

大和証券株式会社

チーフクレジット
アナリスト

大橋 俊安

クレジット投資 ～Lower for Longer&COVID-19下でのSIC戦略

2020年7月

金融市場調査部 理事
チーフクレジットアナリスト
大橋 俊安

本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
本資料の内容につきましては、貴社のご判断に基づき、ご活用いただきますようお願いいたします。なお、本資料の内容に関する一切の権利につきましては当社に帰属し、本資料の全部又は一部を当社の承諾なしに公表又は第三者に伝達することはできませんので、貴社限りとしてご活用ください。

本セミナー連続9回目の登壇

2016年7月

- 「ようこそクレジット市場へ」と題し**ソフトバンクグループ債**

2017年2月

- 「クレジットの活用を考える」と題し**資本性証券（保険）**

2017年7月

- 「クレジット投資との付き合い方」と題し**東電PG債**

2018年2月

- 「**保険劣後債**の魅力を再発見」と題し日本生命様とコラボで登壇

2018年7月

- 「**三種の神器**」と、その先を見据えて」と題して講演

2019年2月

- 「クレジット ネットの種」と題し
- 三種の神器、CDS、資本性証券、格付け活用

2019年7月

- 「令和に引き継ぐ神器、育み神器」と題し「**SIC戦略**」を推奨

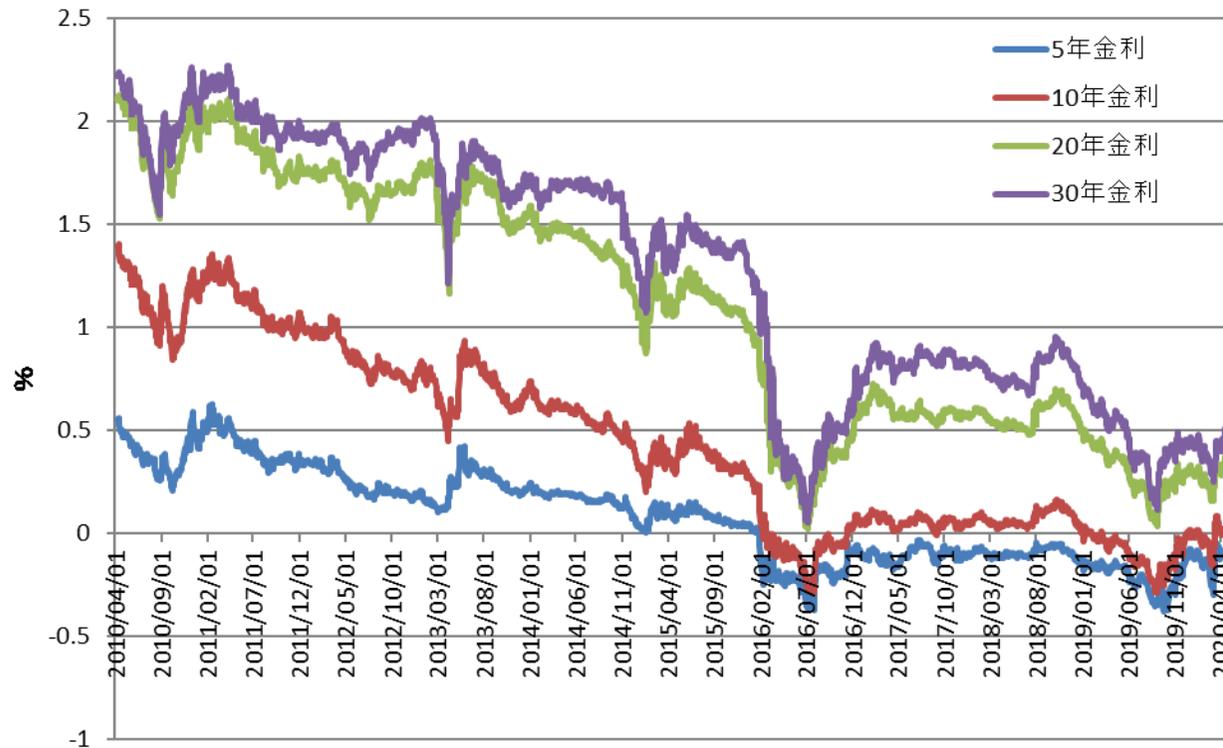
2020年2月

- 「Lower for Longer下での**SIC戦略**」

Low for Long から Lower for Longer

米国までゼロ金利突入で、日銀の金融緩和の出口は見えず

国債利回り推移



Lower for Longer 下でのクレジット投資

平成時代のキーワードは

令和時代のキーワードは

「三種の神器」

- ①ソフトバンクグループ債
- ②保険劣後債
- ③東電PG債

令和に引き継ぐ神器でもある

「SIC戦略」

- ①短い年限で (Short)
- ②国内物で (Internal)
- ③クレジットリスクで利回りを (Credit Risk)

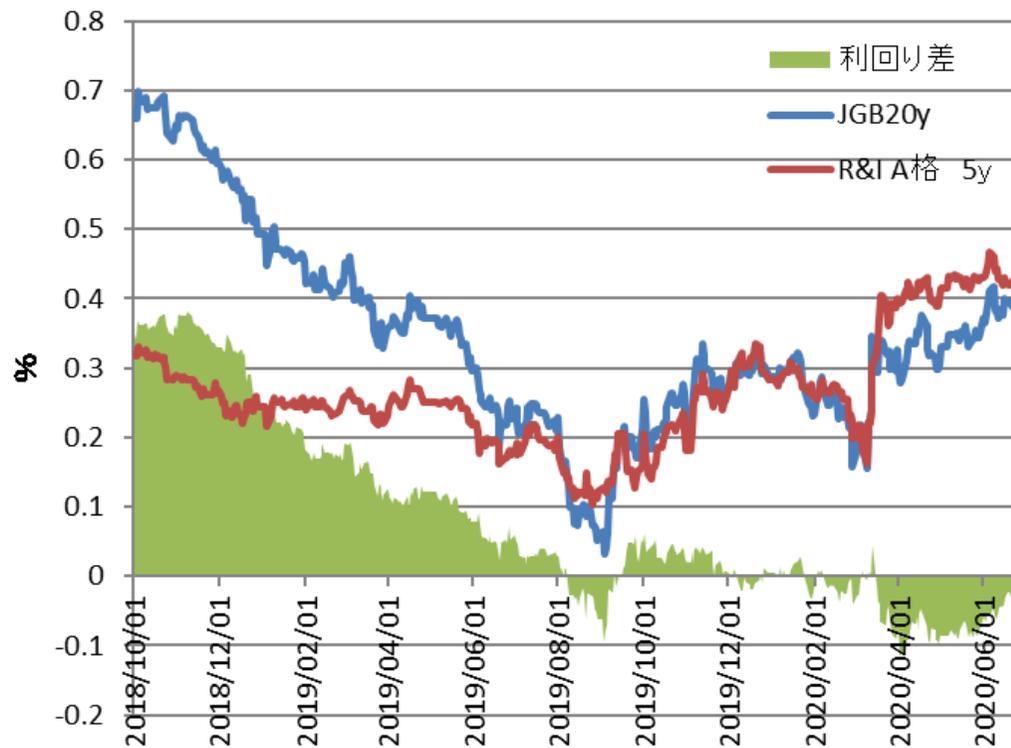
令和に育む神器とは？

- ◆ ハイブリッド債 (事業会社)
- ◆ BBB格社債/HY債

「SIC戦略」は有効

A格5年債利回り VS. 20年国債利回り

20年国債とA格5年債（R&I）の利回り推移



本日のメッセージ

- **国内クレジットの活用は海外比安心感高い**
- **「三種の神器」の有効性は変わらず**
- **令和に育む神器「事業会社のハイブリッド証券」はまだ健在**

新型コロナウイルス（&原油安）

「ブラックスワン」（≒金融危機）に育たぬことを祈りたいが・・・

＜問題の本質は欧米・中国等新興国のクレジット問題＞

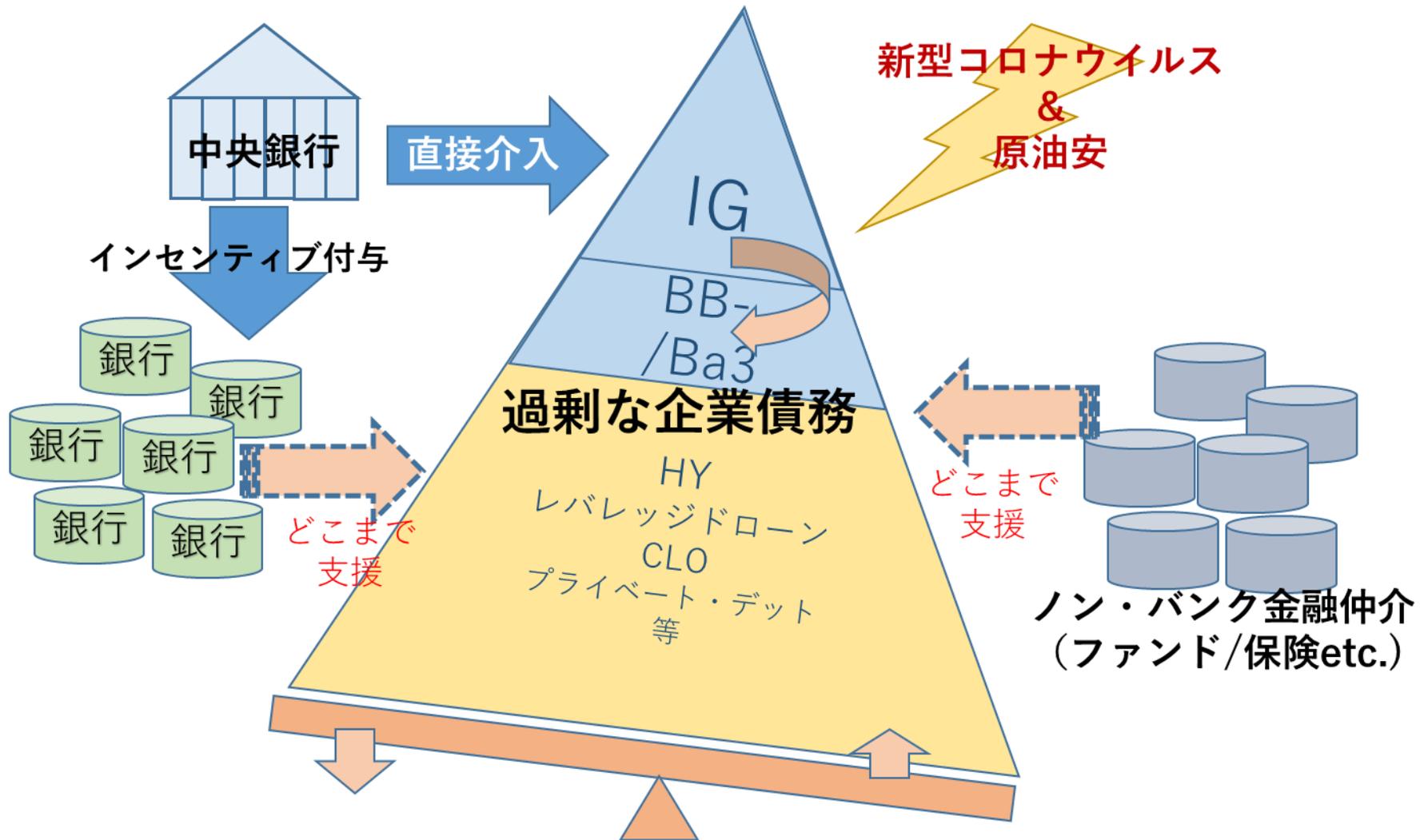
➤ 必要条件である「過剰債務」の存在は満たされている

- 今回は、長引く金融緩和が素直に信用緩和に結びついた欧米・中国の企業で過剰債務が溜まっている
- 日本の金融危機（過剰な不動産融資）、金融危機（過剰なサブプライムローン）、欧州債務危機（ギリシャなど一部国家の過剰債務）

➤ 危機発生の必要十分条件は「過剰債務」+「政策の失敗or必然」

- 今回はまだ、「政策の失敗or必然」は起きていない
- 日本の金融危機（不動産融資総量規制）、金融危機（リーマンの破綻）、欧州債務危機（ギリシャ国債損失の民間負担）

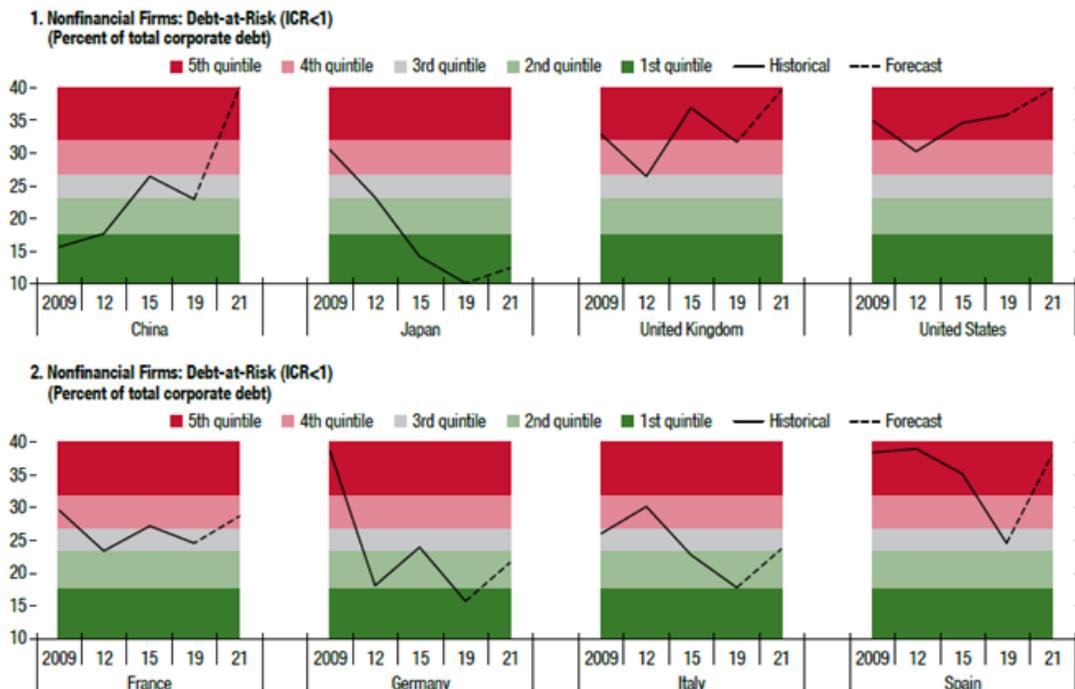
新型コロナウイルス (&原油安)



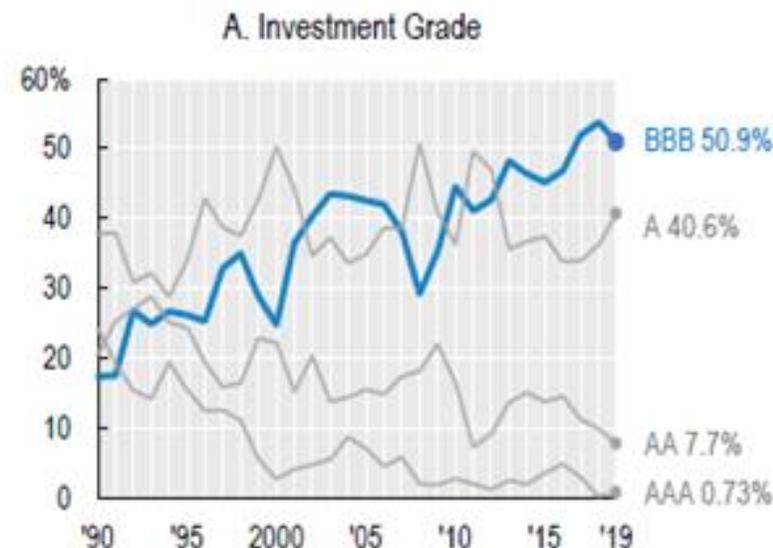
“fly to quality”のマグマをため込む欧米中クレジット

- 金融緩和が素直に信用緩和に結びついている欧米・中国など新興国
- 世界の金融当局は欧米クレジット市場（BBB格社債市場やレバレッジドローン/CLO市場）の行方を注視
- リプライシングの動きを通じ、企業部門にB/S調整圧力高まる可能性を指摘している

企業のデット・アット・リスク (ICR<1企業債務の全企業債務に占める比率)



