

2004 年の国際債券市場の動向

(BIS 四半期報告抜粋：仮訳)

国際決済銀行 (BIS)

このレポートは国際決済銀行 (BIS) の四半期報告 (Quarterly Review)
2005 年 3 月号の第三章「国際債券市場」を仮訳したものである。

原文のインターネットページは次のとおりである。

http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0503c.pdf

「国際債券市場」(BIS 四半期報告抜粋)

2005 年 3 月

国際決済銀行 (BIS)

(Jeffery D Amato)

- 2004 年の第 4 四半期を終えて、国際債券市場は記録的な年となった。債券発行額は、グロスベース (注) で第 4 四半期に 8260 億ドルとなり、年間では 3.3 兆ドルに達した。(図表 1 参照) 2003 年比伸び率は 14.5% の増加であり、全世界の GDP に対する比率では、歴史上最高の水準になっている。このことは、2004 年は、資金の借り手にとって国際信用市場に対するアクセスがこれまでになく容易であったことを示している。第 4 四半期の債券発行の増加が最も顕著であったのは、最大の先進国、特にユーロ地域においてである。先進国の高利回り (high-yield) 債券の発行額は高水準で推移しており、新興市場国に対するスプレッドも歴史的な低水準にあることから、これらの国の債券発行額も過去最高の水準に達している。加えて、第 4 四半期のネットベースの発行額も、ユーロ地域では前期比約 800 億ドルの増加となり、米国では前期比 190 億ドルの増加となった (図表 2 参照) これとは対照的に、日本においては第 4 四半期のネットベース (注) の発行額はマイナスであった。

(訳注) 以下においては、「グロスベース」、「ネットベース」を「グロス」、「ネット」と略して表現する。

(ユーロ地域は債券発行が急速に拡大)

- ユーロ地域においては経済の減速が続いているにもかかわらず、第 4 四半期のユーロ地域の発行者による債券発行額は、グロス、ネット双方ともに著しく増加している。グロスの発行額 (債券、ノート及びマネーマーケット証券) の総計は、第 3 四半期の 5,430 億ドルから、第 4 四半期の 6,140 億ドルへと増加した。また、ネットの発行額も、第 3 四半期の 1,380 億ドルから、第 4 四半期の 2,180 億ドルに増加した。ドイツを除くユーロ地域のすべての主要国でネットの発行額が急速に拡大している。これらの資金調達の増加額は、図表 1 及び図表 2 では米ドルで表示されているけれども、これはユーロ建ての発行額の急増によるものであり、ドルの対ユーロ為替相場下落を反映したものではない。すなわち、ユーロ地域の発行者によるグロスの発行額をユーロ建てで見ると、第 4 四半期は前期比で 13.4% 増の 3,260 億ユーロとなっている。

(図表1) 国際債券市場における債券の発行額(グロス)							
(単位:10億ドル)							
	2003	2004	2003	2004			
	Year	Year	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
総発行額(額面ベース)	2,885.5	3,303.4	711.8	982.8	768.8	725.7	826.1
債券	1,611.1	1,790.4	404.5	570.1	402.5	377.8	440.0
ノート	1,274.4	1,513.0	307.3	412.7	366.4	347.9	386.0
変動金利型	962.7	1,258.8	257.6	337.4	306.4	285.2	329.7
固定金利型	1,834.7	1,987.3	427.6	628.0	444.1	430.0	485.2
エクイティ関連型(注)	88.1	57.3	26.6	17.4	18.3	10.5	11.2
米ドル建て	1,171.8	1,154.5	268.1	357.2	257.3	255.5	284.5
ユーロ建て	1,288.1	1,598.0	316.9	478.5	379.0	349.7	390.7
円建て	102.8	111.5	29.0	29.3	33.8	22.4	26.1
その他の通貨建て	322.9	439.4	97.7	117.8	98.7	98.0	124.8
先進国	2,621.6	3,012.4	656.8	906.8	694.8	655.4	755.5
米国	739.5	772.5	173.6	249.8	167.9	169.6	185.2
ユーロ地域	1,294.4	1,463.1	327.2	438.7	355.2	305.2	364.0
日本	48.3	61.9	18.5	20.3	19.8	12.0	9.8
オフショア・センター	31.7	41.6	11.1	7.2	7.0	14.0	13.4
新興市場国	139.7	152.1	33.8	45.1	36.7	35.0	35.3
金融機関	2,279.2	2,689.5	593.3	788.1	603.3	606.1	691.9
公的部門	1,913.3	2,276.1	506.0	663.4	515.7	501.2	595.9
民間部門	366.0	413.3	87.3	124.8	87.6	104.9	96.1
非金融機関	271.2	271.4	68.8	61.9	72.3	62.4	74.8
公的部門	219.1	231.2	56.6	52.8	60.6	57.0	60.7
民間部門	52.1	40.2	12.2	9.0	11.7	5.4	14.1
政府	242.6	245.4	39.6	109.1	62.9	35.9	37.5
国際機関	92.5	97.2	10.1	23.7	30.3	21.3	21.9
発行実績(調達ベース)	2,866.6	3,303.2	734.4	934.1	796.5	708.4	864.2
(備考)借換額	1,478.0	1,740.3	326.3	448.4	453.2	403.0	435.8
(注) 転換社債及びワラント付社債							
Sources: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIS.							

