

## 太陽グラントソントン

## エグゼクティブ・ニュース

**テーマ：新型コロナウイルスによるクレジット市場への影響**

執筆者：BNP パリバ証券 グローバルマーケット統括本部副会長 中空 麻奈氏

**要旨（以下の要旨は2分30秒でお読みいただけます。）**

今年(2020年)1月に中国の武漢市から発生した新型コロナウイルスは、その後瞬く間に世界に広がりました。IMFの見通しでは、2020年の世界経済は500兆円の損失、△3.0%の成長率と予想されています。世界各国はこれに懸命に対応していますが、新興国の対応力に不安があり、第二波、第三波の到来が懸念されます。

今回は、新型コロナウイルスの流行でクレジット市場(信用リスクがある商品の取引市場)の安定が崩れてきたことに焦点をあて、同市場への影響や見通しについて、BNP パリバ証券グローバルマーケット統括本部の中空麻奈副会長に解説して頂きます。

新型コロナ流行に連れクレジット市場の相場変動を予想する VIX 指数(30 を超えると警戒ライン)は、リーマンショック後初めて 40 を超えた。こうした信用不安に対し各国政府と中央銀行は、投資可能な社債等買い入れを中心に大規模なセーフティネットを構築、財政面でも中小企業資金繰り支援などを打ち出した。ただ、クレジット市場にセーフティネットが掛けられても、観光業、ホテル、航空、鉄道、製造業などセクター毎に影響の偏りがあり、金融機関の不良債権増大から金融システム不安につながる恐れがある。また原油価格暴落でのエネルギーセクターへの影響も懸念され、デフォルト率にも注意を要する。新興国では、病床数のヘルスケアなど 4 分野でコロナ対応を評価し得るが、リスクは高くソブリン(国)リスクへ発展する可能性がある。

企業等がデフォルトに陥るのは、複合的要素からだ。これからのリスクの筆頭は、コロナ対峙への財政力がなく資金をドル調達に依存する新興国のリスクだ。また、セーフティネット構築でも信用度の低いハイイールド債は、必ずしも買入対象になっておらず、これに投資した場合のリスクも考えられる。

コロナショックはリーマンショックを超えたと言われるが、リーマンショックとの違いを考えると、第一に、現在はデジタル化、IT 化が進んでおり、ショックに対する感応度が高いこと。第二に、リーマンショックはサブプライムローンに起因する金融システムの問題だったが、コロナショックは需要の急減が背景で、セクターが全般にわたること。第三に、リーマンショック時は流動性の枯渇が問題だったが、今回は流動性枯渇ではなく、資金を持っているのに使わない、ということだ。

コロナショックからの回復にはどの程度時間を要するのだろうか？シナリオとして①V字回復、②U字回復、③L字回復、あるいは④回復できないか、の四つが想定されるが、現実的には、②U字回復70%、③L字回復30%程度と見られる。このため、今は投資機会だが、新型ウイルスは将来的には大きな転換点であるかも知れず、投資行動として、短期と中長期では見方を大きく変えねばならないと肝に銘じるべきだ。

新型ウイルスとの戦いで、ESG(環境・社会・ガバナンス)投資によるコロナ債の発行が増えており、新型ウイルス問題を今後の転換点として能動的な機会と捉えたい。クレジット市場の中から、負ける産業と勝つ産業をいかに見極めるか、など興味深い数多くの問いが浮上してくる。そうした動きを注意深く観察して行きたい。

## テーマ：新型コロナウイルスによるクレジット市場への影響

BNP パリバ証券グローバルマーケット 統括本部副会長 中空 麻奈

### 1. はじめに

人間の英知は戦争を回避する術を学んできた。まさかウィルスが世界経済を止めてしまうとは誰が想像したであろう。IMF が下方修正した世界経済見通しでは、2020年の成長率予測は△3.0%。500兆円超の経済損失に対して、800兆円の財政出動で応戦する世界各国の戦いぶりは、まだ劣勢を完全に覆せてはいないながら、善戦している。

