

投資適格社債の状況について

- デフォルト・リスク、フォーリン・エンジェル、バリュエーション

デイビッド・ライリー

パートナー、チーフ・インベストメント・ストラテジスト

2020年4月1日

●新型コロナウイルスによる世界経済への同時多発的な需給ショックとそれを封じ込める対策は、その深刻さにおいて前例のないものとなっています。一方で、金融政策と財政政策を講じるペースと規模も異例のものです。特に投資適格企業の多くが影響力の大きな雇用主であり、その企業に依存する地元サプライヤーを多く持つ「全国規模の優良企業」である場合、金融政策と財政政策により、信用ストレスが効果的に軽減されるだろうと私たちは考えています。

●投資適格社債からハイイールド債（いわゆる「フォーリン・エンジェル」）への格下げは1%未満に留まると予想しています。フォーリン・エンジェルは、投資適格社債のデフォルト以上に、投資適格社債のベンチマーク型運用のポートフォリオに実現損を与える、はるかに大きな要因になり得ます。フォーリン・エンジェルの数は今後数年間で増加しますが、おそらく世界金融危機とユーロ圏ソブリン危機時のピークよりは少ないだろうと見ています。さらに、ハイイールド債に格下げされるリスクが最も高い発行体とセクターは、現在の債券価格に既に織り込み済みと考えています。

●異常なまでの不透明感、ボラティリティの高さ、現金への逃避といったことが現在、資産価格変動の主な要因となり、バリュエーションとファンダメンタルズに大きな影響を与えています。大幅下落の一例は、ETFです。ETFはパッシブに連動すべきベンチマーク指標よりも価格が大きく変動しました。しかし、ヒストリカルで見ると、投資適格社債のスプレッドは現在、今後のプラス・リターンを想定できるような水準にあります。

●現在のバリュエーションでの投資適格社債のリスク・リターンを分析すると、投資家にとって中期的にプラスになるような歪みが明らかに見られます。投資適格社債の投資家が直面する損失の潜在的な原因は、デフォルト・リスクではなくフォーリン・エンジェルのリスクです。ボトムアップによる銘柄選択を用いて、リターンの差異が拡大している状況を活用できるアクティブ戦略では、損失のリスクが軽減できるのではないかと考えています。

2月下旬以降に金融市場で見られた成長に敏感なリスク資産の下落とボラティリティの高まりは、そのペースと規模において、前例のないものとなっています。COVID-19のパンデミックによる経済および金融面への影響とウイルス拡大、犠牲を防ごうとする政策によって、金融市場は大きく左右されています。世界の主要経済はリセッションの瀬戸際にあり、リセッションの深さと期間はかなり不透明な状況です。

現在、クレジット市場のファンダメンタルズとバリュエーションは、コア国債とコモディティ価格を含めた市場全体のボラティリティの高まりと、投資家の要求する流動性プレミアムを前に霞んでいます。注目すべきことは、ETFのボラティリティが大きく高まり、その際に動きが一致することを目指すベンチマーク以上に純資産価格（現物債の合計価格）に対して大きなディスカウントとなっていました。スプレッドの急激な拡大によって、過去から考えると、今後のプラス・リターンを想定できるような水準にあると考えています。

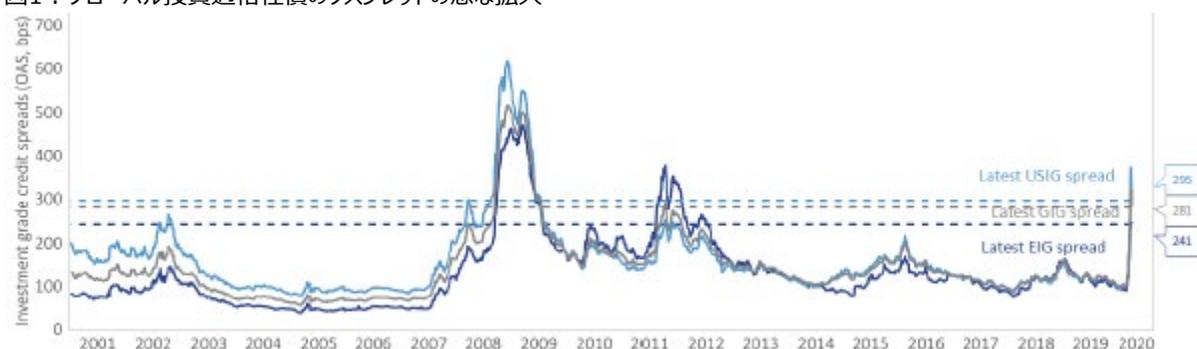
投資適格社債の下落スピードとボラティリティの高さの原因は外的なもの-すなわち、COVID-19の拡散と原油価格の崩壊です。2008年から2009年の世界金融危機のように、危機を特徴付ける過剰レバレッジと金融面での不均衡解消が原因ではないでしょう。政府と中央銀行がこれまでに発表した異例の政策措置に注目が集まる中で、パンデミックによる大きな経済損失を抑制することに成功すれば、経済回復と市場の反発は、以前のリセッションやデフォルト・サイクルと比較して早くなるはずだと考えています。

