



ハイ・イールド債市場の見通し

2022年のパフォーマンスを左右する5つの要因



ジャスティン・ジュエル
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



アンドレズ・スキーバ
米国クレジット債ヘッド



ティム・ラーリー
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
クライアント担当ポートフォリオ・マネジャー

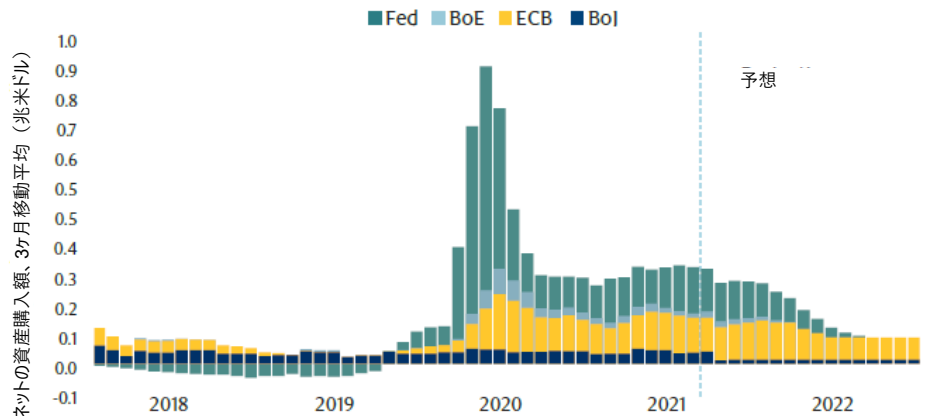
金利上昇は誰もが気になるところです。金利が大きく見直されると、なかなか手軽な逃げ場はありませんが、債券市場には引き続きリターンを得る機会があると思います。ハイ・イールド債（HY）はデュレーションが短く、高いインカムの資産であることから、有力な選択肢になるのではないかと考えています。

ここでは、2022年のHY市場のパフォーマンスに寄与し、プラスのリターンをもたらす理由になると期待する5つの重要な要因を挙げたいと思います。

1. 金融政策

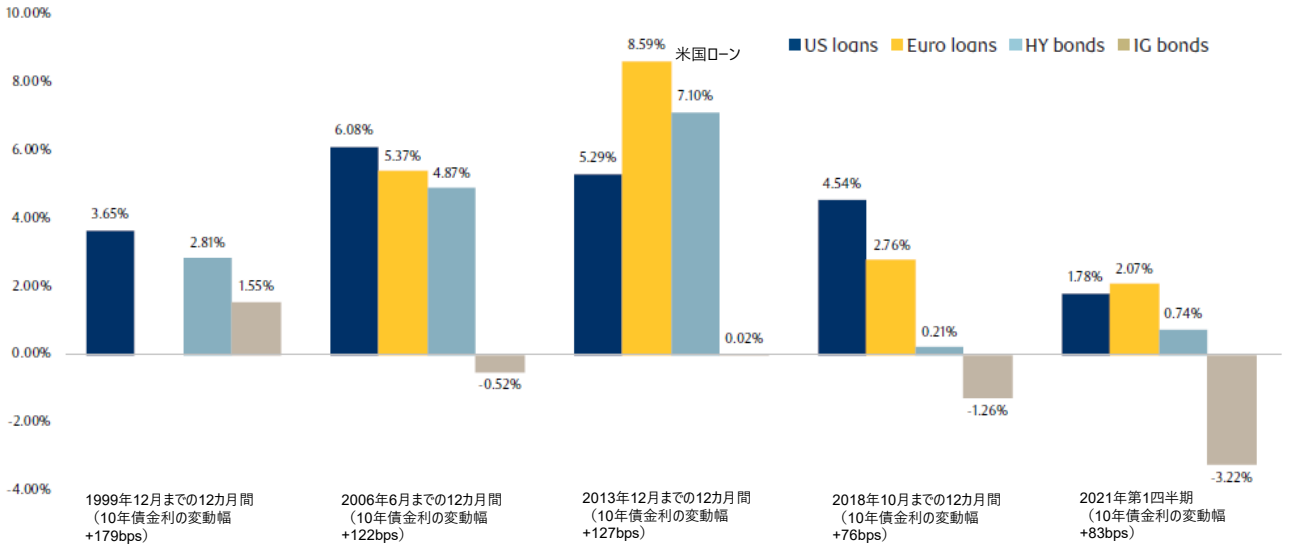
- 米国連邦準備制度理事会（FRB）は金融刺激策の撤収、すなわち「テーパリング」を11月後半に開始しました。ネットの債券購入は2022年の春に終了する方向になっています。これはブルーベイの想定と違わず、最初の利上げが2022年半ばに行われると予想しています。
- HYの資産クラスとしてのデュレーションの短さと高利回りという特徴は、米国の金利カーブが正常化することへのバッファーとして機能するはずで、金利が上昇し始める際に上手く働くはずで。
- 過去、米国債利回りが上昇する時、HYは1年間のパフォーマンスで、デュレーションの長い投資適格社債を大きく上回るパフォーマンスとなる傾向がありました（図2参照）。

