

拡大する米国HY債利回り 更に資金流出が進めば、金融市場は一段の調整も

みずほ総合研究所

調査本部 市場調査部

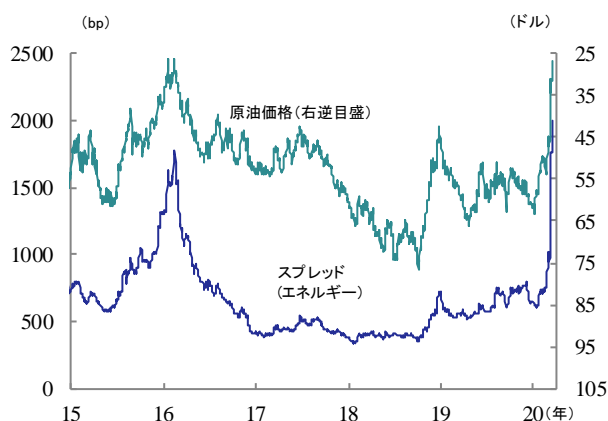
03-3591-1386

- OPECプラスが原油減産合意に至らなかったことを受けて原油価格が大幅に下落するなか、米国エネルギーセクターのHY債スプレッドが2016年の水準を超えて上昇
- 新型コロナウイルス感染拡大が長期化する恐れがあることに加え、中長期的には気候変動リスクが逆風となることを考慮すると、投資家は同セクターへの投資を積極化しづらい
- その他の業種からの資金流出はエネルギー対比では限定的。金融システム不安の発生や新型コロナウイルス感染の長期化により、更に資金流出が進めば、金融市場の一段の混乱を招く可能性

1. エネルギーセクターのHY債スプレッドが急拡大

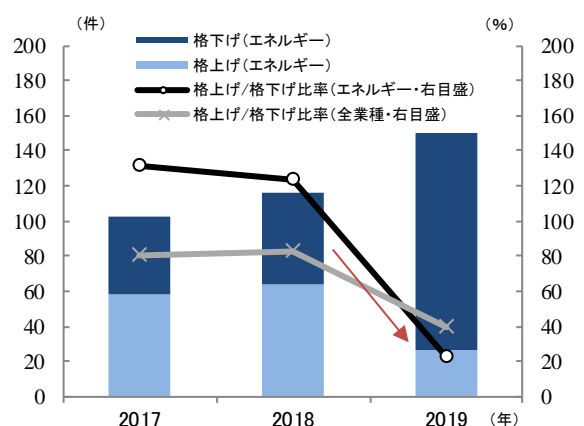
石油輸出国機構（OPEC）とロシアなどの非加盟国との原油減産案が決裂したことを受け、原油価格は20ドル台まで大きく下落している。これを受け、米国エネルギーセクターのハイイールド（HY）債に対する信用リスクが高まっており、クレジットスプレッド（HY債利回りと国債利回りの差、以下CS）が大きく拡大している（図表1）。新型コロナウイルス感染拡大に加え、原油の供給過剰懸念がCSの急拡大を招いたのは間違いないが、それ以前から同セクターのHY債は資金流出基調にあり、2018年末の急落以降に原油価格が50ドル台半ばに回復した際にも、CSは拡大したままであった。同セクターで信用リスクが高止まりしている背景として、格下げが行われていることがある。ブルームバーグが集計した同セクターの格上げ／格下げ比率は2018年に123%だったが、2019年に21%と大幅に

図表1 米エネルギーセクターHY債のCSと原油価格



(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表2 格上げ／格下げ比率



(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

低下した（図表2）。HY債全体の同比率が83%から40%と相対的に小幅な低下に止まったことを考慮すると、同セクターの弱さが確認できる。またデフォルトも増加しており、Moody'sのレポートによれば、2019年第3四半期の11社のデフォルトのうち7社、60%以上が石油・ガス会社であるという¹。

格下げやデフォルトの原因には低迷が続く資源価格がある。2019年平均の天然ガス価格は、2016年以來の低水準となった（図表3）。米国の暖冬により暖房需要が減退したことで採算性が悪化し、財務体質の弱い企業でデフォルトが発生している。EIA（米エネルギー情報局）によれば、今後も消費量に対し生産量が上回る環境が継続し、天然ガス価格の上昇幅は限定的になる見込みだ。