新型コロナウイルスの問題が中国武漢で始まったのが今年(2020年)1月終わりとして、地球全体で見ても、まだ3か月が経過しただけである。ニュージーランドでは封じ込めに成功したという報道が出て来ている他、欧米各地でも徐々に経済活動をスタートさせんとする動きがみられつつあるなど、明るいニュースの傍らで、パンデミックは新興国に伝播し、ネガティブな影響をもたらしたことは注意が必要である。財政のフレキシビリティ、政治の成熟度など様々なポイントから新興国が新型コロナウイルスを封じ込めるのは先進国以上に大変な課題となる。新興国での封じ込めに失敗すれば、またぞろ第二波、第三波のリスクが指摘されることは言うまでもない。

依然気が抜けないことは間違いないが、今回は新型コロナウイルスによって長らく続いてきたクレジット市場の安定が崩れことに焦点をあて、クレジット市場への影響やこれからの展望について整理していくことにしたい。



### 2. クレジット市場の様変わり

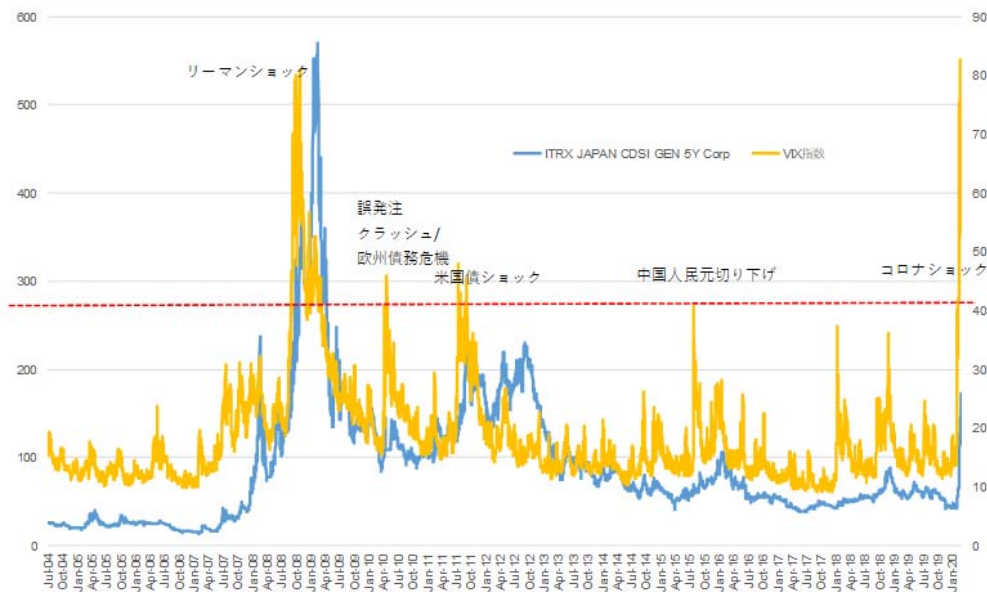
#### (1) VIX 指数の上昇、原油価格の混乱

まずは図表を見ていただきたい(図表1)。リーマンショック以降、VIX 指数(Volatility Index、恐怖指数のこと。米 S&P500 の変動幅を指数化したもの。通常は10~20で推移し、30を超えると激しい相場変動が予想される警戒ラインとされる)が40を超したのは同ショックを含めて全部で5回のみ。今般のコロナショックではリーマンショックを超したVIX 指数になったのを見ると、どれだけクレジット市場への影響が大きかったかがわかる。その実、クレジットスプレッドは2012年のユーロ危機以降ほぼ一貫してタイト化してきたが、今回はワイド化したことが確認できる。ワイド化するというのはリスクプレミアムが広がったことを指し、クレジット市場が脆弱になったことを示す。

2014年にECB(欧州中央銀行)が、2016年に日本銀行がそれぞれマイナス金利を適用したことに象徴されるように、金融緩和が継続していたことから、金融市場は安定的に推移してきた。金融緩和によって流動性が潤沢であったため少々のクレジットイベントであればリスクとも思わず、スプレッドを潰してきたのがこれまでのクレジット市場であった。それが一変した、のである。