- 金融機関 (financial firms) は、引き続きユーロ地域での債券発行による大口の資金調達者となっているが、非金融法人企業 (non-financial corporations) は、金融機関以上に急速に資金調達を拡大しており、第4四半期のネットの調達額は5倍となった。これに対して、政府の調達は第3四半期に続いて低調であったが、これは主に季節的要因によるものである。

(図表2) 国際債券市場における債券の発行状況(ネット)								
(単位:10億ドル)								
	2003	2004	2003	2004				2004年 末残高
	Year	Year	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
ネットの総発行額	1,463.9	1,623.9	457.3	520.5	347.7	323.2	432.4	13,928.0
マナーマーケット証券	75.3	61.0	49.2	34.9	4.4	17.8	4.0	663.8
コマーシャル・ペーパー	83.3	40.4	48.7	8.8	-3.4	25.8	9.1	483.3
債券及びノート(注1)	1,388.6	1,562.8	408.1	485.6	343.3	305.4	428.4	13,264.3
変動金利型	384.4	644.4	152.3	153.6	163.5	129.8	197.5	3,668.8
固定金利型	983.3	924.6	240.0	338.8	172.1	178.3	235.3	9,225.0
エクティ関連型	20.9	-6.2	15.7	-6.8	7.7	-2.7	-4.4	370.5
先進国	1,357.3	1,493.6	433.4	484.8	317.8	291.6	399.4	12,474.8
米国	269.2	230.1	97.8	125.5	4.3	40.6	59.6	3,358.8
ユーロ地域	768.1	803.2	223.2	231.8	215.6	138.3	217.6	6,208.7
日本	-1.0	16.6	7.9	6.4	11.0	0.7	-1.5	298.3
オフショア・センター 新興市場国	15.8 67.6	25.2 82.0	9.0 19.0	1.0 24.7	4.3 18.5	9.7 14.7	10.2 23.9	159.9 737.1
金融機関	1,179.7	1,370.7	408.0	417.9	282.3	294.9	375.5	10,373.5
公的部門	976.0	1,146.4	347.7	343.1	234.9	236.6	331.8	8,747.0
民間部門	203.6	224.3	60.3	74.8	47.4	58.4	43.7	1,626.5
非金融機関	113.2	70.1	40.9	7.1	11.3	10.4	41.2	1,635.4
公的部門	93.4	52.0	37.3	-0.0	7.8	9.9	34.3	1,360.5
民間部門	19.8	18.1	3.6	7.1	3.5	0.5	6.9	275.0
政府	147.9	160.0	12.5	85.5	47.0	10.8	16.8	1,362.8
国際機関	23.2	23.1	-4.2	10.0	7.1	7.1	-1.2	556.3
(備考)国内CP(注2)	-41.0	139.3	8.2	57.9	-19.8	-0.7	101.9	2,079.3
うち米国	-81.3	114.0	-1.5	47.8	-26.8	6.7	86.3	1,402.7
(注1) 国内市場における非居住者発行分を除く。 (注2) 2004年第4四半期については一部推計を含む。								
Sources: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; national authorities; BIS.								

