

2019年8月2日 全4頁

# 低格付け債の格下げ増加と利回り低下

信用力が向上しているわけではない

政策調査部  
主任研究員 神尾 篤史

## [要約]

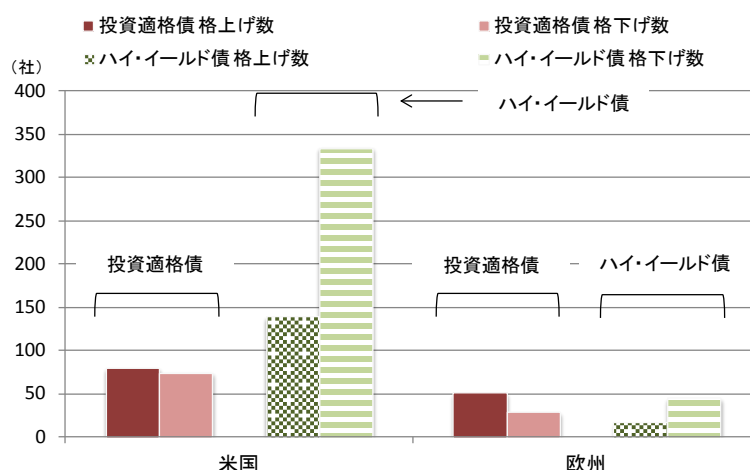
- 米国と欧州について、格付け機関による年初来の格付け変更を見ると、投資適格債では格上げ数が格下げ数を上回る一方、ハイ・イールド債では格下げ数が格上げ数を上回るという対照的な状況にある。
- ハイ・イールド債の利回りは低下（価格は上昇）している。これは、景気の悪化またはその予防のための中央銀行のアクションの影響によるところがあり、企業の信用力の向上を伴ったものではない。
- 金利が低下している中で、欧米のハイ・イールド債の発行は増加していくと考えられるが、調達資金の用途を見ると借換などが発行額の半分程度を占め、キャッシュ・フローの獲得に向けた前向きな調達は少ない。

## 投資適格債は格上げ数が多く、ハイ・イールド債では格下げ数が多い

格付け機関である Standard & Poor's (S&P)<sup>1</sup> による年初来の社債に関する格付け変更の状況を見ると、米国と欧州（英国、ドイツ、フランス、イタリアの合計）の企業では格下げ数が格上げ数を上回っている。一見、米中の貿易戦争による米国企業への影響や欧州経済の低成長から欧州企業の信用力が悪化し、格下げが増加したと思われがちだが、格付けが BBB 以上の投資適格債と BB 以下のハイ・イールド債（非投資適格債）で分けると状況が異なる。

すなわち、投資適格債では格上げ数が格下げ数を上回り、一方でハイ・イールド債では格下げ数が格上げ数を上回るという対照的な状況にある（図表 1）。格付け機関が見る企業の信用力は、投資適格債では向上している様子がうかがわれるが、ハイ・イールド債では悪化している格好である。

図表 1 欧米の投資適格債とハイ・イールド債の格付け変更



（注）2019 年初から 2019 年 7 月 30 日まで。

（出所）Bloomberg より大和総研作成

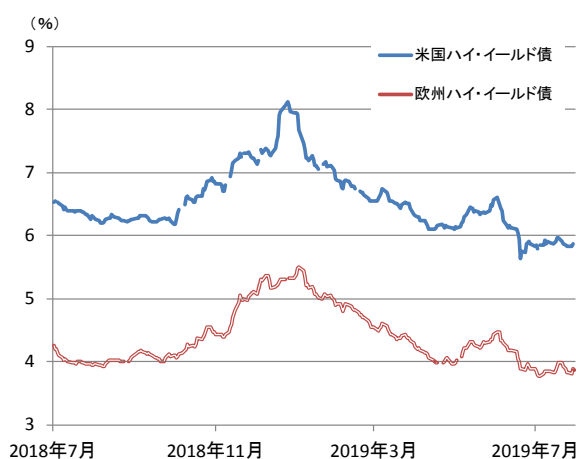
## ハイ・イールド債でもマイナス圏に

しかし、ハイ・イールド社債の利回りは低下（価格は上昇）し、信用力の高い国債との利回り格差（社債スプレッド）も縮小している（図表 2、3）。これは投資家が、少しでも高い利回りを求めて投資する行動が広がっており、ハイ・イールド債への需要が強いことを意味する。米国と欧州の国債金利（長期金利）は低下傾向にあり、ドイツとフランスではマイナス圏に入っている。さらに、欧州では個別企業のハイ・イールド債でも利回りがマイナス圏に沈む（価格が非常に高い）債券が出る驚くべき状況にある。ハイ・イールド債は別名ジャンク債とも呼ばれ、債務不履行に陥る可能性が相対的に高い債券であり、利回りは比較的高い（価格は比較的低い）のが普通である。

<sup>1</sup> 本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていない S&P が公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