投資適格級社債発行の格付けシェア

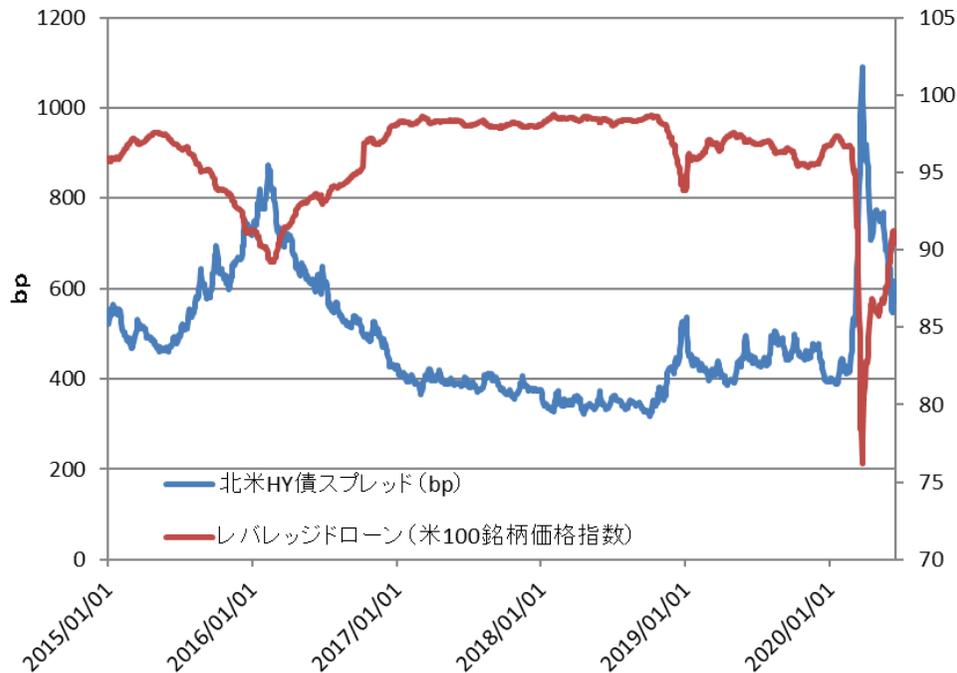


出所：“Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy” (OECD) より抜粋

海外クレジット市場を注視

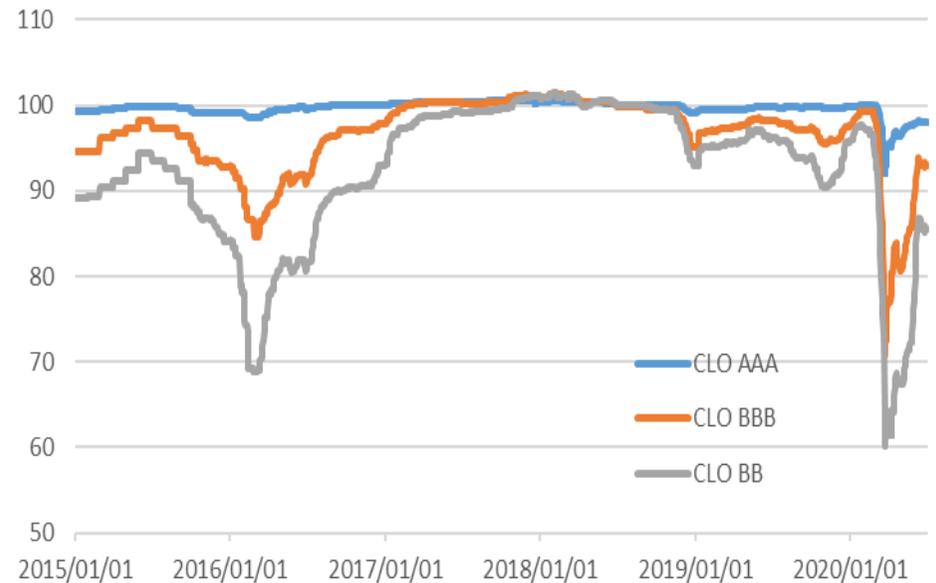
➤ FEDのなりふり構わぬクレジット・サポートで市場は落ち着きを取り戻した

米HY債スプレッドとレバレッジドローン価格



出所：Bloombergより大和証券作成

CLOの格付け別価格



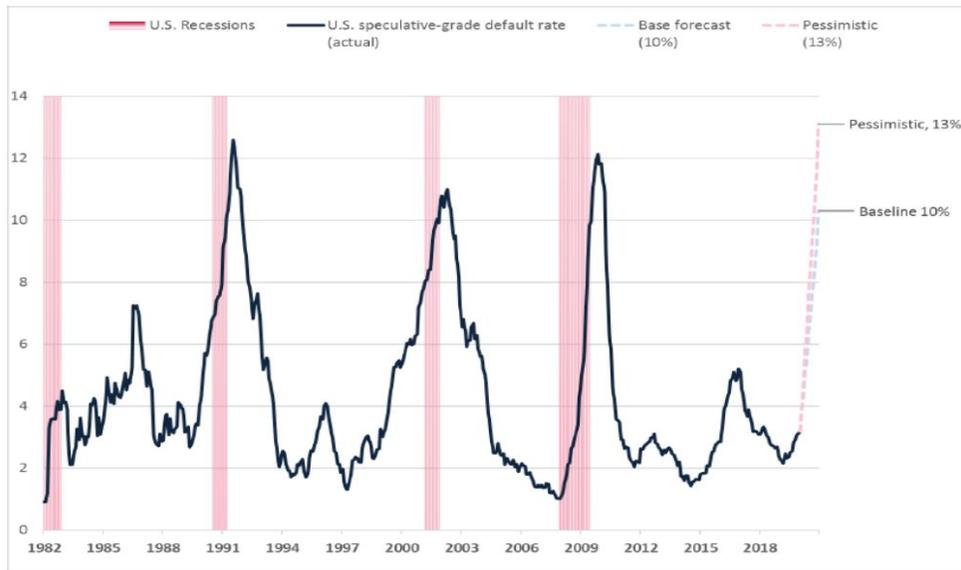
出所：Bloombergより大和証券作成

海外クレジット市場を注視

➤ 米国では格下げ・デフォルトのパンデミック化リスクが顕在化

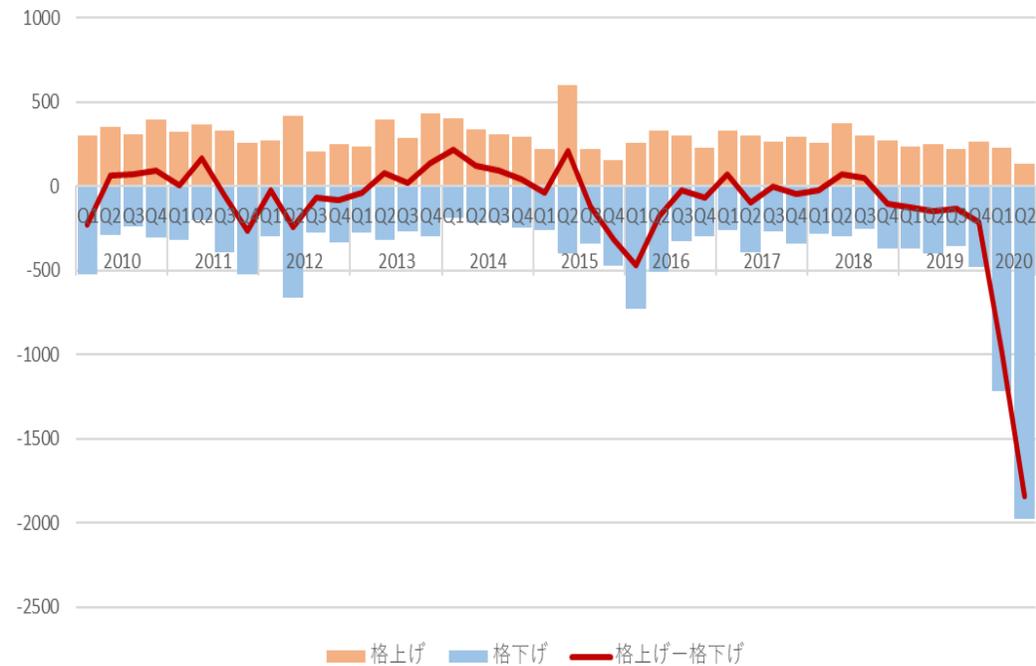
北米投機的等級企業のデフォルト率

U.S. Default Rate Forecast Through Dec. 2020



Note: Shaded areas are periods of recession as defined by the National Bureau of Economic Research.
Sources: S&P Global Ratings Research and S&P Global Market Intelligence's CreditPro®.

北米の格付け動向 (S&P/MDY)



出所：Bloombergより大和証券作成

国内クレジット市場見通し

➤ 国内クレジット市場は海外に比し安心感高い

- グローバルな金融緩和は継続 & 政府・日銀が企業金融支援
- 社債発行企業のクレジットファンダメンタルズはまだ良好（減益だが低レバレッジ）
- 利回り確保にクレジットの活用は欠かせない

➤ リスク要因は海外に（欧米 & 中国など新興国）

- 金融緩和が素直に信用緩和に結びついており、クレジットサイクル転換のマグマをため込む海外クレジット市場
- 国内への影響は内外クレジット市場のゲートウェイであるCDS市場を通して
- 海外要因で国内クレジット市場が崩れた場合は、国内クレジット投資のチャンスに

