

アナリストの眼

米クレジット市場の動向

【ポイント】

1. BBB 格社債の発行残高が大きく拡大し、景気後退期などに格下げが増えれば市場が大きく混乱するリスクは依然として高い。
2. レバレッジド・ローン市場が拡大しているが、リスクの認識が不十分であることなどが指摘されている。
3. 2018 年末に大幅下落に見舞われた米社債市場は、潜在的なリスクは高まり続けているが、すぐに崩壊する材料もまた見当たらない。

大きなリスクを抱えていると指摘され、2018 年末に大幅下落に見舞われた米社債市場が、このところ落ち着きを取り戻している。嵐は本当に去ったのか。

世界経済の回復や、緩和的な金融環境を受けたイーロドハントの動きを受け、2016 年以降、米社債市場のスプレッドは長くタイトニングが続いたが、2018 年末にかけて社債価格は大きく値を崩し、スプレッドはワイドニングした。背景には、米中の貿易摩擦や、減税効果の剥落による米経済の減速懸念が高まったことに加え、

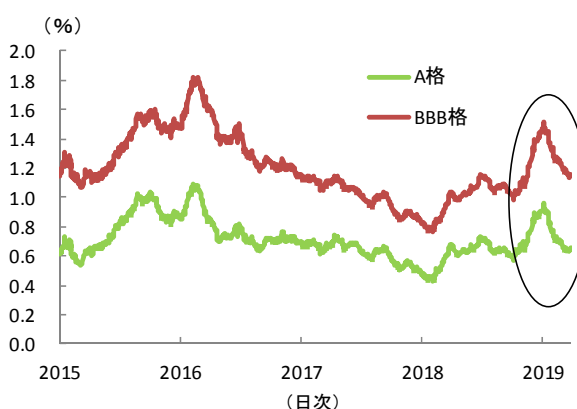
そうした中でも FRB（米連邦準備理事会）が金融引き締めを継続する意思を示したことなどがある。それまでにも、米国の社債市場が大きなリスクを抱えているといった指摘はあったが、それが一気に表面化した格好となった。その後、FRB が 2019 年 3 月の FOMC（米連邦公開市場委員会）で、利上げ見通しを大きく後退させた上、バランスシートの縮小についても 2019 年 10 月以降停止するなど大きくハト派化し、その後、他国の中央銀行もこれに追随する形でハト派転換する事態となったが、この FRB の急激なスタンス転換の背景には、米社債市場が抱えるリスクへの懸念が影響したとの見方もある。

潜在的に大きなリスクを抱えているとの見方から、同市場は今後も不安定な動きを続けるとの予想が、年始においては支配的であった。しかし、市場は落ち着きを取り戻し、ゴールドロック（適温相場）再来と言わんばかりにクレジット・スプレッドはタイト化し、もはや急落前の水準まで戻ってきている。米社債市場が抱えるリスクについて要点を整理するとともに、今後の動向について考察したい。

1. 拡大する BBB 格社債市場

米国の社債市場は、急速に拡大してきた。図表 2 は、米国の非金融企業の社債・ローン残高の推移である。リーマン・ショック前を大きく上回る水準まで増加していることがわ

図表 1. 米社債市場のスプレッド推移



(資料) Bloombergより富国生命作成

かる。その背景には、長く続いた低金利環境の中、低金利で調達した資金を自社株買いに使い、一株当たり利益（EPS）成長率を押し上げるなど、経営効率の改善を図ろうとする企業が増えたことが一つの要因である。一方、社債に投資する投資家サイドは、低金利環境のなかで少しでも利回りの高いものを求め、投資適格のなかでも最も利回りの高い BBB 格への需要を拡大してきた。その結果、BBB 格の社債の発行残高が大きく増加してきた。図表 3 は、現在のブルームバーグ・バークレイズ米国投資適格社債インデックスの格付別構成比である。2008 年には構成比で 30%程度であったと言われる BBB 格の構成比は、46.6%まで拡大し、残高では 3 倍以上に拡大していると言われている。

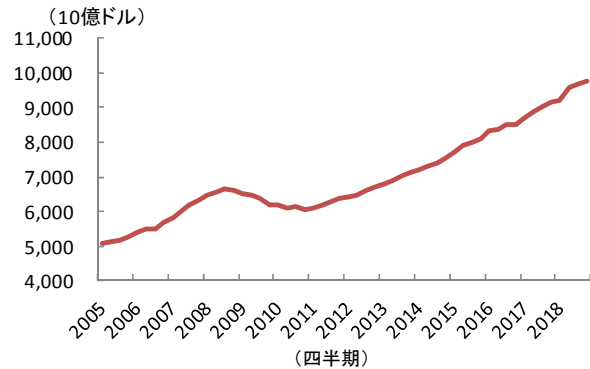
BBB 格社債に投資している多くの投資家は、投資適格、つまり BBB 格以上を投資対象としている場合が多い。仮に、この大量にある BBB 格社債の一部が投資適格からジャンク債に格下げとなり、いわゆるフォーリン・エンジェルとなった場合、市場規模の小さいジャンク債市場の投資家の需要だけでは、到底消化しきれないだろう。景気後退局面が到来すれば、当然、フォーリン・エンジェルが増加することが予想されることから、大きなリスクになるといえる。2018 年末には、米中の貿易摩擦や、減税効果の剥落による米経済の減速懸念が高まったことなどから、このフォーリン・エンジェル増加への警戒感が急速に高まる形で、クレジット・スプレッドのワイド化が起こった。現在も、こうした歪んだ市場構成は大きく変わっておらず、潜在的なリスクは引き続きあると考えられるべきだろう。

