



ALLIANCEBERNSTEIN®

知の広場  
Knowledge Forum

## グローバル社債は底堅いファンダメンタルズで 利上げ局面を乗り切る



2022年3月8日



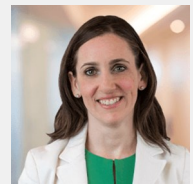
ロバート・ホッパー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
クレジット・リサーチ及びマクロ分析 ディレクター



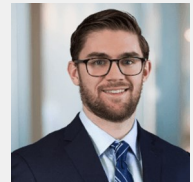
スーザン・ハットマン

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
クレジット・リサーチ ディレクター(投資適格債)



ウィリアム・スミス

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
米国ハイイールド債券運用 ディレクター



金利上昇観測が広がり、世界の債券投資家は2022年の見通しに懸念を持ちつつあるが、悪いニュースばかりではない。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)では、投資家が注意深くリスク配分を行っている限り、社債の強力なファンダメンタルズが嵐を乗り越える助けとなると考えている。

インフレと、中央銀行による政策正常化への圧力が、2022年、特に前半の見通しに大きな影響を与えている(以前の記事『[債券市場の見通し ～柔軟な姿勢で臨](#)

[む2022年～』](#)ご参照)。その後、世界経済は引き続き平均を上回る成長を遂げるものの、金利上昇の影響で成長ペースが鈍化するとABでは予想している。

ソブリン債の投資家は利回り上昇による資産価格の下落を懸念する一方、社債投資家は、投資先の企業が平均を上回る成長を遂げていてもそのペースが鈍化すれば収益が悪化し、特に金利が上昇した場合に、債務返済が困難になる恐れがあると懸念している。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2022年2月7日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

しかし、ABのリーサーチでは、多くの市場やセクターの社債発行体は、不透明な環境を乗り切る財務体質を整えていることが示されている。その理由は数多くあるが、その例としては、強力な事業ダイナミクス、バランスシートの改善、低水準で管理可能なリスク要因、フリーキャッシュフローの拡大、企業が比較的保守的な財務方針を堅持していることなどが挙げられる。

### 収益とバランスシートが改善

新型コロナウイルスのパンデミック第一波以降に経済活動が再開されたことは、企業に恩恵をもたらした。欧米のハイイールド及び投資適格クラスの発行体や多くの新興国企業を含め、世界の大半の企業は収益を回復し、事業を拡大している。

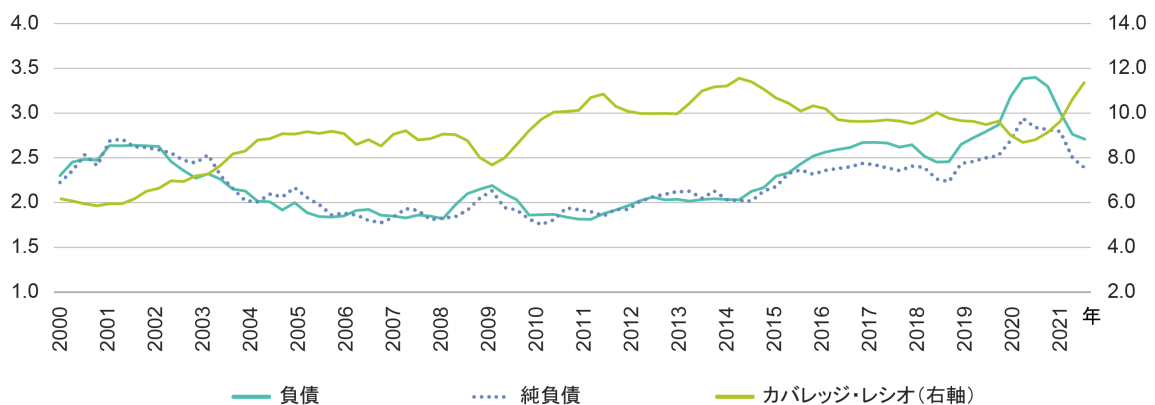
現在回復局面にあるセクターの多くが、2022年内にはクレジット・サイクルの次の段階に入ると予想している。すべての国やセクターで均一に回復が進むわけではなく、欧州経済は米国に比べて依然として低迷してい

るほか、アジアではこれまでの力強い成長が鈍化しているが、世界の社債発行体の大半はクレジット・サイクルにおける拡大期に入る可能性が高い。

拡大期には一般的に売上高や利益が増大するが、クレジット投資家にとっては警戒を要する。企業が楽観的な見通しを背景に、負債調達による合併や買収(M&A)に踏み切ったり、株主への還元を拡大したりすることが多いからだ。景気が後退すれば、過剰な債務や手元流動性の不足により、信用格付けの引き下げや、場合によってはデフォルト(債務不履行)のリスクにさらされかねない。