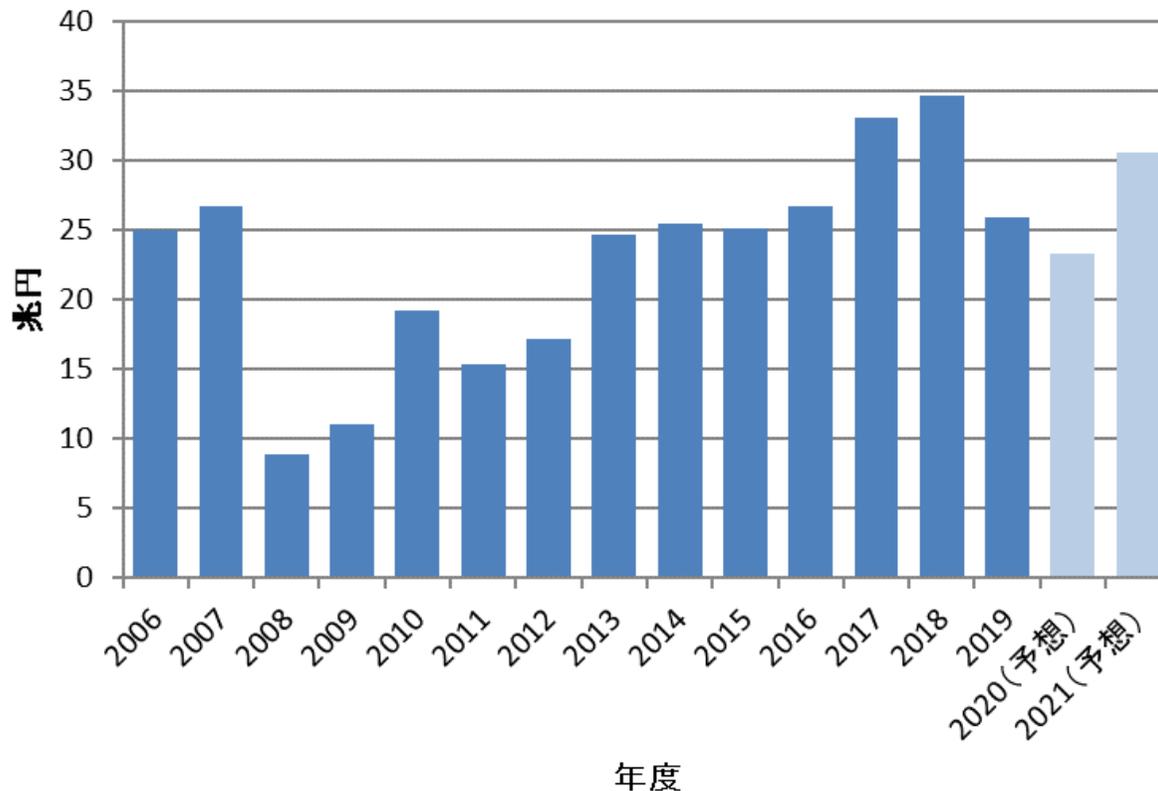
➤ 国内要因での注意事項は

- 個別業種・銘柄での信用悪化（非製造業銘柄よりは製造業銘柄に注意）
- ESG要素のクレジットリスクへの影響拡大（GからEやSに）

国内クレジットは安心感高い

➤ FY19は減益、FY20も減益予想も、利益の落ち込みは比較的軽微

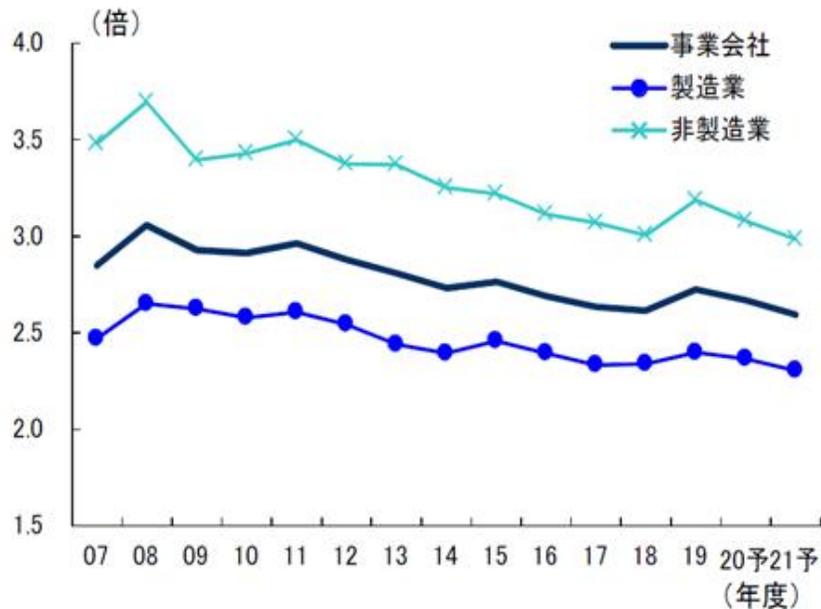
大和集計（日経225除く金融ベース）の経常利益推移と予想



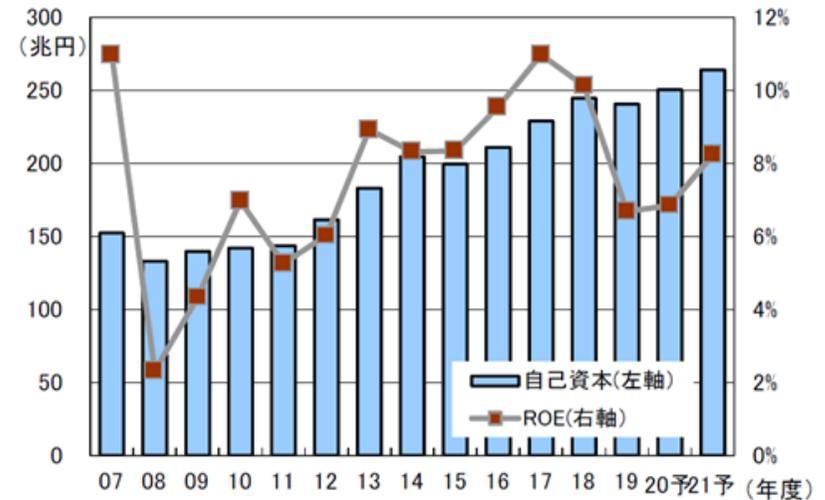
国内クレジットは安心感高い

- 日本企業の財務レバレッジは一旦足踏みも再度低下傾向へ
- ROE改善のための株主還元から、B/S防衛へ

財務レバレッジ（総資産/自己資本）の推移



大和200の自己資本とROEの推移



注：ROEは期末自己資本を用いて計算。2020～2021年度の期末自己資本は、前期末自己資本+予想税引利益-予想配当金総額

国内クレジットは安心感高い

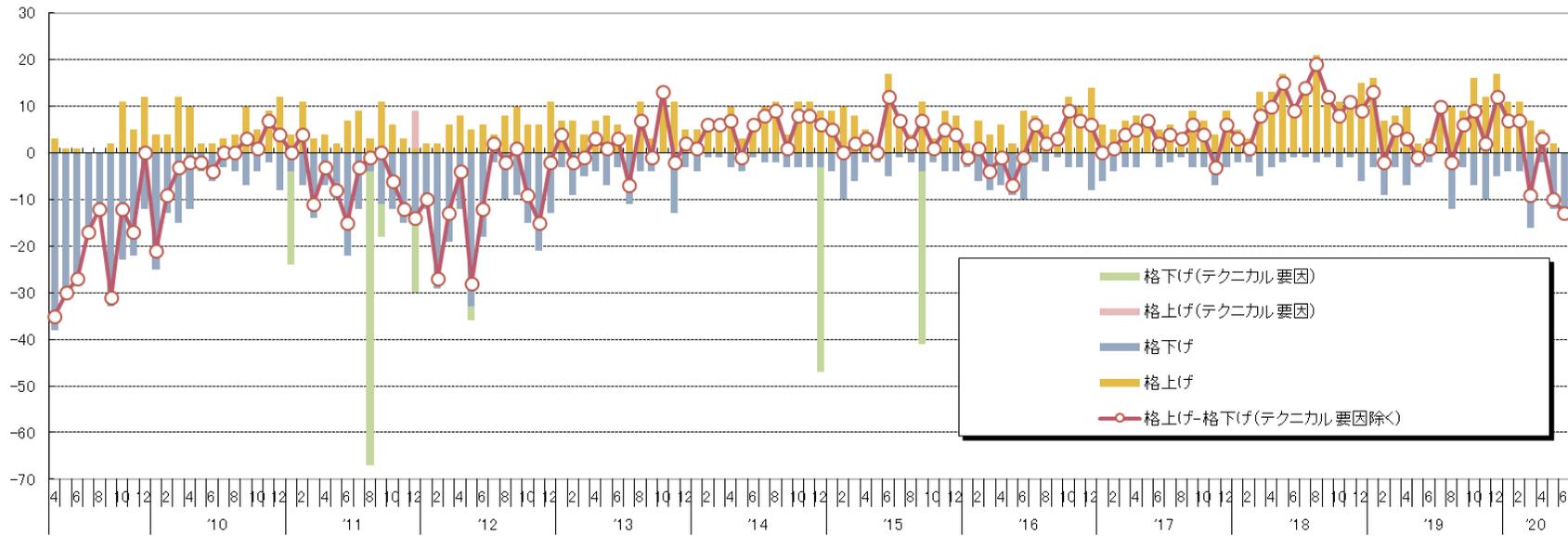
日本は格下げのパンデミック化は起きていない

4-6月期は格上げ7社に対し、格下げ27社と格下げ超

但し、格下げ20社はS&P/MDY格付け

7社の日系格付け格下げの内、4社は日産、日産フィナンシャルサービスのR&I/JCRでの格下げ

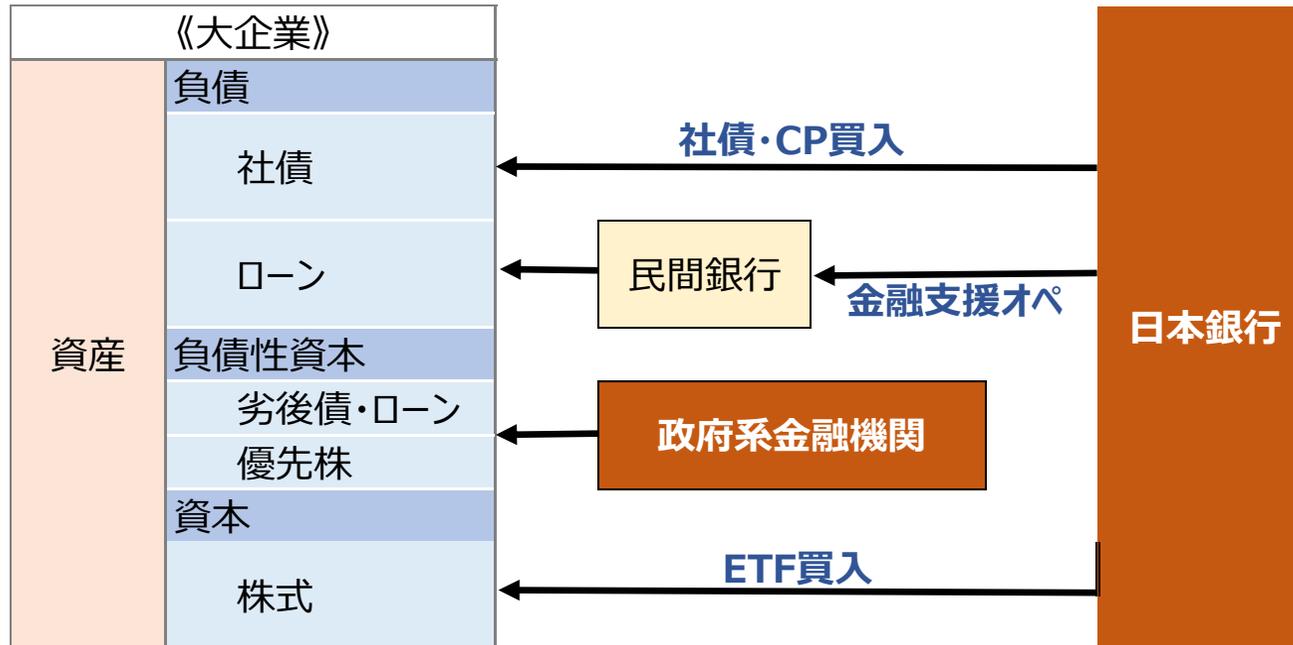
格上げ・格下げ数の推移（主要格付け4社の国内法人格付け）



※格下げ数はマイナス表示 ※テクニカル要因：ソブリン格付けの変動に伴う格付けアクションや格付け会社の評価手法変更に伴う格付けアクション
出所：各格付け会社より大和証券

国内クレジットは安心感高い

➤ 政府（財政当局） + 日銀（金融当局） が連携して企業金融支援



出所：各種資料より大和証券作成

国内クレジットは安心感高い

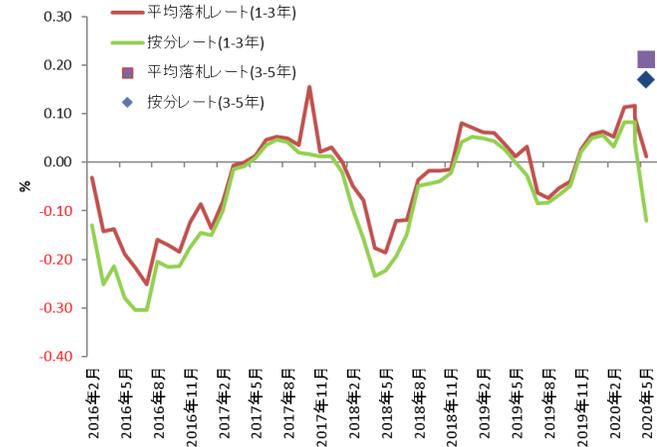
➤ 日銀の社債買入れオペ（増額&年限長期化）は市場の安心材料

《4月27日決定会合におけるクレジット面の変更点》

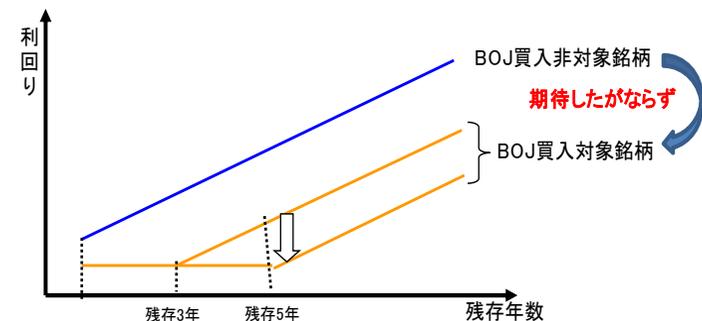
買入枠の増加		
CP	2兆円	➔ 2+7.5兆円
社債等	3兆円	➔ 3+7.5兆円
買入上限（一発行体当たり買入残高の上限）		
CP	1000億円	➔ 5,000億円
社債等	1000億円	➔ 3,000億円
保有割合（一発行体の総発行額に占める日本銀行の保有割合の上限）		
CP	25%	➔ 50%
社債等	25%	➔ 30%
残存年限（買入対象とする社債等の残存期間）		
社債等	1年以上3年以下	➔ 1年以上5年以下

上記変更は
2021年3月末までの**時限措置**

日銀社債オペの落札レート推移



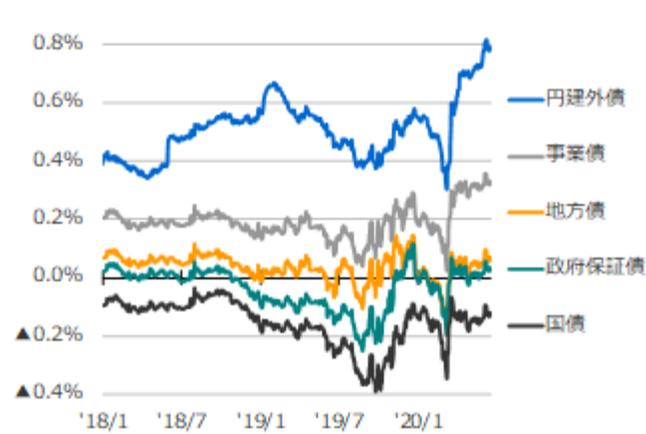
買入れ対象額増額・年限長期化の効果



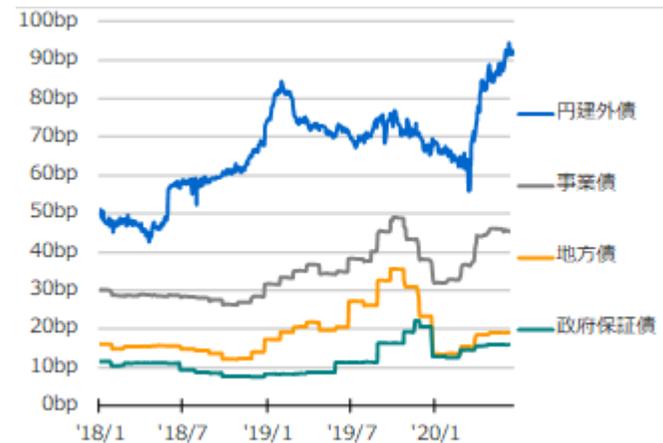
国内クレジット市場のスプレッド

日系A格以上のスプレッドは横ばいからタイトニングを予想

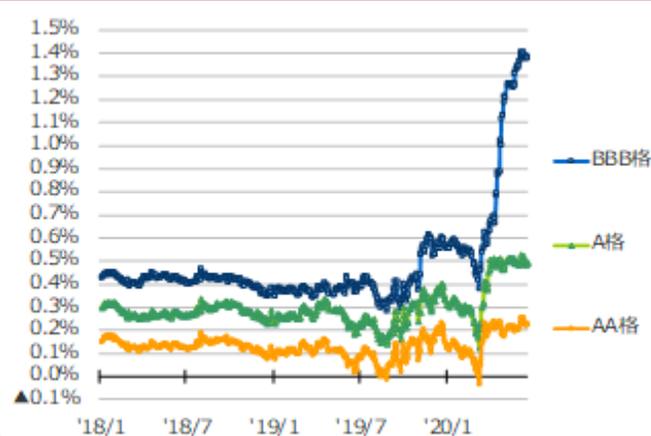
債券種類別利回り(残存3年以上7年未満の平均)



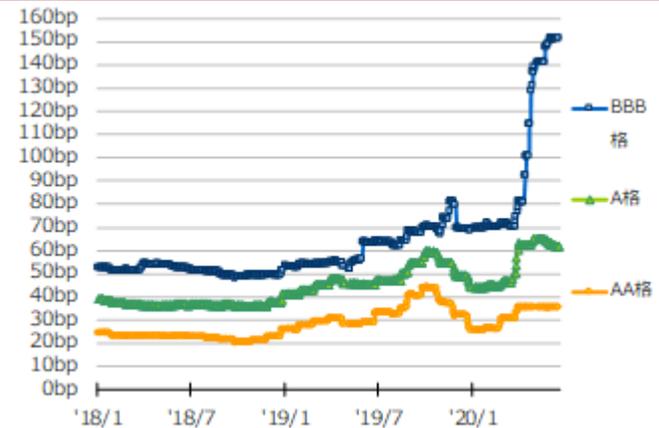
債券種類別対JGBスプレッド(残存3年以上7年未満の平均)



格付け別利回り(残存3年以上7年未満の平均)



格付け別対JGBスプレッド(残存3年以上7年未満の平均)

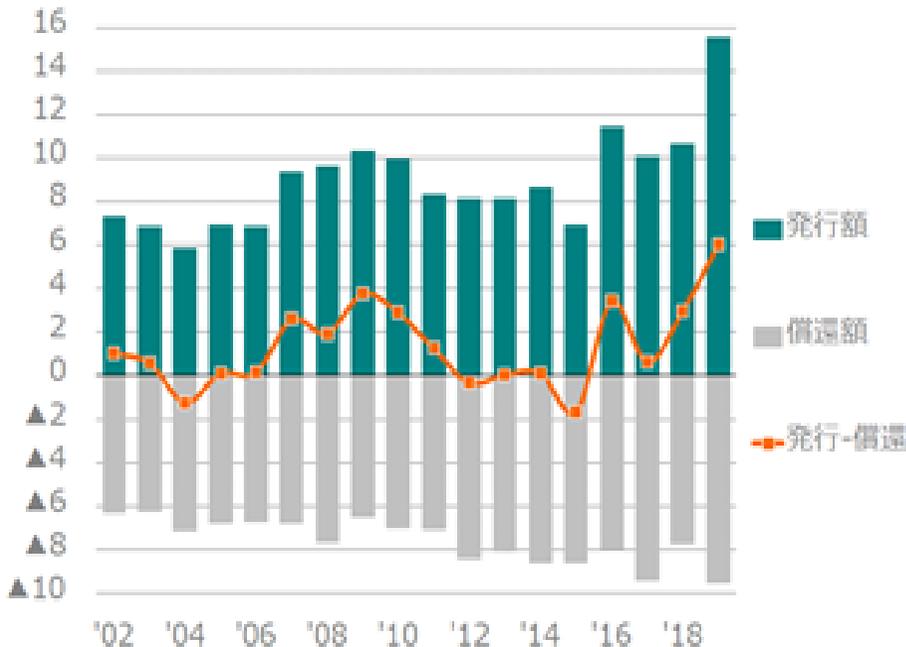


社債発行と需給見通し

◆ 発行超となるのは確実、年限は5年までが主体となりそう

年度別社債の発行と償還

※ 今期の償還は約7兆円強と少なめ



(出所) 大和証券、日本証券業協会

年限別社債発行額 (億円) と金額加重平均年限

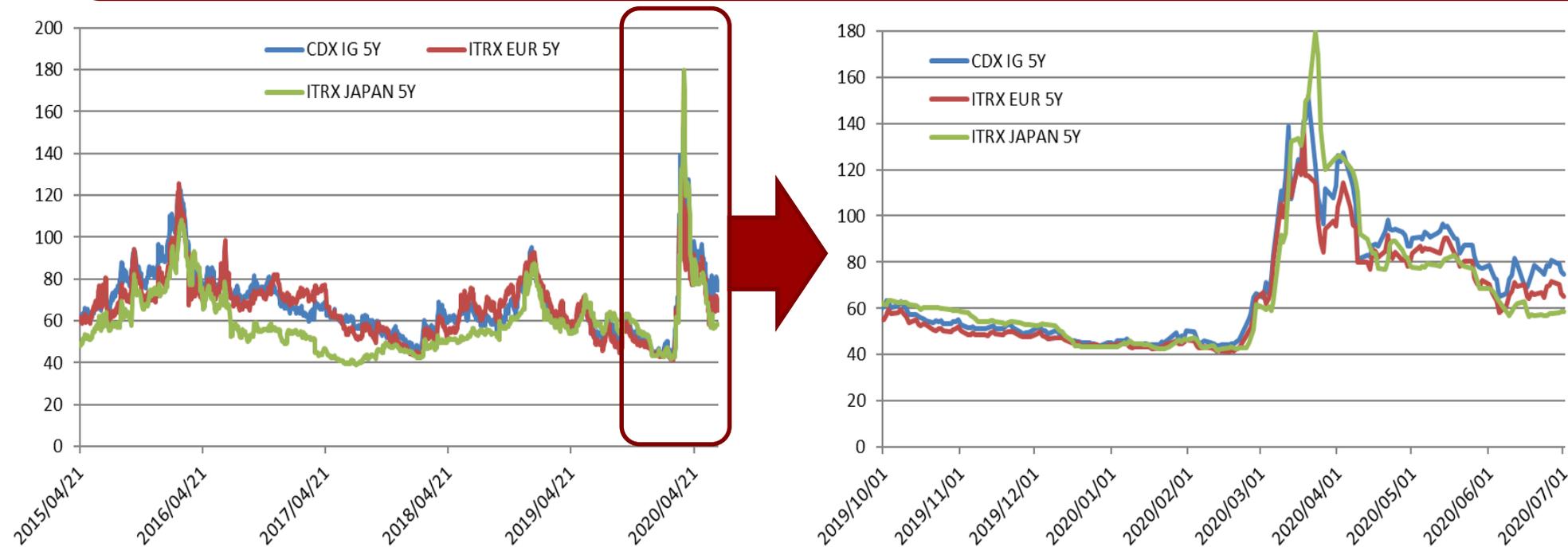


(出所) 大和証券

CDS市場は神経質な展開を予想

➤ FEDのなりふり構わぬクレジット・サポートでようやくIGは落ち着きを取り戻した

日米欧3極CDSスプレッドの推移 (bp)

