

# 米国クレジット市場動向について

## Topics

- ▶ コロナ禍の米国クレジット市場は、FRBによる異例の支援措置をきっかけに市場心理が好転し、以降は、世界的な金融緩和環境の継続や、米景気の回復期待などを背景に堅調な推移が続いています。
- ▶ 利回り追求の動きもあり、米国クレジット市場は大規模な発行増をこなしてきました。
- ▶ 2021年入り後、米国クレジット市場においてクレジットの質の改善がみられています。米金融政策の正常化を巡る思惑などには留意も、FRBの金融緩和の長期化観測や米景気回復期待が相場を支えると考えます。

ストラテジスト 服部 純朋

## コロナ禍の米国クレジット市場は堅調

コロナ禍における米国クレジット市場は、投資適格級社債（IG債）、非投資適格級社債（HY債）ともに対国債利回りスプレッドが縮小（価格は上昇）基調となるなど、堅調な推移が続いています。そのきっかけとして大きな役割を果たしたのが、昨春、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大などからリスク回避姿勢が強まる中で、2020年3月23日に米連邦準備理事会（FRB）が導入した社債市場の支援措置です。

FRBは財務省と共同で特定目的事業体（SPV）を設立し、①発行市場クレジットファシリティ（PMCCF: Primary Market Corporate Credit Facility）と、②流通市場クレジットファシリティ（SMCCF: Secondary Market Corporate Credit Facility）を通じ、社債等を購入する措置を導入しました。購入対象社債の格付けは、当初は投資適格級であるBBB-以上でしたが、同年4月9日に、「2020年3月22日時点でBBB-以上でその後格下げされたBB-以上の銘柄」へと拡充されました。コロナ禍で打撃を受けた事業会社に対し、FRBが社債購入を通じて資金供給を行う異例の措置が好感され、市場心理は大きく好転し、相場は堅調推移に転じました。同措置は昨年未で終了しましたが、その後も、世界的な金融緩和環境や、ワクチン普及や大型経済対策に伴う米景気の下支え期待などから、スプレッドの縮小傾向が続いています（図表1）。

## 利回り追求の動きもあり発行増をこなす

米国社債の発行状況をみますと、米証券業金融市場協会（SIFMA）によれば、2020年の米国社債の発行額は、IG債・HY債ともに前年を大幅に上回りました。コロナ禍を受けて、手元流動性確保や借り換えに伴う資金ニーズが増加する中、投資家の利回り追求の動きもあり、米国クレジット市場は大規模な発行増をこなしてきました。

もっとも2021年入り後も3月までは昨年を上回る額の社債が発行されましたが、4月に入り発行ペースにやや落ち着きがみられています。直近5月分について格付け別に見ますと、IG債の年初来累積発行額は前年同期比▲34%と、昨年対比で減少しています。一方HY債の年初来累積発行額は同+81%と、依然旺盛な発行が続いています（図表2）。米長期金利上昇などへの警戒感が根強い中、より償還期限が短く相対的な高利回りを享受できるHY債を選好する動きも指摘されており、足元ではIG債を巡る需給環境に変化が出ている可能性には留意が必要です。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 米国IG債・HY債スプレッド



期間：2020年1月2日～2021年6月11日（日次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

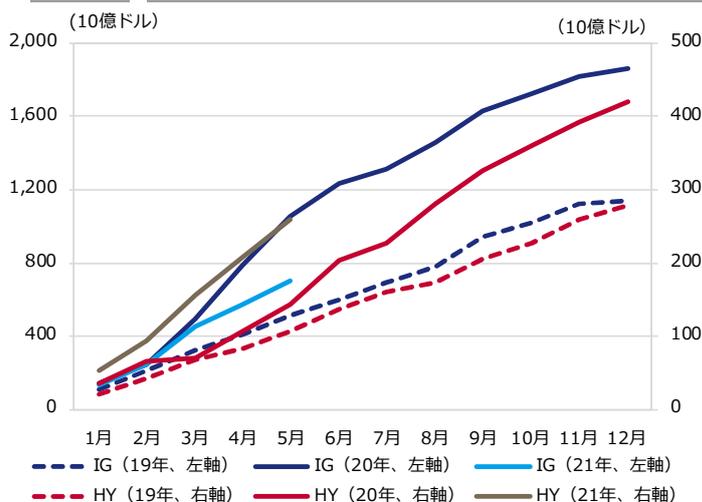
（注）米国IG債：ICE BofA・US・コーポレート・インデックス

米国HY債：ICE BofA・US・キャッシュ・ペイ・ハイイールド・インデックス

スプレッド：対国債OAS（オプション調整後スプレッド）

bp：ベースポイント（1bp=0.01%）

図表2 米国IG・HY債発行額（累積）



期間：2019年1月～2021年5月（月次）

出所：米証券業金融市場協会（SIFMA）のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

次ページへ続く

## クレジットの質には改善の動きがみられる

コロナ禍のクレジット市場において、金融当局が警戒したリスクとして、格下げ圧力の高まりがありました。例えば、IG債市場では、BBB格社債を保有する投資家は、保有社債の格下げを受けて、格付け制約や流動性確保の観点から当該社債の売却を急ぐなどの対応に迫られ、市場に下落圧力がかかる事態が懸念されました。実際、コロナ禍の影響を受けた米国社債市場では、投資適格級から非投資適格級へ格下げされる銘柄（フォーリンエンジェル、墮天使）の数が急増するなど、クレジットの質の低下がみられました（図表3）。

