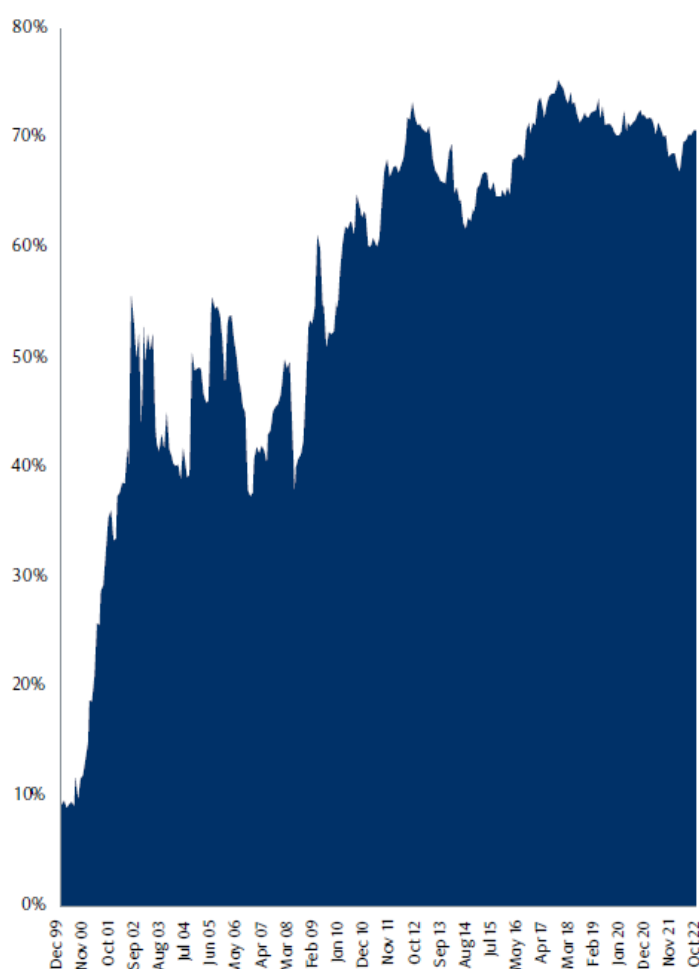


欧州ハイ・イールド債市場の見通し

世界が成長率の低下、インフレ、政策の引き締めといった課題に直面する中、欧州のハイ・イールド債券投資家にとって朗報なのは、この20年間で同資産クラスの質が改善傾向にあることです。

- 2000年代初頭、同資産クラスのリスクプロファイルは創業期段階にある中小企業によるものが大半を占めていました。特にハイテクブームにより、収益化に数年かかるものの、高額な設備投資を必要とするケーブルテレビ事業者が登場しました。
- 世界金融危機（GFC）以前の2005年から2008年にかけて、ハイ・イールド債券市場は、LBOにおけるジュニア・リスクの主な資金調達手段でした。そのため、CCC格付けが増加し、バランスシートが不安定な企業が公募市場に参入するようになりました。
- 一方、現在では、より成熟した多国籍企業が含まれており、バランスシートの脆弱性はより信頼性の高いキャッシュフローで相殺されています。メディア、化学、自動車、通信、銀行などの様々なセクターにおいて、国を代表するような大企業が含まれています。
- 投資家にとって、これはGFC以来の注目すべき改善であり、欧州におけるBB格の比率は2008年末の53%から70%を超えるまでになりました。