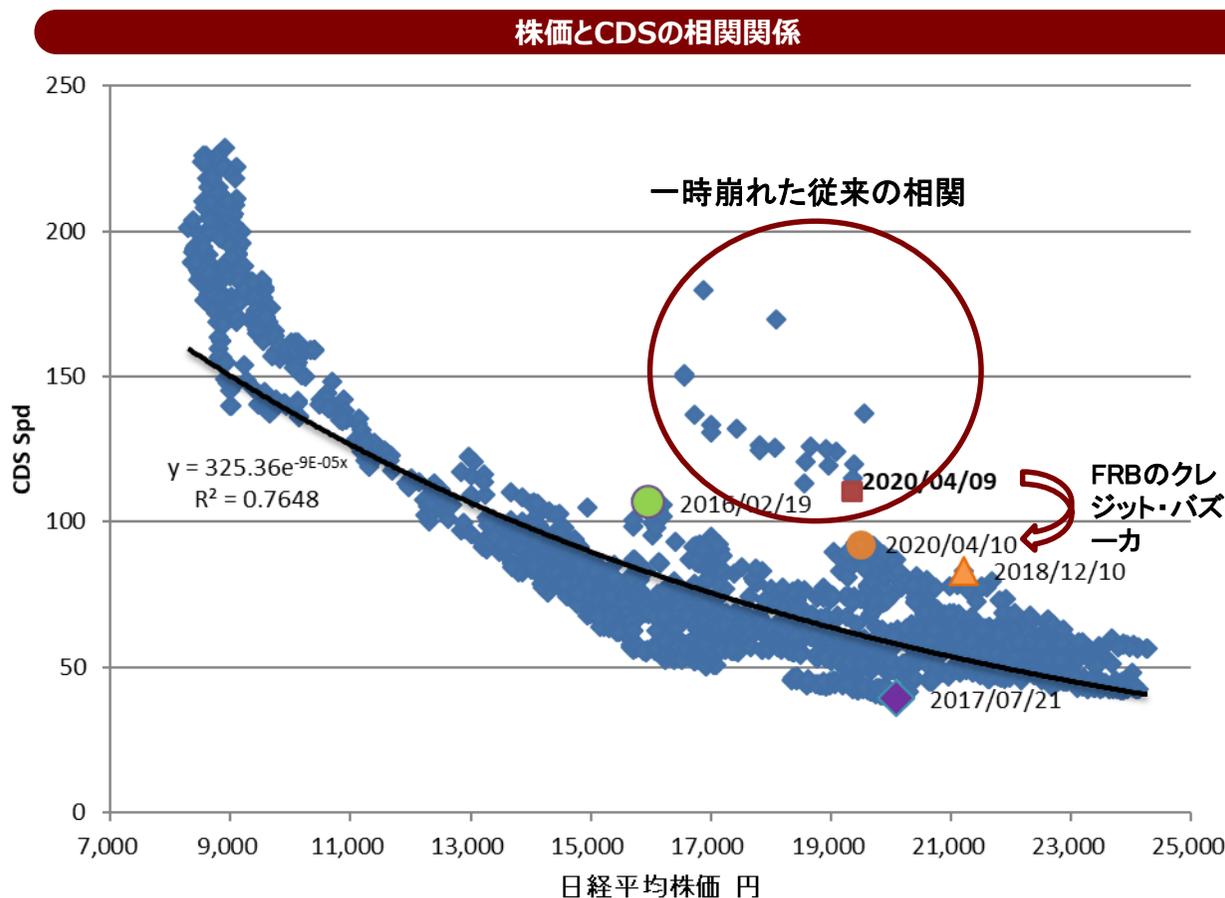


出所：Bloombergより大和証券作成

CDS市場は神経質な展開を予想

◆ CDS市場は株式市場との、海外クレジット市場とのゲートウェイ

CDSのクレジット投資への活用（CLN/CLL）は、株価との相関が崩れたタイミングを上手に捉えたい！



出所：Bloombergより大和証券

地域別クレジット比較（企業・銀行・ソブリン）

地域	企業	銀行	ソブリン
日本	○	○	△
米国	△	○	○
欧州	△	△	△
新興国	△	△	△

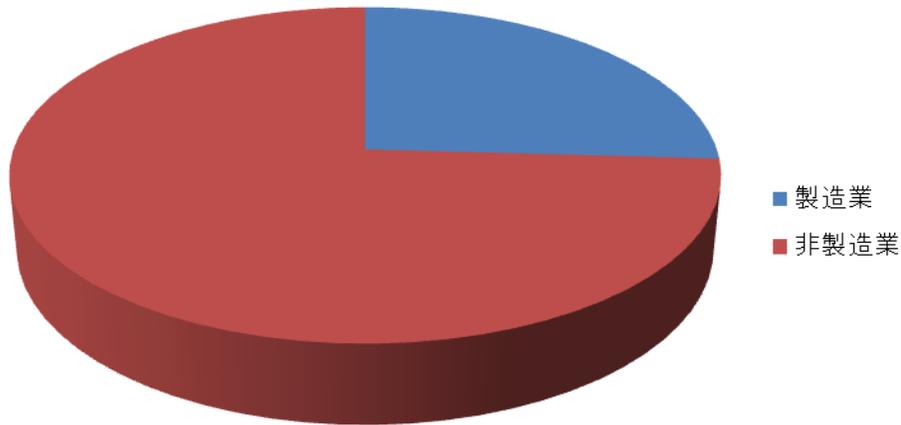
○安心感あり

△不安あり

社債は重厚長大・財閥系は過去に

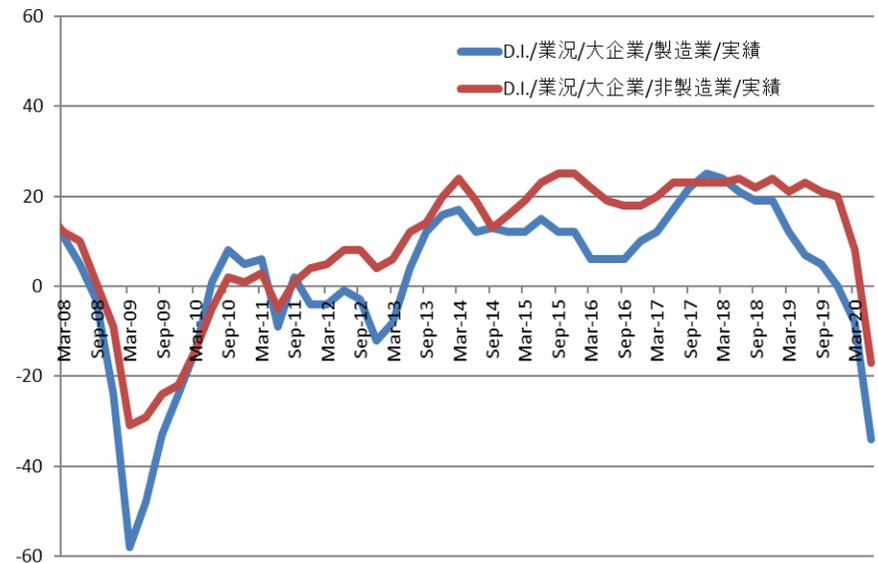
- グローバルに製造業の景況感が先行して悪化
- 近年の信用悪化企業は製造業が殆ど（三井E&S、トクヤマ、東芝、神戸製鋼、タカタ等）なので、製造業銘柄には注意したい
- 国内社債の3/4は非製造業銘柄が占める

社債市場での製造業/非製造業シェア（残存1年以上）



出所：ダイワボンドインデックスより

大企業製造業/非製造業の業況D.I.

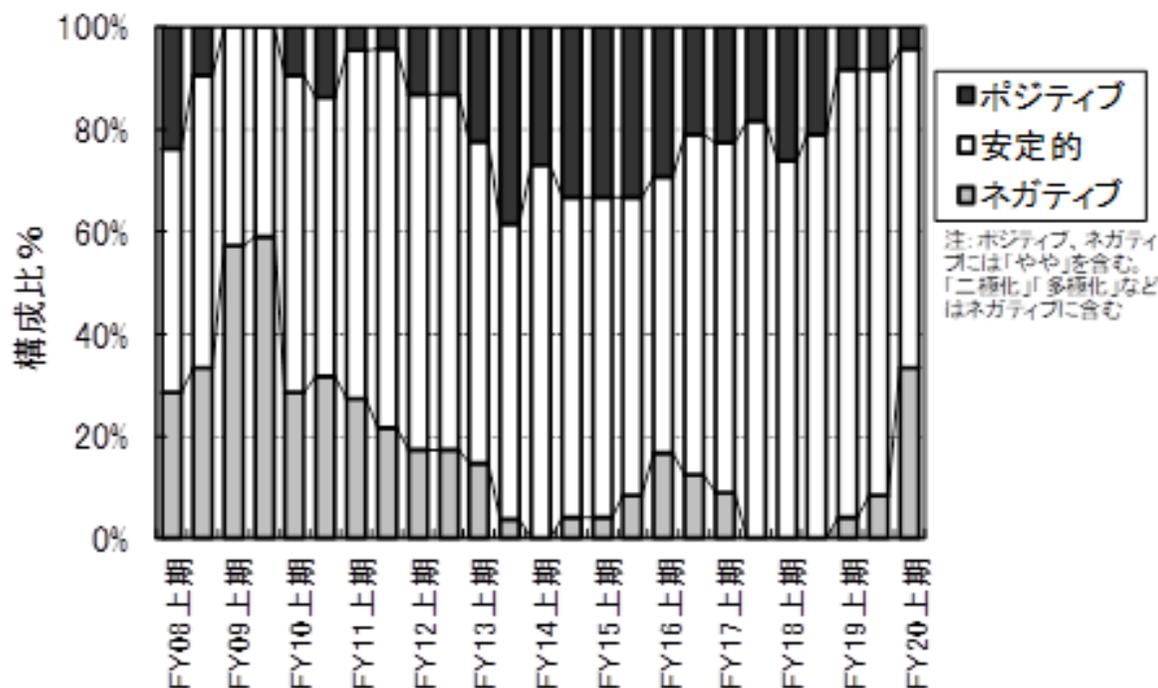


出所：日本銀行

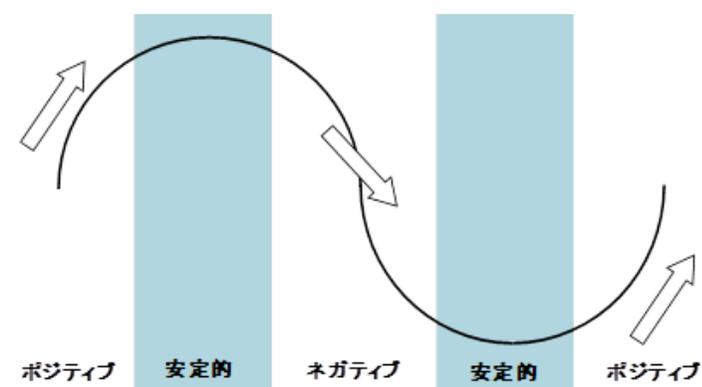
セクター別クレジット見通し（2020年度上期）

➤ コロナ禍ですすがにダウンサイド圧力が高まる局面にはなっている

セクター別クレジット見通し（まとめ）



信用ファンダメンタルズのサイクル



出所：大和証券

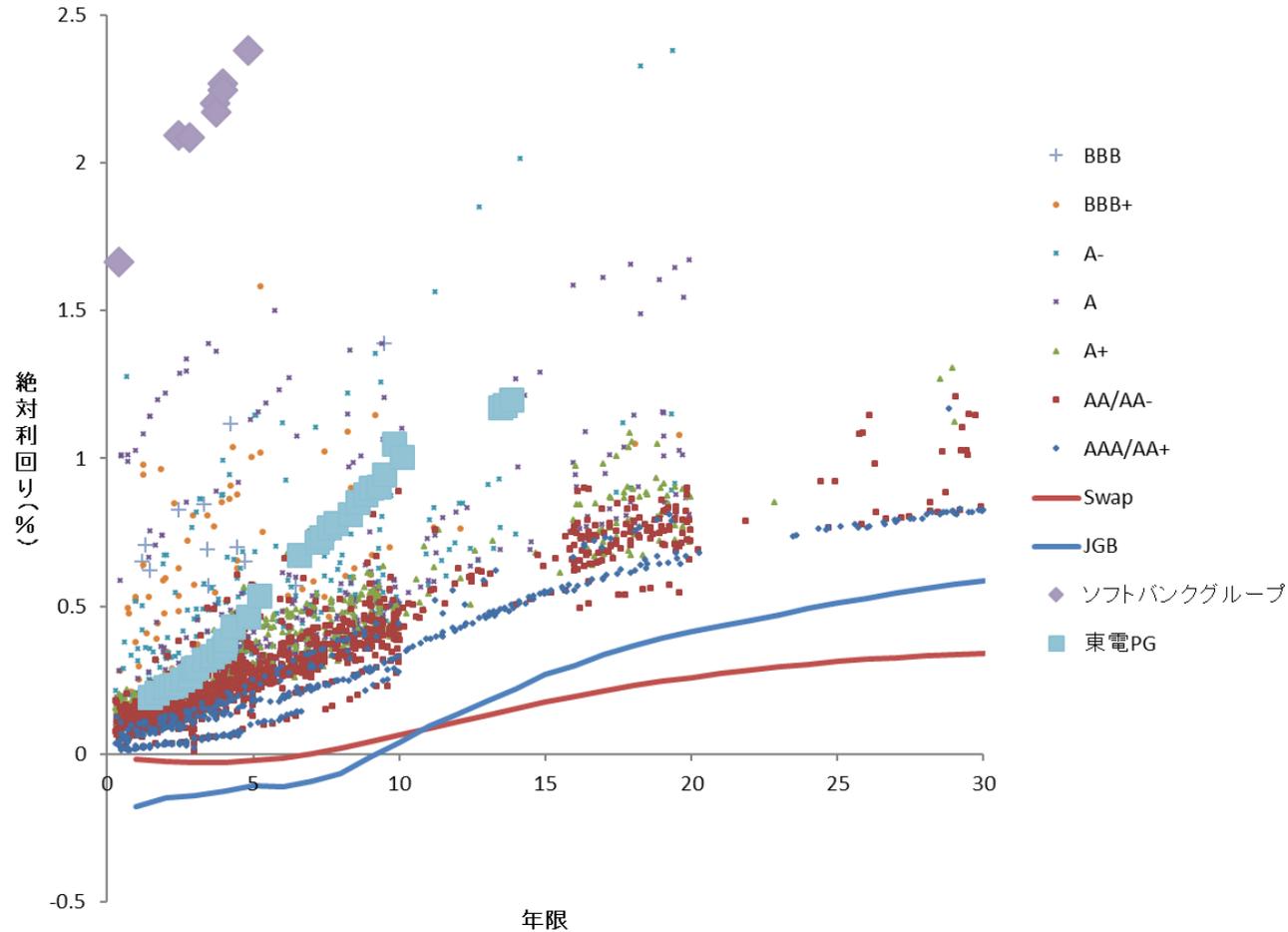
セクター別クレジット見通し（2020年度上期）

セクター	見通し	一行コメント
建設	➡ 安定的	民間受注の減少のリスクはあるも「安定的」を継続。
食品（ビール）	➡ 安定的	積極的な財務の改善は見込み難いが、信用力は安定推移を見込む。
紙・パルプ	➡ 安定的	需要減が強まる中、値上げ浸透の持続性に注目。
化学（総合化学）	➡ 安定的	事業領域、大型M&A投資などで個別色強まる。
石油	➡ 安定的	クレジットは業界再編で安定化との見方を維持。
鉄鋼（高炉）	👎 ややネガティブ	大きな分岐点を迎える。
電機	➡ 安定的	主要各社は、収益性・CF重視の経営姿勢が現行クレジットの下支え要素。
総合電機	👎 ややネガティブ	中長期的な見方は不変も、COVID-19影響等を鑑み下方修正。
自動車	👎 ややネガティブ	販売、生産の両面で不透明感。強固な財務は引き続き信用力を下支え。
電力	➡ 安定的	原発再稼働進まず信用力の改善モメンタムは休止状態。
鉄道	➡ 安定的	フローの弱含みを想定も、財務基盤が信用力の支え。
海運	👎 ややネガティブ	海上貿易量の変化が与える影響を注視。
空運	👎 ネガティブ	新型コロナウイルスの影響で、事業環境に暴風雨が到来。
通信	➡ 安定的	新しい競争・事業環境への端境期が続く通信各社。
卸売（総合商社）	👎 ややネガティブ	事業環境に逆風、改善した財務&財務規律が信用力の防波堤に。
小売	👎 ややネガティブ	内外消費動向、百貨店業績を注視。非小売事業はクレジット下支え要素。
大手銀行	👎 ややネガティブ	企業リスクの高まりで信用力にはダウンサイド圧力。
大手生保	➡ 安定的	引き続き、信用力は高く安定的と評価。
リース	➡ 安定的	各社財務規律は概ね維持、航空機リース事業に留意。
クレジットカード/消費者金融	👎 ややポジティブ	中期的に利息返還損失は収束へ
不動産	➡ 安定的	息の長いオフィス賃料上昇局面と各社手堅いレバレッジ運営が持続
REIT	➡ 安定的	オフィス系リートの実業/財務リスクは低位。ESG要素になお注目。
政府系機関	➡ 安定的	信用力は引き続き安定、新型コロナウイルスの影響を注視したい。
地公体	➡ 安定的	財務は引き続き安定、大阪都構想の住民投票に向けた動きを注視。