図表1：VIX指数とCDSクレジットスプレッド推移



出所：ブルームバーグ、BNP パリバ証券

## (2) 中央銀行のセーフティネット

そうしたショックに対して、世界各国の政府および中央銀行の動きは迅速で、しかも大規模なセーフティネットをクレジット市場に対しても用意してきた。米国 FED（連邦準備制度）が用意した Primary Market Corporate Credit Facility (PMCCF：500 億ドル) および Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF：250 億ドル) は代表的なものである。仕組みはこうだ。対象となる債券買い取りのための SPV という枠組みを FED が財務省とともに、まず作る。レバレッジは 10 倍と決められているため、買入能力は単純計算で 7,500 億ドルと巨額に上る。いわば、財務省と中央銀行が一体となって、クレジット市場におけるリスクプレミアムの抑制に乗り出した盤石なスキームなのである。

対象資産は、投資可能な社債であること、残存年限は 4 年以下、発行された債券残高のうち同じ回号の 25% 以上の買い取りにならない、などの条件付き。当該社債発行体は、米国で事業を行っている会社、米国法に基づいている会社、雇用者の太宗がアメリカ人であること、が必要だが、それを満たせば、2020 年 3 月 22 日現在、二つ以上の格付け機関から BB-/Ba3 以上の格付けが付与されている限り買い入れ対象となる。こうしたスキームは 2020 年 9 月 30 日までの時限措置であることや、手数料がかかること、発行体あたりの上限があることなどいくつかの制約はあるものの、「最後の買い手」の存在は力強いバックアップとなる。

ECB や BOE (イングランド銀行) も同様のファシリティをセットしたのに加え、日本銀行でも、4 月 27 日の政策決定会合にて、CP・社債等の買入の増額を決定した。CP・社債等の追加買入枠を大幅に拡大し、合計約 20 兆円の残高を上限に買入を実施する。追加枠はそれぞれ 1 兆円から 7.5 兆円に増額。発行体ごとの買入限度額も緩和される。1 発行体当たりの買入残高上限が 1,000 億円から CP は 5,000 億円、社債は 3,000 億円に。総発行残高に占める日銀の保有割合上限は 25% から CP は 50%、社債は 30% に。対象となる社債等の残存期間も 1 年以上 3 年以下から、1 年以上 5 年以下に延長する。

米国同様、9月末までの時限措置ながら、日本の社債市場規模を考えれば、十分すぎるセーフティネットと言える。

こうした中央銀行の取り組みに加え、財政面からのサポートもある。新型コロナウイルスのための施策としては、ウィルス封じ込めのための予算に加え、中小企業を中心とする資金繰り支援、雇用維持のための費用負担、税金の支払猶予や免税措置など。世界中が財政再建をとりあえず横に置いて、財政政策に舵を切ったのである。財政を使えば、資金が回る。資金が回れば、たとえ信用乗数が低くなっている昨今でさえ、景気の下支えとなる。新型コロナウイルスの蔓延が下押しした分をある程度は相殺できるよう、金融政策と財政政策が駆使されているのである。

### (3) デフォルト率の上昇、セクターの偏り

では、「金融市場については問題なし」ではないか、と思われたかもしれない。残念ながらそうはいかないのである。クレジット市場全体はセーフティネットによって支えられたとしても、新型コロナウイルスの影響をダイレクトに受ける場合、順番や濃淡に違いがあることを考えねばならない。コロナショックとはいわば強制的な需要減である。これまで期待されていた需要が突如なくなった結果、どれだけの影響が瞬時にあったか、あるいは副次的に効くのか、はセクターによって異なる。

まず影響を受けるセクターとしては、観光業、ホテル・宿泊、レジャー産業である。さらに“移動”に関わる産業（航空、船舶。鉄道も一部は強い影響を受ける）は当面収益の回復見通しが立たないのではないだろうか。飛行機が飛ばなければ、あるいは、自動車が売れなければ、ガソリンもいなくなり、石油・ガスセクターにもネガティブとなる。4月に入って原油の先物価格がマイナスを付けるなど異常な状況にあることまで考慮しないとしても、石油・ガスセクターへの影響は既に無視できない。また、空港に自治体から資金が入っている場合は、自治体の資金繰りにも影響が出かねない。オーストラリアの大学のように、留学生が多い場合には大学も経営が成り立たない可能性すらある。消費の低迷により、小売り全般の経営にもネガティブに働く。とりわけ、贅沢品である高級ブランドや自動車などの売れ行きは激しいはずだ。在宅勤務が増えればオフィスは従前程には必要でなくなる。オフィスビルの価値も大幅に下落するかも知れない。

