

国内ハイブリッド債市場の見通し



望月 康行
リサーチ・アナリスト

本邦企業が発行する円建てのハイブリッド債の残高は、2016年時点の約10兆円から、足元では約27兆円まで拡大している。特に事業法人の発行残高は7兆円程度と2018年の2兆円程度から急増している。一方、発行実績を有する企業は依然として一部に限られている。今後に関しては、資金調達手段の多様化・分散化に加え、信用力維持や資本政策、さらには資本コスト抑制の観点から、より幅広い発行体がハイブリッド債を活用した資本性資金の調達に踏み込む可能性が高いと考えられる。加えて、構造的なリファイナンス需要もあり、ハイブリッド債の一段の拡大が見込まれる。

銀行や保険会社等は、自己資本規制の観点から一定規模の劣後資本調達が求められており、既に多くの発行体で必要水準に達していると考えられる。一方で、既発債の償還・コールに伴うリファイナンス需要は今後も継続的に発生する見込みである。

また、事業会社においても、一般的にハイブリッド債にはリプレースメント条項が付されており、信用力の大幅な改善が確認される場合を除き、発行体は同等の資本性を有する手段で借り換えを行うことが求められている。このため、既にハイブリッド債を発行している企業には、今後も継続的な発行需要が見込まれる。

コールスキップが発生するリスク

これまで、日本の公募ハイブリッド債市場においてコールスキップが発生した事例は確認されていない。一般に、発行体がファーストコール日にコールを見送るケースとしては、以下の2つのケースが想定される。

1. 発行体の信用力に大きな変化はないものの、市況悪化・市場の混乱等により市場全体の社債スプレッドが拡大するケース
2. 発行体の信用力悪化により、当該発行体の信用スプレッドが大きく拡大するケース

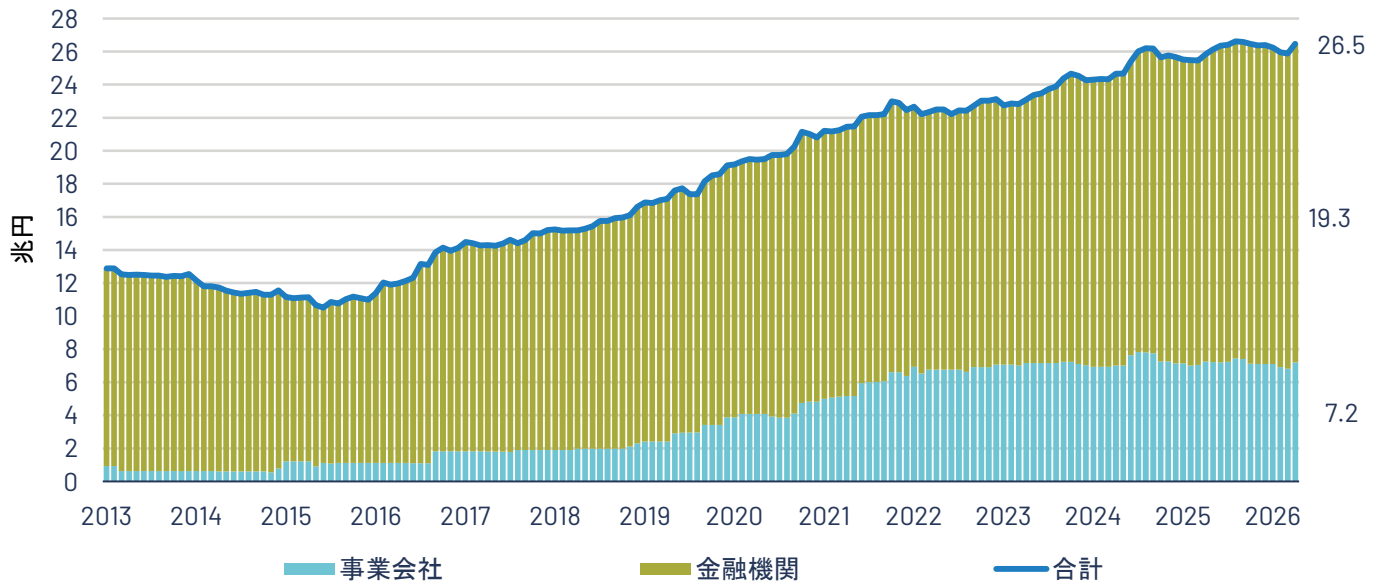
いずれの場合も、発行体のリファイナンス時の調達コストが上昇するため、コールをスキップして既存債を維持することで支払金利を低く抑えるインセンティブが働き易い構図となる。