※シャドー部分は今回の改訂で見通しが変わった部分

「三種の神器」の有効性は変わらない

各債券の利回り水準 (2020年6月30日時点)



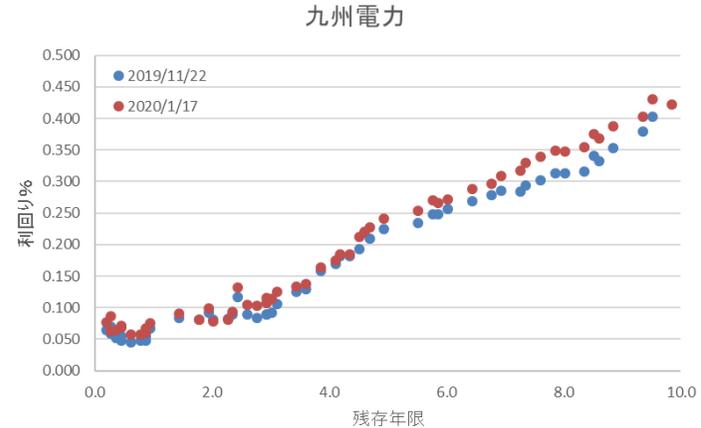
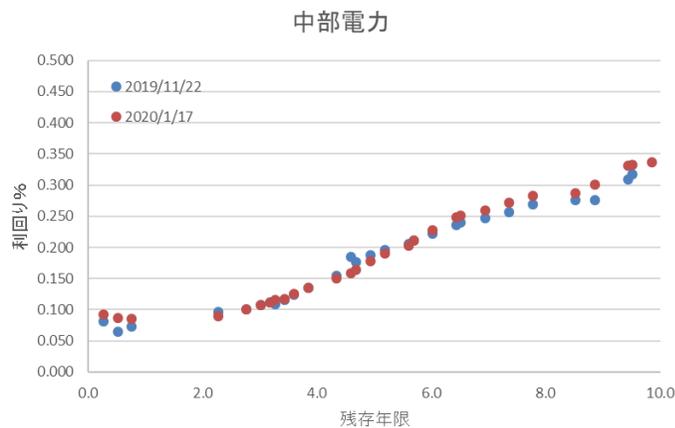
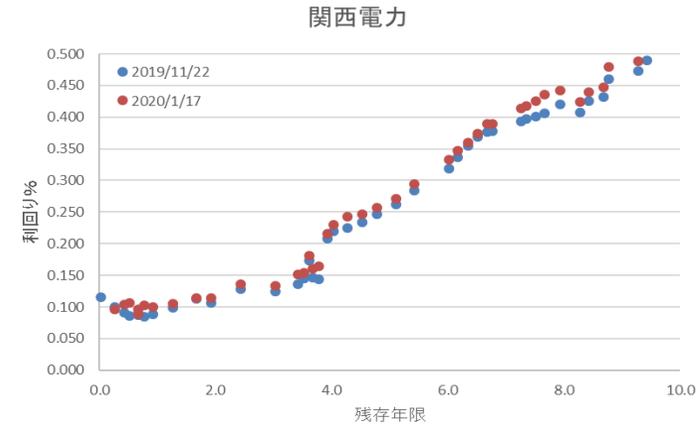
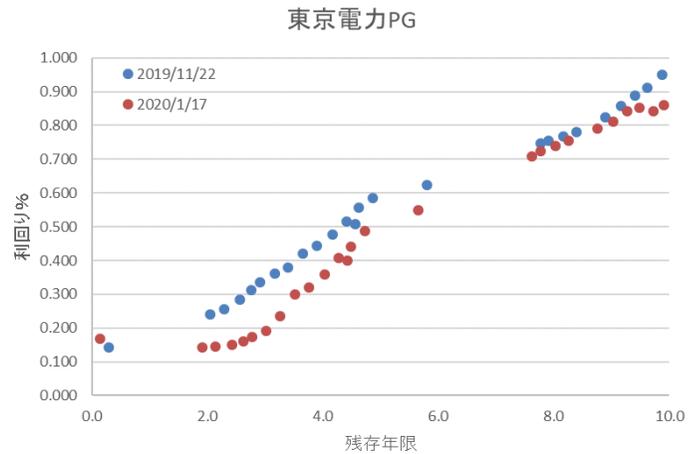
※格付けはR&I,JCR の高い方

出所：売買参考統計値、大和証券

東電PG債の中短期債利回りは何故低下した???

◆ 新たな投資家の出現が投資安心感を高めることに

主要電力債のイールド・カーブ



ソフトバンクグループ債は魅力的

- しっかりしたLTV管理 (<25%)
- ストックの流動性管理 (2年間分の社債償還資金確保)
- フローの流動性管理 (継続的配当収入確保)

ソフトバンクグループ株価とCDSスプレッド



社債買入れも実施

対象銘柄	償還日	利率%	発行額 (億円)	時価* (円)	買入れ価格 (円)
ソフトバンク劣 1	2021/12/17	2.5	4000	98.86	100.50
ソフトバンク劣 2	2022/02/09	2.5	4500	99.08	100.50
ソフトバンクG 48	2022/12/09	2.13	3700	99.96	100.00
ソフトバンクG 49	2023/04/20	1.94	200	99.27	100.00
ソフトバンクG 52	2024/03/08	2.03	500	99.09	100.00
ソフトバンクG 51	2024/03/15	2.03	4000	99.24	100.00

*売買参考統計値 (2020/06/29)

出所: 会社資料、日本証券業協会より大和証券作成

保険会社の劣後債の魅力は不変

1. 高い利回り

2. 投資機会が見込める

3. 保険会社の信用力は高く安定的

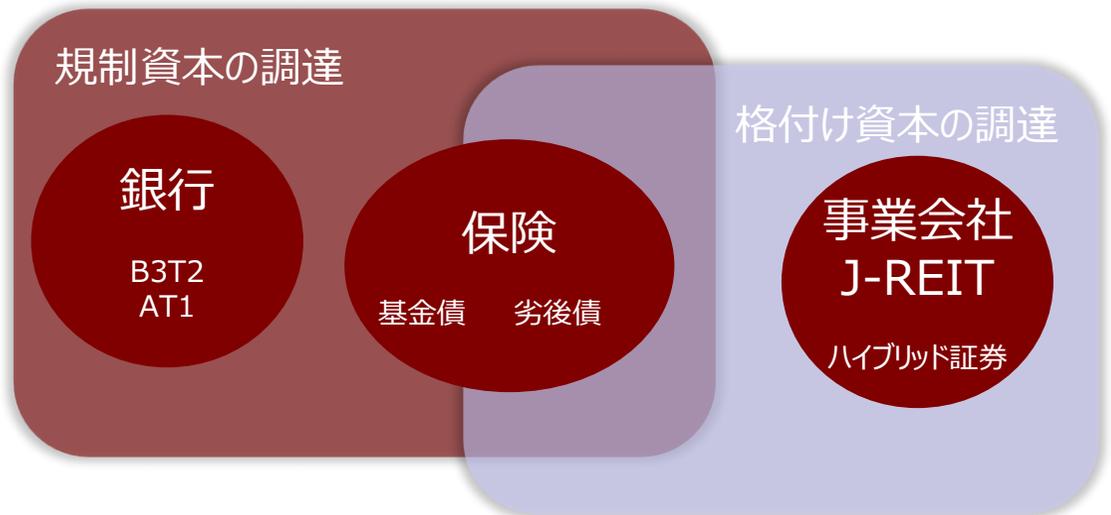
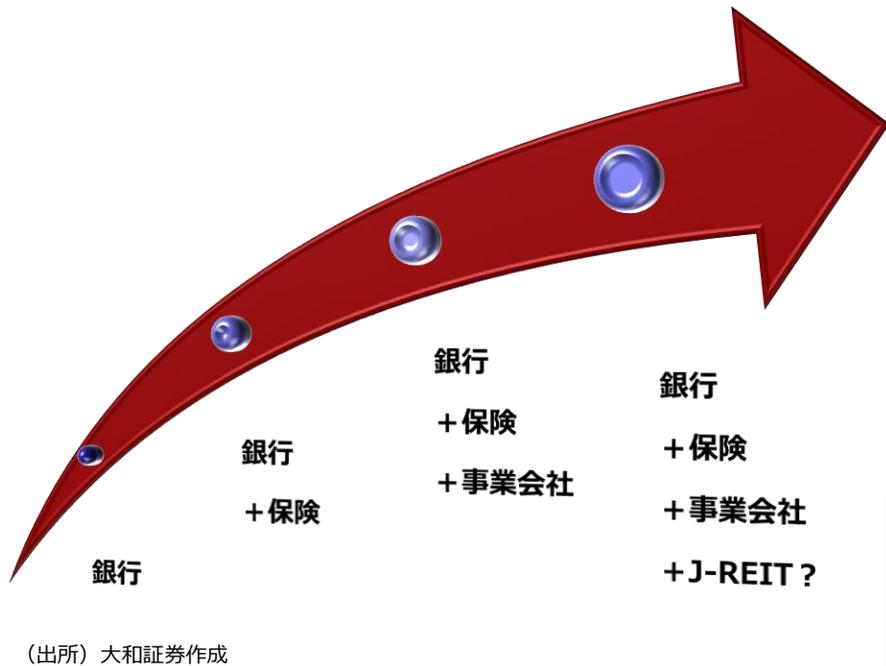
4. ユニークな商品性（見た目と実際が異なる債券）

5. 「劣後」の言葉に惑わされる必要はない

6. 与信枠が空いている業種

注：6は投資家が金融機関の場合の魅力

ハイブリッド証券は数少ない成長領域



(出所) 大和証券作成

高利回り資本性証券の比較

選好順位：

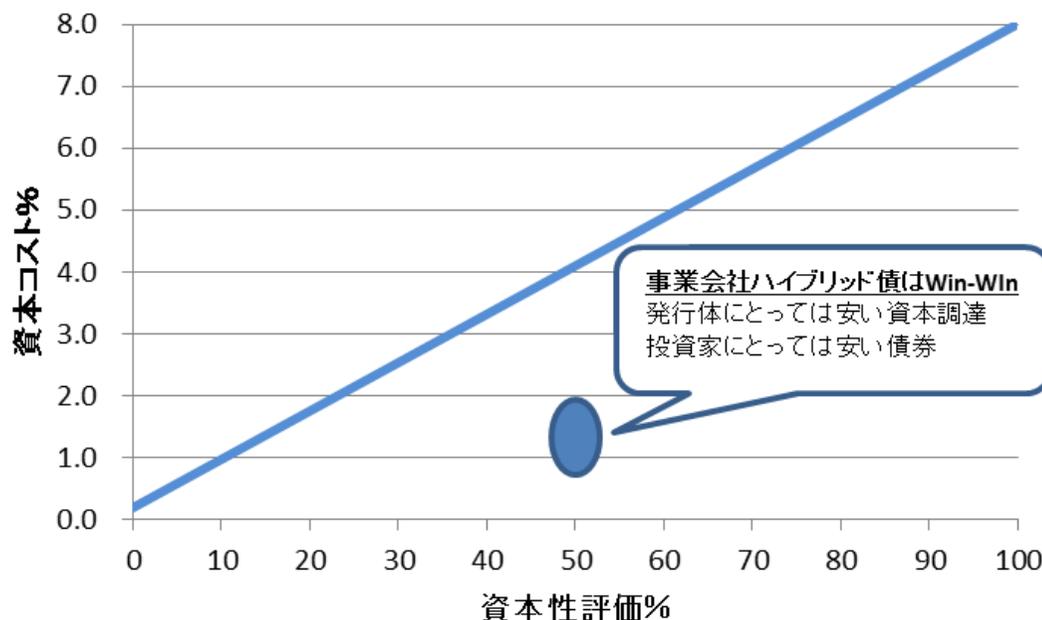
1. 保険劣後、2. 事業会社ハイブリッド、3. 銀行AT1債

	信用力	商品性	起債予想
保険劣後債	高く安定的	コール蓋然性 ○	見通し可能 ○
事業会社 ハイブリッド債	まちまち	コール蓋然性 ○	不明 △
銀行AT1債	高く安定的	コール蓋然性 ×	見通し可能 ○

事業会社のハイブリッド証券が増える背景

- 発行体にとって「安い調達」と、投資家にとって「安い債券（高い利回り）」が両立し得る稀有な証券（Win-Win）
- その構図が成立し得るのは、事業会社のハイブリッド証券の資本性は、格付け会社が勝手に決めたものであるため