また原油も天然ガス同様、供給過剰になりやすい地合いが継続しそうだ（図表4）。ダラス連銀公表の第4四半期サーベイによれば、設備投資を営業キャッシュフローでまかなうために必要な原油価格が約55ドル以上であると考えている企業は全体の4割を占める²。昨年初上昇基調にあったエネルギーセクターのHY債スプレッドが、年初の中東情勢悪化により油価が60ドルを超えたことで大幅に縮小したことをふまえると、投資家についても同様の水準を意識している可能性がある。逆に足元は20ドル台とこの水準を大幅に下回っていることがエネルギーセクターの信用不安を高めているといえよう。

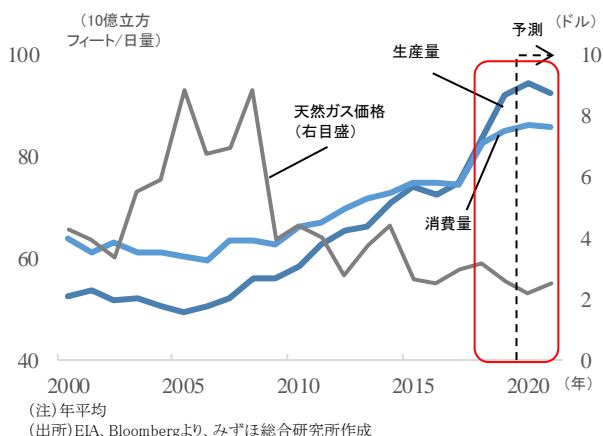
2. 中長期的には気候変動リスクがエネルギーセクターの逆風に

当面は新型コロナウイルス問題長期化への懸念や世界経済の減速等を背景に、資源価格の大幅な上昇は見込めない。さらに、気候変動リスクへの意識の高まりがエネルギーセクターにとっては逆風となるだろう。2020年1月に、国際決済銀行（BIS）とフランス中央銀行が取りまとめた気候変動リスクが新たな世界的金融危機を引き起こす可能性を指摘するレポート³の公表により、気候変動が金融市場に与える影響は以前にも増して注目を集めている。

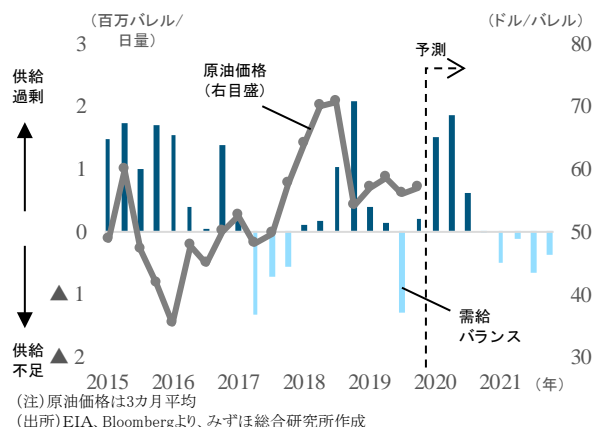
同セクターのCS拡大の要因の一つに、こうした気候変動リスクが関係している可能性がある。市場や社会環境の激変により価値が大きく損なわれる資産は座礁資産と呼ばれる。石油・石炭・天然ガスといった化石燃料は温室効果ガスの排出量に制限がかかった場合等には、これに該当する。気候変動リスク等に係る金融当局ネットワーク（NGFS）のレポート⁴では、座礁資産の損失額は同セクターだけでも1兆ドルから4兆ドル、全産業を考慮すると最大で20兆ドルにも及ぶと試算されている⁵。