図1: 流動性の蛇口はゆっくりと閉められていく



注：予想はブルーベイのもの。FRBが2021年12月から月間150億米ドルの資産購入縮小の開始を想定。ECBのPEPPは2022年3月末に終了して、資産購入プログラム（APP）による月間購入額を600億ユーロへ引き上げて、400億ユーロに増額することで一部相殺されると想定。データの出所：Macrobond、実績値は2021年8月末時点

図2: 金利上昇時はHY債が投資適格社債を上回るリターン



出所: ブルーベイ・アセット・マネジメント 2021年9月30日時点 注: 1998年12月から2021年9月30日までの間で、米国10年国債利回りが75bps以上の上昇となった期間を選択。米国ローンはS&P LSTA Leveraged Loan Index、ユーロ圏ローンはS&P European Leveraged Loan Index、HY債はICE BofA Global High Yield Index、投資適格債はICE BofA Global Corporate Indexをそれぞれ使用。S&P European Leveraged Loan Indexは2003年1月より算出を開始となっているので、98/11~99/11の期間の数値はありません。

2. テクニカル

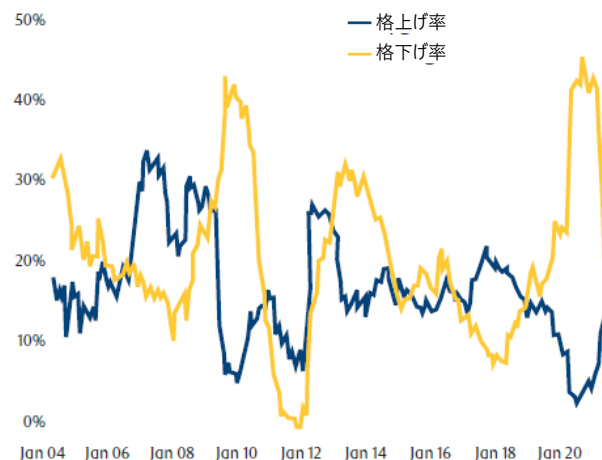
- 2021年の米国HY債への投資家フローは資金流出です。しかし、投資適格社債のリターンが米国金利の上昇による影響を受ける可能性を考慮すれば、投資家が投資適格社債からHY債に資金を移すことで、この流れが逆転すると予想しています。米国HY債ファンドからの年初来の資金流出は全体で138億米ドルに達しており、比較としての2020年は448億米ドルの資金流入でした。
- 欧州HY債についてはわずかに資金流入で、年初来の流入金額は7.75億ユーロとなっています。
- レバレッジド・ローンも資金流入で、変動金利という特性が全体的に寄与しています。
- 2020年に格下げが大幅に増えた後、クレジット債の格上げは、格下げに対して2倍の比率となっています。投資適格に復活をする「ライジング・スター」の増加は、HY債のテクニカル面の下支えとなり、旺盛な新規発行による影響を埋め合わせると考えています。
- 米国HY債の格下げに対する格上げの倍率は2.83（額面ベース）となっています（2021年11月末時点）。欧州では、同様の傾向が、よりゆっくりしたペースで見られています。強い経済指標が格付けに転換される時間差を考えると、2022年を通じてさらに格上げが増えると考えています。