資本性と資本コストの関係



事業会社のハイブリッド証券の魅力

1.高い利回り

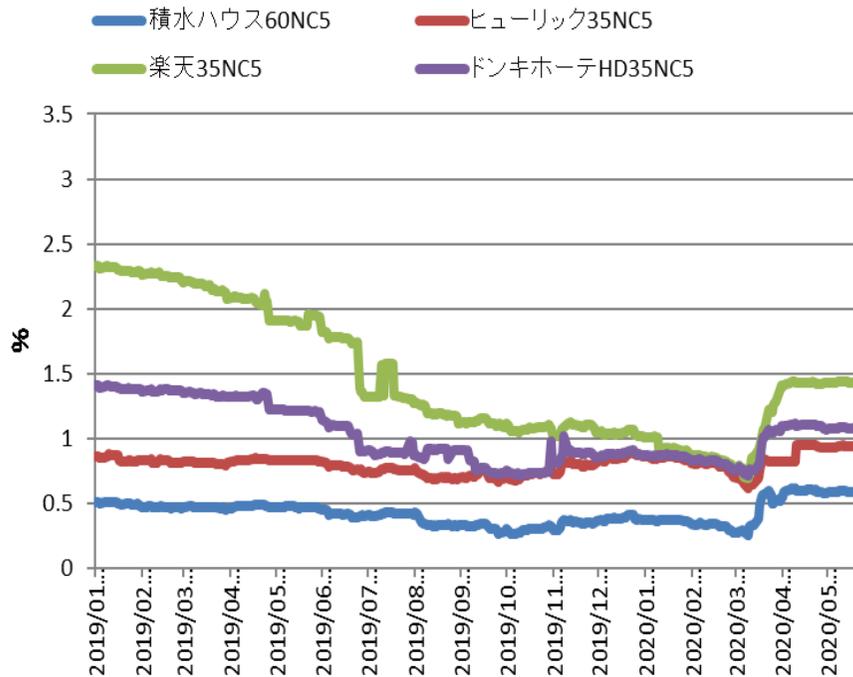
2.そこそこ投資機会が見込めるようになってきた

3.商品性は大きく分けて2種類

4.「劣後」の言葉に惑わされる必要はない

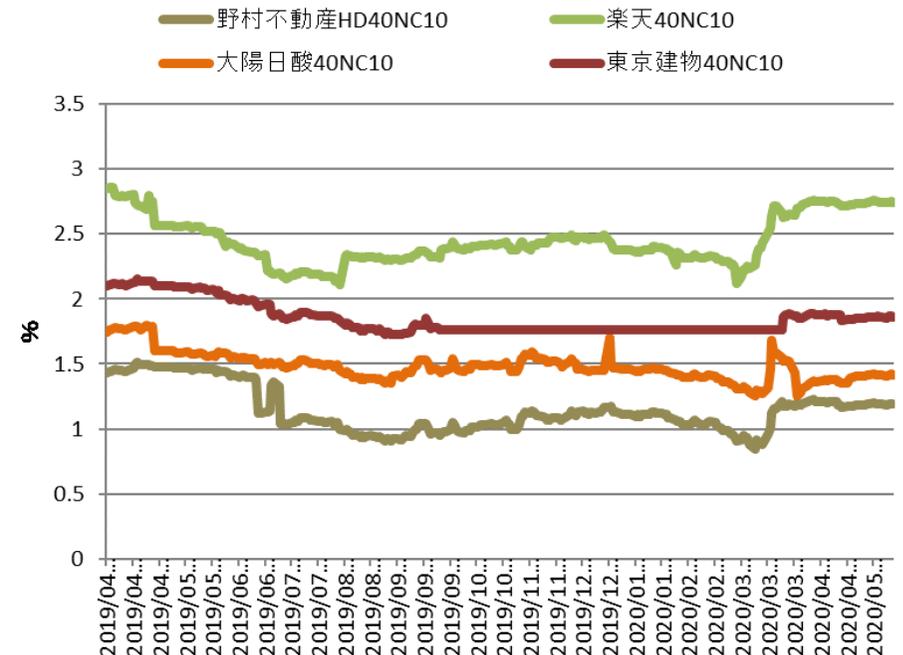
事業会社ハイブリッド債の利回り

NC5銘柄の利回り (YTC)



(出所) Bloombergより大和証券作成

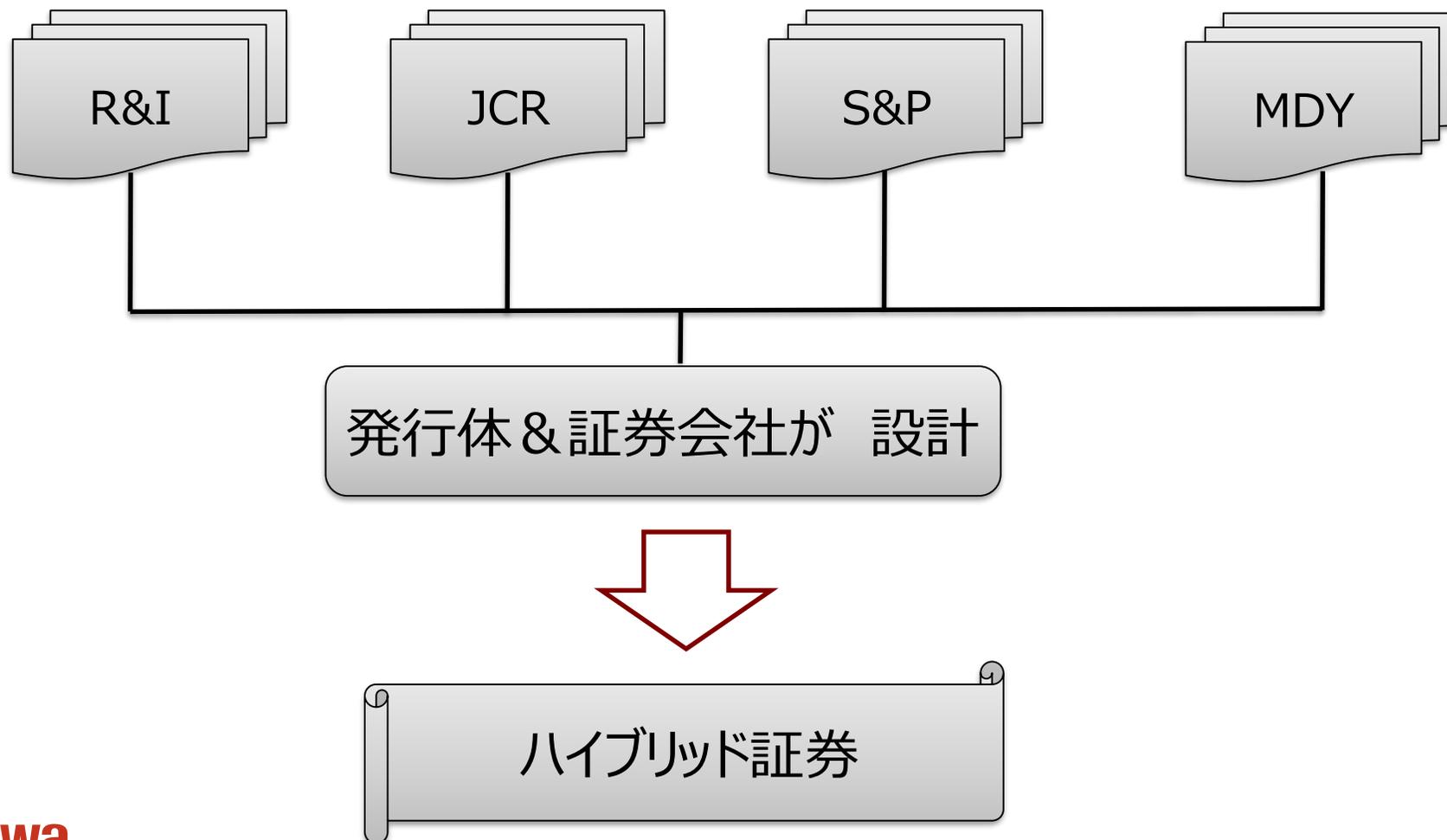
NC10銘柄の利回り (YTC)



(出所) Bloombergより大和証券作成

発行会社の視点（商品設計）

格付け会社毎の基準書（クライテリア）



発行会社の視点（商品設計）

- 商品設計は格付け会社の資本性評価のクライテリアを見ながら
- 各格付け会社のクライテリア詳細は、各社HPで要確認

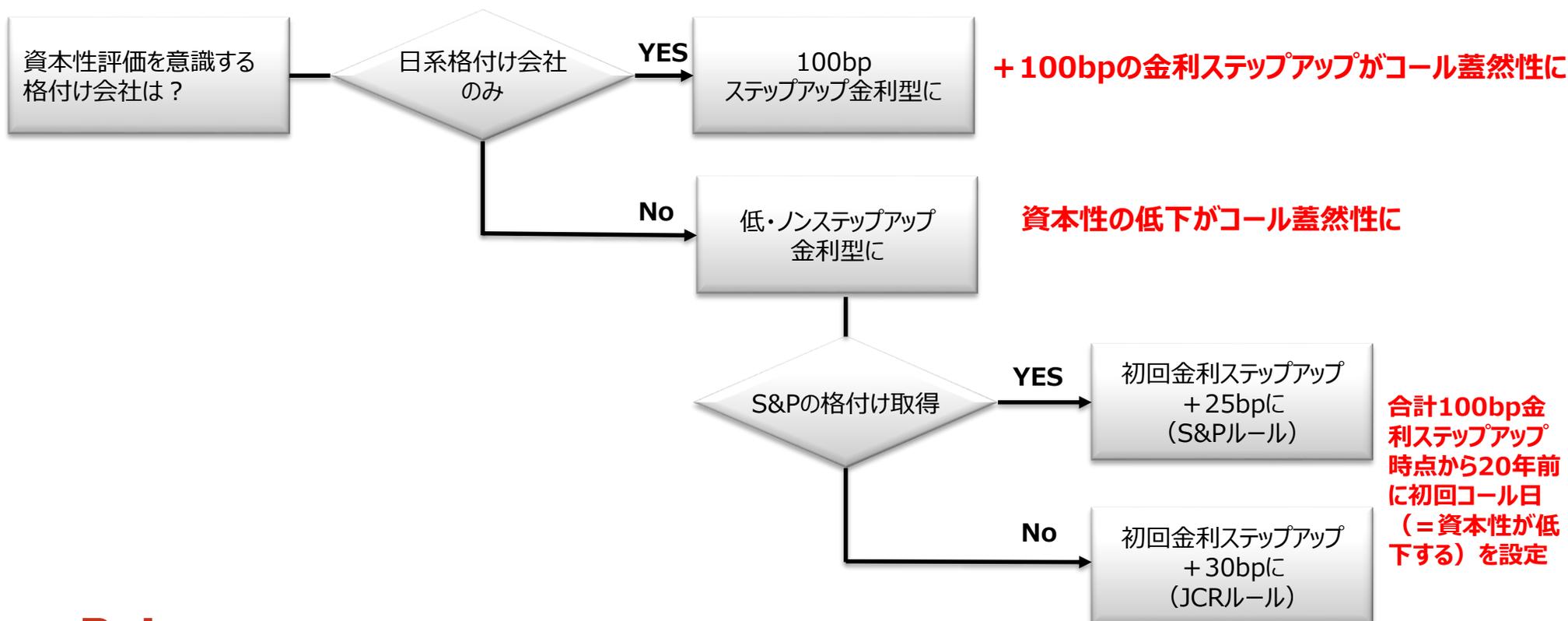
資本性評価基準		R&I	JCR	Moody's	S&P	
資本性評価		クラス3 50%	中資本性 50%	バスケットC 50%	中資本性 (算入上限:資本の25%)	
満期の有無 (永続性)	期間	30年超(発行時)	30年以上(残存)	60年以上(発行時) 10年以上(残存)	20年以上(残存)	
	コール	5年後以降	5年後以降	定めなし	定めなし	
	借換条項	必要	必要	不要	不要	
	ステップ アップ	時期	5年後以降	5年後以降	10年後以降	10年後以降 (5年後以降25bp以下の ステップアップ可)
		幅	100bp以内	100bp程度	100bp以内	25bp以上、100bp以内
利息の支払 継続義務	利払停止条項	任意停止	任意停止	任意停止	任意停止	
	繰延利息の 累積性	累積	累積	累積	累積	
請求権順位 (劣後性)		債務内で最劣後	債務内で最劣後	普通株式を除き 資本構成上最劣後	強い劣後性 (明確な定めなし)	

(出所) 格付機関各社公表資料、格付機関に対するヒアリングを元に大和証券作成

各社のガイドラインの中で最も厳格な基準

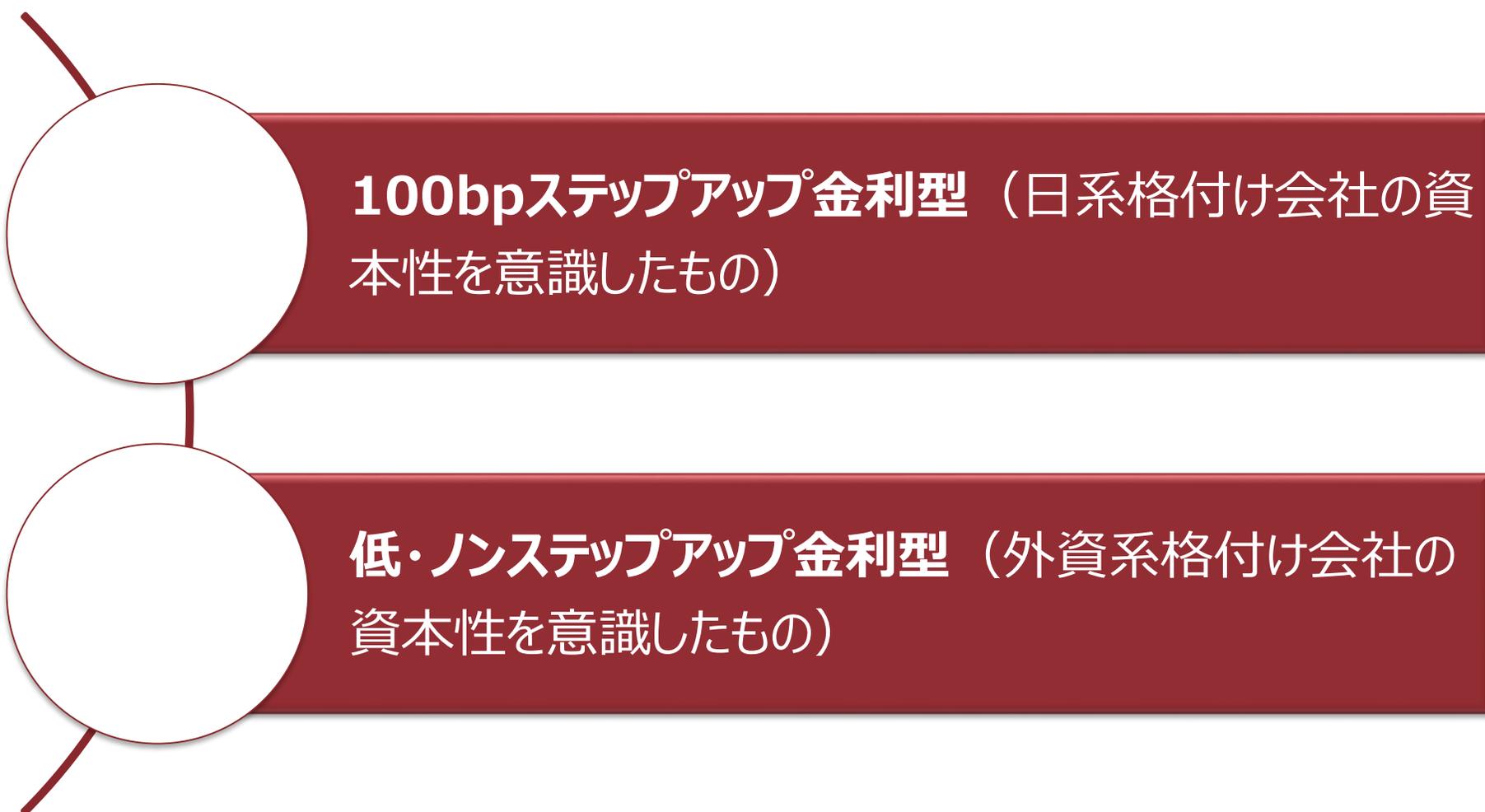
初回コール日にコールされ易いよう設計される

- 商品設計は格付け会社の資本性評価のクライテリアを見ながら
- 初回コール日のコール蓋然性設定が設計上の鍵となる



注：MDYの資本性を意識した設計だが、コール蓋然性にJCRルールを使うことに

事業会社ハイブリッド証券の商品分類

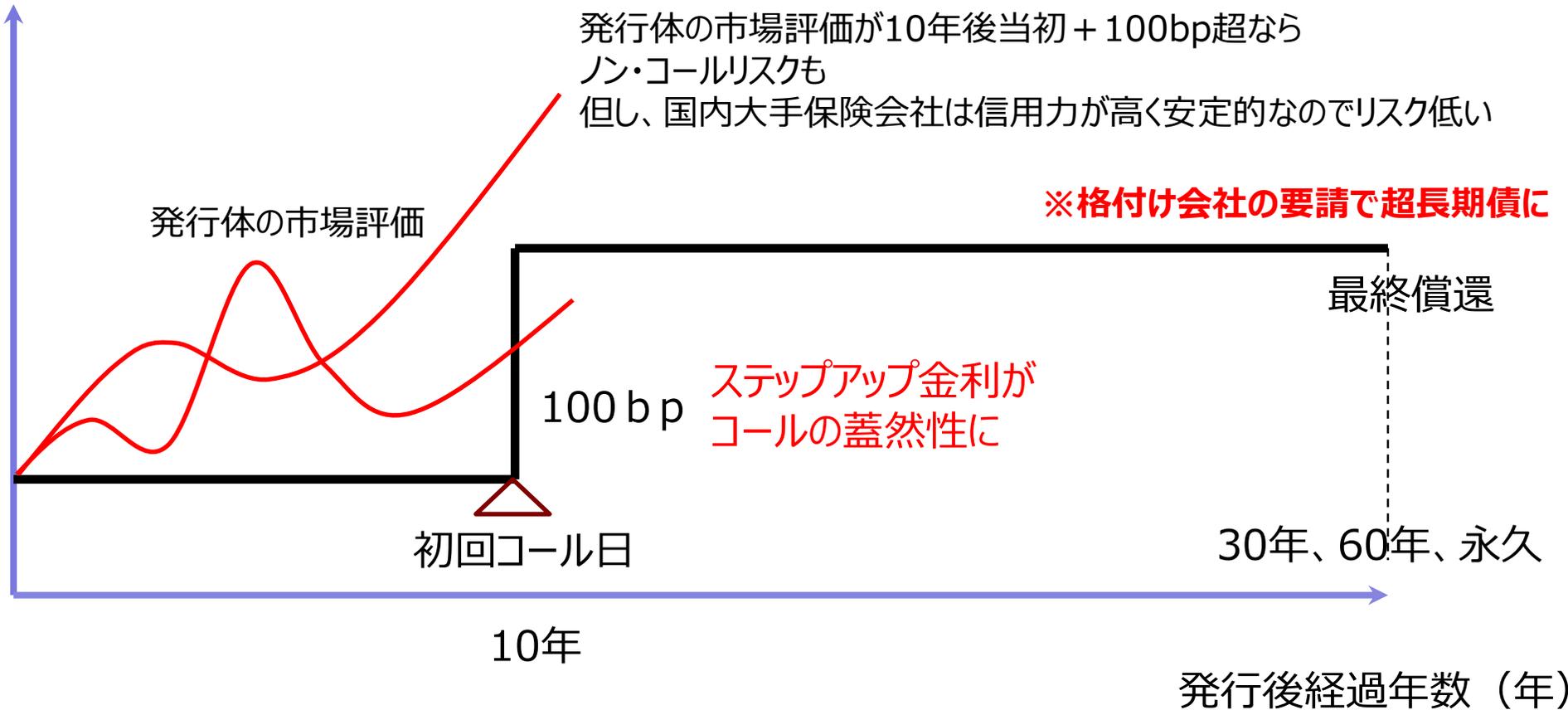


100bpステップアップ金利型（日系格付け会社の資本性を意識したもの）

低・ノンステップアップ金利型（外資系格付け会社の資本性を意識したもの）

100bpステップアップ金利型

基準金利からの上乗せ幅 (b p)