投資適格社債のスプレッドは記録的スピードで金融危機時と同水準にまでワイド化

グローバル投資適格社債の先月のスプレッドの拡大は、これまでで最も急激なものとなりました。投資適格社債のスプレッドは現在、グローバル金融危機のピークを除けば、過去最大水準にあります。現在、欧州は世界的なパンデミックの中心地となり経済ファンダメンタルズが弱く、欧州投資適格社債（EIG）スプレッドの拡大は急激である一方で、米国投資適格社債（USIG）ほどに深刻ではありません。

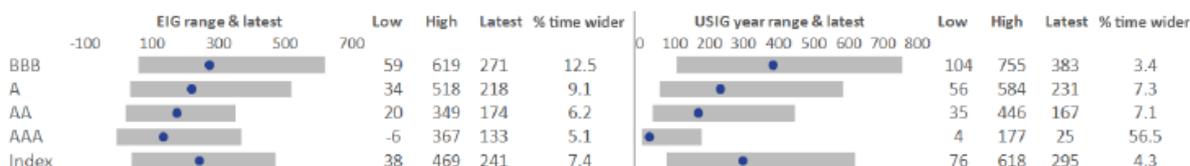
私たちの考えでは、この理由の一端にUSIGはエネルギー企業の比率が大きく、直面する「フォーリン・エンジェル」リスクが大きいことや、この危機が起こる前でさえ、欧州中央銀行（ECB）がユーロ建ての社債を購入し、大量保有しているということがありとみています。欧州投資適格社債のスプレッドが現在の水準を超えることは、これまでほとんどありませんでした（図1、図2参照）。

図1：グローバル投資適格社債のクスプレッドの急な拡大



出所：Bloomberg Barclays Global Agg Corp, Euro Agg Corp, US Corporate bond indices;2020年3月27日現在

図2：投資適格社債のスプレッド範囲、現在の水準よりワイド化した時点の割合



出所：Bloomberg Barclays Global Euro Agg Corp and US Corporate indices;2001 年来スプレッド;ブルーベイ・アセット・マネジメント計算;2020 年 3 月 27 日現在

米国投資適格社債について、1年から3年の投資期間において、現在と同じ水準のスプレッドであった場合、プラスの超過リターン（「無リスクである」同年限の国債に対する超過リターン）が得られていることが過去の分析から示されています。欧州投資適格社債については、「成功率」、つまりスプレッドが現在の水準以上となり、その後超過リターンがプラスとなった比率は、1年と2年の投資期間では同じような水準で、3年間では約95%となります。

図3はスプレッドが275bpsを超えた後の米国投資適格社債インデックスの年率リターン、図4はスプレッドが200bpsを超えた後の欧州投資適格社債インデックスの年率リターンを示しています。この分析では、投資適格債市場に新規に資金を投じたエントリー・タイミングによって、バリエーションでのクッションがどの程度あるかを示しています。投資時点のスプレッドが現在の水準よりも低い場合でも、スプレッドが275bpsあるいは200bpsを上回った場合と下回った場合の相対的な過去の成功率からは、投資適格社債の現在のリスク・リターン分析は明らかにポジティブな方向に向かう可能性が高いことを示しているように見えます。

図3：スプレッドが275bpsを超えた後の米国投資適格社債インデックスの年率リターン



注：Bloomberg Barclays US Corporate index の年率超過リターン；日次スプレッドは2001 年以来 275bps よりワイド化した 36 ヶ月

出所：Bloomberg Barclays US Corporate index;ブルーベイ・アセット・マネジメント計算;2020 年 3 月 27 日現在

図4：スプレッドが200bpsを超えた後のユーロ投資適格社債インデックスの年率リターン



注：Bloomberg Barclays Euro Agg Corporate index の年率超過リターン；日次スプレッドは2001 年以来 200bps よりワイド化した 16 ヶ月