図3: 米国HY債：直近12カ月の格上げ/格下げ倍率（額面ベース）



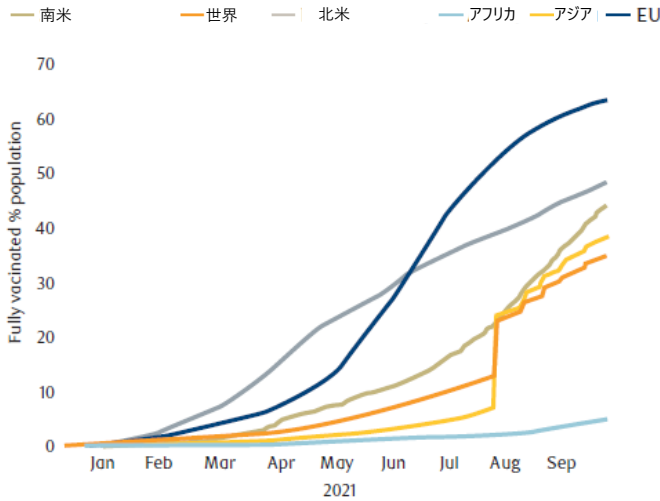
出所: JP Morgan, Moody's Investors Service, S&P 2021年12月1日
過去の実績が将来のトレンドを保証するものではありません。

図4: 欧州HY債：発行体の格上げ率、格下げ率



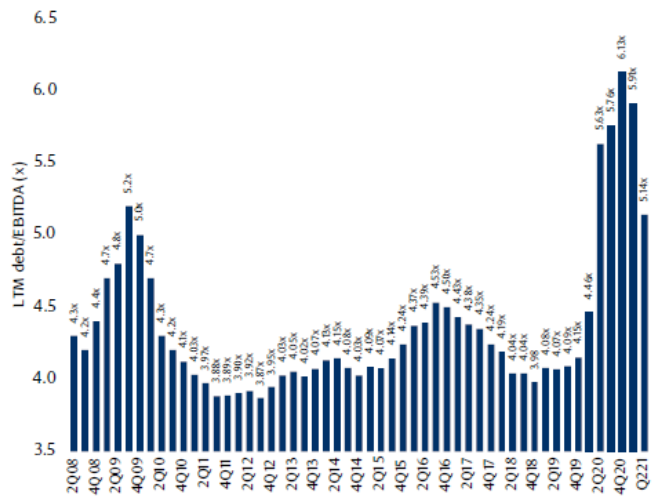
出所: JP Morgan, Bloomberg Finance L.P. Markit 2021年6月25日
過去一年の変化
過去の実績が将来のトレンドを保証するものではありません。