しかし2021年に入り、米国ではワクチン接種の進展や経済活動正常化への期待などから景気回復期待が高まる中、フォーリンエンジェルの銘柄数が減少するなど、クレジットの質が改善している姿がうかがえます。また米銀行の貸出態度をみますと、FRBが公表したシニア・ローン・オフィサー・オピニオン・サーベイ（4月調査）では、商工業ローンの貸出基準は、大・中堅企業、中小企業向けのいずれも緩和超に転じました。銀行が企業収益の先行きに対する警戒感を緩めている可能性も考えられます。米景気回復を背景とした企業業績の改善が期待される中、こうした銀行の貸出態度の緩和化は、企業債務のデフォルト率低下に寄与すると考えられ、クレジット市場にとってはポジティブな変化と捉えられます。

なおFRBは6月2日、SMCCFにおいて保有する社債や、社債を組み込んだ上場投資信託（ETF）の売却を開始すると発表しました。保有残高は137億ドル程度（5月末）と少額であり、売却は段階的かつ秩序立って行われるとされていることから、市場への影響は限定的とみられます。

## 今後のスプレッドは景気回復期待が支えか

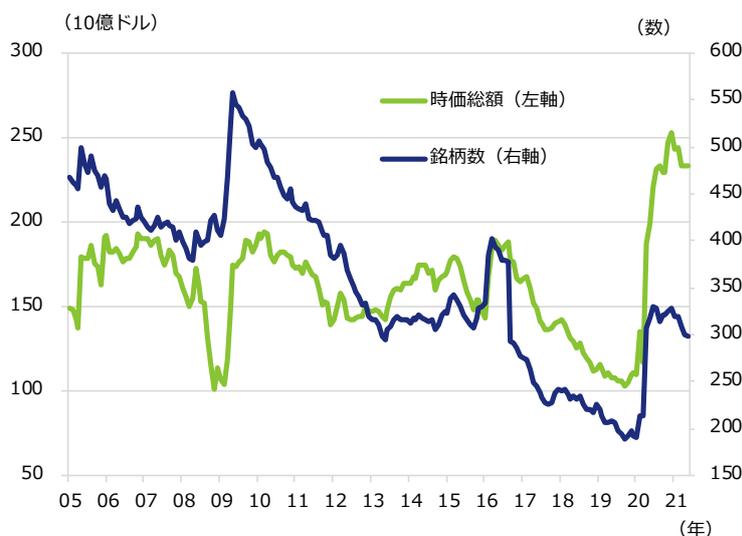
長引く低金利環境などを背景に、リスク性資産に対する過熱感が指摘される中、今後の米国クレジット市場においても、FRBの金融政策の正常化を巡る議論の行方が注視されます。市場の一部では2013年のバーナンキ・ショック（13年5月、当時のバーナンキFRB議長による量的緩和の縮小を示唆する発言を契機に金融市場が大きく動揺した）の再来を警戒する向きもあるようです。当時、米長期金利は短期間で大幅上昇し、クレジットスプレッドも拡大しました。しかし結局、FRBは金融環境の引き締めなどに配慮する姿勢を示し、テーパリング（量的緩和の段階的縮小）を決めたのは同年12月でした。また同時に、超低金利政策のフォワードガイダンス（先行き指針）の強化を行い、金融市場はこれを好感しました。

今後FRBは、実際の経済指標を精査しつつ、経済が最大雇用と物価安定の目標に向けて顕著な一段の進展を遂げたと判断できるかを見極めていくと思われます。しかし、資産買い入れペースの調整計画に関する議論が正式に開始されたとしても、2013年に金融市場の動揺を招いた経験を鑑みると、テーパリング実施時期などを巡る市場との対話は慎重に進められると思われます。かかる中、テーパリングが開始されても、利上げまでには時間を要すると見込まれる中で、金融緩和の長期化観測や米景気回復期待が引き続きスプレッドの下支え要因になると考えます。なお、NY連銀が米長短金利差を用いて推計している12カ月後の景気後退確率は低下基調にあり、米景気回復が続くことが示唆されています（図表4）。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 米国フォーリンエンジェル指数の時価総額と銘柄数



期間：2005年1月～2021年5月（月次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）ICE BofA・US・フォーリンエンジェル・ハイイールド・インデックスを使用

図表4 NY連銀推計による12カ月後の米景気後退確率



期間：2005年1月～2022年5月（月次）

出所：NY連銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）米景気後退期の直近データは2021年5月まで

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

### 【当資料で使用している指数について】

- ICE Data Indices, LLC（「ICE Data」）、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、明示又は黙示のいずれかを問わず、インデックス、インデックス・データ、及びそれらに含まれ、関連し、又は派生する一切のデータを含めて、商品性又は特定の目的若しくは使用への適合性の保証を含む一切の表明及び保証を否認します。ICE Data、その関係会社又はそれらの第三者サプライヤーは、インデックス、インデックス・データ若しくはそれらの構成要素の適切性、正確性、適時性又は完全性について、なんら損害賠償又は責任を負わず、インデックス、インデックス・データ及びそれらの全ての構成要素は、現状有姿において提供されるものであり、自らの責任において使用いただくものです。ICE Data、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、アセットマネジメントOne（株）又はその製品若しくはサービスを後援、推薦又は推奨するものではありません。