出所：Bloomberg Barclays Euro Agg Corporate index;ブルーベイ・アセット・マネジメント計算;2020 年 3 月 27 日現在

2008年9月にリーマン・ブラザーズの破綻後にスプレッドが急拡大したことを受けて、2009年初めまでの1年間は、米国投資適格社債と欧州投資適格社債でマイナスの超過リターンが発生しています。

2010年から2012年にかけてのユーロ圏サブリン債務危機時は、欧州投資適格社債のспレッドが最初に200bpsを超えた直後からの2年間および3年間の投資では、マイナスの超過リターンでとなりました。ECBの7,500億ユーロのパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）とその前に発表された1,200億ユーロの資産購入プログラム（QE）は、新型コロナによってユーロ圏サブリン債務危機の再来があるというテールリスクを取り除いたように思います。

私たちが行ったファンダメンタル分析では、米国または欧州での銀行破綻は理論的に非常に低いと見ています。2007年と比べて銀行の資本ははるかに堅固で、新型コロナウィルスによる経済への影響を和らげるために、中央銀行と政府の支援は実体経済に流動性と資本を供与するという点で重要な役割を果たしています。

デフォルト・リスクとフォーリン・エンジェル

企業のデフォルトにより予想される損失と、リターンの不確かさとボラティリティを補うために、「無リスクである」国債に対する社債の追加利回り -спレッド - を投資家は通常、社債に求めます。投資適格社債の年間デフォルト・リスクの平均は、過去から見ても非常に低い水準です。ムーディーズによると、投資適格社債の発行体の平均デフォルト率は1年間で0.1%未満、5年間で1%未満です。しかし、準投資適格社債（ハイールド債）では1年間で4%、5年間で19%となります。2020年2月のムーディーズの調査では、2001年2月と、2008年から2009年のリセッションとクレジットの低迷期において、投資適格社債の債券発行残高に対する年間デフォルト率（発行体に占める比率ではありません）は約1.5%でした。

図5のとおり、現在のспレッドは、5年間にわたる投資適格社債デフォルト率が過去に最高となった時期に必要なとされるспレッドをはるかに上回っています。

図5：予想デフォルト損失とспレッド

Rating	Latest Current spread	Spread implied 5yr default			Actual 5yr default		Rating	Required spread for		Current spread vs required	
		0%	20%	40%	Worst	Average		Worst	Average	Worst	Average
AAA	25	1.4%	1.6%	2.1%	0.0%	0.0%	AAA	0	0	25	25
AA	167	8.9%	9.9%	13.0%	0.5%	0.2%	AA	6	2	161	165
A	231	12.0%	13.4%	17.5%	1.3%	0.4%	A	16	5	215	226
BBB	383	19.1%	21.3%	27.3%	4.2%	1.7%	BBB	51	21	331	362
USIG	295	15.1%	16.8%	21.8%	2.4%	1.0%	USIG	29	12	266	283
AAA	133	7.1%	8.0%	10.5%	0.0%	0.0%	AAA	0	0	133	133
AA	174	9.2%	10.3%	13.5%	0.5%	0.2%	AA	6	2	168	172
A	218	11.4%	12.7%	16.6%	1.3%	0.4%	A	16	5	202	213
BBB	271	14.0%	15.6%	20.2%	4.2%	1.7%	BBB	51	21	220	251
EIG	241	12.6%	14.0%	18.2%	2.4%	1.0%	EIG	29	12	212	229

注：S&Pによる5年間の累積デフォルト率の平均と最低の数値（1983年～2017年）

出所：Bloomberg Barclays US Corporate index, Euro Agg Corporate indicesの格付けによるспレッド;ブルーベイ・アセット・マネジメント計算;2020年3月27日現在

投資適格企業が「デフォルトにジャンプ」する稀なケースは常に特殊な事件、不正会計の露呈（例えば2003年のパルマラット破産）によるものです。これは特にESGの「G」（ガバナンス）と、社会的要因、環境的要因を

投資プロセスに取り入れることの重要性を強調しています。

新型コロナによる経済的な封鎖状態の影響を受け、リターンが異常なまでに崩壊している状況は、投資適格級を含む多くの企業に深刻な財務的圧力をかけるでしょう。流動性バッファと健全なバランスシートを備えた企業は、この圧力を吸収できる最良の企業だといえます。