図5: ワクチン接種を完了した人々の人口比率



注) ワクチンを2回接種したひとの割合
出所: Our World in Data; Macrobond; 2021年11月25日

図6: コロナの景気後退により米国HY債のレバレッジが急上昇

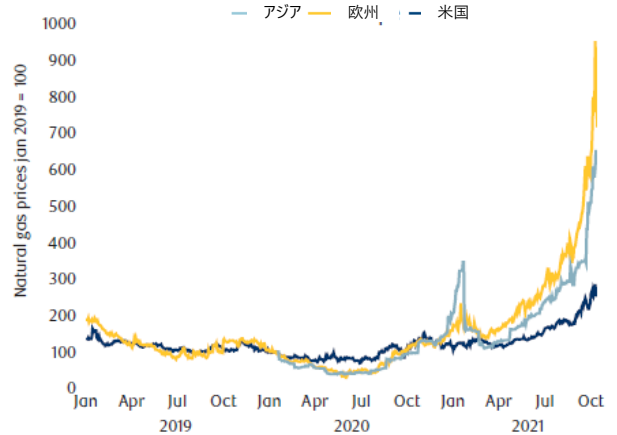


出所: JPMorgan Q221 results, 2021年9月17日
過去の実績が将来のトレンドを保証するものではありません。

3. ファンダメンタルズ

- リスク要因としての新型コロナの存在感は薄れてきています。感染拡大が社会のロックダウンを招く可能性は低下し、企業活動に与える影響も弱まっています。社会がウイルスとの共生を学んでいくなか、先進国経済は開かれた状態が続くとみえています。
- 企業収益の改善によって、HYの発行体の借入水準は低下しています。米国HYのレバレッジは2020年末に6倍を少し上回る水準でピークをつけ、2021年9月には5.19倍まで低下しています。この低下からは、企業がより好条件で資金調達を行い、収益が正常化すると共に、債務の支払いに充てていることがわかります。
- 天然ガス価格の急騰は、供給サイドの制約によってもたらされたものですが、HY債市場全体に影響しています。欧州は、ガス輸入への依存度が高いことから、米国よりも強い影響を受けており、この価格高騰は欧州の経済回復を遅らせる要因となる可能性があります。

図7: 特に欧州で天然ガス価格は高騰



出所: Macrobond 2021年11月25日

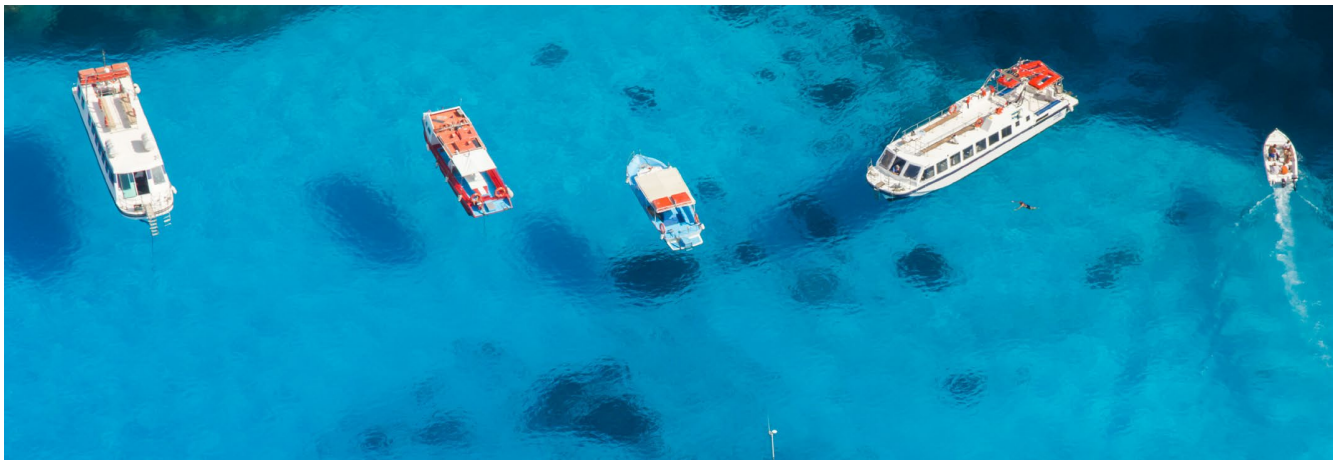
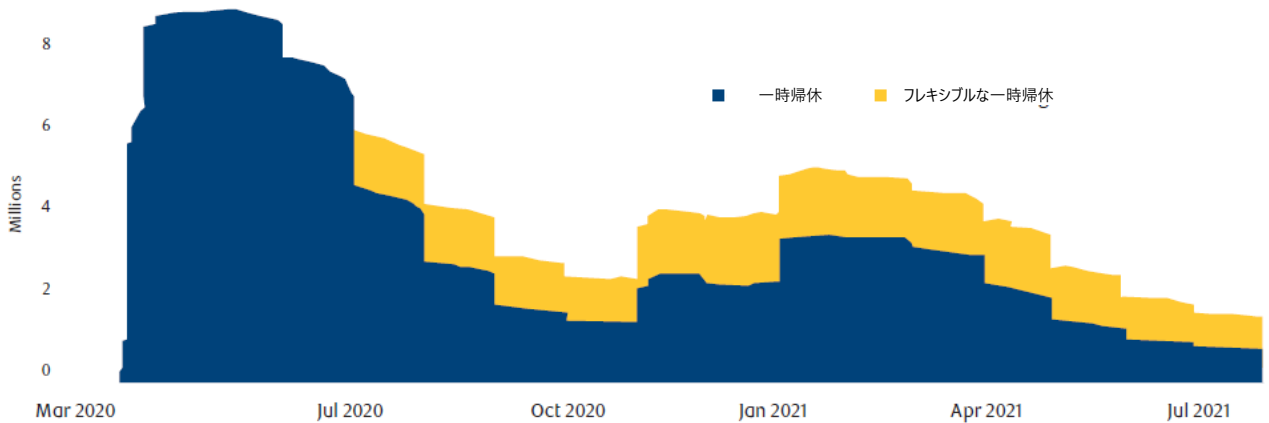