欧州ハイ・イールド・インデックスにおけるBB格の割合



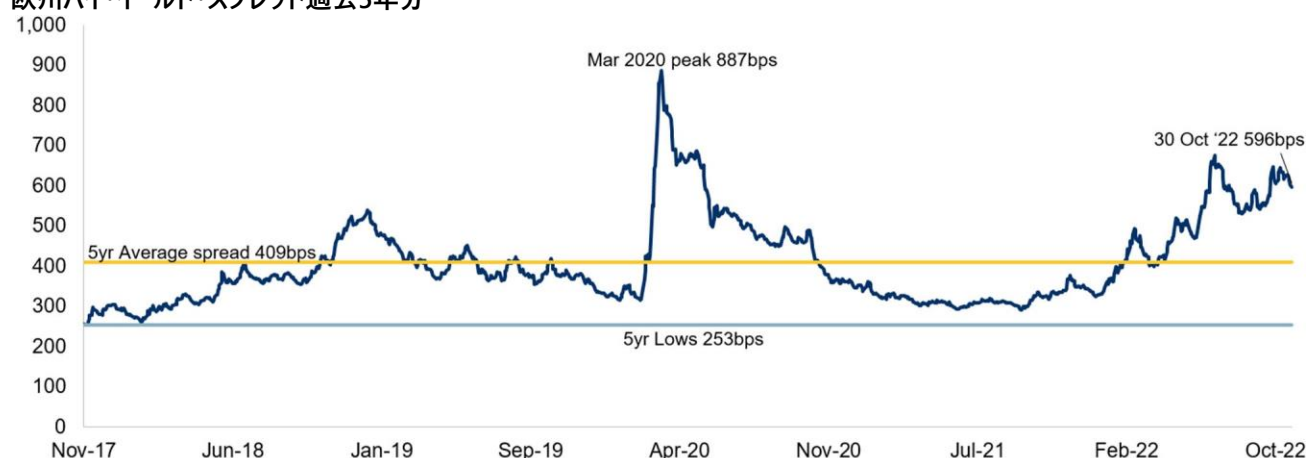
出所：RBCブルーベイ・アセット・マネジメント、ICE BofA 2022年年10月31日時点。
注：欧州ハイ・イールド・インデックスとは、ICE BofA欧州通貨建てハイ・イールド・コンストレインデックス。

2022 年の大きなドローダウンを背景に、欧州ハイ・イールド債市場のバリュエーションは大幅に改善しました。重要な投資課題は、この大幅に改善されたバリュエーションが、信用ストレスとデフォルトの増加を引き起こすと予想される企業収益への圧力を十分に相殺するかどうかです。デフォルトの発生は、主に収益ストレスと与信状況という 2 つの要因により決定づけられます。これら 2 つは相関する要因ですが、強固で資本が豊富な銀行であれば、長期平均の 2~4%を超えるデフォルト率を引き起こすには、大きな経済的ストレスが必要となると当社は見ています。

キャッシュフローに対する潜行性の長期的な課題として、資金調達コストの枠組みの変化が挙げられますが、償還が限定的であることや多くが固定利付き債であることから、数四半期あるいは数年のプロセスのなかで、具現化するものと考えられます。経済指標や経済活動に関しては多くの材料があるでしょうが、現段階の状況からは2023 年下期と 2024 年にプレッシャーが高まると予想しています。

政府はエネルギーコストの高騰による影響を緩和するため、消費者及び一定程度企業に対しても大規模な財政支援を実施しています。こうした介入主義的な考えによって、収益ショックやデフォルトは抑制され、これはハイ・イールド債券投資家にとってはグッド・ニュースでしょう。