続いて、サプライチェーンに影響が出る製造業も他所事（よそごと）ではない。部品が入ってこなくなれば製品の組み立てが遅れ利益回収の時期がずれ込む。パソコンなどは巣ごもり需要で消費が伸びると考えられるものの一つだが、それでも、工場などラインのストップにより、生産の見込みが立たなくなれば売れ行きも覚束ない。

多くのセクターに影響を出しながら、それでも新型コロナウイルスが収束しなければ、金融機関の不良債権が増加し、果ては金融システム不安にまで発展してしまう可能性があることは踏まえておきたい。金融システム不安になれば、ソブリン(国)が資金を出し、金融システムを維持するように動くだろうから、最終的な帰結はソブリンリスクであることも覚悟しておくべきであろう。

こうしたセクター間のクレジットリスクに対する濃淡により、正しく政府からの資金繰りが付けば、デフォルトは回避できるのだが、すべての産業、すべての国が影響を免れないとなれば、中には取りこぼしが出ることを織り込む必要がある。すなわちデフォルト率の上昇である。リーマンショック時、米国のデフォルト率は瞬間12%、欧州では同8%程度まで至ったが、それ並みのデフォルト率は十分想定しておく必要がある。3月17日、英ローラアシュレイ（ライフスタイルブランド）が経営破綻、4月20日、豪ヴァージン・オーストラリア・ホールディングス（航空）が任意管理手続き入り、

4月21日、米Envision Healthcare（ヘルスケア）の破綻申請など相次いでいる。日本でも、この傾向は同じだ。東京商工リサーチによれば、4月22日現在、新型コロナウイルス関連の経営破綻は全国で累計81件。

こうした流れから、誰もが知る大企業がデフォルトするかどうか、クレジットスプレッドが再度ワイド化するのかの一つの試金石ではあるが、需要の減少は既に2か月も続いているのである。低金利が長く続いていたがゆえ、売り上げ対比の現金保有額が1-2か月しかない企業は多く、その意味では資金繰りが回らなくなる可能性のある企業は相当数ある。そこに原油価格の暴落が同時に起きたことで、石油・ガスやエネルギーセクターへの影響も無視できなくなっている。今後のデフォルト率の上昇も相応に織り込んでおく必要がある。

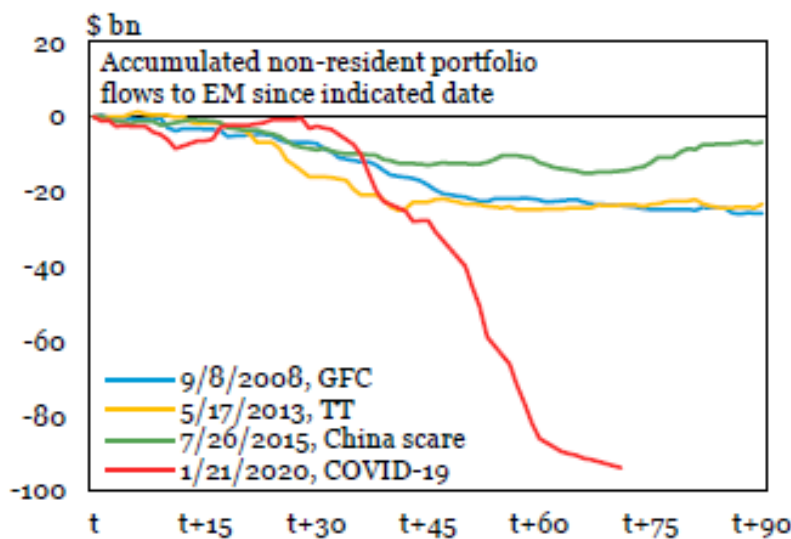


### 3. これからのリスク、注意点

クレジットリスクを長年見ていると、企業やソブリンがデフォルトに陥る時、というのは複合的要素によって生じていることに気づく。“弱り目に祟り目”に弱いという特性があると言えそうだ。一つの問題なら乗り越えることが可能だが、二つ三つ重なると破綻という結末を迎えやすいということだ。

