

アナリストの眼

調整局面を迎える米国社債市場

【ポイント】

1. 高水準の社債発行が続く米国 IG 市場では、旺盛な投資家の需要により社債スプレッドは安定して推移している。
2. 米国企業のファンダメンタルズは次第に悪化する見通しで、IG 市場の需給バランスも軟化する可能性が高い。
3. 投資家にとってはどの程度の調整局面になるかを見極めることが重要だ。

1. 活況が続く米国社債市場

米国投資適格社債（米国 IG）市場の代表的な指標の 1 つであるブルームバーグ・バークレイズ米国社債総合指数が示す社債スプレッド（米国債との利回り格差）は、2 月上旬に 2007 年以來の低水準である 85bp（ベースポイント）までタイト化（価格は上昇）した後、夏場に 124bp までワイド化する局面があったものの、その後は 110bp 近傍でのレンジ推移を続け、年間を通じて落ち着いた動きとなっている（図表 1）。

米国社債発行市場では、2018 年 1 月～10 月の IG 累計発行金額は過去最高を記録した前年から 12% 程度減少したものの、高水準の発行が続いている。

M&A の資金調達を目的とした起債が高水準の発行をけん引している。3 月に 400 億ドルを調達した米ドラッグストアチェーンの起債は史上 3 番目、270 億ドルを 10 月に起債した米ケーブルテレビ大手の案件は 4 番目の規模となった他、M&A に関連した 100 億ドルを超える大型案件が複数見られた。M&A 以外の起債増加の理由としては、企業による株主還元策の積極化もあげられる。低金利による負債調達コストの低下により、社債発行で調達した資金を自社株買いなどに充てる動きがハイテク企業を中心に散見され、米国企業の有利子負債は増加傾向にある。発行量増加に加え、近年は起債年限が長期化される傾向にあることから、米国 IG の市中発行残高は 5 兆ドルを超え、2009 年と比べ約 4 割増加した。特に、IG の中で最も信用力が低い BBB 格社債の残高は 2 倍以上に増加した。

高水準の供給にもかかわらず、現時点で市場に荷もたれ感はない。FRB（米連邦準備理事会）は今年 3 回の利上げ（年内にあと 1 回の利上げを市場は予想する）を実施し、米国 10 年国債利回りは年初から 70bp 程度上昇する一方、日本銀行・ECB（欧州中央銀行）は未だ金融緩和を継続中で、日欧ともに国債利回りは低位安定している。加えて、両中銀が実施する社債購入プログラムにより、社債スプレッドは人為的に押し下げられている。相対的に利回り水準の高い米国 IG は、米国内の投資家だけではなく、本邦を含む海外投資家にとっても魅力的な投資対象であり、旺盛な需要を集めている。

図表 1. ブルームバーグ・バークレイズ
米国社債総合指数



(資料) Bloombergより富国生命作成

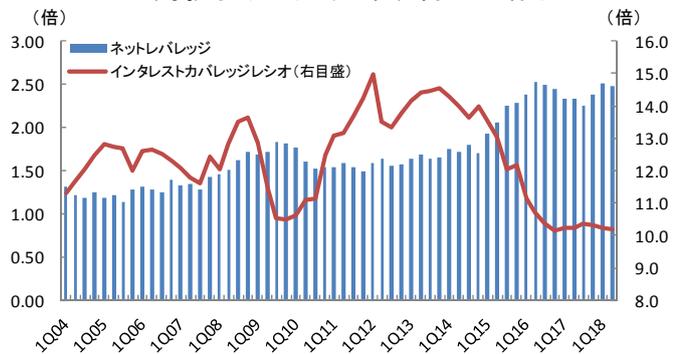
2. 米国企業のファンダメンタルズは悪化へ

失業率が過去最低水準まで低下するなど、足もとの米国経済は力強く成長している。法人税減税による押し上げ効果を割り引いて考える必要はあるが、米国企業の業績は約2割増益と堅調だ。一方で、先行きに関しては中国との貿易戦争の長期化や欧州の政治問題、ドル高による新興国経済の苦境など、不透明要因は枚挙に暇がなく、景気の減速は避けられないだろう。クレジットサイクル（金融市場で起こる信用の「回復・拡大・後退・修復」の循環）は概ね景気循環サイクルと一致すると考えられており、現在は「拡大」から「後退」に向かう局面にあると考える市場参加者が多い。米国企業のファンダメンタルズは既にピークアウトしており、先行きは悪化の蓋然性が高いと考えられる。

JPモルガンの集計によれば、米国IG発行企業（全産業、除く金融）のネットレバレッジ（純有利子負債／EBITDA倍率）は、2018年第2四半期時点で約2.5倍と2004年以降の最高水準で高止まりしている。近年、米国企業は好調な業績によりEBITDA（利払い前・税引き前・減価償却前利益）の水準が上昇しているものの、前述の通り有利子負債が増加しているため、景気が減速しEBITDAが減少した場合、財務バランスが大きく悪化する恐れがある。

