業も出てくるだろう(図表5)。

図表5 石油・天然ガス関連企業の低格付け等債券の償還期限(左) 償還予定額(右)



(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

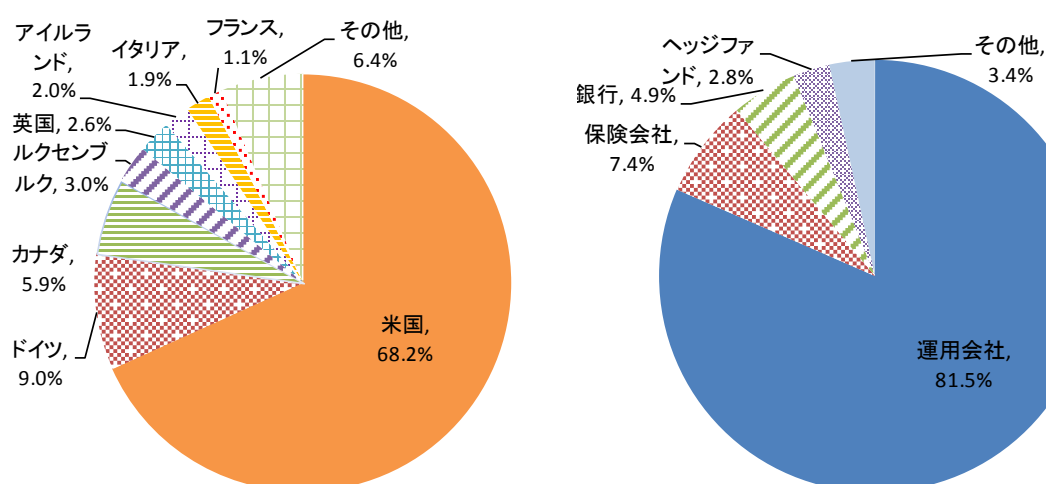
その場合、市場の注目は誰がこれらの債券を保有しているかである。発行された債券全てについて、保有者を詳細に調べることは困難であるが、情報を取得できた債券について保有者を国別、機関別に集計したものが図表6である<sup>3</sup>。図表6の集計条件は以下の通りである。

○石油・ガスの探索・生産企業

○格付けが低格付け等（S&P\*）

この条件で抽出された債券は約 3,140 億米ドルであり、そのうち保有者データが明らかになった債券は約 30%（約 950 億米ドル）である。国別の内訳を見ると、米国の機関が 68.2%と半分以上を保有していることになる。低格付け等債券の発行国と合わせると、米国企業が発行したものを米国の機関が保有している割合が高い。次いで保有割合が大きい機関はドイツ、カナダとなる。機関別では運用会社（証券会社、独立系運用会社、保険会社の子会社など）が最も多く 81.5%となり、次いで保険会社、銀行となる。債券の保有者の特徴をまとめると、欧米の運用会社を中心と言える。

図表6 低格付け等債券の国別保有者（左） 機関別保有者（右）



(出所) Bloomberg より大和総研作成

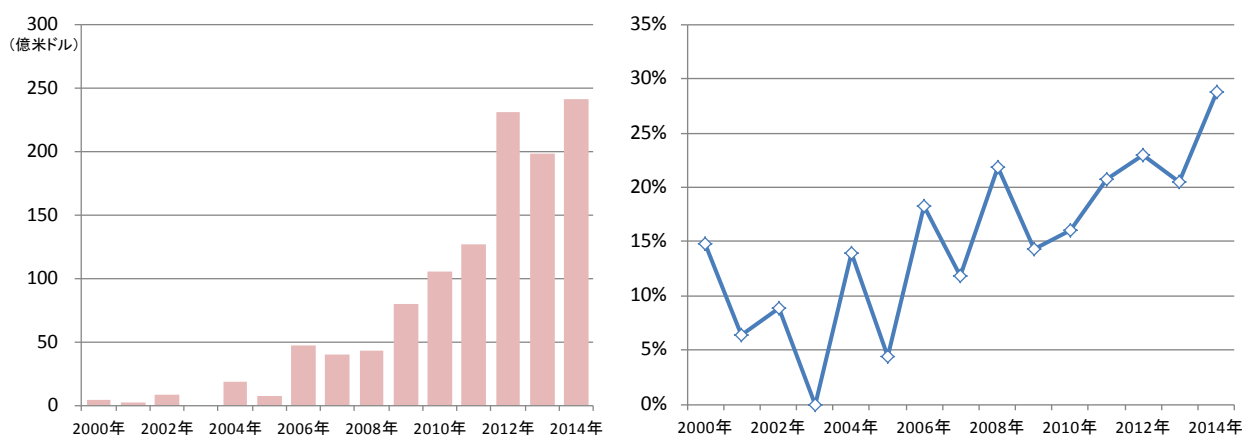
## シェール関連企業の債券の保有者と償還期限

このような中で注目されているのは米国のシェールオイル・ガス企業（以下、シェール関連企業）の発行する低格付け等債券である。シェール関連企業の債券発行額は 2009 年以降、大きく増加している（図表 7）。石油・天然ガス関連企業の発行した低格付け等債券に占めるシェール関連企業の低格付け等債券の割合は徐々に上昇し、2014 年には約 29%となっている（図表 8）。