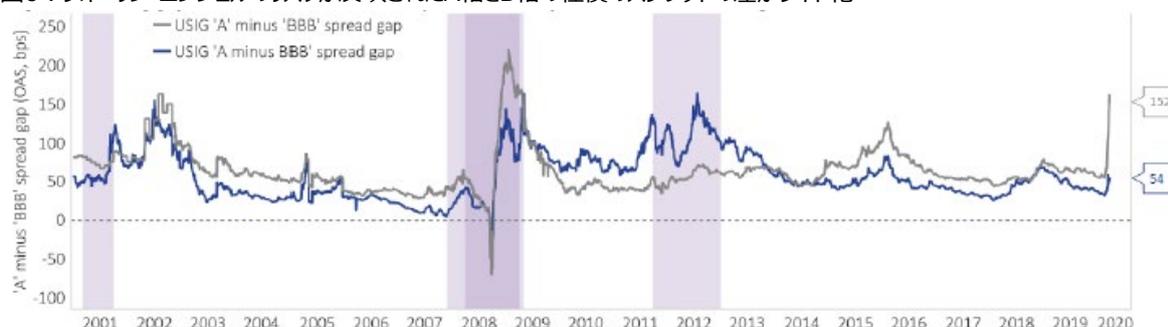
ドイツ政府が発表した6億ユーロの「救済ファンド」、米国で最近可決した2兆米ドルの財政パッケージによる米国企業への数千億ドル規模のローン提供など、政府が発表した対策は企業への流動性の提供を目的としています。

フランスのマクロン大統領はテレビ演説で、新型コロナ危機により「規模の大小によって破綻リスクにさらされるフランス企業はない」と国民に伝えました。

但し、投資家は格下げリスクを補うために追加利回りも要求します。

投資適格社債ポートフォリオのベンチマークで現実化したクレジットからの損失のほとんどは、デフォルトによるものではなく、ハイイールド債に格下げされて指数から外れた債券の売却から生じたものです。A格とBBB格の債券スプレッドの拡大は、特に米国で、フォーリン・エンジェルを増加を投資家が予測しているように感じます。

図6：フォーリン・エンジェルリスクが反映されたA格とB格の社債のスプレッドの差がワイド化



注：影の箇所は NBER による米国景気後退期、CEPR によるユーロ圏の景気後退を示す

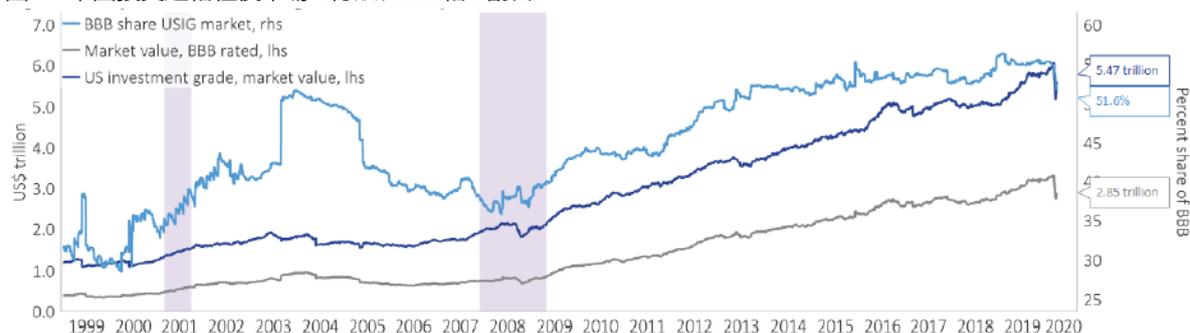
出所：Bloomberg Barclays Euro Agg Corporate, US Corporate credit spread gap between 'A' and 'BBB' rated categories; 2020年3月27日現在

米国と欧州の投資適格社債市場の格付け構成は、世界金融危機以降に悪化しています。

米国では、高格付けの企業が世界金融危機後に債務コストの低下を利用して、自社株買いのための資金を調達したからだと考えています。長期的な事業悪化を反映して格下げになったのではなく、多くのCEOが格下げの悪化を伴う資本構造を選択したということです。欧州での「BBB」シェアの上昇は、レバレッジの増加ではなく、