有利子負債が現行水準にとどまる一方、EBITDAが過去8年間で最も落ち込んだ2016年第2四半期のレベルに減少する（約19%減）と仮定した場合、米国IG企業のネットレバレッジは3倍を超える。同様に、BBB格企業については直近の約2.9倍から3.3倍程度まで悪化する。更には、企業の金利負担能力を示す指標であるインタレストカバレッジレシオは2014年以降一貫して悪化を続けており、足元では約10倍と2004年以降で最も低くなっている。社債の発行年限長期化に伴い、最近の金利上昇がすぐに支払利息の増加には繋がらないものの、上記リスクシナリオケースでは、利益水準の落ち込みと相まってインタレストカバレッジレシオが更に悪化すると考えられる（図表2、3）。

図表2. 米国IG社債発行企業の財務状況（全産業、除く金融）



(資料)JPモルガン『2Q18 Final Fundamentals Metrics』より富国生命作成

図表3. 米国BBB格社債発行企業の財務状況（全産業、除く金融）



(資料)JPモルガン『2Q18 Final Fundamentals Metrics』より富国生命作成

3. 米国社債市場の需給悪化懸念

企業のファンダメンタルズの悪化に加えて、社債市場の需給軟化も懸念される。供給サイドに関しては、景況感の悪化に伴い企業は財務戦略を慎重化させ、有利子負債拡大（社債発行）のペースは鈍化すると予想される。一方で、需要サイドに着目すると、米国IGの約4割を保有する海外投資家（日本、欧州などの米国非居住者）の需要が落ち込む可能性がある。

FRBの利上げに伴い、ドル円の為替ヘッジコストは足もとで年率3.2%程度まで上昇し、1年前と比べて約130bp上昇した。同様に、ユーロをベースとする欧州の投資家にとってもドルユーロのヘッジコストは3.4%程度まで上昇（同期間で約120bp上昇）している。本邦

投資家が為替ヘッジ付き米国社債（5年 BBB 格）に投資をする場合、過去 2 年間で概ね 1～1.6% 程度の利回りを確保できたが、ヘッジコストの上昇に伴い、直近では 0.8% 程度まで低下している（図表 4）。金利の低い日本国債の代替として米国社債に投資してきた投資家にとっては、日本国債（ここでは 20 年国債利回り）と比べた利回り格差が足もとでは 20bp を割っており、投資妙味が薄れている。同様に、ドルユーロ為替ヘッジ後の米国 BBB 格社債と欧州 BBB 格社債の利回りを比較した場合、2018 年 9 月末以降はスプレッドがマイナス圏に低下しており（図表 5）、欧州の投資家にとっても米国社債への投資は難しくなっている。

もちろん全ての海外投資家が為替ヘッジを前提とする訳ではなく、為替オープンでの投資も行われる。また、ドル建ての商品を販売する保険会社は、負債見合いで為替水準に左右されずにドル債を購入することが可能である。ただし、全体で見れば、FRB の利上げ継続により為替ヘッジコストは今後も上昇が見込まれることから、海外投資家からの需要を抑える要因となろう。

需給に関しては、近年の発行量増加により BBB 格社債が IG 市場に占める割合が高まっている点も懸念される。

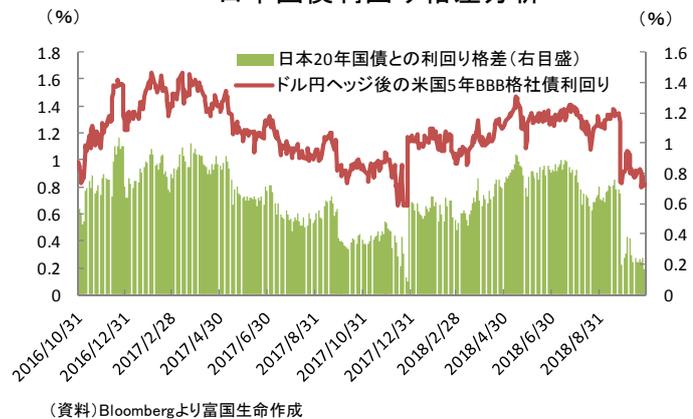
BBB 格社債の市場規模は 2.5 兆ドルを超え、IG 市場に占める割合は 2000 年時点では約 3 分の 1 程度だったものが、現在では半分を占めるに至った。格付けが BB 格以下のハイイールド社債（以下 HY）の市場規模は 1.2 兆ドル程度であり、仮に 15% の BBB 格社債が HY へ格下げとなった場合、HY 市場の残高は 3 割増加することとなり、市場で吸収できるかは不透明だ。HY 市場のスプレッド拡大が加速すれば、IG と HY では投資家層の違いがあるとはいえ、IG 市場への悪影響は避けられないだろう。

4. まとめ

今後予想される景気の減速や企業のファンダメンタルズの悪化、社債市場の需給バランスの軟化により、米国 IG の社債スプレッドはタイト化するよりもワイド化の方向にあるという見方が市場では支配的だ。一方で、調整の深さに関しては市場参加者の意見が分かるところだ。株式と比べ歴史が浅いクレジット市場では、大きな調整局面がこれまで数回しかなく、過去の経験則が通用するとは限らない。非伝統的な金融緩和政策からの出口という、市場参加者が初めて経験する局面においては、社債投資家の真の目利き力が問われる。

（財務投資グループ 八郷 大輔）

図表 4. ドル円ヘッジ後の米国社債と日本国債利回り格差分析



図表 5. ドルユーロヘッジ後の米国社債と欧州社債利回り格差分析