<sup>3</sup> 図表 2～5、7、8、10 は Thomson Reuters のデータを用いているが、図表 6、9 は Bloomberg のデータを使用している。両データベースではデータのカバレッジが異なるなどの理由から必ずしもデータは一致しない。

図表7 米国シェール関連企業の低格付け等債券発行額（左）

図表8 石油・天然ガス関連企業の低格付け等債券に占める米国シェール関連企業の低格付け等債券発行額の割合（右）

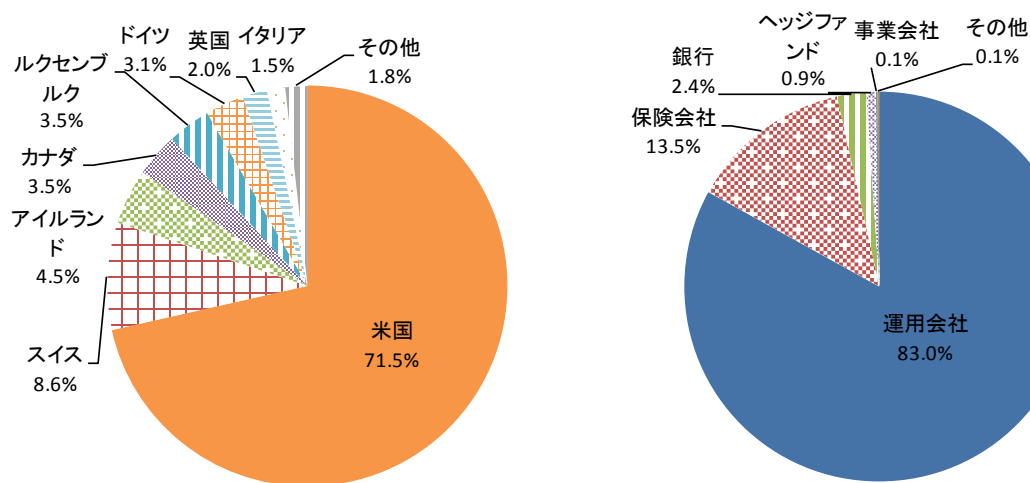


(注) 2003年のデータはない。

(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

債券の保有者を国別、機関別に見たものが図表9となる。これは、米国のシェール関連企業の中から2000年から2014年の間で債券発行額の多かった企業を5社抽出し、その保有者を見たものである(対象とした債券はこの5社が2012年～2014年に発行した約156億米ドルで、保有者の明らかになった債券は約100億米ドル)。国別では米国が71.5%と大きな割合を占めており、次いでスイス、アイルランドとなっている。機関別では運用会社が最も多く83.0%となり、次いで保険会社、銀行となっている。債券の保有者の特徴をまとめると、欧米の運用会社が中心と言える。

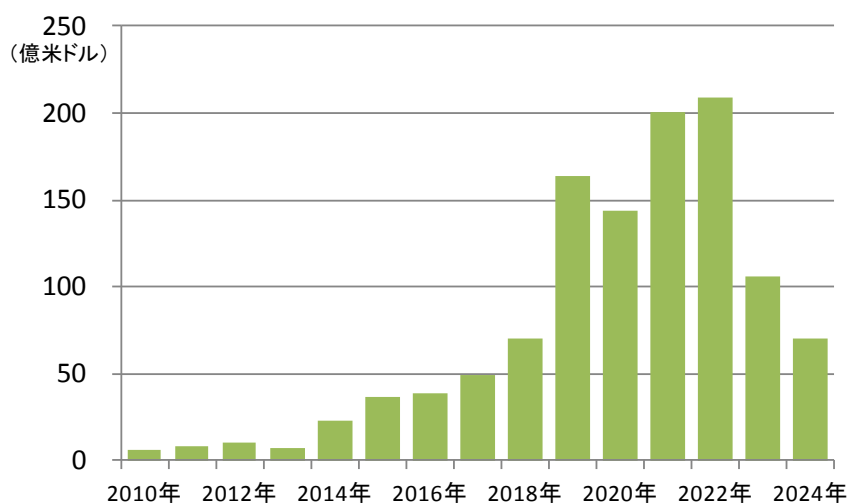
図表9 米国シェール関連企業の低格付け債券等の国別保有者（左） 機関別保有者（右）



(出所) Bloomberg より大和総研作成

米国のシェールオイル・ガス事業の損益分岐点（原油価格1バレル当たり）は40米ドル～160米ドル程度と事業毎に幅があるが、均すと65米ドル前後の様相である。原油価格が50米ドル前後で推移しているため、市場では米国のシェール関連企業の債務返済に疑義が生じている。しかし、上述したように米国のシェール関連企業の債券発行が増加傾向になったのは2009年以降であり、顕著に増加したのは2012年以降であるため、現状において債券償還が明確に増加し始めるのは2019年以降である（図表10）。債券の償還という側面に限れば、シェール関連企業全体では足元よりも数年後の方が債務返済に関する影響が出る可能性がある。もっとも、個々の企業で状況が異なることについては留意が必要だろう。

図表10 米国シェール関連企業の低格付け等債券の償還予定額



(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

## 無登録格付に関する説明書 (スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス用)

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### ○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### ○格付会社グループの呼称等について

格付会社グループの呼称：スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービスズ（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

### ○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

### ○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査・デュー・デリジュエンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

以 上

---

この情報は、平成 26 年 2 月 7 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。