

## 社債市場の構造変化と潜在リスク

欧米の社債市場では、投資適格の中で最も格付けが低いBBB格社債の構成比率が急速に高まっている。こうしたなか、景気情勢が悪化し、BBB格社債が投機的格付けのハイ・イールド債へと格下げされれば、当該社債の投げ売り傾向が強まること等から市場の安定性が大きく損なわれることが懸念される。

### ハイ・イールド債の指標性は低下か

2018年秋から年末にかけて米国株式市場が調整色を見せる局面で、以前より、その調整の早期警戒指標とされてきたハイ・イールド債（ジャンク債）の指標性が改めて問われることとなった。

過去には、投機的格付けのハイ・イールド債市場は、米国株式市場の大幅調整を数か月程度先取りする動きを示す傾向が見られた。例えば、1998年のロシア危機の際には、ハイ・イールド債と米財務省証券との利回り格差、いわゆるスプレッドは、株価急落の数か月前から拡大傾向を示し、10日程前からは急拡大していた。また、2007年のサブプライム・ローン問題の際には、株価急落の50日前頃から、スプレッドは拡大傾向を鮮明にしていた。

ところが、2018年10月にS&P500指数は7%下落し、過去7年間で最大の下落幅を記録した際には、それ以前に、ハイ・イールド債のスプレッドはむしろ縮小傾向を示していた。こうした動きから、ハイ・イールド債は、もはや株式市場の先行指標としての役割を失っているのではないかと、との見方も出てきたのである。

ハイ・イールド債市場と株式市場とで、企業セクター構成の乖離が広がったことが、両者間の連動性を低下させていると考えられる。近年の米国株式市場でその構成比率を急速に高めてきたのが、ITセクターであるのに対して、ハイ・イールド債市場で構成比率を高めてきたのは、エネルギー・セクターだ。

S&P500指数を構成する銘柄で、アップル、アマゾンといった巨大IT企業の構成比率は、株式時価総額で見

ると、足もとで25%程度となっている。10年前には、その構成比は16%程度だった。これに対して、ハイ・イールド債市場でのITセクターの構成比率は6%程度に過ぎない。現在、ハイ・イールド債市場を構成する最大のセクターはエネルギー関連だ。10年前にはエネルギー関連は、セクター別規模で4番目であったが、いわゆるシェール革命以降、エネルギー関連企業はハイ・イールド債の発行を通じた資金調達を急増させたのである。

このような、米国株式市場とハイ・イールド債市場の双方の構造変化を踏まえると、ハイ・イールド債市場に、株式市場の先行指標としての役割を強く求めるのは、もはや難しいのかもしれない。

### BBB格社債がより注目される

株価の大幅下落、あるいは金融危機などの前兆を探るという観点からは、投資適格分野も含めた社債市場全体に目を配っていく必要があるだろう。中でも注目しておきたいのが、投資適格最下位のBBB格の社債市場だ。昨年の米国社債市場では、ハイ・イールド債市場が比較的安定を維持する中、より信用力が高い投資適格社債が調整色を示していた。

ハイ・イールド債とBBB格社債との間に見られるこうした乖離は、それぞれを構成する社債の質が変化していることを一部反映している側面もある。ハイ・イールド社債の中で、シングルB、Cなど格付けが最低水準の社債の構成比率が低下する一方、BBB格社債市場では、信用力は低いがぎりぎり投資適格となった社債の構成比率が上昇するという、質の劣化が目立っている。

BIS（国際決済銀行）のデータによれば、2000年の

時点で社債全体の中でBBB格の占める比率は、米国では30%、ユーロ圏では21%にとどまっていた。ところが、2018年には、米国でその比率は34%、欧州では48%にまで達している。こうした構造変化の背景には、供給面、需要面、双方の要因が考えられる。

まず、供給面に関しては、企業は、借入の拡大によって自社の社債が投機的格付けとならないよう、慎重に計算しつつ資金調達を行っている。自社の社債が投機的格付けとなれば、借り入れコストが増加するためだ。欧州では、こうした傾向がより顕著に見られる。それは、ECB（欧州中央銀行）が社債の買入れ対象を投資適格に限定したことで、投資適格と投機的格付けとの間で社債の金利水準の乖離が拡大し、企業は投資適格の社債を発行する動機を著しく強めたためである。

## BBB格社債格下げのリスク

他方で、需要側の要因も、社債市場で投資適格最下位のBBB格社債の構成比を高めている。投資対象を投資適格社債に限ることを義務付けられる運用担当者が、投資適格の中でもできるだけ運用利回りの高いBBB格社債に投資を集中させることによって、BBB格社債の発行環境が改善している面があると考えられる。

これは、投資信託についても同様である。2010年以降、A格社債以上の投資適格社債に投資する投資信託の構成比が、欧米で共に低下する一方、BBB格以上A格未満の投資適格社債に投資する投資信託の構成比は上昇傾向にある。その比率は、米国では2010年第1四半期の18.1%から、最新の2018年第4四半期には44.3%まで高まった。欧州でも同時期に15.5%から

46.7%へと上昇している。

しかし、このようにBBB格社債への投資を拡大させることには、大きなリスクが伴うだろう。景気情勢がひとたび悪化すれば、BBB格社債は投機的格付けのハイ・イールド債へと一気に格下げされるためだ。その際、投資適格社債への投資を義務付けられる運用担当者は、その社債、あるいはそれで運用する投資信託を一気に売却することを強いらられる。いわば、投げ売り（fire sale）だ。BBB格社債がハイ・イールド債に格下げとなった割合をみると、景気回復が続くもと、欧州ではリーマン・ショック後には概ね低下傾向を辿っているが、米国では2013年以降上昇傾向を辿っており、欧米共に2017年には7%弱の水準となっている。

米国証券業金融市場協会は、米国市場でBBB格社債がハイ・イールド債に格下げされた場合の市場への影響を試算している。BBB格社債の10%が格下げされると仮定し（これは2009年の実績11.4%に基づく）、その社債の3分の1が投げ売りされる場合には、その売却額は社債発行残高全体の0.38%となる。これは、現在のBBB格社債の一日の売買高が社債発行残高全体に占める比率の0.27%を上回る。この試算からも、BBB格社債が格下げされる場合には、市場に深刻なダメージが及ぶことが容易に推測できる。このように、欧米で進むBBB格社債の急速な拡大には、金融市場の混乱に繋がる大きなリスクが潜んでいると考えるべきだろう。

## Writer's Profile



木内 登英 Takahide Kiuchi

金融ITイノベーション事業本部  
エグゼクティブ・エコノミスト  
専門はマクロ経済、金融政策  
focus@nri.co.jp