ここで重要なのは、「過去にコールスキップが発生した事例はない」という事実の内訳である。①のケース、すなわち市場環境の悪化局面（市場全体のスプレッド拡大局面）は過去にも複数回発生しているが、その際も発行体はレピュテーションリスクを重視し、初回コール日におけるコールを実施してきた。一方で、②のように発行体固有の要因、特に著しい信用力の悪化を主因とするケースについては、日本の公募市場においてはこれまで十分に検証されてきたとは言い難い。

従って、過去にコールスキップが起きていない以上、今後も起きにくいと考えることには一定の合理性があるものの、それが実証されているのは主として①のケースに限られる。実際には、②のケースに陥る可能性が高い銘柄ほど、将来的なコールスキップリスクには留意が必要である。

以上を踏まえると、投資家としては、高い利回りのみを追求するのではなく、発行体のファンダメンタルズ、資本政策、リファイナンス余力を総合的に判断した上で、コールスキップリスクの高い銘柄を回避する観点から、慎重な銘柄選別を行っていくことが重要であると考え。また、①のケースに関しても、保有銘柄のファーストコールのタイミングを分散することにより、ポートフォリオへの影響を低減することが可能であると考え。

ハイブリッド債残高



出所：ブルームバーグ、ウエスタンアセット集計 2026年4月末現在

ウエスタン・アセットについての詳細は、当社ウェブサイトwww.westernasset.co.jpをご覧ください。

投資一任契約および金融商品に係る投資顧問料(消費税を含む)：

投資一任の場合は運用財産の額に対して、年率1.1% (税抜き1.0%) を上限とする運用手数料を、運用戦略ごとに定めております。また、別途運用成果に応じてお支払いいただく手数料(成功報酬)を設定する場合があります。

その料率は、運用成果の評価方法や固定報酬率の設定方法により変動しますので、手数料の金額や計算方法をこの書面に記載することはできません。

投資信託の場合は投資信託ごとに信託報酬が定められておりますので、目論見書または投資信託約款でご確認ください。有価証券の売買又はデリバティブ取引の売買手数料を運用財産の中からお支払い頂きます。投資信託に投資する場合は信託報酬、管理報酬等の手数料が必要となります。これらの手数料には多様な料率が設定されているためこの書面に記載することはできません。デリバティブ取引を利用する場合、運用財産から委託証拠金その他の保証金を預託する場合がありますが、デリバティブ取引の額がそれらの額を上回る可能性があります。その額や計算方法はこの書面に記載することはできません。投資一任契約に基づき運用財産の運用を行った結果、金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動により、損失が生ずるおそれがあります。損失の額が、運用財産から預託された委託証拠金その他の保証金の額を上回る恐れがあります。個別交渉により、一部のお客様とより低い料率で投資一任契約を締結する場合があります。

© Western Asset Management Company Ltd 2026. 本資料の著作権は、ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社およびその関連会社(以下「ウエスタン・アセット」という)に帰属するものであり、意図した受取人のみを対象として作成されたものです。本資料に記載の内容は、秘密情報及び専有情報としてお取り扱いください。ウエスタン・アセットの書面による事前の承諾なしに、全部又は一部を無断で複製、複製することや転載することを堅くお断りいたします。

過去の運用実績は将来の運用実績を示すものではありません。また、本資料は、将来の実績を予測または予想するものではありません。

本資料は、適格機関投資家、特定投資家、企業年金基金、公的年金等、豊富な投資経験と高度な専門知識とを備えたプロフェッショナルのお客様のみにご提供するものです。

本資料は情報の提供のみを目的としています。資料作成時点のウエスタン・アセットの見解を掲載したものであり、将来予告なしに変更する場合があります。また、リアルタイムの市場動向や運用に関する見解ではありません。