米国と欧州のハイ・イールド債（発行体が銀行、保険業の債券を除く）の発行状況<sup>2</sup>を見ると、2019年上半期（1～6月）は2018年下半期（7～12月）と比較して金利の低下を受け、発行額が顕著に増加している。米国では2.4倍、欧州では2.0倍に増加した（図表4）。調達された資金の主要な使途の変化を2016年から見ると、「借換、返済、償還」が2017年上半期から40%台後半～50%程度で推移し、直近は50%と高水準である（図表5）。「買収関連」は2018年下半期を除いて10%台後半の割合を占め、直近でも15%にとどまっている。

図表2 ハイ・イールド債の利回り



(注) 1. 米国ハイ・イールド債は Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Bond Index、欧州ハイ・イールド債は Bloomberg Barclays Pan-European High Yield Index。

2. 折れ線が途切れている部分はデータがない。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表3 社債スプレッド

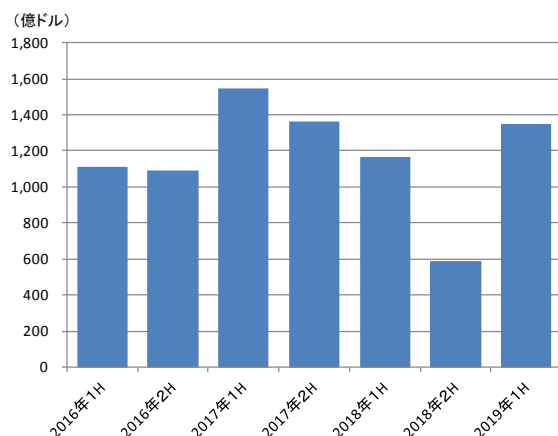


(注) 1. 米国債は Bloomberg Barclays US Treasury Index、米国ハイ・イールド債は Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Bond Index、欧州国債は Bloomberg Barclays Pan-European Aggregate Treasury Index、欧州ハイ・イールド債は Bloomberg Barclays Pan-European High Yield Index。

2. 折れ線が途切れている部分はデータがない。

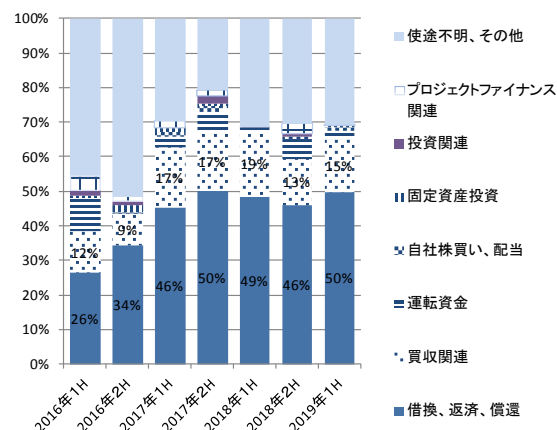
(出所) Bloomberg より大和総研作成

図表4 米国と欧州のハイ・イールド債発行額



(出所) Rifinitiv より大和総研作成

図表5 主要資金使途



(注) 「投資関連」は関連会社への投融資などが該当。

(出所) Rifinitiv より大和総研作成

<sup>2</sup> ここでは、最終親会社の所在国が米国と欧州（英国、ドイツ、フランス、イタリア）の企業についてデータを集計している。

## 信用力が向上しているわけではない

金利の低下は、ECB と FRB による金融緩和期待の高まりが背景にあると考えられる。先行きの景気の不透明感やインフレ期待の低下を背景として、ECB は 7 月 25 日の理事会で政策金利を巡るフォワードガイダンスの変更を行い、金融緩和の姿勢を強く示した。FRB は 7 月 30 日-31 日の FOMC で海外経済の減速や貿易摩擦の不透明さなどを背景として、国内景気の拡大を長く維持する観点から政策金利を引下げた。同時にバランスシートの縮小停止の終了時期も 2 か月早めた。ハイ・イールド債の利回り低下は、景気の悪化またはその予防のための中央銀行のアクションの影響によるところがあり、少なくとも格付け機関が評価する企業の信用力の向上を伴ったものではない。

金利が低下している中で、今後もハイ・イールド債の発行は増加していくと考えられるが、主要資金使途にも注目していきたい。直近では、過去の債務の返済である「借換、返済、償還」が発行額の半分程度を占めているが、金利が低下していく中で、過去よりも低い金利で資金調達を行い、それを原資として借換などを行うことは企業の財務負担の軽減につながることはポジティブに捉えられる。しかし、それはあくまで過去の債務の返済に使用するために起債されるものであり、将来のキャッシュ・フローの獲得に活用されるわけではない。その他の資金使途を見ても事業拡大に向けた資金調達は相対的に小さく、新たなキャッシュ・フローの獲得に向けた前向きな調達は少ない。このような状況において、社債の利回りが低下（価格が上昇）していること、そしてハイ・イールド債の発行が拡大していることを把握しておく必要がある。

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

### 格付業者について

#### <スタンダード&プアーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査・デュー・デリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

※この情報は、平成 29 年 3 月 7 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記 S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

#### <ムーディーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（[https://www.moody's.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moody's.com/pages/default_ja.aspx)）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

※この情報は、平成 30 年 4 月 16 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

#### <フィッチ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.co.jp/web/>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

※この情報は、平成 28 年 5 月 13 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。