また、欧州連合（EU）が欧州グリーンディールを主導するなかで、欧州委員会は環境・社会・コ

図表3 天然ガスの価格と需給



図表4 原油の価格と需給

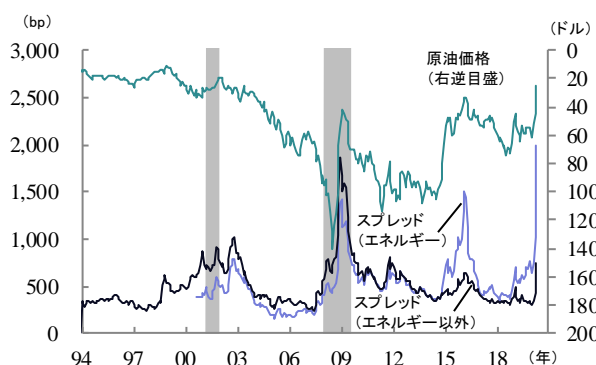


一ポレートガバナンス（ESG）を考慮したサステナブルファイナンスを推進している。投資家に比較可能な情報を提供するためには、環境保護等の観点からサステナブルな経済活動を分類・定義することが不可欠であるため、欧州委員会は2018年5月にタクソミー（分類）基準を定めたEU規則案を公表⁶し、2019年12月には欧州議会がEU理事会と規則案について合意した。EUタクソミー規則案では、経済活動の持続可能性を評価する際に、6つの環境目標（①気候変動緩和、②気候変動適応、③水と海洋資源の持続可能な利用と保護、④循環型経済への移行・廃棄物の防止とリサイクル、⑤公害防止管理、⑥健全な生態系の保護）を定め、このうち少なくとも1つに資するほか、他の環境目標に重大な害を及ぼさないこと等の基準が示された。欧州委員会が設置したサステナブル金融に関するテクニカル専門家グループ（TEG）が公表したレポート⁷では、EUタクソミー規則案を受けて環境目標に寄与すると認められる産業別の経済活動の具体例を示すなかで、気候変動の緩和に資する経済活動には、現時点では石油や石炭による発電についての分類を含まない（サステナブルな経済活動とは認められない）ことが特徴的となっている。こうした影響もあって、化石燃料関連企業から投資を引き上げるダイベストメントは急速に増加している⁸。エネルギーセクターが弱含む背景には低炭素社会への移行リスクという構造的要因が横たわっており、現状の化石燃料に頼った状況が変わらなければ、投資家は同セクターへの投資を積極化しづらいだろう⁹。

3. 他セクターのCSの更なる拡大に留意

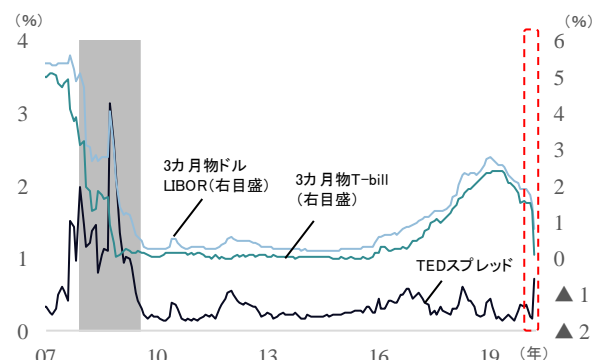
上述のとおりエネルギーセクターのHY債は軟調に推移しているが、その他のセクターのCS拡大はエネルギーセクター対比では限定的である（図表5）。2008年のリーマンショック時は金融システムの混乱が発生しエネルギーセクターだけでなく、他セクター含め全業種のHY債に売りが及んだ。今回についても、信用不安が高まる際に上昇するTEDスプレッドが小幅に上昇しているが、上昇幅はリーマンショック時対比では限定的となっており、金融システムの大きな混乱は発生してないと言えるだろう（図表6）。業種別のCSを見ても、金融機関経営に対する不安からリーマンショック時に約6,000bpsまで上昇した金融セクターのCSは約10分の1の約600bpsであり、資金流出が目立つセクターは新型コロナウイルスによってグローバルにヒトとモノの動きが停止していることの影響が

図表5 エネルギーセクターHY債のCSと原油価格（長期時系列）



(注) シャドーは景気後退期間
(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表6 TEDスプレッド