しかし、今回のサイクルでは、その逆の現象が起きている。企業は新型コロナウイルスのパンデミックに起因する不透明感に対処し、売上高や利益が回復しても、バランスシートや流動性を保守的に管理している。その結果、企業の財務レバレッジはパンデミック初期の水準から大幅に改善し、M&Aが行われてもほとんど変化しなかった(図表)。

【図表】 バランスシートは力強さを増している  
米国の投資適格企業の財務レバレッジとカバレッジ・レシオ(倍)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。  
指標は中央値を用いて算出  
2021年10月31日現在  
出所: コンピュスタット、AB

こうした強固な財務ファンダメンタルズは、米国のハイイールド債や、欧州の投資適格債及びハイイールド債にも当てはまり(以前の記事『[欧州債券市場の見通し～2022年には欧州債券が際立つ～](#)』ご参照)、世界のクレジットセクターの良好な見通しを支えている。

### 格付け見通しはパンデミック以前の水準を回復

ABは欧米の投資適格社債及びハイイールド社債に関する独自の信用格付け評価を通じて、社債ユニバース

の健全性を評価している。例えば、パンデミックの第一波が広がった2020年4月には、米国の投資適格債の純加重平均格付け見通しは、19セクターのうち14セクターで低下した。現在では、4つを除いてすべてのセクターがパンデミック以前の水準を回復、あるいはそれ以上に達している。

消費財(循環)と総合エネルギーの2つのセクターは、パンデミック以前よりも格付けが高くなっている。消費財(循環)には、オンライン小売りへの構造的なシフト

(このトレンドはパンデミックよりも長続きしそうに見える)による恩恵を得ているアマゾンなどが含まれている。統合エネルギー企業にとっては、エネルギー価格の上昇、設備投資に対する保守的なアプローチ、健全なバランスシート管理がプラス要因となっている。

格付けが今なおパンデミック以前の水準を下回っている4つのセクターは、資本財(ボーイングの問題がセクターの加重平均格付けを押し下げている)、油田サービス(大半の企業は原油価格上昇の恩恵を受けるだけの価格支配力を持っていない)、石油精製(原油価格の上昇が逆風となっている)、保険(新型コロナウイルスによる死亡率が生命保険会社に打撃を与えている)である。

### M&Aが格付けに及ぼすリスクは軽微

上述のとおり、クレジット・サイクルの現段階においては、企業がM&Aや株主還元の拡大のために過度の借入れを行うリスクは低いと思われる。こうしたABの見解は、流動性、負債、カバレッジ・レシオのトレンド、現在及び今後12カ月間にわたる企業の財務方針に関するABの評価、現在や将来の信用格付けに基づくものである。

ABは企業の財務方針を保守的、中立的、積極的の3段階に分類し、借入れ拡大に対する企業の意欲を判断する指針としている。ABの分析では、現時点では、投資適格セクターの半分は財務ポリシーが中立的で、残りの半分は保守的と見ている。ハイイールド市場についても同様で、唯一の例外は財務方針が積極的とみなしているテクノロジー・セクターである。

今後12カ月の間に、財務方針は通信を除くすべての投資適格セクターでやや積極的に変化する一方、通信セクターは中立的にとどまると予想される。ハイイールド・セクターでは、素材およびエネルギーの2つのセ

クターがやや積極的となる以外は、変化がないと考えている。

ABの格付け見通しに目を向けると、投資適格級の発行体の半数以上は、現在の格付け(すでにかなり高い水準にある)から改善していくとの見通しを付与されている。投資適格の資本財セクターを除けば、すべての投資適格及びハイイールド・セクターにおいて、信用ファンダメンタルズが改善する企業が悪化する企業を上回る見通しだ。

つまり、企業はM&Aのために負債を再び増やす可能性が低いだけでなく、信用格付けに大きな影響を与えることなく財務ポリシーを微調整する余裕を持ち合わせている。企業の手元現預金を狙ったプライベートエクイティ・ファンドによるレバレッジド・バイアウトの可能性を除外するものではないが、現時点では、企業ファンダメンタルズの改善の見通しが、こうしたバイアウト等による財務悪化シナリオのリスクを上回っている。仮にプライベートエクイティによる働きかけが見られた場合でも、過去、債券市場の指標への影響は小さなものにとどまっていたことを思い出しておきたい。

### 魅力的な分散投資先

クレジット投資家にとって、強力な事業ダイナミクス、バランスシートの改善、管理可能なリスク、保守的な財務ポリシーなどは、社債発行企業が中央銀行による金融正常化を乗り切ることができることを示している。分散された債券ポートフォリオでは、デュレーション(政府債)とクレジットの異なる特性や、両者の低い相関性は、特に不透明感の強い時期においては分散投資の重要な源泉となる。こうした理由から、ABは今後12カ月にわたるクレジットの見通しについて、リスクに対して選別的なアプローチを取るアクティブな投資家にとって心強いものだと考えている。

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### ＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### ＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間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)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

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、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全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。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。