図8: 英国の一時帰休による就業離れ (百万人)



出所: HMRC 2021年9月

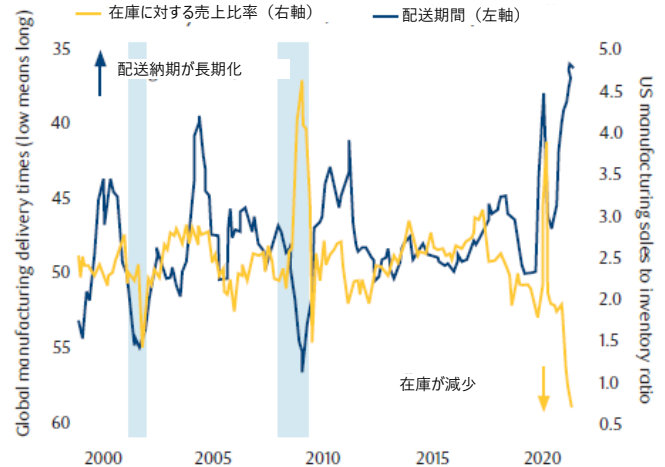
4. 政治と政策

- 米国と欧州の財政政策は、新型コロナ対応の緊急支援策が解消されるなかでも、概ね緩和的な状態となっています。
- 英国では、一時帰休スキームが終わりを迎えました。懸念のある労働者セグメントもありますが、全体としては、金融政策は緩和的で、多くの財政支援策が継続しています。

5. 個別リスク及び流動性

- 生産コストの上昇、サプライチェーンの逼迫、労働不足は、個別ショックの可能性を高めます。しかし、流動性の状況は概ね安定しています。
- エマージング市場では、よりボラティリティが高まるかもしれません。中国の不動産セクターは、レバレッジの解消を政府支援が限定的な中で継続しており、最も強いストレス下にあります。

図9: 配送遅延の長期化、在庫の減少



出所: 網掛け時期はNBERが示す米国のリセッション時。グローバル製造業PMIの配送期間は低ければ低いほど配送が遅延していることを示します。
出所: JP Morgan; Macrobond; 2021年9月

2022年の見通し

あらゆる債券投資家にとって、2022年に実質の利回りを得る容易な手段は存在しません。しかし、プラスのリターンを獲得する方法を求め、金利上昇が大きな懸念事項となっているのであれば、現在の市場ダイナミクスにおいてHY債は、良好な立ち位置にあると考えています。

オミクロン株によって、新型コロナがトップダウンのテーマと再びなりました。2021年が終わりを迎える中で、よりボラティリティは高まる可能性があり、短期的に慎重な見方をしています。しかし、今後の半年を考えると、公衆衛生ガイドンスの強化、ワクチン接種率の上昇、ブースターの追加接種によって、経済制約の長期化は回避されるとみています。低デフォルト環境において一般的なレバレッジド・ファイナンス市場に対して前向きな見通しを持っており、直近のボラティリティの高まりは投資機会となり得ると考えています。

投資家が投資適格社債からHY債に投資を移行すれば、2022年も良好な資金フローは続くと考えています。ここ数年と比較して、債券ユニバースの期待リターンは小さくなると考えていますが、米金利が100bps上昇したとしても、スプレッドにはバッファが残されていることから、3~4%のトータル・リターンを予想しています。

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のようになります。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 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーキング債	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