欧州ハイ・イールド・スプレッド過去5年分



出所：ICE BofA欧州通貨建てHYコンストレインド・インデックス、2022年10月31日時点。

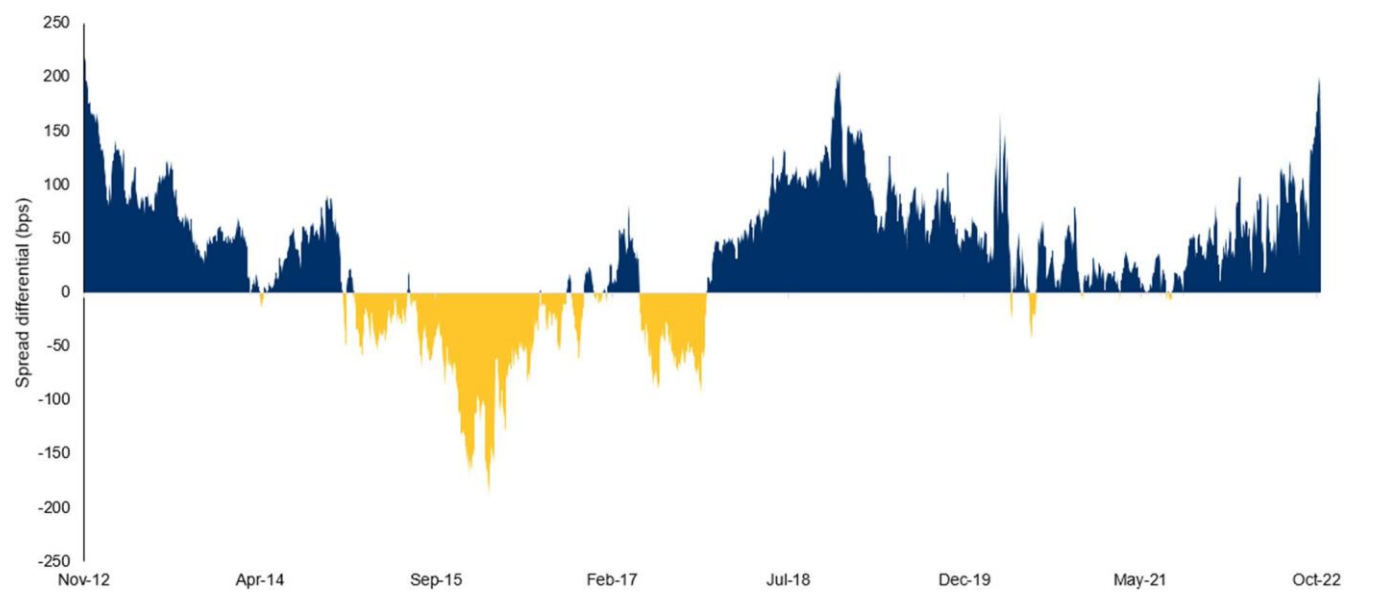
欧州ハイ・イールド YTW (%) 過去5年間



出所：ICE BofA欧州通貨HYコンストレインド指数、2022年10月31日時点。

市場は米国と比較して欧州におけるより深刻なリセッションを織り込んでいることから、欧州のハイ・イールド債券のバリュエーションは、米国のハイ・イールド債券に比べ割安な水準にあります。欧州のエネルギーコスト上昇に即効性のある解決策はないため、両市場の相対的な評価は依然として適正なもののですが、現在の逆風が緩和されれば、魅力的な機会を提供することになると考えています。

欧州B格ハイ・イールドと米国B格ハイ・イールドの спреッド差¹ 過去10年分



出所：日本経済新聞社 ICE BofA、2022年10月31日時点。注：1 欧州ハイ・イールドはICE BofA Single-B European High Yield Index（HE20）、米国ハイ・イールドはICE BofA Single-B US High Yield Index（H0A2）をLIBOR OASで算出したものを指す。

欧州ハイ・イールド債市場の見通しシナリオ

悲観的なシナリオ	基本シナリオ	楽観的なシナリオ
✓ インフレの粘着性が強く退治が難しくなり、積極的な政策引き締めによって、ECBのターミナルレートが4%に達する。 ✓ 米国が著しい景気後退に入り、2 四半期以上にわたって多くのハイ・イールド債の発行体が市場にアクセス出来ない。 ✓ デフォルト率が上半期末に上昇し始め、2023 年末には 4-5%に到達。市場が2024年もこの状況が継続すると織り込む。 ✓ スプレッドが 850bps 以上に拡大し、2023 年末までに 700bps を下回らない。	✓ ECB の政策金利は 3%をピークに、2023 年末には 2.75%に低下。 ✓ 交易ショックが続くなかでエネルギー価格は高止まりするものの、政府支援が一定程度効果を発揮することで、実質所得の減少は「通常の」リセッション時程度のもとなる。 ✓ 2023 年に欧州の実質経済活動は減少し、特にその他地域と比較して工業セクターの落ち込みが顕著となる。米国ではより緩やかに減速すると予想されることから、資本市場はコストは高かったとしても継続的にオープンな状態。 ✓ スプレッドは 750bps～800bps をピークとして、年末にはそれよりも縮小すると予想。しかし、600bpsは上回った状況。 ✓ 2023 年のデフォルト率は 2.5-3.5%、2024 年は 3%を予想。	✓ インフレ圧力が低下し、戦争終結または停戦、経済制裁緩和などにより欧州の交易ショックが軽減。 ✓ 世界的にターミナルレートが低下し、2023 年後半に金利低下。つまり、現在が事実上金利のピークに近い。 ✓ 低いデフォルト率（2%程度）、スプレッドは夏の 600bps をピークに長期平均である 450bps 以下に縮小。

