

## ハイ・イールド債の時代が到来



ティム・リアリー  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー  
レバレッジド・ファイナンス

2022年9月8日

金利上昇とインフレの懸念によるパフォーマンスの低下を防ぐために、ポートフォリオを調整するなか、投資家はインカムをますます求めるようになっていきます。ハイ・イールド債は、デューレーションが短く、予想デフォルト率は低位に留まり、流動性は安心出来る水準にあり、バリュエーションの大幅な改善によって利回りが上昇している資産クラスで、エクスポージャーを持つことが検討されても良いと考えています。

### インフレ - 債券市場の危険因子？

必ずしもそうではありません。投資家は、インフレが見られた際に、債券クラスから資産を急速に引き揚げる傾向にあります。しかし、ハイ・イールド債にとっては、インフレが続くと、価格にインフレの上昇分が転嫁される限り、皮肉なことに、追い風となるはずですが、最近では、特にエネルギー業界において、投資適格未満の発行体の損益計算書を見ると、インフレによる利益が確認できます。

とはいえ、インフレを価格に転嫁できなくなった場合は、潜在的な問題となります。しかし、現時点での基本シナリオでは、現在のインフレ環境はハイ・イールド債にとって前向きなものという見方をしています。

また、インフレが鈍化し、金利が引き締められれば、クレジット市場にとっては魅力的な環境となるでしょう。欧州市場に目を向けると、このようなシナリオは十分にあり得ます。債券市場では現在、欧州中央銀行（ECB）は利上げを続け、年末にはピーク時の1.5%になるまで前倒しで政策金利の引き上げを行うことが織り込まれています。しかし、その後は景気後退となり、中期的なインフレ見通しが下方修正される可能性が高いため、ECBはさらなる利上げに苦慮するでしょう。

### 金利は逆風か、それともパフォーマンスの原動力か

金利は全ての市場に影響を及ぼし、ハイ・イールド債も例外ではありません。しかし、ハイ・イールド債は、例えば投資適格債に比べてデューレーションが非常に短いため、金利上昇の影響ははるかに小さく、投資家はコアな債券よりもハイ・イールド債への投資によって利回りを向上できるでしょう。

米国の金融政策がもたらす潜在的な影響について見てみると、FRB が利上げを制限した場合、その理由次第で、ハイ・イールド債のパフォーマンスに与える影響は変わってきます。

例えば、GDP と雇用は強さを維持しながらも、インフレ率が低下に向かったことから、FRB が利上げペースを減速したシナリオにおいては、ハイ・イールド債の価格は上昇するはずですが、FRB が急速に利上げを行いすぎたことで、市場にショックを与え、景気後退を引き起こしたことを背景に、引き締めを減速した場合、ハイ・イールド債の価格は下落するでしょう。とは言いながらも、このようなシナリオが実現したとしても、ハイ・イールド債の発行体のバランスシートは、私が過去に経験したどの景気後退よりも、現在のはるかに良好な状態にあると見えています。



### 新規発行の現象 = 流動性の低下か

インフレが必ずしも全ての債券クラスに悪影響を与えるわけではないことと同様に、発行水準の低下が常に市場の流動性の低下をもたらすわけでもありません。

投資家はどのような市場においても常に流動性を考慮する必要があることは言うまでもありません。しかし、資金の借り換えの必要性がないことによる新規発行の減少は、ハイ・イールド債にとって実際にプラスに働くと考えられます。発行額は減っているものの、ハイ・イールド債の流動性は2~3年前よりも高まっていると言えるでしょう。

### デフォルト率の上昇について

今年、私たちが目の当たりにした経験のないイベントのレベルとボラティリティは、非常に高い水準でした。クレジット債においては、このような市場のボラティリティやショックを背景に、破綻が見られ、企業はこれまでに負っている債務負担を十分に支えることができなくなるだろう、という主張をすることはたやすいでしょう。

これはおそらく真実であり、デフォルトの水準は現在の3倍になると予想しています。しかし、これは非常に低い水準からのスタートです。レバレッジド・ローンのデフォルト率が1.1%の場合、ハイ・イールド債のデフォルト率は3.3%に上昇する可能性があります。このデフォルト率は新型コロナ危機時の半分の水準に過ぎません。

### 静かなささやき - 中期的なバリュエーションは魅力的

世界のハイ・イールド債市場の最低利回りは8.5%を超え、スプレッドは550bps前後で推移しています。ヒストリカルで見ても、スプレッドがさらに拡大したとしても、通常3年及び5年の投資期間でプラスのリターンを生み出す魅力的なバリュエーションにあります。

ダイレクト・レンディング、証券化クレジット、広範なシンジケート・ローンなど、他の高リスクの債券クラスと比較して、ハイ・イールド債が提供する低いデフォルト率、短いデュレーション、高いインカム、流動性の改善という現在の環境を考慮すると、ハイ・イールド債への資金流入は2022年の残りの期間と2023年にかけて継続すると予想しています。

ハイ・イールド債の時かもしれません。

## ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号  
 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。  
 この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management