



# グローバル・ハイ・イールド債は強い反発パターンを繰り返す



アンドレズ・スキーバ  
米国クレジット債ヘッド



ジャスティン・ジュエル  
ブルーベイ欧州HY債ヘッド、  
シニア・ポートフォリオ・マネ  
ジャー



ティム・リアリー  
ブルーベイ・シニア・ポートフォリオ・  
マネジャー



クラウディオ・ダ・ガマ・ローズ  
ブルーベイ・クライアント担当ポートフォ  
リオ・マネジャー

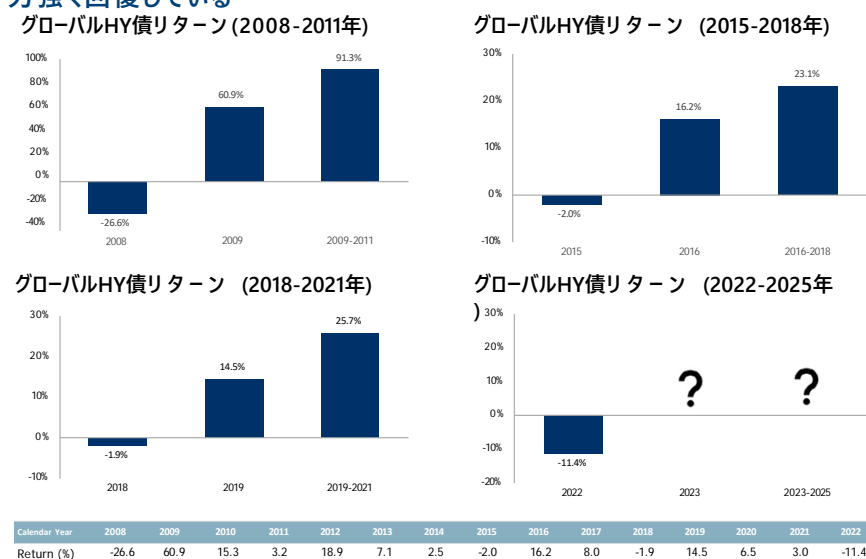
2023年3月

ハイ・イールド（HY）債のリターン、エンゲージメント、投資状況について、2023年は好調なスタートを切ることができました。2022年にHY債は-11.38%<sup>1</sup>下落したものの、平均回帰する資産クラスであると踏まえると、今後1、2年間で良好なリターンがもたらされる環境は整ったと言えるでしょう。国債利回りの急激な上昇により、グローバルHY債の利回りは8.75%<sup>2</sup>近くまで上昇しています。過去と比較して、長期投資家にとってタイミングの良いエントリーポイントとなります。

アセット・アロケーターにとっての課題は、リスクなしに良好な投資機会は得られないということです。数四半期にわたる金利上昇は企業収益や利益率を圧迫し、デフォルトに繋がる傾向があります。資金調達コストの枠組みの変化による企業のキャッシュフローへの課題は、長い時間がかかることです。償還が限定的で、固定クーポンが大半を占めているため、数四半期あるいは数年間かかるプロセスとなります。

しかし、HY企業の多くが難局を上手く乗り越えたことを確認するために、遅行する四半期データを待つことはコストにつながる可能性があります。グローバルHY債は最も回復力の強い資産クラスの一つであり、その安定した高いインカムにより、下落局面後すぐに反発する傾向にあります。

図1：稀に見られる下落のあと、グローバルHY債の1年及び3年リターンは力強く回復している



出所：RBCブルーベイ・アセット・マネジメント、ブルームバーグ、2022年12月31日時点。グローバル・ハイ・イールドはICE BofA Global High Yield Constrained Index USD Hedgedで表示され3年間リターンは累積

<sup>1</sup> ICE BofA Global High Yield Constrained Indexで表示されるグローバルHY市場。インデックスのリターンはUSD Hedged、2022年までのリターンは-11.38%