(米国のネットの発行額は増加しているものの依然として低い水準)

- 米国の第4四半期におけるネットの発行額は、再び増加し始めており、596億ドルとなった。金融機関による調達額は、ネットの増加額全体の約3分の2を占めているが、非金融法人企業による調達額は82%増となっており、伸び率では金融機関の38%増を上回っている。米国市場及び欧州市場でスプレッドが狭まり、米国企業にとって一般的に有利な発行条件となったこともこのような発行の増加要因のひとつであると考えられる。スプレッドは、高利回り債券で最も大きく縮小したが、Aマイナス及びBBB格の債券においてもスプレッドは縮小し、1998年以来の水準にまで縮まった。
- しかし、年ベースでは、米国のネットの発行額は2003年の水準を下回った。過去と比較した場合、国際債券市場における米国の調達は、2004年はかなり低調であったといえる。2004年の米国のネットの発行額は2,300億ドルであるが、これは1998年の水準

にまで落ち込んだことを示しており、GDP比率でも同じ状況にある。

- 2004 年の米国の起債が低調であった理由のひとつは、ファニーメイ及びフレディマックによる発行が顕著に落ち込んだことである。これら 2 つの機関の発行額は引き続き減少した。第 3 四半期には 77 億 700 万ドルの減少を示した後、減少の幅は縮まったものの第 4 四半期も 5 億 4,800 万ドルの減少となった。にもかかわらず、グロスでみると、ファニーメイ及びフレディマックは、GE クレジット (General Electric Credit Corporation) や連邦住宅ローン銀行 (Federal Home Loan Bank) とともに、第 4 四半期における米国の最大の借り手グループに属している。2004 年における米国の資金調達の不活発さを説明するもうひとつの理由としては、米国内のコマーシャルペーパー市場の回復に伴って、金融機関が期日の長い調達手段からコマーシャルペーパーに調達方法を一部シフトさせたことが挙げられる。
- 米国のネットの発行額の増加に伴って、ドル建て表示の起債のシェアが、第 4 四半期においては前期の 19.6% から 26.9% へと急速に増加している。(図表 3 を参照) 同時に、ユーロ建ての起債のシェアは、グロス、ネットともに減少している。ドルの実効為替レートが、これまでの過去の平均レベルに比べて、低い水準にとどまっており、第 4 四半期にはドル相場が 5 % 低下したという事実には照らせば、これらの変化は、通貨の強さと国際債券市場における当該通貨建て債券の起債のシェアとの関係について過去に観測された正の相関とは、反対のことが生じているように思われる。

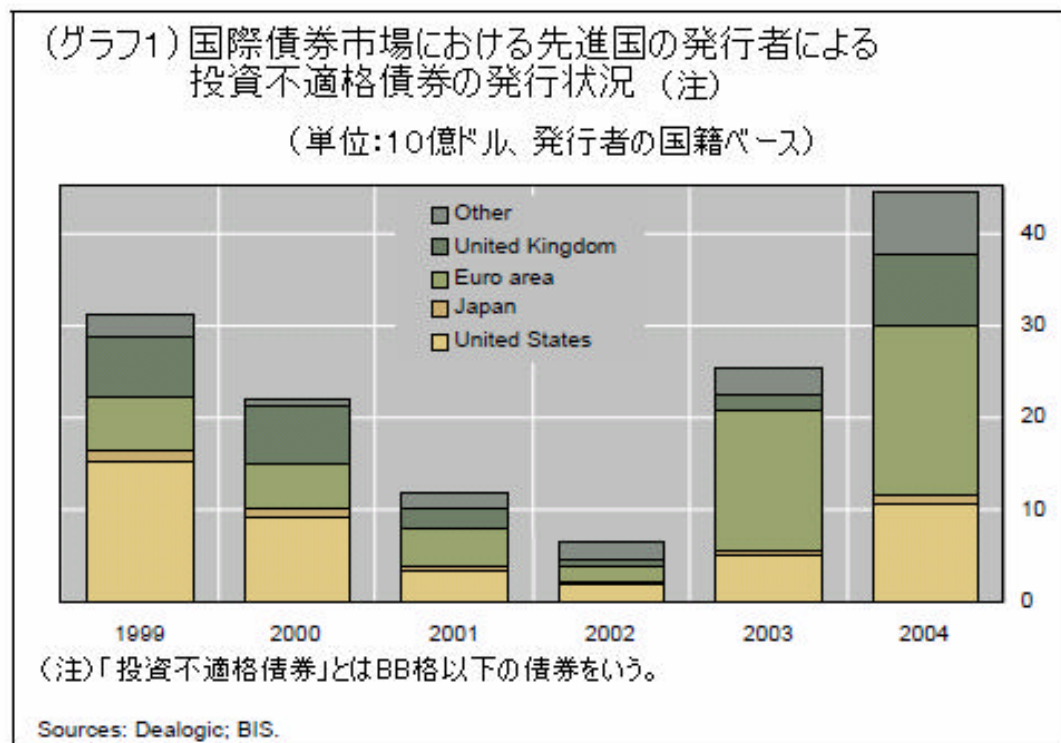
(日本は経済の停滞に伴って起債も低迷)