出所: RBC BlueBay Asset Management, 2022年10月31日時点。

回収率

回収率は30から35ポイントとなる可能性が最も高いなかで、基本シナリオと悲観シナリオで区別することは難しいかもしれません。しかし、大きな一発行体がデフォルトした場合、状況により平均回収率は大きく変化します。新株への転換や取り返しのつかない下落を前にした臆み出しといったコベナントを欠いていることによって、回収率は過去平均をやや下回ると予想しています。もちろん、これは主にローン市場の問題ですが、ハイ・イールド債市場にも影響するでしょう。楽観的なシナリオでは、ディストレスト投資家に適度な機会が与えられ、資産価格の全般的な回復により、回復率は45-50セントになると予想しています。

最後に

投資家の資産クラスに対する将来的な見通しに係わらず、スプレッドがさらに拡大しても、3年の投資ホライズンでは歴史的に魅力的なリターンを生み出すバリュエーションに到達していることは注目に値するでしょう。景気後退期に移行するなかで企業業績は悪化するでしょうが、クレジット指標は安定した状態からのスタートとなっており、多くの発行体は再資金調達の必要性がないことを反映し、プライマリー市場の発行額が依然として低水準であることはテクニカル面での下支えとなります。

- 3年の投資ホライズンで投資をした場合、欧州ハイ・イールド債のスプレッドが500bpsを超える水準にあった事例では、投資家は今までに損失を被ったことが無い。
- 1年の投資ホライズンであった場合は、その後の期間収益率で見たリターンはばらつきが出る。
- 同資産クラスのデュレーションが短いことを考慮すると、これらのスプレッドのブレークイーブン・スプレッドは、エントリーポイントに関係なく、中期投資家に対してプラスのリターンを生み出すための機会を提供している。

スプレッドが500bpsを超えて拡大した場合の欧州ハイ・イールド債の1年および3年²のフォワードリターン

1yr

Spread Breakpoint	Number of times	Low	Average	High
Spreads cross 500bps	21	-6.58	7.97	16.98
Spreads cross 600bps	15	-23.91	7.61	16.13
Spreads cross 700bps	14	-25.57	10.97	23.20
Spreads cross 800bps	21	5.09	39.03	75.68

3yr²

Spread Breakpoint	Number of times	Low	Average	High
Spreads cross 500bps	19	3.90	8.86	12.15
Spreads cross 600bps	14	6.03	10.67	12.32
Spreads cross 700bps	13	10.08	12.42	14.44
Spreads cross 800bps	21	10.70	17.50	26.63

出所：RBCブルーベイ・アセット・マネジメント RBCブルーベイ・アセット・マネジメント、2022年10月31日時点のデータ。注：¹ ICE BofA ユーロ・ハイ・イールド・インデックス EUR。ヘッジあり。² 年率換算リターン。月末のスプレッドが指定された閾値を超えた場合のインデックス・リターンについて分析を実施。2002年12月31日から2022年10月31日までの月末スプレッドを対象とした分析を実施。



ジャスティン・ジュエル
シニア・ポートフォリオ・マネージャー

ブルーベ이의グローバル・レバレッジド・ファイナンス・グループのパートナー、欧州ハイ・イールド債部門ヘッド。2009年にハイ・イールド債トレーディングのヘッドとしてブルーベイに入社し、2012年初にポートフォリオ・マネジメントに転向。ブルーベイ入社以前は、2002年にUBSに入社し、欧州ハイ・イールド債およびディストレスト・トレーディングのディレクターを務める。ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス卒業。

ディスクレマー

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契約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になります。

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	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