これからのリスクとして見ておくべき筆頭は新興国のリスクである。新型コロナウイルスの問題がない時でも、ドル調達リスクは大きかった。日本やECBがマイナス金利政策を導入した後、金利が水面上にあったのは米国くらいであったから、世界の資金は米国に向かっていった。自国通貨に信用がないがゆえ、ドルで資金調達することが多い新興国は、必要なだけのドル調達ができるか、懸念されていた。そこへ、新型コロナウイルスによる観光収入減、原油の大幅下落が生じた。新興国にも新型コロナウイルスが蔓延を始めたため、それに対峙するためには財政を使う必要があるが、先進国程に多額の財政政策がとれるはずもない。外国からの資金流入に依存していた新興国から、リスクオフにて資金が流出していることは痛手である（図表2）。

図表2：非居住者による新興国への資金フロー（過去のストレス時との比較）

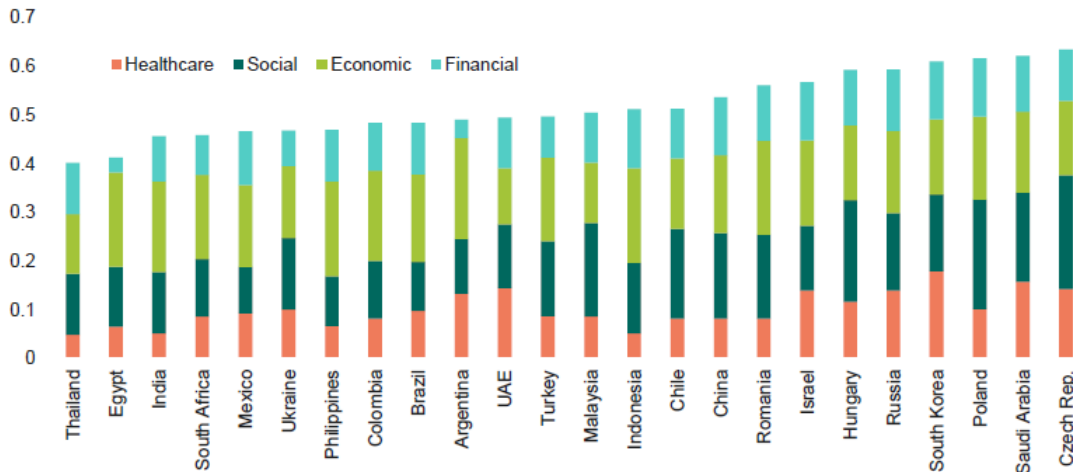


出所：IIFからの転載

外貨を稼ぐ術がなくなっている中で資金が流出してしまう深刻さは想像に難くない。IMFなどを通じて、先進国から新興国への資金移転が速やかに行われることが待たれる。しかし、そうした資金移転がなされるまでは、これまでの蓄積である外貨準備高がどれくらいあるか、や、医療や政治などの状況を踏まえて、その抗力がどの程度のものかを冷静に見ていくしかあるまい。

我々はこうした新興国について、ヘルスケア（病床数がどの程度あるかなど）、ソーシャル（貧困割合、教育の程度など）、フィナンシャル（2020年中の償還金の多寡、短期債務の割合、観光収入の割合など）、エコノミック（GDP対比で見た貿易収支の割合、家計債務の割合など）の四つの分野に分けて、それぞれを25%ずつのウェイトをもって評価することにした。最高を1、最低を0として、新興国における新型コロナウイルスの対応ができていのかどうかについて、見てみたのが図表3である。これは一つの考え方を示しているに過ぎないが、新興国の問題が大きくなっていることは確かである。IMFを通じた資金支援が適宜行われぬ限り、ソブリンリスクへ発展する可能性は見ておく必要がある。

