

利上げで景気悪化ならIG社債を—株式やnon-IG社債は低迷

利上げ幅縮小でもより高い政策金利で据え置きが続けば、企業のデフォルト懸念も高まりそうです

株高材料にならない「FRB、利上げ幅を縮小へ」

■FRB(米連邦準備制度理事会)の積極的な利上げ路線を主導しているとみられるタカ派(利上げ積極論者)のウォラーFRB理事が次回12月FOMC(連邦公開市場委員会)では「利上げ幅を0.5%へ縮小する可能性を表明」と報道されました(ロイター及びブルームバーグ、11月16日)。報道の見出しだけみれば、「物価高の収束ひいては利上げ休止が近い」と誤解され、株高材料視されそうです。

■しかし、この発言には続きがあります。「0.5%の利上げを数回(several)続ける極めて積極的な利上げパス(道筋)も物価動向次第ではあり得る」と表明したのです。「数回」がもしも4回だとすると $0.5 \times 4 = 2.0$ で、現状4.0%付近の政策金利が6%付近となり得るとの示唆です。これは株安を加速する要因であり、「利上げ休止が近い」訳ではなさそうです。

より高い政策金利を目指すFRB

■ウォラー理事は利上げ幅を飛行機が離陸時の上昇角度にたとえ、「物価高に直面し、0.75%の連続利上げによってエンジン全開で急上昇したら、水平飛行に移るため0.5%の利上げで上昇角度をなだらかに始めるだけのことだ」と述べました。その上で、問題となるのは利上げ幅ではなく、むしろ①利上げ到達点をどこに見定めるか、そして②どれだけ長い期間、利上げ到達点で政策金利を据え置き(景気を冷却し続ける)べきか、である」と述べたのです。後者②は「物価高の改善次第だ」と言明しました。

■11月FOMC議事要旨も、「物価が下落する兆しが殆どみられず、最終的な政策金利の水準は従来の想定よりも幾分高く(somewhat higher)すべき」との意見を様々な委員たちが述べたと記します。「従来の想定」とは、9月FOMCで各委員が提出した予測の集計(中央値)——すなわち今年の年末は4.5%、来年末は4.6%を指すとみられ、これら4%台半ばが利上げ到達点とされてきましたが、そこで利上げを休止することはなくなった、とFRBは新たに示唆したのです。

利上げ幅縮小の狙いは金融システム不安の回避か

■さらに11月FOMC議事要旨は「いつまでも大幅利上げを続ければ、金融システム不安を招きかねない」と少なからぬ委員が主張したと記します。「(英国の年金基金など)銀行以外の金融機関が有する隠れたレバレッジ(手元資金の何倍もの資金を借り入れた投資)が、各国の利上げによって行き詰まり、市場の混乱を増幅しかねない」と少なからぬFOMC委員が指摘しているのです。

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司
東京大学経済学部卒、ロンドン大学LSE修士
日本銀行調査統計局、為替課勤務のち、格付会社S&P、ドイツ・アセット・マネジメントを経て、2016年から現職

●当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、法令にもとづく開示書類(目論見書等)ではありません。当資料は当社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。●当資料は、信頼できると判断した情報等にもとづき作成していますが、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料に指数・統計資料等が記載される場合、それらに関する著作権等の一切の権利は、それらを作成・公表している各主体に帰属します。●当資料の内容は作成日における筆者の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。●投資に関する最終的な決定は、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。

■利上げの進展に伴って米国の銀行は貸出審査を厳格化したため、銀行融資を受けにくくなっています。社債市場でも格付の低い企業は「社債発行が難しくなった」との声が聞こえてきます。利上げが続けば、企業の資金調達にはさらに難しくなり、資金繰り破綻する企業も増えてくるとみられます。

金融システム不安や景気悪化なら株安／債券高へ

■では、こうした市場環境における投資行動はどうしたら良いのでしょうか。「株式よりもIG社債(後述)が選好される局面に入った」との声がロンドン市場参加者から聞こえてきます。利上げが続く政策金利が高くなればなるほど景気は冷却され、金融システム不安も招きやすくなります。利上げによる景気悪化が本格化してくれば、企業業績にマイナスの影響が及び株価低迷の要因となります。一方、利回りを求めるドイツや日本など内外の機関投資家の根強い米国債需要も加わって米国債ひいては(国債に準じる信用力ある)IG社債の需要は高まると考えられます(注1)。

(注1)MYAM Market Report「長期の債券投資—1929年の世界恐慌で明暗を分けた銘柄選択」(2020年1月29日)

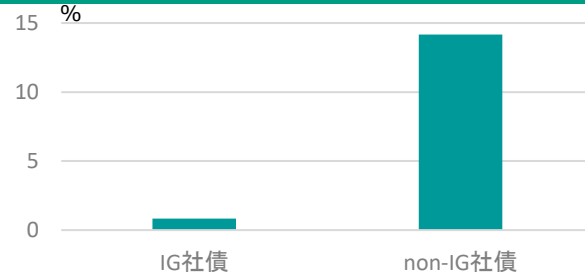
大恐慌でもデフォルトが殆ど無かったIG社債

■格付会社は90年前の大恐慌では多くの債券がデフォルト(債券の利払いや元本償還の不能)した一方で「格付が高い債券はデフォルトがほとんど無かった」と振り返っています(注2)。

(注2)Moody's History: A Century of Market Leadership

■格付が高い社債(BBB以上)は「投資適格級」(Investment Grade、以下IG社債)に区分される一方、格付が低い(BBB未満)non-IG社債はデフォルトをしやすいため「投機的」格付とも呼称されます。格付実務の現場で重視される5年後にデフォルトしている確率——累積デフォルト確率はIG社債はわずか0.8%(125社に1社)ですが、non-IG社債は14%(7社に1社)もの高い確率なのです(図表参照)。

【図表】5年後にデフォルトしている確率



注：1981～2021年のデフォルト実績データを蓄積して算出されたもの
出所：S&P公表資料(2021 Annual Global Corporate Defaults and Rating Transition Study)をもとに明治安田アセットマネジメント作成