- 過去の 2 四半期の国際債券市場において最も低調さが目立ったのは、日本の発行者による新規調達がなかったということである。第 4 四半期におけるネットの発行額は減少し、第 3 四半期の 7 億 2,100 万ドルの増加から 15 億ドルのマイナスとなった。グロスの発行額も低調で、合計で 204 億ドルに過ぎなかった。このような資金調達の後退は、いくつかの経済的な背景に基づくものである。ひとつは、経済の停滞が長引いており、物価の下落がまもなく終了するという期待がなかなか出てこないことである。いまひとつは、日本の発行者に対する格上げが、格下げを上回っており、また、信用スプレッドが引き続き縮まっているために資金調達にとって有利な条件が続いていることである。このことは、起債が減少したのは、日本の発行者の資金需要が減退していることが主な原因であることを示唆している。

(図表3) 国際債券市場における地域別・通貨別発行状況(ネット)(注)								
(単位:10億ドル)								
		2003	2004	2003	2004			
		Year	Year	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
米国	ドル建て	210.1	128.1	75.3	102.7	-28.5	6.6	47.3
	ユーロ建て	47.8	55.3	14.6	13.7	21.2	16.6	3.8
	ポンド建て	11.8	25.4	7.2	3.5	5.4	10.7	5.8
	円建て	-1.5	4.3	0.8	1.3	1.5	1.0	0.5
	その他通貨建て	1.0	17.0	-0.1	4.4	4.7	5.7	2.1
ユーロ地域	ドル建て	87.1	76.8	24.2	17.9	34.7	10.0	14.1
	ユーロ建て	646.5	660.2	181.6	192.0	158.8	115.0	194.4
	ポンド建て	17.4	35.9	5.1	6.7	15.2	6.0	7.9
	円建て	-12.3	2.9	0.3	1.5	3.6	0.5	-2.7
	その他通貨建て	29.4	27.5	12.1	13.7	3.3	6.6	3.8
その他	ドル建て	164.4	202.5	48.8	53.8	47.1	46.8	54.8
	ユーロ建て	138.6	231.1	35.8	71.0	40.8	66.4	53.0
	ポンド建て	70.5	89.6	26.5	21.5	22.3	12.1	33.7
	円建て	9.4	16.5	10.6	2.5	10.7	3.2	0.2
	その他通貨建て	43.6	50.8	14.6	14.5	6.9	15.9	13.5
合計	ドル建て	461.6	407.4	148.3	174.4	53.3	63.4	116.2
	ユーロ建て	832.9	946.6	231.9	276.7	220.7	198.0	251.2
	ポンド建て	99.7	150.9	38.8	31.7	42.8	28.9	47.5
	円建て	-4.4	23.8	11.7	5.2	15.8	4.7	-1.9
	その他通貨建て	74.0	95.3	26.6	32.6	15.0	28.3	19.5
(注) 発行者の国籍ベース								
Sources: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIS.								

- ・ しかしながら、長期的に見れば、国際債券市場における日本のネットの資金調達は、2004年にはかなりの回復を見せている。このことは、ここ数年の間日本企業を覆ってきた「逆のレバレッジ効果」(deleveraging)(注)の過程が終わりに近づいていることの兆候とも考えられる。2000年から2003年まで、日本のネットの発行額はずっとマイナスであった。2004年になって、プラス166億ドルとなり、1996年以来の高水準に達した。確かに、このような回復の一部は円高効果によるものであり、2004年の円の対ドル為替相場は4.3%上昇している。しかしながら、日本がネットの起債を増加させた大部分の要因は、単に為替効果によるものではなく、日本の発行者による国際債券市場における起債額そのものが、ネットベースで2003年の6,150億円から2004年の1兆5,850億円に増加したことによるものである。

(訳注) 通常、企業が外部から借入れを行うことを「レバレッジ効果」というが、日本企業の場合には、ここ数年は借入金を金融機関に返済してきているので、これを「逆のレバレッジ効果」と表現しているものと思われる。