図表3：新型コロナウイルスに対する準備の度合い（新興国）



出所：UN/ILO, BIS, IIF, Fitch, World Bank, IMF, S&P, Macrobond, ブルームバーグ、BNPパリバ証券、注：1に近づく程準備ができていことを示す

さらに、ハイイールド債(信用度が低い高利回り債)をどう捉えるべきかにも注意が必要だ。前述したように、投資適格の社債に対しては大盤振る舞いとも言えるセーフティネットが用意されている。ハイイールドは格付けが低いため、リターンが確保できる。投資適格市場が安定すれば、リターンを確保するためにはハイイールド市場投資は魅力的に見えるはずである。しかし、今般のセーフティネットは必ずしもハイイールド市場に明示的に買入があるわけではない。米国でも、欧州でも、投資適格からハイイールドに格下げされたフォールンエンジェル(投機格付けに格下げされた企業)については引き続き購入対象(あるいは適格担保)だとしており、ハイイールド債をすっかり除外しているわけではないにせよ、すべての債券が購入対象ではない。よって、うっかりハイイールドまで大丈夫だと踏んで投資した場合には、リスクが肥大化してしまう可能性は残っているということになる。

もともとハイイールド銘柄は低金利が続く中、レバレッジを高くし過ぎていたという問題を抱えていた。レバレッジが高いということは、バランスシートにのり代が少ない

ことを意味する。ハイイールド銘柄からのデフォルトリスクは通常より高い可能性があると考えておかねばならないからだ。

また、特定の市場であるCLO (Collateralized Loan Obligation) のことで、レバレッジドローンを集めて、それを参照債券として組成しなおした商品) やレバレッジドローン (格付けがBB以下に対するローン)、航空機ファイナンス (航空会社向け、担保付融資とリース) など大丈夫なのか、という点も気にしておきたいリスクファクターである。商品設計上、耐性はあるように設計されているのは確かなのだが、景気が悪くなればレバレッジドローンのデフォルト率は上昇するだろうことは言うまでもない。デフォルト率が上昇すれば、価格は下がり、格付けも下がる。これらを有価証券として保有している場合には、価格低下によって、強制評価減の対象となるかどうか、それによって、銀行等の収益にどれ程の問題となるのかが重要である。特に日本の金融機関はこうした特定市場のうち、格付けの高い商品を多額保有していると言われている。現時点では大きな問題ではないものの、将来的にどこまで格下げがあるのか次第では、損失処理が必要となるかも知れず、注意はしておきたい。

#### 4. リーマンショックとの違い

コロナショックにより世界経済に与えた影響はリーマンショックを超えたと言われる。クレジット市場に対してはすでにリーマンショック級の影響をもたらしたことは見てきた通りだ。

では、リーマンショックとの違いは何だったのだろうか。コロナショックの問題が完全に収束していない中での比較は危険であることを承知で、三つ指摘したい。

第一に、今般はデジタル化、IT化が進んでおり、ショックに対する感応度が高いこと、である。第二に、リーマンショックがサブプライムローンとそれを組成した商品の問題から波及したいわば金融システムの問題であったのに対し、今回は需要の急減が背景であり、金融システムというよりは、影響するセクターは濃淡こそあれ、全般にわたるといえることである。よって、金融システム不安の克服なら何度も経験があるのに対し、国としての処方箋が書きづらい面が否めない。第三に、リーマンショック時は一気に流動性が枯渇し、価格がつかないということが起きたが、今回については、流動性自体は中央銀行から供給されており枯渇したわけではなかったことである。資金を持っているのに使わない、という現象が起きた。つまり、リスクテカーが不在という問題である。資金を持っているのに、リスクを取らない参加者にいかにリスクを取らせるか、は、普通に考えても答えは見出し難いと言える。