2010年～2012年のユーロ圏危機時に広範囲にわたるソブリン格付けの引き下げによるものであると考えています。ハイールド格に格下げされるリスクが最も高い、投資適格で最低の格付ゾーンであるBBB格となっている企業債の現在の市場価値は約2.9兆米ドルおよび1.4兆ユーロで、それぞれの投資適格社債市場で52%と63%の比率に相当します。

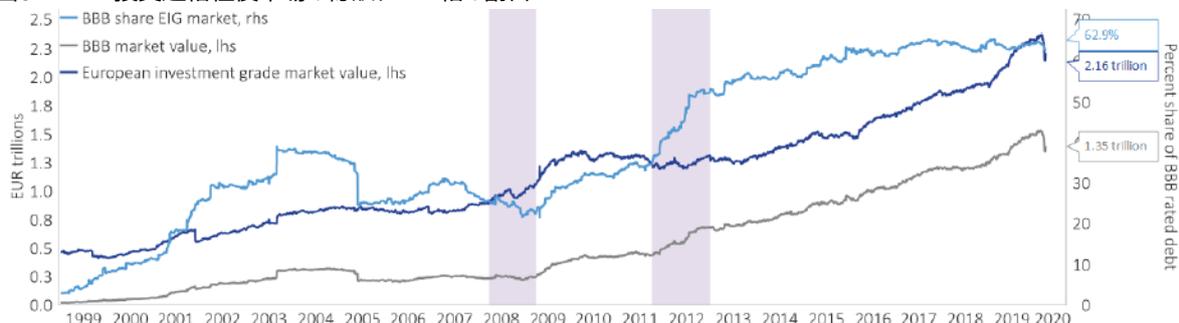
図7：米国投資適格社債市場の総額、BBB格の割合



注：影の箇所は NBER による米国景気後退を示す

出所：Bloomberg Barclays US Corporate market value ;2020年3月27日現在

図8：ユーロ投資適格社債市場の総額、BBB格の割合



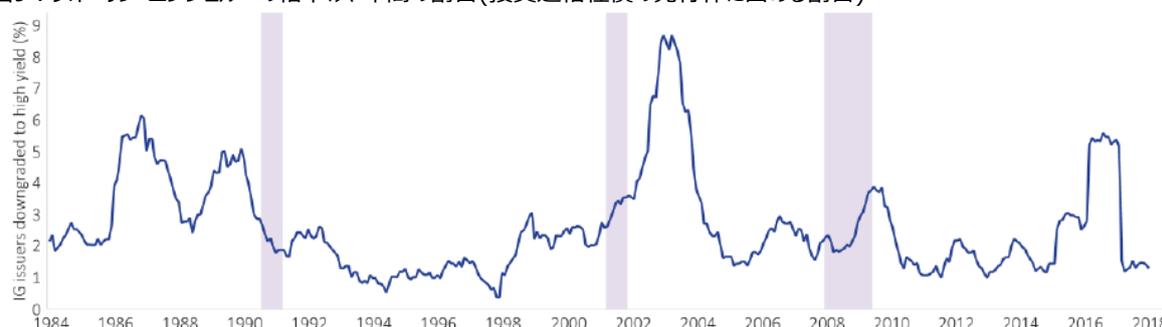
注：影の箇所は CEPR によるユーロ圏の景気後退を示す

出所：Bloomberg Barclays Euro Agg Corp market value ;2020年3月27日現在

ハイールド債へと格下げされた投資適格企業の年間の割合は平均して約2.5%であり、ハイールドから投資適格へと格上げされる「ライジング・スター」の年間の割合と一般的には同水準です。

格下げとフォーリン・エンジェルの割合は過去の景気後退時には増加したものの、それほど大きなものではありませんでした。フォーリン・エンジェルが過去最高となった時期は不況期ではなく、「ドットコム」バブルの崩壊といくつかの不正会計事件（エンロンやワールドコム等）が起きた後の2000年代初めでした。

図9：フォーリン・エンジェルへの格下げ、年間の割合(投資適格社債の発行体に占める割合)



注：影の箇所はNBERによる米国景気後退を示す；ムーディーズ、投資適格からハイイールド（投機的グレード）への12か月後の格下げ（単位：％）

出所：ムーディーズ、2017年12月次データ

現在の格下げリスクは2000年代初めよりも現実的に高くなっていますが、フォーリン・エンジェルの規模は、景気後退の期間と経済的損失の抑制を目指した政策措置の成功に左右されます。直近の米国の財政支援パッケージには、FRBが社債の購入と資金貸出の規模を拡大できるような追加の枠を含めており、企業支援の資金は5,000億米ドルになっています。