(高利回り債券の起債は依然として活発)

- 第4四半期においても、世界の投資家は利回り志向を継続させたため、高利回り債券に対するスプレッドが一層縮まる過程において、先進国における低格付けの発行者は国際債券市場において引き続き積極的な資金調達を行った。先進国の発行者による高利回り債券のグロスの発行額は第3四半期の130億ドルから第4四半期の126億ドルにわずかに減少したが、依然として、彼らの資金調達規模は高水準にある。事実、一年全体で見れば、グロスの発行額は443億ドルとなり、1999年以来の突出した規模に達している。(グラフ1を参照)
- 高利回り債券のグロスの発行額は第4四半期はわずかな減少に過ぎないが、各国ごとの事情は大きく異なっている。例えば、第4四半期の米国の発行者によるグロスの起債は1.5%の増加であるが、ユーロ地域はマイナス49%であり、日本はマイナス59%である。10月から12月にかけてユーロ地域において高利回り債券のスプレッドが引き続き縮小したという事実は、ユーロ地域全体の経済活動の沈滞を反映して投機的格付けの企業の資金需要がなくなり、そのことがユーロ地域における高利回り債券の発行額を激減させる要因になったことを示唆している。同様に、日本の発行額が減少したのも資金の借り手側の需要が弱いということを反映したものである。

- ・ 第4四半期における先進国の投機的格付債券最大の発行者は、テクノロジー企業と金融機関であった。民間企業の最大の起債は、アイルランドの Elan Finance Corp が発行したものであり、この企業は B-（B マイナス）格付けで米国国籍を持ち、7年もの米国国債に対し 387 ベーシス・ポイントのスプレッドを乗せて 8 億 5,000 万ドルのドル建て債を発行した。BB 格のカナダの Rogers Wireless は、330 ベーシス・ポイントのスプレッドで 5 億 5,000 万ドルの固定利付債を発行した。HCP（米国の医療法人）は 2004 年 11 月 19 日に国際債券市場で 7 億 5,000 万ドル（注）の債券を発行したが、そのときのスプレッドは 10 年米国国債に対して 220 ベーシス・ポイントであった。

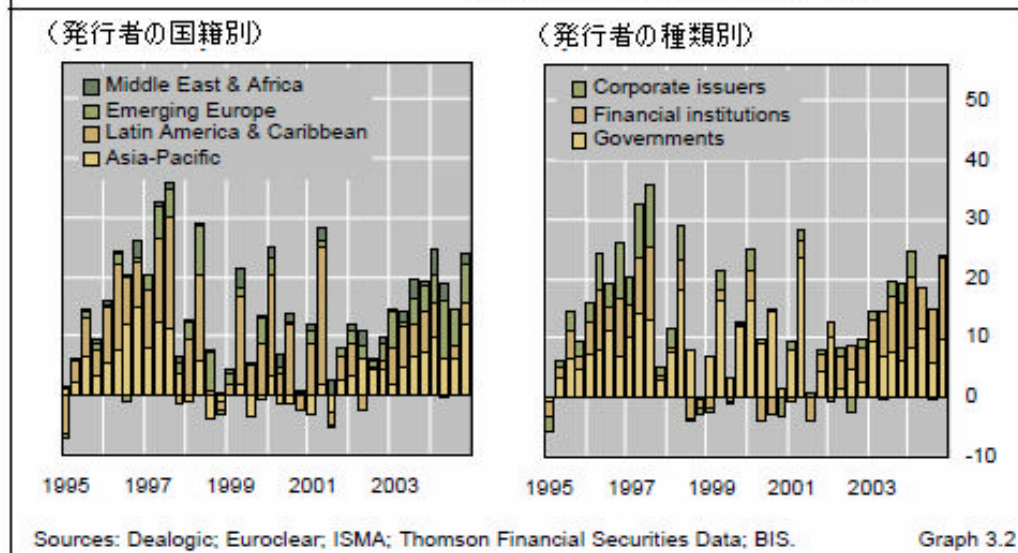
（訳注）原文では、\$ 750billion となっているが、\$ 750million の間違いであると思われる。