<sup>2</sup> 2023年2月22日時点のICE BofA Global High Yield Constrained Indexの利回り

## なぜグローバルHY債は強い回復力を持つのか

- トータル・リターンは債券の価格の動きとクーポン収入で構成されることから、クーポンが高いほど、金利上昇やスプレッド拡大による債券価格の下落をより吸収することができます。
- HY債の発行体が満期前に繰上償還する場合、債券保有者にプレミアムを支払わなければなりません。
- 借り換えが可能な場合、債券は通常デフォルトしません。
  - 利回りが高いほど、企業が債務の借り換えを行うための資金を提供するインセンティブが投資家により強く働きます。
  - 公社債市場の他に、企業はプライベート・クレジット、レバレッジド・ローン、転換社債、株式市場でグローバルHY債の借り換えができます。

## ファンダメンタルズ；スタート地点が盤石であることが、今後の難局への懸念を緩和

HY債の信用格付は改善傾向にあります。グローバルHY債インデックスの約58%はBB格で構成されています。

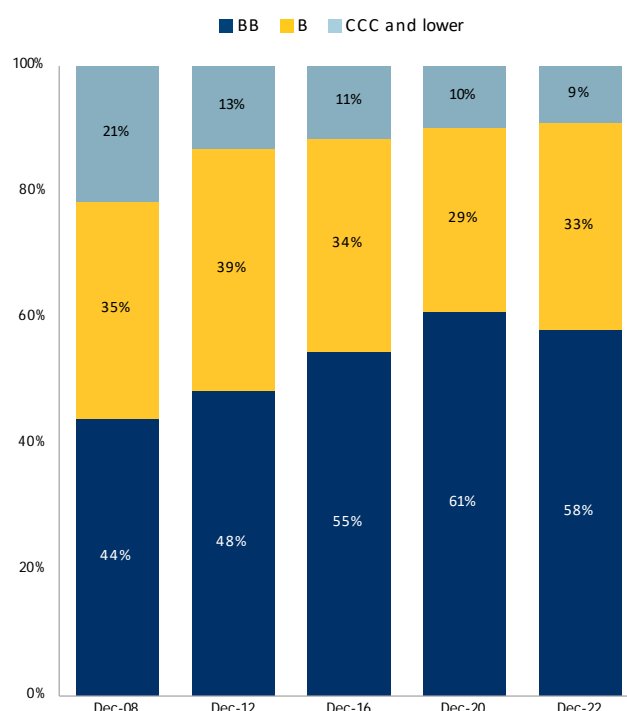
信用力の改善は、バランスシートとファンダメンタルズが最も健全な水準に近いことを反映しています。図3では米国HY債のネットレバレッジが世界金融危機（GFC）前の水準まで回復したことを示しています。一部の業態では、インフレショックが信用力プラスに働き、資産価格の上昇とキャッシュフローにより固定金利の債務を支払うことが可能となりました。

### 「投資対象の中で負債を最も多く抱える企業群は、より高いスプレッドを提供するものの、今後迎える償還時にどのように借り換えができるかという追加的なリスクもあります」

エネルギー及び金属・鉱業セクターでは、ここ数四半期において最も目覚ましい信用力の改善が見られます。投資対象の中で負債を最も多く抱える企業群は、より高いスプレッドを提供するものの、今後迎える償還時にどのように借り換えができるかという追加的なリスクもあります。引受基準が厳しくなるにつれて、衰退している業界では、生き残ることが出来るバランスシートを判別し、ストレスやデフォルト及び債務再編に向かう可能性がある資本構造を回避するという慎重なデューデリジェンスが必要となります。

デフォルトの増加が予想されるものの、企業は以前の景気後退期に比べればまだ余力があります。デフォルト率は5%未満を維持し、前回の景気サイクルのピークを大幅に下回ると予想しています。新型コロナ禍によって、企業には借り換えを行い、資本構造を改善する長い時間が与えられたことが、いまでは追い風となっています。インフレ指標の軟化が続いた場合には、2023年後半から2024年前半に米連邦準備制度理事会（FRB）がより緩和的な政策へと転換する可能性があります。このことは、企業が債務の借り換えを行うための、資本市場機能のさらなる下支えとなるでしょう。

