

米信用スプレッドの考察

【ポイント】

1. 米信用スプレッド（米国債と社債の利回り格差、以下、スプレッド）の縮小（改善）が継続してきたが、中長期的にはターニング・ポイントを迎えつつある。
2. 良好な米企業ファンダメンタルズと堅調な社債需給は継続しているが、将来的には財務レバレッジ拡大や社債発行増加など投資環境の悪化を注視する必要がある。
3. 利回りやスプレッドの水準の低さから社債投資の期待リターンは低下しており、バリュエーション面の割高感からスプレッドには拡大圧力が掛かるだろう。
4. 米利上げが契機となりスプレッドは拡大する見込みだが、慎重な利上げは大幅な拡大には繋がらず、拡大一巡後は安定的に推移すると予想する。

1. スプレッドの推移

スプレッドは、2008年のリーマン・ショック時に急拡大した後、2011年の欧州債務危機時に一時的に拡大する場面があったものの縮小基調を辿ってきた。米景気・企業業績の回復に加えて、各国中央銀行による金融緩和政策を受けて低金利が継続するなか、利回り追求から社債市場に資金が流入したことがスプレッド縮小の背景である。

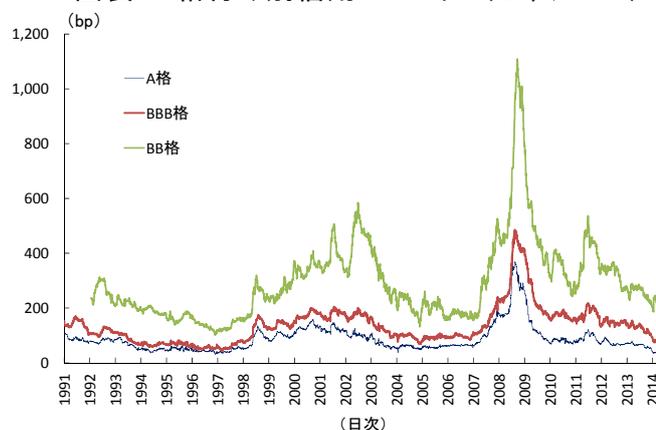
ただし2014年に入って、格付け別では、その方向性に差が生じている(図表1)。投資適格債のA・BBB格はリーマン・ショック以前の水準まで縮小したうえ、歴史的な低水準で安定的に推移する一方で、非投資適格債のBB格では資金流出に見舞われるなど拡大に転じている。7月にはFRB（米連邦準備制度理事会）のイエレン議長が非投資適格債や信用力が低い企業向け融資に懸念を示し、一部で信用バブルが懸念され始めた。

直近では、このようにスプレッドが拡大に転じる兆しが見られ始め、ここ数年継続した縮小基調は終焉し、中長期的にはターニング・ポイントを迎えつつあるようだ。本稿では、米企業ファンダメンタルズと社債需給、米金融政策の観点から、今後の信用スプレッド動向を考察してみたい。

2. 米企業ファンダメンタルズの動向

米企業の財務指標の時系列データによれば(図表2)、米景気・企業業績の回復を背景に米企業が積極的な財務政策に転換したことから、ネット有利子負債総額は2010年以降に増加ペースが加速し、2008年には及ばないものの高水準で推移している。ただし同時に、

図表1. 格付け別信用スプレッド(5年ゾーン)