（新興市場国の起債は 2004 年に新記録を達成）

- ・ 国際債券市場における新興市場国の起債は 2004 年に新記録を達成し、グロスの発行額は 1,670 億ドルとなり、これまでの最高記録であった 1996 年の 1,630 億ドルを超えた。ネットの発行額は、820 億ドルであり、1999 年から 2003 年までの 5 年間の平均発行額 460 億ドルの水準をはるかに凌駕しているが、これまでの最高記録である 1997 年の 940 億ドルには及ばなかった。新興市場国の発行者にとっては、起債環境が明らかに有利であり、2004 年 12 月には、JP モルガン・チェースの EMBI+（エマージング・マーケット・ボンド・インデックス・プラス）は 350 ベーシス・ポイントを下回ることになった。
- ・ 第4四半期の新興市場国のグロスの発行額は、第3四半期の 385 億ドルから、398 億ドルに増加したが、この水準は 2004 年の上半期の実績よりも下回っている。ネットの発行額は、第3四半期の 147 億ドルから第4四半期の 239 億ドルへと増加しており、この数字は、四半期ベースでは、2001 年以降では 2 番目に高い水準にあり、2004 年の第 1 四半期に達成した最高額よりもわずかに下回るだけである。
- ・ 第4四半期のネットの発行額の増加は、主として、アジア地域の発行者によるものであるが、ラテンアメリカや中近東、アフリカの発行者についても同様に増加している。（グラフ 2 を参照）これとは対照的に、ヨーロッパの新興市場国のネットの発行額は、概ね横ばいであった。ネットの発行額では、金融機関が政府部門を上回り、再びトップの座を占めたが、非金融法人企業のネットの発行額はわずかな増加にとどまった。
- ・ アジアの発行者の中でも、中国の発行者は第4四半期に最も活発に資金調達を行い、ネットで 40 億ドルの起債を行ったが、これはアジア地域の発行額の 3 分の 1 に相当する。中国政府は 10 月 21 日に 2 つの大きな起債を行った。その内訳は、ユーロ建ての 10 年債が 12 億 4,800 万ドル、ドル建ての 5 年債が 5 億ドルであった。これら 2 つの起債の額面合計額は、中国政府にとって、国際債券市場における過去最大の発行額となった。

(グラフ2) 国際債券市場における新興市場国の発行状況

(単位:10億ドル、ネットベース)



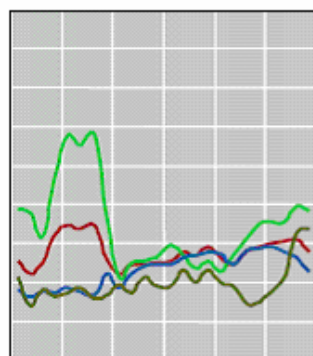
中国政府がユーロ建ての債券発行を行った主な目的は、新しいユーロ建てのベンチマーク債を創り出し、ヨーロッパの各地の投資家に広範囲にわたって販売することであった。第3四半期には中国政府は新規発行がなく、既発債の一部を償還したので、ネットの発行額は3億ドルのマイナスであったが、第4四半期には償還がなく、これらの新規発行があったので、ネットの発行額は17億ドルとなった。

- このような中国政府による大きな起債があったけれども、引き続き国際債券市場におけるアジア勢の中での最大の発行者は金融機関であった。例えば、中国のネットの発行額の63%は中国の金融機関によるものである。韓国、マレーシア及びインドの金融機関によるネットの発行額は、第4四半期においても堅調であった。例えば、韓国の Korea First Mortgage No 3はユーロ建ての31-1/3年の長期債を12月初めに7億2,900万ドル発行した。
- フィリピンは、通常は活発に債券を発行しているが、第4四半期には、起債条件の悪化に直面してまったく債券を発行しなかった。増税法案を成立させるなど、財政健全化を進めたことが、2005年に入って市場センチメントを好転させることとなった。この結果、1月26日には、15億ドルの25年債を新規に発行するという発表を行うまでに至った。この発行額は、フィリピン政府としては過去最大の起債額であり、2000年以来の最初の長期債となるものである。しかしながら、フィリピン政府の財政状態の悪化を理由に、1月中旬のスタンダード&プアーズの格付けでは、1ノッチの引き下げが行われ、これに続いて2月にはムーディーズの格付けが2ノッチ引き下げられた。

