



ALLIANCEBERNSTEIN®

知の広場  
Knowledge Forum

## 社債市場の2023年見通し： 健全なファンダメンタルズと高い利回り



2023年2月9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



ヴィヴェック・ボミ

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド  
欧州債券運用 ヘッド 兼  
欧州クレジット及びグローバル・クレジット運用 ディレクター



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



2023年を迎え、執拗なインフレと世界経済の減速見通しがクレジット市場に重くのしかかっている。世界中の中央銀行がインフレの抑制を目指す中、当面は利上げが続く見通しであり、積極的な金融引き締めが世界の金融市場に影響を与えている。

投資適格社債やハイイールド社債の投資家にとって幸いなことは、世界金融危機以降、多くの発行体のクレジット指標が歴史的な水準に比べ力強く推移していることである。こうした発行体は景気減速への耐性が備わっているが、マクロ経済をめぐる不透明感が一段と高まる中、投資家は選別的な投資を意識する必要がある。

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、2023年1月18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。当資料中の格付けはABの定義に基づきます。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。

## 利回りとスプレッドは高水準に

2022年3月に始まった長期にわたる利上げ局面を経て、社債利回りとスプレッドはどちらも数年ぶりの高水準へ上昇・拡大した。過去1年間に利回りがどれほど上昇したかを認識するには、2021年第3四半期にユーロ建て(以下、欧州)投資適格社債の約半分は利回りがマイナスだったことを思い出せばよい。現在、米ドル建て(以下、米国)投資適格社債の利回りは世界金融危機以降で最高水準にあるほか、欧州の投資適格社債の利回り(以前の記事『[European Fixed-Income Outlook: Stay High Quality in 2023](#)』(英語)ご参照)はユーロ・ヘッジ・ベースで、米国の同等債券の利回りをさらに上回っている。

利回りの上昇により、固定利付き社債の利回りは株式の配当利回りを大幅に上回っているほか、リスク資産の下値余地を抑える役割を果たしている。また、高水準の信用スプレッドは、将来の景気後退リスクをある程度織り込んでみるとみる。

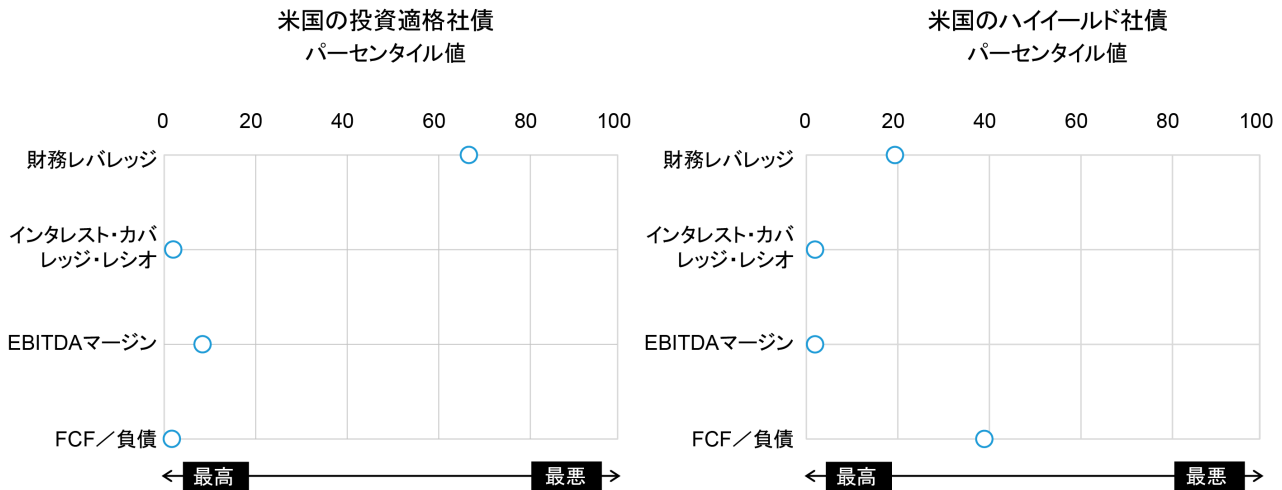
世界的に執拗なインフレが続いているため、アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)のグローバル経済チー

ムは2023年の早い時期にさらなる利上げが実施されると予想しているが(以前の記事『[2023年金融市場見通し: テーマが移行する年](#)』ご参照)、中央銀行は世界的な成長鈍化を受け、引き締めペースを緩める可能性が高い。そのプロセスが完了し、投資家が金利の方向性と企業業績について明確な見通しを持てるようになるまでは、市場のボラティリティと同様に、利回りが高止まりすると予想される。