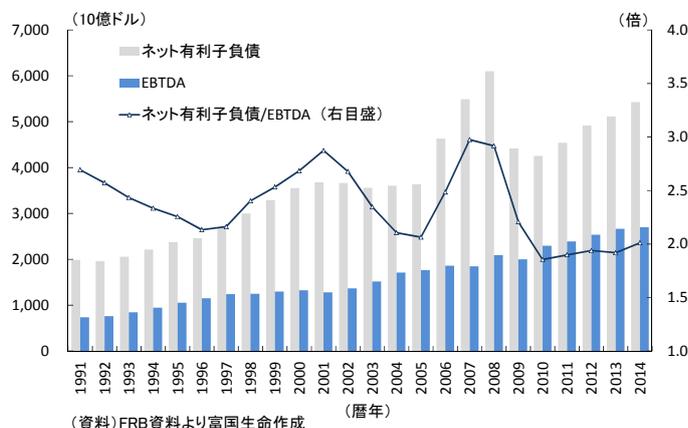
(資料) Bloomberg データより富国生命作成

米企業の収益改善によりキャッシュフロー創出力も持続的に向上しており、EBITDA（利払い・税引き・償却前利益）は増加基調を維持している。このため、ネット有利子負債/EBITDA 倍率は約 2 倍程度であり、ここ数年小幅悪化傾向にあるものの中長期的には健全な水準を維持している。

また S&P によれば、米企業の投機的等級デフォルト率は 2009 年の 11.19%から 2013 年の 2.12%へと劇的に改善した。短期的には貸出し基準の厳格化などから悪化が見込まれるものの、米企業の財務の健全性や信用力に問題が生じる水準にはない。

このため、現時点では企業ファンダメンタルズ要因からスプレッドが拡大する可能性は小さいものの、直近の社債発行増加などによる財務レバレッジ拡大や、将来的な企業収益の伸び悩みによる財務バランス悪化が顕在化した場合にはスプレッドの拡大要因となるだろう。

図表2. 米企業財務指標

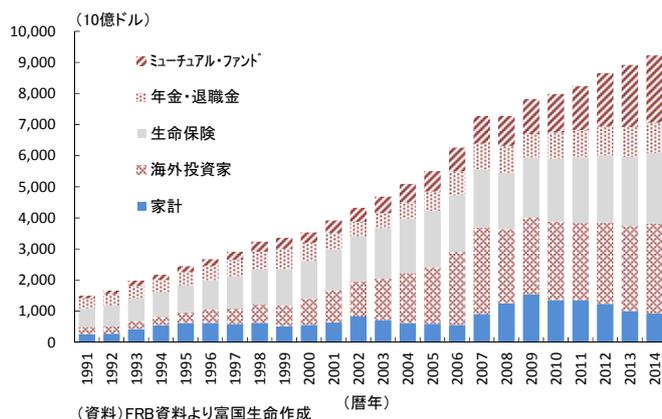


3. 米社債の需給環境

需要面では、低金利が継続するなか利回り追求から投資家は社債を購入してきた。主要な投資家別の社債保有残高推移を見ると（図表 3）、特にミューチュアル・ファンドの増加額が顕著であり、短期的な資金フローを見ても非投資適格債を含めて積極的に投資している。また生命保険や年金・退職金が安定的に投資適格債に投資している他、米国の相対的な利回りの高さから海外投資家が保有額を増やしており、引き続き投資家の潜在的な社債投資ニーズは高いと考えられる。

その一方で、供給面では今年、大手企業による大規模起債が相次いだ。今後も景気回復を背景とした事業拡大や設備投資に加えて、株主還元策や M&A を目的とした起債が継続する見込みである。さらに金利上昇観測が高まる局面では前倒しの起債や、低金利・長期資金調達を目的とした社債デュレーションの長期化が見込まれる。米企業側からは起債のインセンティブが高まりやすい状況が継続する一方で、投資家側にとってはリスクプレミアムの上乗せを要求する要因となり、スプレッドに拡大圧力が掛かる場面があると予想する。

図表3. 主要投資家別の社債保有残高推移



4. 米利上げとスプレッド

図表 4 は 1991 年以降の FF レート、BBB 格のスプレッドおよび利回りの推移を表したものである。当該期間中、利上げ局面は 1994 年、1999 年、2004 年の 3 回あったが、必ずしも利上げがスプレッド拡大に結び付いていない。景気回復を背景とした利上げ時には企業業績と信用力の改善を伴うことが多く、このような状況下の 1994 年および 2004 年の利上げ局面ではスプレッドは横這い圏で推移した。その一方で、1999 年は米企業の財務指