- ・ ラテンアメリカの最大の発行者は、国の大小を問わず、ソブリン（政府及び政府関係機関）である。ブラジル政府は、10月に10億ドルのドル建ての15年債を発行し、12月には、5億ドルの9.6年債を発行した。メキシコ政府はユーロ建ての15-1/4年のメディアム・ターム・ノート（MTN）を9億7,100万ドル発行し、ペルー政府はユーロ建ての10年債を合計で8億600万ドル発行した。ユーロ建てのこのような大きな規模の発行が行われるということは、高利回りの債券に対するヨーロッパの投資家の需要がこの四半期には強かったことを示唆している。ベネズエラ政府はラテンアメリカの政府の中でも最もネットの発行額を増やしており、第3四半期はゼロであったが、第4四半期の発行額は20億ドルであった。これとは対照的に、ラテンアメリカ地域の非金融法人企業は3四半期連続でネットの発行額を減少させており、金融機関はネットの発行額がマイナス10億ドルであった。
- ・ 第4四半期においては、ラテンアメリカの発行者による自国通貨建てのグロスの発行額がアルゼンチン危機以来の最高水準（5億1,640万ドル）に達したことも注目される。2004年の年間では、8億5,570万ドルであるが、これは2001年の9億3,910万ドル（額面）に近い水準である。このように自国通貨建ての債券やノートが増加したのは、ラテンアメリカ地域に対する自国通貨建ての銀行貸出が顕著に増加したことと符合するものである。第4四半期には3つの債券発行が行われた。コロンビア政府は、11月に合計で9,545億コロンビアペソ（3億7,380億ドル）の債券を発行した。また、12月には、ブラジルの銀行であるBanco Bradesco SAとBanco do Brasil SAがそれぞれ2億7,100万リラ（9,740万ドル）と1億2,570万リラ（4,520万ドル）のメディアム・ターム・ノート（MTN）を発行した。
- ・ ヨーロッパの新興市場国における最大の発行はハンガリー政府によるものであり、7年もののユーロ建て固定利付債を3.625%の表面利率で12億6,300万ドル発行した。トルコ政府は11月末に5億ドルを発行したが、これはドル建てで、期間10-1/3年、10年物米国債に比べて286ベーシス・ポイントのスプレッドであった。ロシアの金融機関は、近年ヨーロッパの新興市場国による発行を刺激してきたが、第4四半期には若干増勢が衰え、ネットベースで第3四半期の29億ドルから、19億ドルに減少している。
- ・ 最後に、2004年には新興市場国の債券及びノートの平均発行年限が伸びている。このことは、グロスの発行額が新記録を達成し、スプレッドが縮小していることと併せ考えると、2004年が全体として調達環境が非常に良好であったことを示すものであるといえよう。主要地域について、新規発行の債券及びノートの発行年限の4四半期移動平均をみると、2004年末では、7.6年（アジア・パシフィック）、9.0年（ヨーロッパ新興市場国）、14.7年（ラテンアメリカ）となっている。（グラフ3を参照）各国の国債については、それぞれの数字が、9.7年（アジア・パシフィック）、9.3年（ヨーロッパ新興市場国）、18.6年（ラテンアメリカ）となる。しかしながら、第4四半期だけをみれば、これらの地域及び多くの部門において平均発行年限は短くなっている。

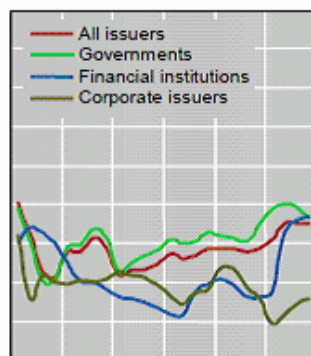
(グラフ3) 新興市場国の平均発行年限 (注)

アジア・パシフィック



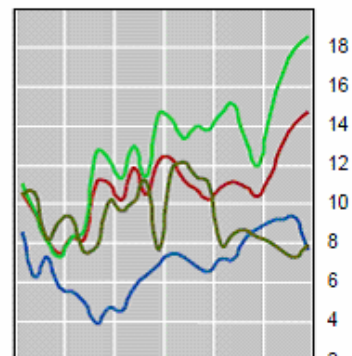
1999 2000 2001 2002 2003 2004

ヨーロッパ新興市場国



1999 2000 2001 2002 2003 2004

ラテンアメリカ及びカリブ諸国



1999 2000 2001 2002 2003 2004

(注) 4四半期移動平均

Sources: Dealogic; Euroclear; ISMA; Thomson Financial Securities Data; BIS.