## 企業のファンダメンタルズは健全

幸いなことに、多くの企業は健全な財務状況の中で2023年に入った。米国と欧州企業のファンダメンタルズは(以前の記事『[債券市場の見通し: 均衡点を見つけ出す](#)』ご参照)、新型コロナウイルスのパンデミックで受けた痛手から回復し、一部に影響を及ぼしたコモディティ価格も下落している。収益性を測る指標や、財務レバレッジ、インタレスト・カバレッジ・レシオといった主要クレジット指標は、大半のセクターで世界金融危機以降のレンジ内で良好な水準にある(図表)。こうした状況は、企業のファンダメンタルズがはるかにぜい弱だった過去の景気減速局面とは対照的である。

【図表】 米国のクレジット指標は強力  
ファンダメンタル指標: 現在の水準 対 2010年以降のレンジ



過去のデータは中間値と2010年1月から2022年6月までのレンジを反映。パーセンタイル値ゼロは過去最高、パーセンタイル値100は過去最悪を示す。

EBITDA: 利払い・税引き・償却前利益

FCF: フリーキャッシュフロー

2022年6月30日現在

出所: ブルームバーグ、ICEデータ・インディシーズ、モルガン・スタンレー・リサーチ、AB

ファンダメンタルズが強力なのは、新型コロナウイルスのパンデミックで保守的な財務運営が必要になったことが一因で、多くの企業が健全なバランスシートの維持を目指すようになった。また、景気敏感なコモディティ関

連企業が供給ひっ迫と高い価格を追い風に、潤沢なフリーキャッシュフローを生かして負債を金融危機以降で最低水準まで削減してきたことも、安定したファンダメンタルズ見通しの背景となっている。

世界経済の成長が2023年に鈍化する場合、強力なバランスシートと資金調達余力を確保した企業は、経済成長の鈍化に伴う需要の減少や信用悪化を乗り切ることが容易になる。

また、ハイイールド社債の発行体の多くは2023年も低クーポンによる恩恵を受け続けることが出来ると見る。その理由は、前倒しでのリファイナンス等により、足元の高い金利水準で債券を発行せざるを得なくなる「満期の壁」が近づいていないからだ。実際、2025年末までに満期を迎えるハイイールド社債は全体の20%に過ぎず、多くは2026年から2029年にかけて満期が到来する。たとえ今後4年間に利回りが上昇したとしても、2026年初頭までは、クーポンがコロナ禍以前の水準である6%台に戻ることはなさそうだ。

### **信用力の悪化圧力は高まる可能性があるが、デフォルト急増は想定しづらい**

米国では、ハイイールド社債のデフォルト率が2020年10月に6.3%でピークを迎え、投資可能なユニバースから最も弱い弱な企業が排除された。それに加え、多数の「フォーリンエンジェル(以前は投資適格等級だったがハイイールド等級に格下げされた社債)」が、ハイイールド社債市場においてBBの格付けを得ている債券比率を50%にも押し上げ、ハイイールド社債市場全体のクオリティが改善した。

同様に、欧州のハイイールド社債市場でも、BB格の債券比率が63%に上昇した。欧米の双方のハイイールド社債市場で、BB格の債券比率は、世界金融危機以降に約10%ポイント上昇している。その結果、米国と欧州のハイイールド社債市場は全体として信用力が高まっており、過去の景気減速局面に比べ、市場のストレスに対する耐性が高まったと見る。

欧米のハイイールド社債市場は、今後1年間にストレスが高まる可能性を織り込んでいるが、デフォルトが大幅に増加することまでは織り込んでいない。これは、今後12~18カ月に信用格付の引き下げとデフォルトがわずかな増加にとどまるというABの予想と合致している。マクロ経済環境が予想以上に悪化した場合、ストレスが高まる可能性はあるが、企業のバランスシートの出発点と保守的な財務運営の方針を踏まえれば、社債発行体への影響は全般的にさほど深刻なものにはならないと思われる。

### **テクニカル要因はクレジットをサポート**

テクニカル要因はクレジットを支える要因となっているようだ。欧州中央銀行(ECB)は複数の債券購入プログラムを終了したが、投資適格社債の保有資産から得た償還資金を引き続き再投資している。一方、ユーロ圏の投資適格社債市場では発行額が減少しており、比較的好ましい需給バランスが保たれている。

米国では、ハイイールド社債のテクニカル要因が大きな勢いをつけながら2023年を迎えた。2022年末に投資家が大挙して市場に戻ってきたため、ハイイールドのミューチュアルファンドへの資金流入額は2022年11月に、月間ベースで2020年7月以来の高水準に達した。こうした旺盛な需要は2023年まで続く見通しで、バリュエーションにも追い風になるとみられる。投資適格社債は、高い利回りが様子見姿勢を取っていた投資家を惹きつけ、次に大きな人気を集めると予想される。

魅力的な利回り、堅調な企業ファンダメンタルズ、多額の資金が流入する可能性を踏まえれば、2023年は社債投資家にとって大きな可能性を秘めた年になりそうだ。

## 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、全て投資者の皆様へ帰属します。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。