標・信用力の悪化やデフォルト率の上昇から拡大基調で推移した。現時点において、米経済が平均 2% 台半ばの安定成長を達成し、企業の財務指標・信用力が健全な水準を維持するならば、1994 年および 2004 年と同様に、FRB による利上げはスプレッド拡大には結び付かないとも考えられる。

ただし、過去の利上げ開始時の BBB 格の利回り水準を比較すると、1994 年および 1999 年は 6% 程度、2004 年は 4% 程度であったのに対して、現在は 2.5% 台半ばと過去最低の水準で推移しており、社債投資に期待されるインカム収入は減少傾向にある。このような状況下、利上げ局面では中短期ゾーンの金利を中心に上昇し、同ゾーンの社債のキャピタル損失をインカム収入で補えない可能性が生じるため、キャピタル損失回避のための社債売却が需給環境を悪化させる可能性が高い。

また、今後の利上げ局面では各資産のボラティリティが上昇すると予想される。特に金利ボラティリティおよび VIX 指数とスプレッドとの相関関係は高く、過去の経験則から、これらのボラティリティ上昇局面では、スプレッドは拡大する傾向にある。今後の利上げを展望すると、歴史的に最も低い金利水準からの利上げ開始であり、一時的なスプレッドの乱高下には注意が必要だ。

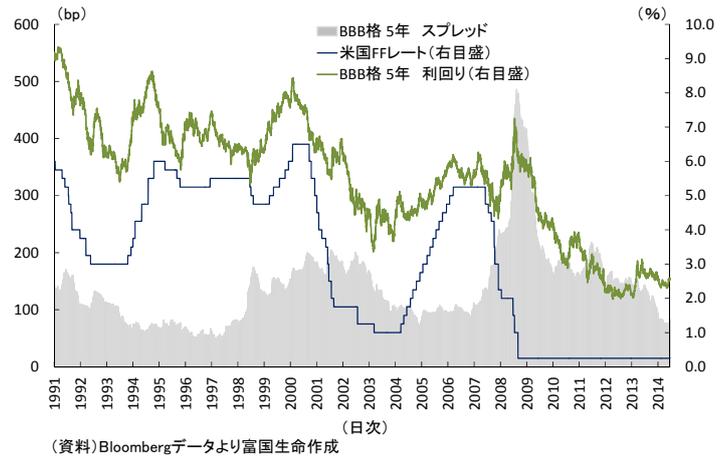
そして、金利ボラティリティが大きくなる局面では、通常スプレッドの厚さがバッファとなるが、BBB 格のスプレッドがリーマン・ショック時の 500bp 程度から現状の 100bp を下回る水準まで縮小する過程で、スプレッドのバッファ機能は低下している。現状の利回りおよびスプレッドの水準から判断すると、将来予想される利回り上昇やスプレッド拡大に対して、リスク・リターンは均衡しておらず、バリュエーション面の割高感から調整余地が残されているように思われる。

ただし、その一方で、過去の利上げ局面と異なり、インフレ圧力が弱く、FRB による利上げペースは緩やかで中立金利の水準が低い可能性がある。この場合、急激な金利と金利ボラティリティの上昇が回避されるため、スプレッドは一時的に拡大する場面はあるものの、利上げ局面を通して拡大幅は抑制されると予想する

5. スプレッドの見通し

ここ数年継続したスプレッドの縮小と利回り低下に伴い社債のバリュエーション面での割高感が意識されるなか、米利上げ観測の高まりを契機にスプレッドは拡大に転じる兆候があり、中長期的にスプレッドは、ターニング・ポイントを迎えようとしている。ただし、堅調な米景気や米企業ファンダメンタルズ、投資家の潜在的な社債投資ニーズ、そして FRB による緩やかで慎重な利上げ姿勢を背景に、本格的なスプレッド拡大は回避される見込みである。グローバル景気減速懸念や地政学的リスクなどの外部環境のリスク要因は多いなか、2015 年年央以降の利上げ開始を見極めるまで、引き続きスプレッド動向に市場の注目が集まるだろう。

図表4. 米国FFレートとスプレッドと利回り



(資金債券グループ 大泉 洋栄)