

## 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

作成日 2020年1月29日

長期運用の鉄則「まず安全性基準でIG銘柄に絞り、次に高利回り社債を探す」は当時も今も同じです

## 不確実性で企業は慎重、米国景気に黄色信号か？

- 米国景気拡大が11年目で過去最長となった事実や、FRB（米連邦準備制度理事会）が3回の利下げによって予防策を取った事実を踏まえ、市場では「景気拡大」期待より「景気後退」（リセッション）懸念が高まりやすくなっています。
- 確かに米国経済成長率は、2年前は2.9%（2018年）で勢いがありました。しかし来年は、FRBは潜在的な成長率並みの1.9%（2021年）と予測、IMF（国際通貨基金）ではそれを下回る1.7%（同）への減速を予測します。
- 米国景気には黄色信号が点滅中です。原因は、米中貿易戦争の関税も撤廃されず、通商交渉の不確実性が企業を慎重にさせ「景気を悪化させる最大のリスク要因」（各国中央銀行）だからです。新型肺炎の不確実性も加わりました。

## 90年前の世界恐慌も、金融緩和と関税が遠因に

- 歴史を振り返ると、「米国史上最強の好景気」は1920年代でした（注1）。乗用車や冷蔵庫、洗濯機が普及し、ラジオや映画で娯楽を楽しむ繁栄の時代で好況に沸きました。
- しかし保守的な経済政策で自国産業界の有利さを追求し過ぎた結果、関税で貿易障壁ができ経済活動が阻害されました。今の米政権とそっくりです。そして1929年、行き過ぎた金融緩和を背景に高騰していた株価が大暴落。景気後退が欧州や日本へ波及し、世界恐慌となりました。

（注1）「米国の歴史の概要—戦争、繁栄、そして恐慌」（米国大使館American Center Japanサイト）参照。

## 古典的名著が説く1929年大暴落の教訓

- 1929年大暴落の教訓を説いた古典的名著があります。著名投資家ウォーレン・バフェット氏が愛読書と語った『証券分析』（1934年版）です。熱心な読者であることをアピールして著者グレーム教授（当時）らが教鞭を取るコロンビア大学に若きバフェット氏が進学した逸話は有名です。
- 同書は意外にも、株式だけでなく社債にも等しく紙面を割きます。まず、「長期の投資対象として株式が最も有利という考えは次第に影を潜めた」と記します。教訓を「株式が投資適格となる債券と同じようにその『安全性と安定性を保証する厳しい基準』（後述）での銘柄選択の原則が軽視されていたため高騰とその後の大暴落を招いた」と指摘します。
- そして社債は、「投資銀行のモラル崩壊でリスクの大きい債券が大量に売却され、一般投資家は巨額の損失を被った」と指摘します。原因は、①（好景気で企業が既発債の償還を進め）従来の厳しい投資適格の基準を満たす新発債が急速に減少していた一方、②（金融緩和で）有利な投資対象を求める資金が記録的な高水準に達していたからです。「どんな劣悪な債券でも売れるという安易さ」がありました。

●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。

## 元本の安全性を犠牲にして高利回り債を求めない

- 古典的名著は「長い経験によれば二流企業で儲けようとするより、一流企業の債券を高値でも買っておいの方が大きな損失が出なかったことは実証済み」と指摘します。元本の安全性を犠牲にしてまで利回りの高い債券を選択するのは本末転倒である、との戒めです。
- 銘柄選択でクリアすべき『安全性と安定性を保証する厳しい基準』とは、①業種特性や企業規模、経営陣の能力、知名度などに裏付けられたその企業の本来的な安全性と安定性、そして、②長期間の良好な業績によって既発債を償還できる収益（＝安全余裕率）が十分あること、と説きます。筆者が経験した格付実務における判断基準そのものです。

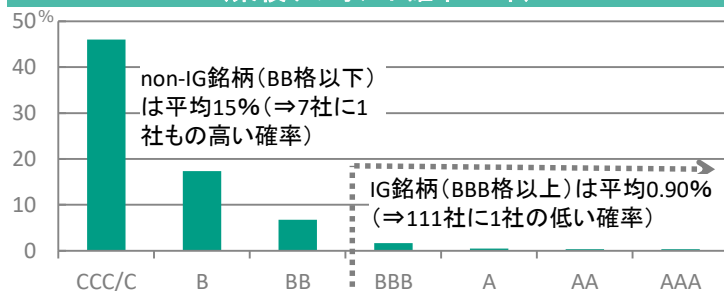
## 債券の信用力すなわちデフォルト確率とは何か？

- 実際、「大恐慌では多くの債券がデフォルトしたが、格付が高い債券はデフォルトがほとんど無かった」と格付会社は振り返ります（注2）。デフォルトとは、債券の利払いや元本償還が不能に陥り、投資家が損失を被る事態のことです。

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

- 格付が高い銘柄は、「投資適格級」（Investment Grade、以下IG銘柄）に区分され、今でも最も重視される銘柄選択のポイントです。格付実務の現場で基準となる5年後にデフォルトしている確率——累積デフォルト確率（図表参照）をみると、IG銘柄（BBB格以上）なら111社に1社の低い確率ですが、non-IG銘柄（BB格以下）では7社に1社もの高い確率でデフォルトしてきたことが読み取れます。
- まず安全性基準でIG銘柄に絞り込み、その中で高利回りの社債を探す長期債券運用の鉄則は当時も今も同じです。

【図表】5年後にデフォルトしている確率  
（累積デフォルト確率・5年）



注：累積デフォルト確率は格付会社各社が算出しており、S&Pの場合、過去40年弱（1981～2018年）にデフォルトした膨大なデータを蓄積して算出。出所：2018 Annual Global Corporate Default And Rating Transition Study, April 9, 2019, S&P

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、ドイチェ・アセット・マネジメントを経て、2016年から現職