コールの蓋然性の考え方

※発行体の信用力がBBB格以下（日系格付け）になればノン・コールリスクを意識すべき

※ベース金利上昇リスクは、一定程度発行体を負うと考えるのが日本の常識
（注：世界の常識ではない!!）

実質償還日の推察のポイント

・ステップアップ金利幅⇒発行体の信用力の状況・見通しで判断

格付け別対国債スプレッド（3-7年平均）の推移

		AA格	A格	(AA-A格格差)	BBB格	(A-BBB格格差)
2011/01/04 ～ 2016/08/04	Max	37.4bp	62.3bp	24.9bp	216.7bp	154.4bp
	Min	11.8bp	25.9bp	14.1bp	29.5bp	3.6bp
	平均	17.6bp	38.1bp	20.5bp	81.4bp	43.3bp
	Max-Min	25.6bp	36.3bp	-	187.1bp	-
	標準偏差	5.5bp	6.8bp	-	41.5bp	-

注：11年3月以降 電力債を、15年1月以降 ソフトバンク劣後債を除く

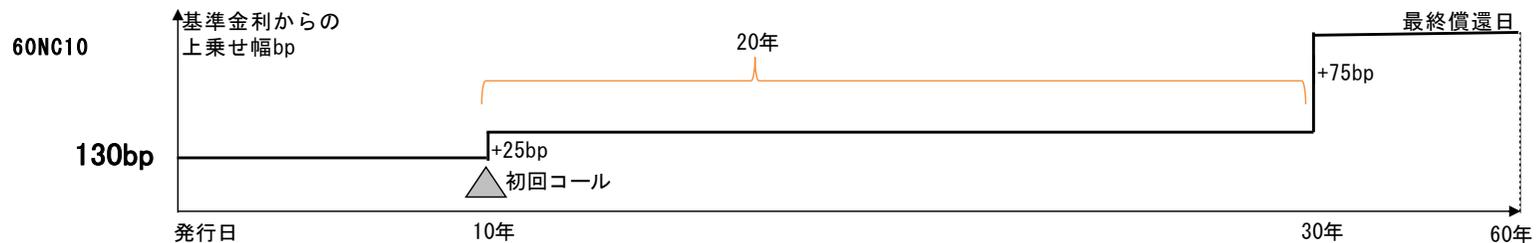
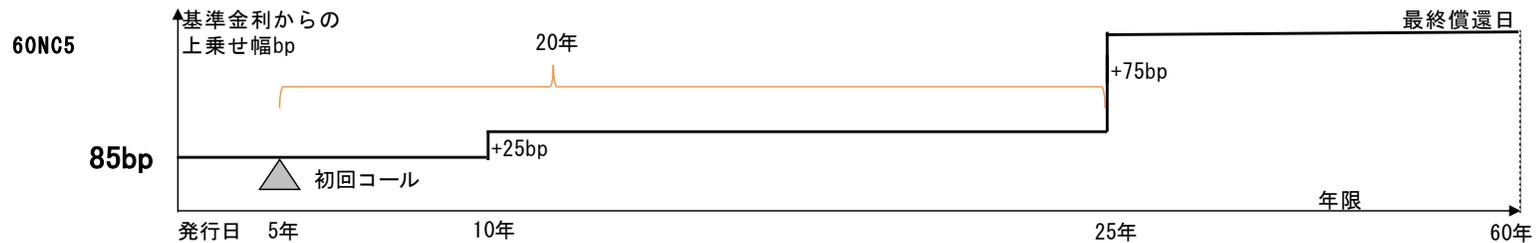
（出所）大和証券（DBI）

低・ノンステップアップ型

日本製鉄

JCR : AA-/R&I : A+/S&P : BBB/MDY : Baa2

注：格付けは発行体格付け。劣後債格付けはマイナス2ノッチ



コールの蓋然性の考え方

・資本性評価の変化

※格付け会社の資本性評価の低下ポイントでコールの蓋然性を考える（実質償還想定日までの残存年数等）

※**S&P**は実質償還想定日までの残存が20年を切ると資本性が低下する（＝同ポイントに初回コール日が設定されている）

※**JCR**も、段階的ステップアップ金利型の場合、計100bpステップまでの残存が20年を切ると資本性が低下する（＝同上）

注：資本性低下が起きる格付け（S&P/JCR）を意識している？

コールの蓋然性の考え方【参考】

金融機関の劣後債

【発行体】
規制
資本の調達

【投資家】
利回りの高い
ブレッド債投資

コール可否をジャッジ

【規制当局】
資本規制

事業会社のハイブリッド証券

【発行体】
安い格付け
資本の調達

【投資家】
利回りの高い
ブレッド債投資

三方良し

【格付け会社】
格付けビジネス

コールを止める抑止力弱い

※JCRIは2019/8/8 発行体によるリプレイスメント無しでの安易なコールを牽制するメッセージを発信

※S&Pは三菱商事のリプレイスメント無しでのコールを牽制したが、三菱商事は結局リプレイスメントをし既存ハイブリッドをコール

三菱商事 VS S&P

・発行体は、再調達無しでコールしたかった VS S&Pは再調達を要求（しなければ、格下げ圧力&残存ハイブリッド証券の資本性をゼロに）

5月8日：三菱商事は1,600億円のハイブリッド証券を初回コール日に早期償還すると電子公告（発行時spd + 100bp）

5月11日：S&Pは上記のように再調達なしでのコール（例外規定）を牽制

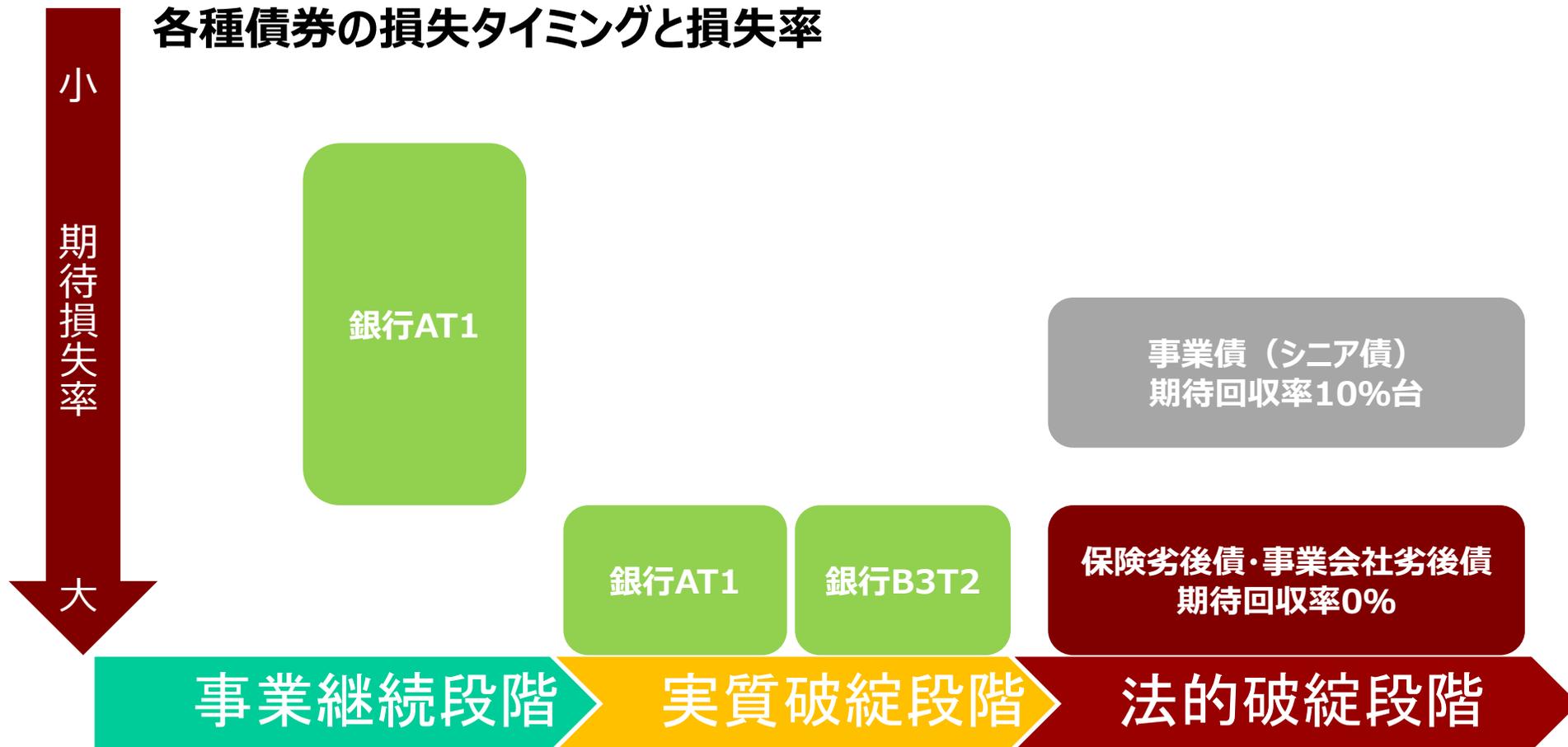
6月16日：三菱商事は、劣後ローンでの再調達を公表（三菱商事がS&Pに屈した形）

例外規定の定義にS&Pの恣意性（eg.格下げリスク）が働くことが問題。但し、初回コールを迎えるハイブリッド証券は資本性が低下し無用の長物となるので、発行体にはコールインセンティブがあることに。

「劣後」の言葉に惑わされる必要はない

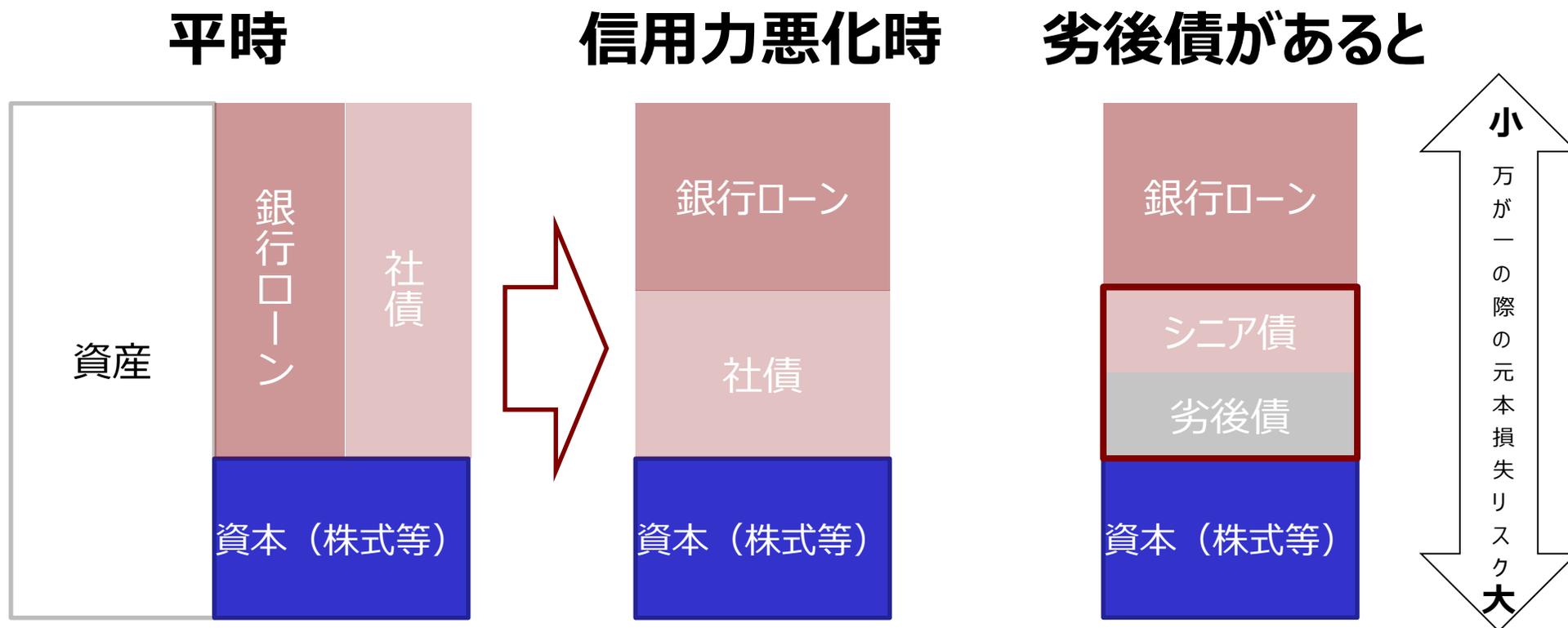
① 損失発生タイミング、② 回収率差、③ デフォルト確率

各種債券の損失タイミングと損失率



劣後債とシニア債のリスク差は大きい？

- 日本の場合、ローンと社債はパリパスではない
- シニア債と劣後債のデフォルト時損失率差は大きくない



劣後債とシニア債の期待損失

期待損失 (EL) = デフォルト率 (PD) × デフォルト時損失率 (LGD) × デフォルト時残高 (EAD)

ダブルAA劣後債 (NC10) $0.66 = 0.66\% \times 100\% \times 100$
 シングルA格シニア債 (7年債) $0.693 = 0.77\% \times 90\% \times 100$

R&I平均累積デフォルト率 (ゾーン別、累積年：1年～10年) (単位%)

	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
AAA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.13	0.26	0.26	0.26	0.26
AA	0.00	0.00	0.00	0.00	0.06	0.13	0.20	0.34	0.50	0.66
A	0.04	0.14	0.23	0.37	0.49	0.60	0.77	0.97	1.15	1.31
BBB	0.11	0.30	0.50	0.72	1.01	1.32	1.59	1.80	2.05	2.27
BB	2.02	3.55	5.30	6.54	7.39	8.25	9.45	10.66	11.56	12.36
B以下	8.60	14.11	18.31	20.67	23.05	24.48	26.42	27.39	28.37	29.35

