

欧州ハイ・イールド債 ; 注目すべき時

欧州ハイ・イールド債は見過ごされてきた資産クラスですが、今こそ投資家が着目すべき資産クラスであると思います。

海外投資家からの利回りへの需要が欧州ハイ・イールド債のスプレッド縮小をもたらし、多くの場合、縮小し過ぎた水準にまで至りました。この結果、相対的な魅力が低下し、個人投資家からの資金流出が続くことになったと考えています。

欧州ハイ・イールド債のスプレッドはこの一年で大きく拡大しました。資産クラスに占めるイタリアの発行体の比率が高いことからボラティリティは高まり、イタリアでの政治不安も投資家を遠ざける一因となりました。一方で、ローン市場は勢いを増し、発行体にとって次第に柔軟となってきたストラクチャーと、変動金利という特性が投資家と発行体の需要を集めました。これにより、資金調達先としてのハイ・イールド債市場に対するニーズが低下することとなりました。

2018年11月

マーク・ケンプ
ポートフォリオ・マネジャー
(クライアント担当)



ハイ・イールド債インデックス（ICE BofAML Euro High Yield Index）のスプレッドは425bps（2018年10月末時点）となり、2017年に記録した最低水準からは165bps、過去5年の平均スプレッドからは40bps拡大した水準にあります（図1参照）。

図1：平均を上回る水準の欧州ハイ・イールド債のスプレッド



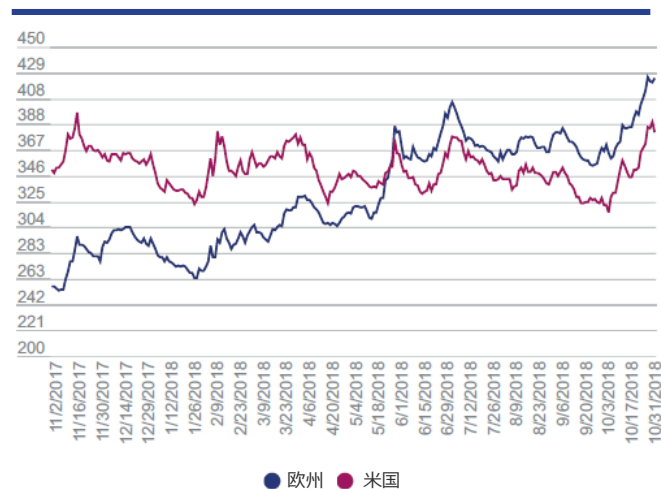
出所：Bloomberg 2018年10月31日；ICE BofAML Euro High Yield Index

米国市場との比較

欧州ハイ・イールド債のスプレッドが米国市場を大きく上回っているのは最近の価格動向が影響しています。

図2で示されているように、米国と欧州のハイ・イールド債市場の「通常」の関係では、米国よりも欧州の方がタイトなスプレッドにあります。これは直観的には道理にかなっており、なぜなら欧州の方が格付けの高い銘柄が多くなっているためです。BB格の銘柄は欧州市場では約70%であるのに対して、米国市場では45%しかありません。

図2：米国及び欧州ハイ・イールド債市場のスプレッド



出所：Bloomberg 2018年10月31日；ICE BofAML Euro High Yield Index

一年前は通常通り、欧州ハイ・イールド債のスプレッドは米国よりも100bpsタイトな水準にありました。今では、この関係は反転し、米国よりも欧州の方がスプレッドで40bps程度ワイドになっています。このような逆転関係が見られるのは、ソブリンや銀行危機といった極端なストレス時に限られているのが通例でした。

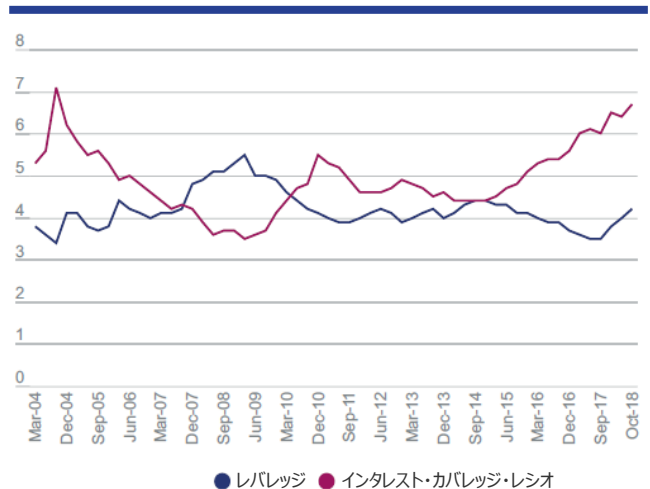
米国と欧州では経済指標に乖離がみられ、企業の売上や業績も米国の方がずっと良く、米国市場での新規発行が予想外に少ないことも需給面での助けとなっていますが、今年見られたような大きな逆転現象が今後も続くことを裏付ける程のものではないと考えています。