図2：グローバルHY債インデックスの格付構成



出所：ブルームバーグ、ICE BofA、2022年12月31日時点。Global HY Indexの構成は、ICE BofA Global High Yield Indexで表示。

図3：2022年7-9月期 米国HY債ネットレバレッジとカバレッジの指標

	Q3 2022	Q2 2022	Q3 2021	Q4 2019	Q/Q	Y/Y	Pre-GFC
Leverage	3.06x	3.11x	3.07x	3.06x	-0.05x	-0.02x	0.00x
Coverage	6.19x	5.92x	5.24x	4.43x	0.26x	0.95x	1.76x

出所：モルガン・スタンレー・リサーチ、ブルームバーグ、S&P Capital IQ 2022年7-9月期の業績、2023年2月2日時点。ネットレバレッジは純負債/12ヶ月後EBITDA、カバレッジはEBITDA/純金利費用として定義。

図4：米国HY債デフォルト率（額面ベース）



出所：JPモルガン、2023年2月1日時点

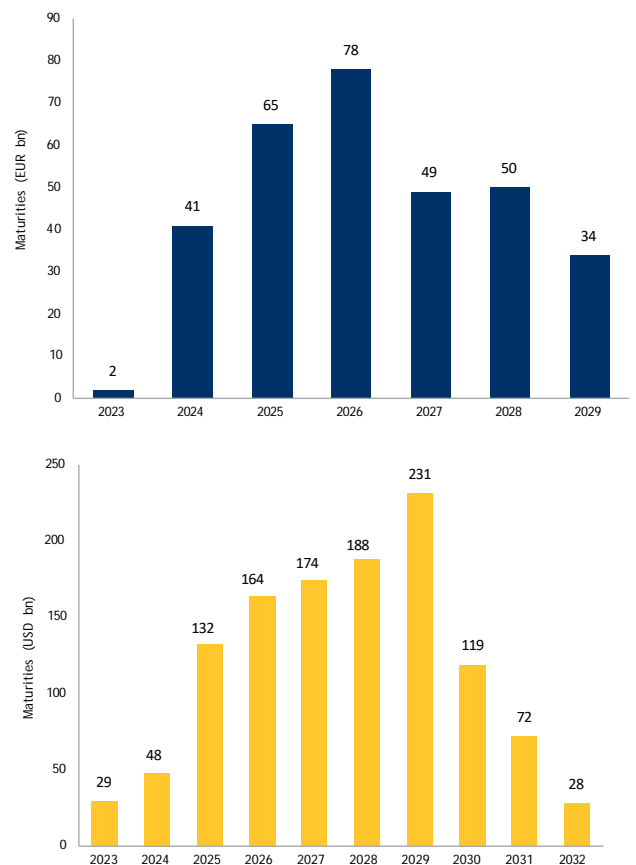
さらに好ましい傾向として、HYからの格上げ（ライジング・スター）がHYへの格下げ（フォーリン・エンジェル）を上回っています。欧州HY債では2023年のライジング・スターが250億ユーロを超えると予想されています。米国HY債では2020年以降に見られた大型のフォーリン・エンジェルが今年格上げされる可能性もあります。フォードとオキシデンタル・ペトロリアムが格上げされた場合、700億米ドルの債券がHY債インデックスから除外することとなります。