欧州投資適格社債対しては、ECBによる緊急対策は非常に効果的なものです。PEPPと既存のQEプログラムの下、ECBは月に約200億ユーロから300億ユーロの社債を購入し、年末までにその保有額を約3,000億ユーロから4,000億ユーロにまで増やす可能性があります。これは、非金融セクターのQE適格社債の30%以上に相当します。

今後2年間でハイイールド債へと格下げされる可能性のある米国の投資適格社債は、コンサバティブに見積もって、2,000億ドルから3,000億ドルであると、私たちは試算しています。上限の3,000億ドルは、世界金融危機や「大恐慌」を想定したもので、その際でも、S&Pグローバルマーケット・インテリジェンスの調査では、2年間（2008年～2009年）の累積フォーリン・エンジェルの比率はBBB格の非金融セクターで10%未満でした。

格下げリスクが最も高いセクターは、自動車、エネルギー・鉱業、一般消費財セクターであり、債券価格に既に織り込まれています。BBB格のエネルギー企業と消費シクリカル企業の債券の平均価格は、それぞれ80セントと90セントになっています（ブルームバーグ、3月26日時点）。米国投資適格社債の現在のバリュエーションは、格下げとフォーリン・エンジェルの影響を既に織り込んでいます。

欧州のフォーリン・エンジェルは2009年とユーロ圏ソブリン危機時には、ピークで約800億ユーロに達しました。ECB緊急対策の規模と政府による欧州企業への支援を考慮すると、フォーリン・エンジェルの債券額は500億ユーロから1,000億ユーロの範囲になると思います（現在BBB格にあるユーロ建て非金融セクター社債の約

5%～10%相当)。

深刻ながらも比較的短期であるとの想定の今回のリセッションは、景気回復のための資金援助と緊急の政策支援により、投資適格企業のデフォルトとフォーリン・エンジェルが発生率が他の危機時よりも低くなると、私たちは見えています。

ハイイールド債のデフォルト率は、現在の最低水準から急激に上昇すると予想しています。現在、ハイイールド債のスプレッドは2桁のデフォルト率を考慮に入れていますが、3月24日のレポート「ハイイールド債のクレジットについて-過去から見るバリュエーションとリターン」で概説したとおり、投資適格社債市場に主なリスクをもたらすものは、デフォルトではなくフォーリン・エンジェルだと私たちは考えています。

まとめ

世界的パンデミックとそれによる経済活動へのショック、政府と中央銀行による政策対応の規模とスピードは前例のないものとなっています。感染症の影響を抑えるために、財政支援を企業に行い、生産能力の継続的な損失を最小限に抑えようと、政策当局は尽力しています。投資適格企業は通常、大規模な雇用主です。その多くは「全国規模の優良企業」で国内のサプライチェーンにとっては不可欠な存在です。必要に応じて、投資適格企業は公的な金融支援の恩恵を受けることとなるでしょう。パンデミックの経済的ショックを抑える政策の規模により、投資適格社債のクレジット市場への、特にデフォルト・リスクによる悪影響がかなり軽減されるだろう、と考えています。

新型コロナ以前には最低水準にまで低下していたデフォルト率は今後、急激に上昇するだろうと予想しています。しかし、ハイイールドの高レバレッジ企業がそのほとんどになるのではないかと考えています。投資適格社債のデフォルト・リスクは、今後もかなり低いままで推移するでしょう。インデックスによる制約が大きい投資家にとっては、クレジットからの主たる損失はフォーリン・エンジェルとなった債券の強制売却により発生すると想定しています。

フォーリン・エンジェルの増加リスクは、今の拡大したプレッドにすでに織り込まれています。また、ベンチマークのインデックスにパッシブに連動しない、つまりボトムアップによる銘柄選択によってリターンの差異を追求することができ、フォーリン・エンジェルによって即座に強制売却をする必要のない運用戦略が最も影響を受けにくいと考えています。

スプレッドは、投資適格企業のデフォルト・リスクを十分に補って余りある水準まで大きく拡大していると考えています。また、現在のバリュエーションはフォーリン・エンジェルの数が大きく増加することを既に織り込んでいます。投資適格社債のリスク・リターンに関する分析では、投資適格社債のスプレッドは投資家にとって有利な水準にあるとみえています。

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 1029 号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマーシング短期総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマーシング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略：年率 0.75%（税抜）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上