安全水域

欧州の経済成長は、減税によって押し上げられた米国に追いついておらず、米国ハイ・イールド債市場の方が良好な環境であることは否定しませんが、欧州ハイ・イールド債市場の健全性に警鐘を鳴らすほどの状況にあるとも思っていません。とはいっても、最近のトレンドで目を向けるべき点はいくつかあると考えています。

欧州ハイ・イールド債市場では、財務レバレッジが上昇しつつあり、JPモルガンのデータによれば、レバレッジは昨年から約0.4倍増となる、4.2倍に上昇しています。しかし、これはやや積極的かつ低格付けの発行体による起債が増加したことによる影響であると捉えています。つまり、昨年は借り換えのための新規発行が中心だったのに対し、今年はM&AやLBOのための発行が増加しました。しかし、過去一年半に亘って企業が魅力的な水準で債務の借り換えをしてきたということは、債務コストが低下したことを意味しており、債務の支払い能力は高い水準にあると同時に、さらに高まっていると言えるでしょう。

図3：欧州ハイ・イールド企業のレバレッジとインタレスト・カバレッジ・レシオ



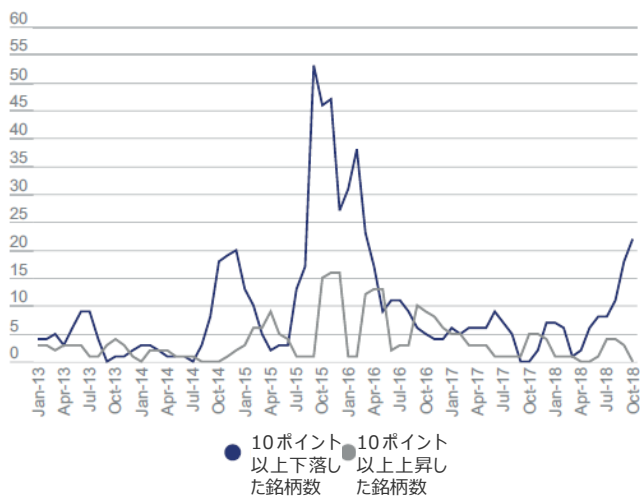
出所：J.P. Morgan, Bloomberg 2018年10月

インタレスト・カバレッジ・レシオに改善は見られるものの、この半年で欧州ではデフォルト率の若干の上昇が見られ、過去一年でデフォルト率は0.6%から1.0%をやや超える水準にまで上昇し、影響を与えたのは主に小売セクターでした。デフォルト率はわずかに上昇したものの低水準を保っており、小売セクターを除けば、債務支払能力において中期的にシステミックとなるリスクはないと考えています。さらに、今後2年間の債務返済スケジュールは非常に健全な状況にあります。

差別化の広まり

デフォルト率の上昇よりも目に留めるのは、個別銘柄ごとのボラティリティの高まりです。一ヶ月で10ポイント以上も下落した銘柄数はここ数ヶ月で大幅に増加しています（JPモルガンのデータによる）（図4参照）。

図4：一ヶ月で10ポイント以上、上昇・下落した銘柄数



出所：J.P. Morgan 2018年9月28日（3ヶ月ローリング、ユーロ建て及び英ポンド建てハイ・イールド債）

これまでのスプレッドがタイトな水準であったことで、市場の調整に対して、ほとんどダウンサイド・プロテクションがなかったことが理由のほとんどだと考えています。低クーポンによってプロテクションやバッファが限られていたことから、問題が生じた際には債券価格は下落し、それも大きく下落するしかありませんでした。

違和感があるように思えるかもしれませんが、ボラティリティが戻ってきたことにむしろ安心感を抱いています。それはハイ・イールド債市場に投資を行っていることを再認識させてくれることでもあり、リスクの高い企業への貸し手には、その対価を得られるべきでもあるからです。さらに、ボトムアップによる銘柄選択に注力するアクティブ運用者にとっては、アルファを獲得できる投資機会が得られるだけでなく、新たな発行はより適正な価格水準で行われるようになります。

ボラティリティの高まりによって、新規発行に対してはより高いリスク・プレミアムが要求されるようになり、影響力のある運用会社は、起債する発行体に対して条件やストラクチャーなどについて意見をすることが出来るようになりました。この力関係の変化によって、現在の市場は投資家に有利な環境となっています。つまり投資家側からすれば、より高いクーポン、良好なストラクチャーが提供されることで、長期的に良好なリターンを得られる可能性が高まることから、良いことではありません。

こうしたことを踏まえ、欧州ハイ・イールド債市場は興味深い投資対象になってきていると考えおり、忘れ去られた投資対象を思い出すのには良い時期に差し掛かっているかもしれません。

ディスクレームー

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手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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、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。