#### 5. 今後の進展とコロナ後を踏まえた投資スキーム

こうした違いを踏まえたところで、コロナショックが今後どういう進展をしていくのか、シナリオを描いてみると以下の通り。コロナショックからの回復がどの程度時間を要するものかで見方が変わってくるであろう。①V字回復、②U字回復、③L字回復、あるいは④回復できないか、の四つのシナリオが想定される。現状を鑑みると①V字回復は残念ながら想定しづらく、また、④回復できないということもない (と信じたい) ため、この二つの可能性は低いと考える。現実には照らせば、②U字回復70%、③L字回復30%程度と見ることが出来るのではないかと。

これらの見方が正しい場合、短期的な視点で言えば、現時点は投資機会ということになる。いずれは市場が回復するとわかっているのに、現在市場が混乱している、のであれば、投資機会であることは明らかだ。

ただし、もう少し長い目を見たとき、投資行動はどうすべきであろうか。新型コロナウイルスは、将来に立って今を振り返ったときに、大きな転換点であるのかも知れない。転換点であるということは、これまでの様々な考え方、投資スキームやクレジットリスクの見方も含め、相当程度変化する必要があることを意味する。これまでは正しかったリスクの取り方がこれからも正しいとは限らない、ということになるわけだ。よって、コロナショック後を考える際には、短期と中長期の見方は大きく変えねばならないことを肝に銘じておく必要があるようだ。



## 6. おわりに

新型コロナウイルスの問題はまだ終わりが見えない。その過程でこれまでの常識の多くを廃棄し、新しいルールを作っていくことになるであろうことだけは確かだ。大きな転換点に立たされている。

しかし、新型コロナウイルスという見えない敵と戦う中、金融市場では新しい資金調達スキームが生まれている。新型コロナウイルスを例にとっても、たくさんの資金が必要になるが、この資金調達に ESG 投資（環境 E、社会 S、ガバナンス G を重視した経営を行う企業に対して長期を視野に入れて投資する手法）の概念を結び付けて、コロナ債の発行が増えているのである。たとえば、公的金融機関が新型コロナウイルスによって資金繰りを必要とする企業に資金を出す費用、製薬会社がウイルスに対する抗体や医薬品を作るための開発費用、また新型コロナウイルスにより経営難に陥った場合には雇用が維持できなくなるリスクが高いため、雇用をつなぐための費用。こうした費用を資金使途として調達する場合に、ソーシャルボンドを発行できる流れになりつつあるのである。

新型コロナウイルスやパンデミックなどないに越したことはないが、それを迎えてしまった以上、大きな転換点として、能動的に仕組みを変える機会として捉えるのはどうであろう。何が廃棄となり、どんなルールができてくるのか。短期的な視野、中長期の視野のどちらが有効か。負ける産業と勝つ産業をいかに見極めるか。クレジット市場を見るだけでも、解かねばならない、興味深い数多くの問いが浮上してくる。心して観察していきたいと思っている。

以 上





#### 執筆者紹介

---

##### 中空 麻奈(なかぞら まな)

BNP パリバ証券 グローバルマーケット統括本部副会長

##### <学歴・職歴>

1991年 慶應義塾大学経済学部卒業  
1991年 野村総合研究所入所  
その後、郵政省郵政研究所出向  
2000年 モルガンスタンレー証券に移籍  
2004年 JP モルガン証券に移籍  
2008年 BNP パリバ証券入社(クレジット調査部長)  
2011年 市場調査本部長チーフクレジットアナリスト  
2018年 チーフ ESG アナリストを兼務  
2020年 現職

##### <学会等>

財政制度等審議会財政制度分科会起草委員、税制調査会委員、国税審議会委員、経済産業省サステナブルな企業価値創造に向けた対話の実質化検討会委員、環境省グリーンボンド・グリーンローン等に関する検討会委員、経済産業省産業構造審議会臨時委員、日本 EU 学会会員

##### <主要著作>

「ユーロ連鎖不況」、「早わかりサブプライム不況」、「図解ソブリンリスク早わかり」、「グローバル金融規制の潮流」など

##### <その他>

「日経ヴェリタス債券アナリスト・エコノミストランキング、クレジットアナリスト部門第1位(2015年)、第2位(2013、2014、2016、2017年)、3年連続第1位(2010、2011、2012年)