2. レバレッジド・ローン市場

レバレッジド・ローンとは、投資適格未満（BB 格以下）の信用力の低い企業に対して行われる融資であり、担保があることに加え、債務返済順位が高いことから、BB 格以下の社債であるハイ・イールド債よりもリスクが低いとされる。多くのレバレッジド・ローンが束ねられ、ローン担保証券（Collateralized Loan Obligation、以下 CLO）の形で広く取引されている。レバレッジド・ローンに直接投資をすることは一部の機関投資家に限られるが、CLO 化されたことで、個人投資家まで投資家層が広がった。CLO は、内包されたリスクが不透明であることに加え、それが世界中の投資家に広く取引されているなどの点について、リーマン・ショックを引き起こしたサブプライム・ローンとの類似点が指摘されている商品である。

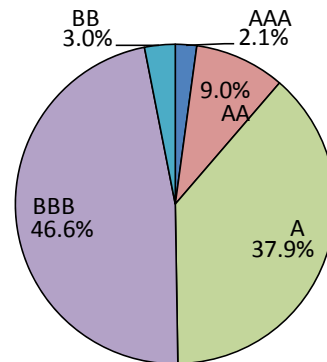
レバレッジド・ローンの市場規模は、リーマン・ショック前の 2 倍以上となる 1 兆ドル以上まで拡大してきていると言われる。米金融当局は、投資家がリスクを十分に認識

図表 2. 米非金融企業の社債・ローン残高



(資料)FRBより富国生命作成

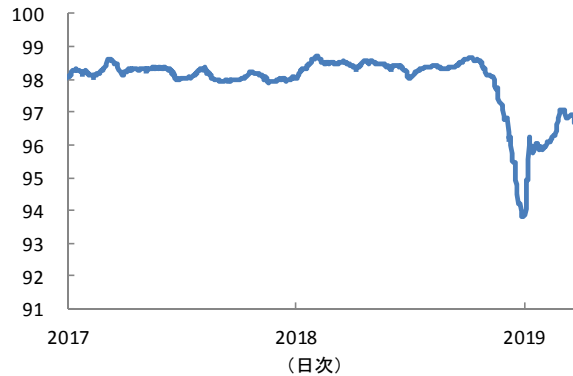
図表 3. ブルームバーグ・バークレイズ米国投資適格社債インデックス格付構成



(資料) Bloombergより富国生命作成
(備考) 2019年3月26日時点

しないなかでレバレッジド・ローンの残高を増やしている可能性を指摘しているほか、日本銀行や日本の金融庁も同市場のリスクを注視している。こうしたなか、2018年末には一部の投資家が資金を引き揚げたことに端を発し、流動性の枯渇から急落を招いた（図表4）。1月以降、同市場も落ち着きを取り戻しつつあるが、潜在的なリスクは依然として高いと言えるだろう。なお、一部の欧米金融機関の試算によれば、このレバレッジド・ローン市場の残高の3分の1を日本の金融機関が保有しているとされている。

図表4. S&P/LSTA レバレッジド・ローン価格指数

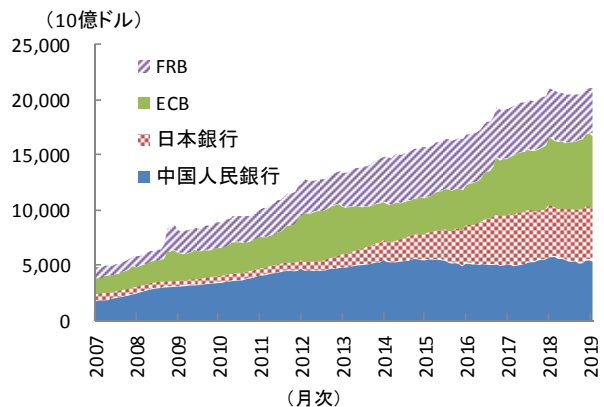


(資料) Bloombergより富国生命作成

3. リスクは再び顕在化するのか

いつの時代も、リスクは様々なところに存在する。米クレジット市場のリスクについても、リスクの存在が指摘されてから久しい。しかし、大きなリスクを抱えているからと言って、それが必ずしもすぐに顕在化するとは限らない。図表5は、FRB、ECB（欧州中央銀行）、日本銀行、中国人民銀行のバランスシートの推移を示したものである。FRBは2017年からバランスシートの縮小をスタートし、2018年12月にECBも量的緩和を終了したが、未だ世界の中央銀行のバランスシートは過去最高レベルの水準を維持しており、流動性は潤沢と言えるだろう。先日、中東の政府系企業の大規模起債においては、おおよそ10兆円以上の資金が集まるなど、イーロードハントの動きから投資家の旺盛な需要も続いている。さらに、格付けの引き下げが連鎖的に起こるような事象は見られず、発行体の信用状況に大きな変化が見られるような状況にもない。FRBの急激なスタンス転換などにより米長期金利が大きく低下したことで、高債務企業の利払い負担への懸念も後退した。こうした観点を整理すると、米クレジット市場にリスクはあるものの、それがすぐに顕在化する理由もまた見当たらないというのが今の状況である。当面は、こうした状況が続くのではないだろうか。

図表5. 主要中央銀行のバランスシート



(資料) Bloombergより富国生命作成

とは言え、米国のクレジット市場に、潜在的なリスクが蓄積されているのは事実である。投資家としては、手を出さないで済むなら、それに越したことはないだろう。しかし、いつの時代も、そうした状況を理解しつつも、それでも強含む市場を見ながら、ただ指をくわえて見ていることは容易ではない。そのようにして、結果的にリスクが更に蓄積され続けていくというのが、これまでにも見てきたバブルの構図である。この米社債市場のリスクが、次のリセッションの要因になるような問題に発展するか、状況を注視していきたい。

(資金債券グループ 久守 匠太)