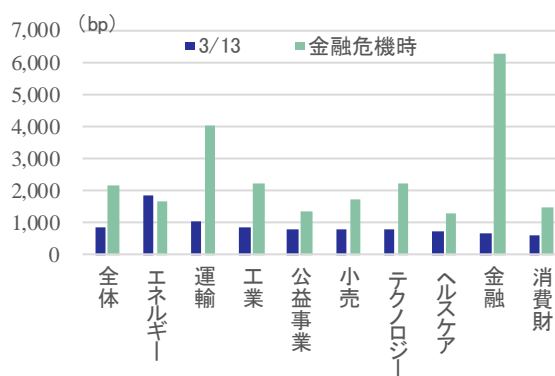
(注) TEDスプレッドは、3カ月物T-billと3カ月物ドルLIBORの金利差。シャドーは景気後退期間
(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

大きい運輸に止まっている（図表7）。

ただし、今後もHY債市場全体の動揺が限定的であるとは限らない。仮に油価低迷によりエネルギーセクター企業のデフォルトが相次げば、同セクターに与信をもつ金融機関のバランスシートが傷む。またヘッジファンドや投資信託等を通じて資金を供給する投資家のリスク許容度も低下するため、他セクターへの信用供与が慎重化し、企業は資金繰りに支障をきたすことになる。以上のように、エネルギーセクターの弱さが他セクターに波及する可能性はある。またエネルギーセクターからの波及という経路でなくとも、新型コロナウイルス感染が長期化することで実体経済や企業に与える影響が想定以上に深刻化するという懸念が高まれば、直接的な影響を受けやすい運輸等の業種に止まらず、幅広い業種のHY債の更なる売却を招くことになるだろう。

長引く低金利環境を背景に企業債務は過去最大に拡大しており、企業の資金調達コストが上昇した際の影響は甚大であるため、近年各国中央銀行や金融監督当局も度々警鐘を鳴らしている。FRBがゼロ金利政策や量的緩和再開等、積極的な緩和姿勢を示す中で足元の市場の混乱は一旦落ち着く可能性はあるも、HY債市場全体からの資金流出が継続すれば、一段の金融市場の混乱を招く可能性があり、警戒感を持って臨む必要がある。

図表7 業種別HY債CS



(注)金融危機時は2008～2009年で最も拡大した水準
(出所) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

- ¹ Moody's – Energy defaults are on the rise again, clouded economic outlook calls for a higher US speculative-grade default rate New York, October 31, 2019
- ² Dallas Fed Energy Survey Fourth Quarter December 27, 2019
- ³ BIS、仏中銀「The green swan」2020年1月。同レポートでは、気候変動リスクを「グリーンスワン」と呼称した。気候変動リスクは、①予期せぬものであり、②影響のインパクトが広範囲であるか極端であり、③事が起きてから初めて説明が可能、という3つの特徴を持つと考えられることから、将来の新たなブラックスワンになり得ると警戒する。
- ⁴ NGFS「A call for action Climate change as a source of financial risk」2019年4月
- ⁵ トランプ政権は気候変動リスクに懐疑的なスタンスをとるが、米産業界等はグローバルな流れを意識して気候変動リスクに対応する動き。例えば、米オイルメジャーは、自社の石油・天然ガスの生産にともなう温室効果ガス排出量を低減・最小化すべく事業計画を策定している。
- ⁶ 欧州委員会「Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment」2018年5月
- ⁷ TEG「Taxonomy Technical Report」2019年6月
- ⁸ 米資産運用最大手ブラックロックは2020年の投資先企業および顧客投資家向け書簡の中で、一般炭素売上構成比が25%となる企業からの投資撤退、および石炭火力発電への依存度が高いセクターに対する対話プロセスの強化を表明している。
- ⁹ 天然ガス火力は石油・石炭火力に比べてCO2排出量が低い、現時点ではEUタクソノミーに含めるかは未定。タクソノミーに含まれた場合でも、CCS（CO2回収・貯蔵技術）なしでは適格とされない厳格な規制を受ける見込み。当該基準は将来的に厳格化が予定されており、欧州型環境規制のもとでは天然ガス火力であっても環境適合した発電とは言いきれない状況。

[共同執筆者]

市場調査部	宮本凌	ryo.miyamoto@mizuho-ri.co.jp
市場調査部主任エコノミスト	川田速人	hayato.kawada@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。