本資料で第三者のデータが使用されている場合、ウエスタン・アセットはそのデータが公表時点で正確であると信じていますが、それを保証するものではありません。ウエスタン・アセットの戦略・商品の受賞またはランキングが含まれている場合、これらは独立した第三者または業界出版物により公平な定量・定性情報に基づき決定されたものです。ウエスタン・アセットは、これらの第三者の標準的な業界サービスを利用したり、出版物を購読したりする場合がありますが、それらは、すべてのアセット・マネージャーが利用可能なものであり、ランキングや受賞に影響を与えるものではありません。

本資料に記載の戦略・商品には、元本の一部または全部の損失を含む大きなリスクが伴う場合があります。また、当該戦略や商品に投資することは大きな変動を伴う可能性があり、投資家にはそのようなリスクを受け入れる経済力および意思を持つことが求められます。

特段の注記がない限り、本資料に記載の戦略のパフォーマンスはコンポジットのデータです。コンポジットではないその他のデータについては、当該戦略の運用方針に最も近いと考えられる口座を、コンポジットの代表口座として掲載しています。つまり、代表口座は運用結果により選択されるものではありません。代表口座のポートフォリオ特性は、コンポジットやその他のコンポジット構成口座と異なる場合があります。これらの口座についての情報はご依頼に応じてご提供いたします。

本資料に記載している内容は、ウエスタン・アセットの投資家に対する投資助言ではありません。個別銘柄・発行体に関する一般的または具体的に言及する内容は、例としてご提示したものであり、購入または売却を推奨するものでもありません。また、ウエスタン・アセットの役員及びお客様は、本資料に記載の有価証券を保有している可能性があります。

本資料は、会計、法務、税務、投資またはその他の助言の提供を意図したのではなく、またそれらに依存すべきではありません。お客様は、ウエスタン・アセットが提供する戦略・商品への投資を行うにあたり、経済的リスクやメリットなどについて助言が必要である場合は、ご自身の弁護士、会計士、投資家、税理士、その他のアドバイザーに相談して下さい。お客様は、居住国で適用される法令を遵守する責任を負います。

ウエスタン・アセットは世界有数の運用専門会社です。1971年の設立以来、債券運用に特化したアクティブ運用機関として最大規模の運用資産と運用チームを有しています。拠点は米国カリフォルニア州パサデナ、ニューヨーク、英国ロンドン、シンガポール、東京、豪メルボルン、香港、スイス・チューリッヒにあり、フランクリン・リソーシズIncの完全子会社ですが、経営全般に独立性を保っております。構成法人：米国：ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニーLLC(米証券取引委員会(SEC)登録の投資顧問会社)。オーストラリア・メルボルン：ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニーPty Ltd(事業者番号ABN 41 117 767 923)。オーストラリア金融サービスライセンス(AFSL)番号303160(オーストラリア証券投資委員会(ASIC)が規制)。シンガポール：ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニーPte. Ltd. (CMSライセンスCo. Reg. No. 200007692R、シンガポール通貨監督庁が監督)。日本：ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社(金融商品取引業者、金融庁が規制)。英国：ウエスタン・アセット・マネジメント・カンパニーLimited(英金融行動監視機構(FCA)が認可(FRN145930)、規制)。本資料は英国ではFCAが定義する「プロフェッショナルな顧客」のみを対象とした宣伝目的に使用されます。許可された欧州経済領域(EEA)加盟国へ配信する場合もあります。最新の承認済みEEA加盟国のリストは電話(+44(0)20 7422 3000)にてお問い合わせください。

ウエスタン・アセット・マネジメント株式会社について

業務の種類： 金融商品取引業者(投資運用業、投資助言・代理業、第二種金融商品取引業)

登録番号： 関東財務局長(金商)第427号

加入協会： 一般社団法人資産運用業協会(会員番号011-01319)