<0.1%≦

<0.5%≦

<1.0%≦

<5.0%≦

デフォルト社債（シニア債）の期待回収率は10%台

国内公募普通社債のデフォルト事例と弁済率

デフォルト時期	企業名	適用法制	社債管理会社	残存額 (億円)	弁済率
1998年12月	日本国土開発	会社更生	あり	500	10%(19年間分割弁済) 6%(一括弁済)
2001年9月	マイカル	会社更生	あり	2,430	30%(リテール債) 10.2%(ホールセール債)
			なし(FA債)	1,000	保有金額に応じて決定 5%+500万円(～20億円) 4%+2500万円(～100億円) など
2008年6月24日	スルガコーポレーション	民事再生	なし(FA債)	210	3000万円+超過額の最低54.2% (再生計画)
2008年7月18日	ゼファー	民事再生	なし(FA債)	200	14.7%(再生計画)
2008年8月13日	アーバンコーポレイション	民事再生	なし(FA債)	200	最大で15%程度(再生計画)
2008年10月9日	ニューシティ・レジデンス投資法人	民事再生	なし(FA債)	170	100%(再生計画)
2009年2月5日	日本綜合地所	会社更生	なし(FA債)	100	4.0%:1～10億円、2.8%:10億円超(更生計画)
2009年3月10日	パシフィックホールディングス	会社更生	なし(FA債)	370	5.78%(10万超部分の)+10万円 +α
2009年5月29日	ジョイント・コーポレーション	会社更生	なし(FA債)	150	7.13%(50万超部分)+50万円 (5年間の分割)
2009年6月26日	日本エスコン	事業再生ADR	なし(FA債)	80	約3.5年後より4年間で分割返済(100%) 若しくは15%で即買入れ
2010年1月19日	日本航空	会社更生	なし(FA債)	470	12.5%(更生計画)
2010年2月18日	ウィルコム	会社更生	なし(FA債)	350	13.3%(1000万円超部分)(更生 計画) 1000万円までは100%
2010年9月28日	武富士	会社更生	なし(FA債)	926	3.3%(注:第1回弁済)(更生計画)
2012年2月27日	エルピーダメモリ	会社更生	なし(FA債)	450	17.4%(注:7年間の分割) (更生計画)
2017年6月26日	タカタ	民事再生	なし(FA債)	300	50万円+1%(再生計画)

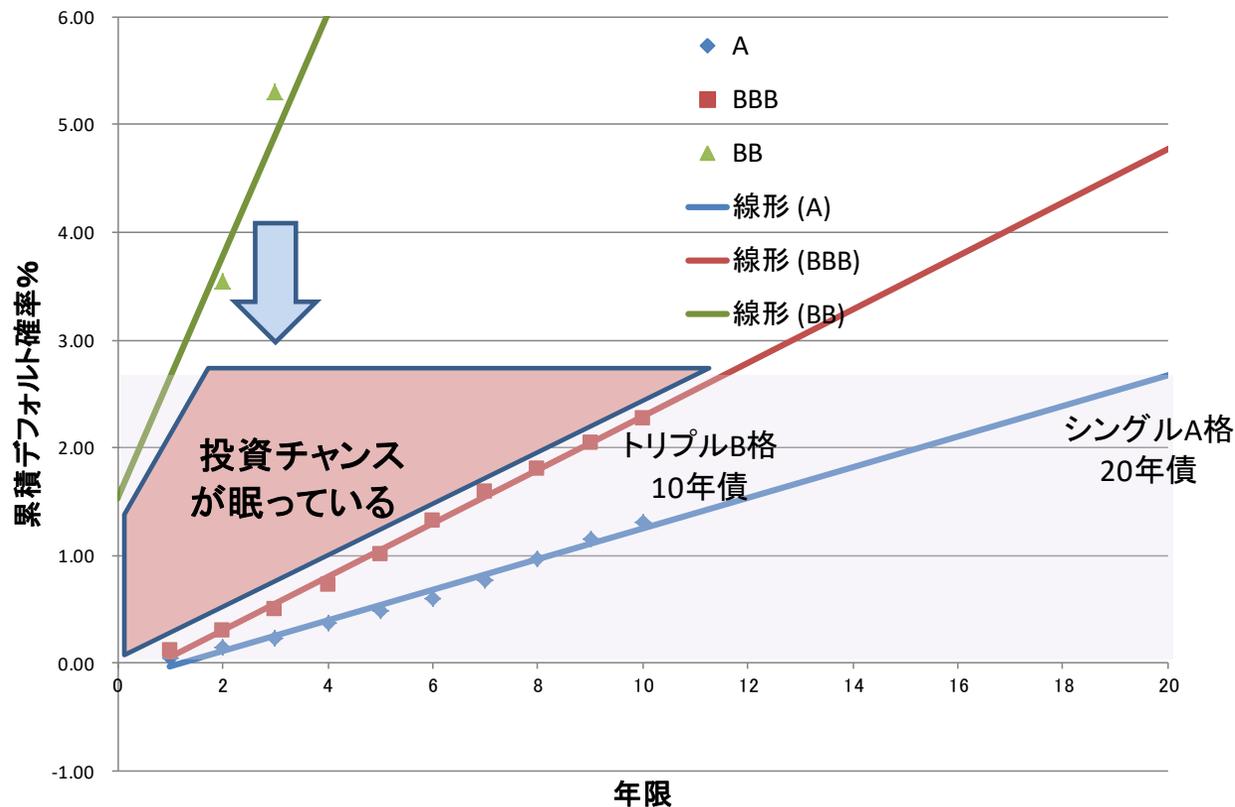
格付け(クレジット投資の道具) のフル活用を

- 格付け符号ではなく、デフォルト確率で考える癖を
- 格付け会社は一様に使うのではなく、特徴を捉えて活用
 - 国内事業会社はR&I/JCRで投資判断/リスク管理
 - 金融銘柄の投資にはMoody's や S&Pの格付けは有用
 - 格上げ/格下げにはスピード差が存在
- 格付けに使われるのではなく、格付けを上手に使う側に

格付けではなくPD(デフォルト確率) で

長期化は、信用リスク増 + 金利リスク増

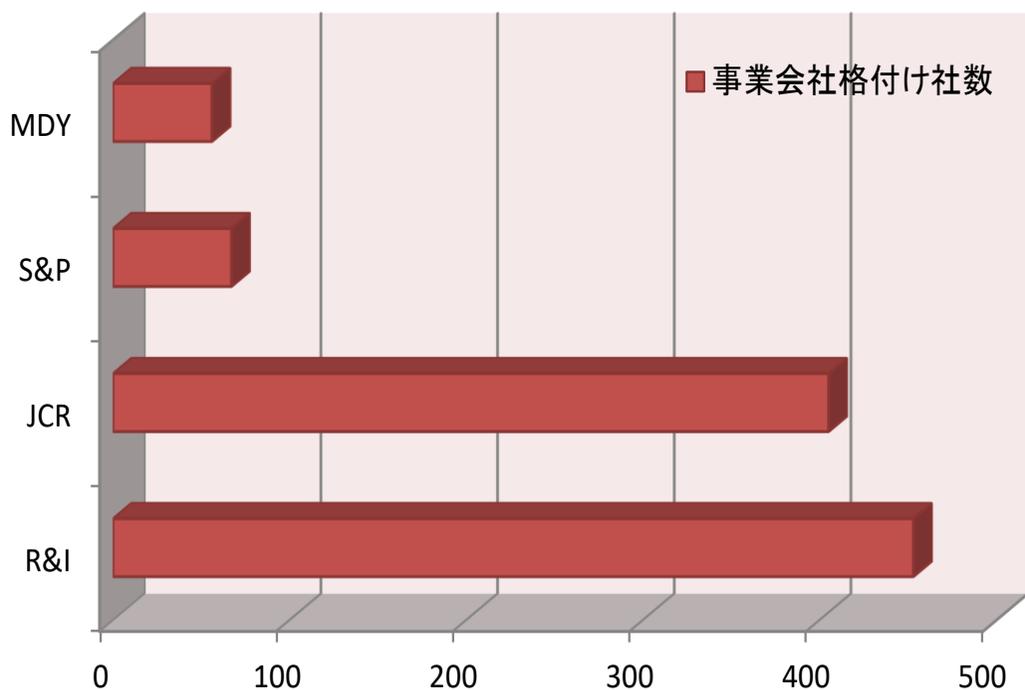
R&I格付け別平均累積デフォルト率の線形近似



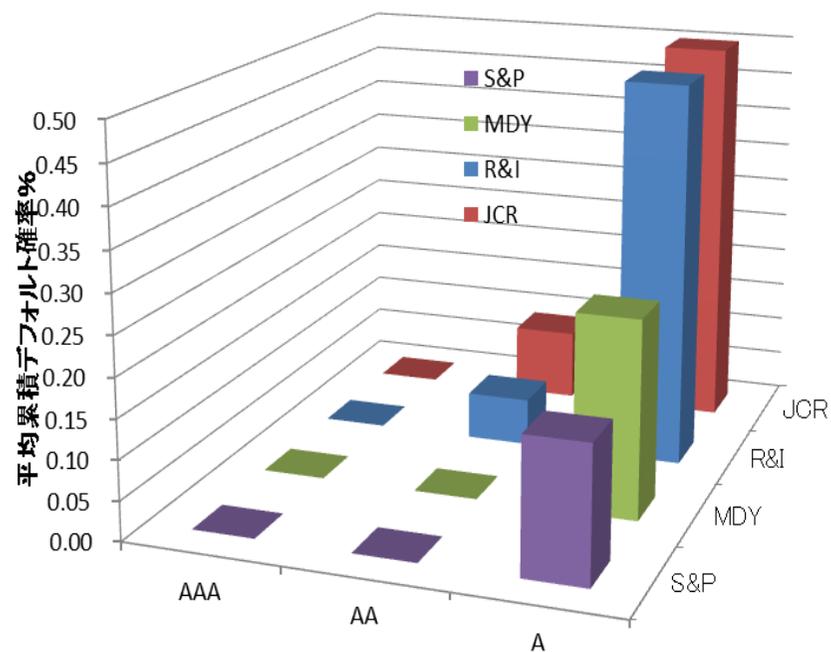
格付けの特徴：格付け会社は皆同一ではない

- 国内事業会社投資の場合、Moody's や S&Pの格付けは「**投資判断**」ではなく、「**リスク管理**」の**参考程度**に活用したい。金融銘柄の場合は、Moody's や S&Pの格付けは有用。
- Moody's や S&Pの格付けは、JCR/R&Iより辛目、比較すべきはデフォルト確率（PD）

各格付け会社の事業会社格付けユニバース(2016/10月時点)



各格付け会社の5年平均累積デフォルト率

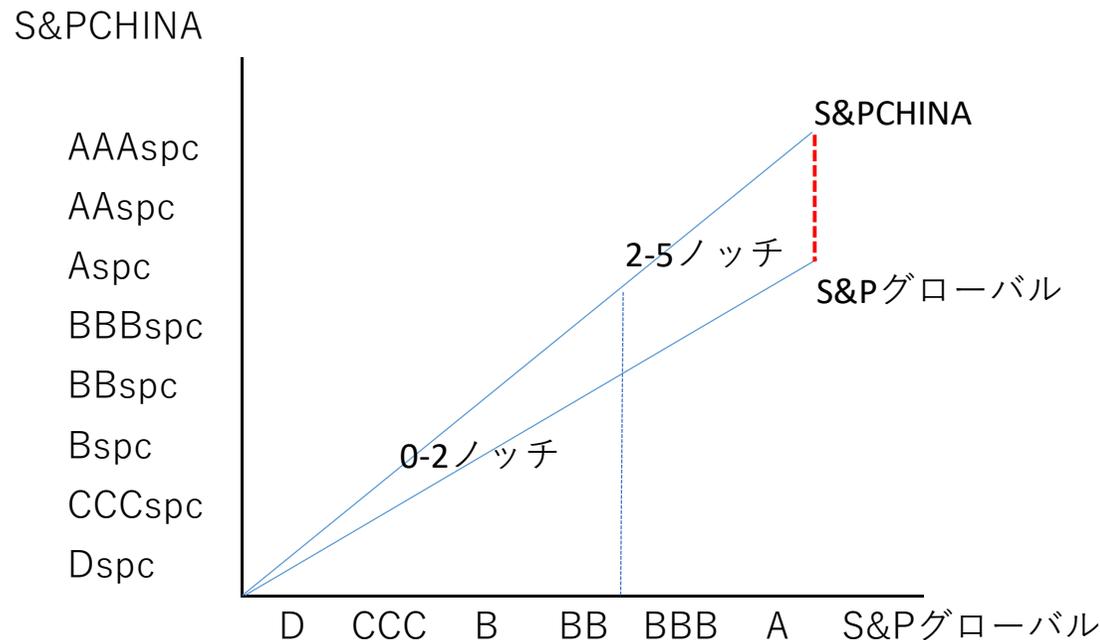


格付けの特徴：符号を鵜呑みにする必要はない

- 同一グループ格付け会社でも国により水準調整することがある
- 三井住友銀行はS&P (S&P Global) の格付けは「A/安定的」だが、S&P Global Ratings (China)*が付与した格付けは「AAAspc」

*無登録格付けにつき、巻末のディスクレームを参照ください

S&P グローバルの格付けと S&P Global Ratings (China)の格付けの関係図



無登録格付に関する説明書

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。

格付業者について

<スタンダード&プアーズ>

○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：S&Pグローバル・レーティング(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：S&Pグローバル・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

S&Pグローバル・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。

※この情報は、2017年3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S&Pグローバル・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。

<ムーディーズ>

○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：ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」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：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2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

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ)にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」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

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

※この情報は、2018年4月16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。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

<フィッチ>

○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:フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」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:フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7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

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(<https://www.fitchratings.com/site/japan>)の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」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

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

※この情報は、2019年9月27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。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

以上

0710-1511 02.02 2020.02

開示事項

【利益相反関係の可能性について】

大和証券は、このレポートに記載された会社に対し、投資銀行業務に係るサービスの提供、その他の取引等を行っている、または行う場合があります。そのような場合には、大和証券に利益相反が生じる可能性があります。

【当社及び大和証券グループについて】

大和証券は、(株)大和証券グループ本社の子会社です。

【その他の留意事項】

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和証券にあります。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いします。

【個別銘柄に関するその他の開示事項】

- 1) 2016年4月26日、大和証券(「当社」)及び当社の親会社である株式会社大和証券グループ本社(以下、大和証券グループ本社)とGMOフィナンシャルホールディングス株式会社(以下、GMOフィナンシャルHD)及び同子会社のGMOクリック証券株式会社(以下、GMOクリック証券)は、4社の間で、業務提携に関する基本合意書を締結しました。大和証券グループ本社は、GMOフィナンシャルHD株式の発行済株式総数の約9.3%を保有しています(2017年12月末時点)が、大和証券グループ本社は、業務提携の進捗および成果等を踏まえ、将来的にはGMOフィナンシャルHD株式を本件取得との合計で発行済株式総数の20%を目途に追加取得する可能性があります。
- 2) 下記の不動産投資信託の資産運用会社である大和リアル・エステート・アセット・マネジメント株式会社は、大和証券グループ本社の子会社です。大和証券オフィス投資法人(8976)、大和証券リビング投資法人(8986)。
- 3) サムティ・レジデンシャル投資法人は2019年9月10日付で株式会社大和証券グループ本社の連結子会社となりました。
- 4) 株式会社大和証券グループ本社は、2019年5月30日付でサムティ株式会社と資本業務提携契約を締結し、2019年6月14日時点でサムティ株式会社の発行済株式総数の16.95%及び新株予約権付社債(額面100億円)を保有しています。当該新株予約権がすべて行使された場合、保有割合は27.28%になります。
- 5) 大和証券グループ本社とクレディセゾンは、2019年9月5日付で資本業務提携契約を締結しました。大和証券グループ本社は、クレディセゾンの普通株式について、2019年7月31日現在の発行済株式総数(自己株式を除く)の5.01%を上限に取得する予定です。
- 6) NEC (6701) : 米国のお客様への告知事項
本レポートは、米国のお客様への配布や米国のお客様による利用を目的としたものではありません。日本電気株式会社が発行する証券は、米国証券取引委員会(SEC)の2008年6月17日付命令により、米国1934年証券取引所法第12(j)条に基づき、米国内での登録が停止されております。米国内のいかなる個人又は法人が利用した場合においても、本レポートは、米国のお客様に対して日本電気株式会社が発行する証券の買付又は売却を推奨、勧誘するものではありません。大和証券(株)は、米国のお客様に対して本レポートの内容についての一切の責任を負いません。本レポートを入手された米国のお客様におきましては、本レポートをご参考になさらないよう、お願い致します。

【お取引にあたっての手数料等およびリスクについて】

手数料等およびリスクについて

- ・株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.24200%（但し、最低2,700円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大0.97200%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- ・株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほか、為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- ・信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- ・債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- ・取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- ・外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会