**「欧州HY債では2023年のライジング・スターが250億ユーロを超えると予想されています。米国HY債では2020年以降で最大規模のフォーリン・エンジェルが今年格上げされる可能性もあります」**

### テクニカル面は引き続き下支えとなる

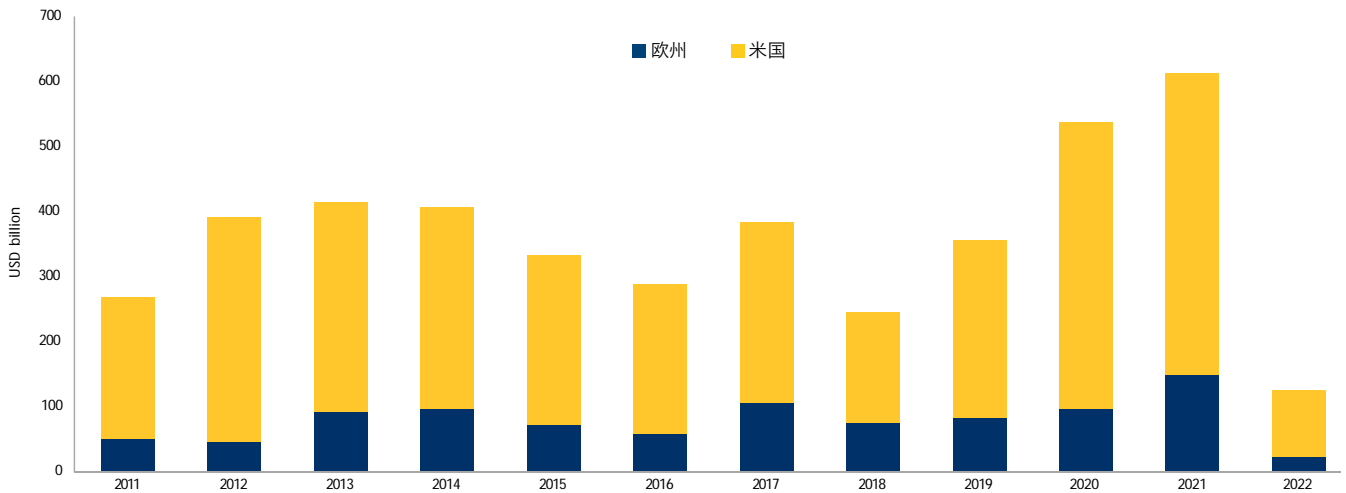
HY債の供給量は例外的に少なくなっています（図7ではその大幅な減少が示されています）。昨年の米国HY債の新規発行額は、1,150億ドルに過ぎず、過去10年間の平均値を大きく下回り、80%減の水準です。利回りが上昇したことを考慮すると、新規のクリーンな銘柄が発行された場合、強い需要が見られることが予想されます。2023年のプライマリー市場での発行もわずかな増加に留まると予想されており、ポートフォリオで再びポジションを取る際には魅力的な投資機会となるでしょう。これは欧州でも同様です。この発行量の少なさによって、信用スプレッドは縮小し、HY債の価格が上昇しています。

図5、6：欧米HY債の償還の壁



出所：上段はブルームバーグ・インデックス、ユーロHYとレバレッジド・コメンタリー&データ（LCD）はUBS、2022年12月31日時点。下段はBoA、2022年11月30日時点。

図7：欧米HY債の新規発行額



出所：レバレッジド・コメントリー & データ（LCD）、2022年12月31日時点。

## 「資産クラスへの投資がどれほど過少となっていると感じているかに触れてきましたが、この傾向は改善し始めています」

昨年はHY債市場から大規模な資金流出がありました。米国HY債投資信託とETFから490億ドル、さらに欧州HY債ファンドから120億ユーロが流出し、記録的な流出額となりました。資産クラスへの投資がどれほど過少となっていると感じているかに触れてきましたが、この傾向は改善し始めています。インフレや業績見通しがより明らかになるにつれ、投資家によるHY債への再投資の流れが加速すると予想しています。

### まとめ

今後数四半期の業績発表を待たないと、グローバルHY債利回りのサイクルがピークに達したと言うのは時期尚早かもしれませんが、8.75%近い利回りは、投資家が予見できる及び予見できないリスクを十分に補う水準であると考えています。過去のサイクルにおいて、グローバルHY債は、信用ストレスの高まりや経済成長率の低下にも関わらず、プラスのリターンを実現してきました。スタート地点のファンダメンタルズの質と強いテクニカル要因によって、稀有な下落のあとに、HY債は平均回帰の動きを見せると考えています。



## 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れるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management