



レバレッジド・ファイナンス ハイ・イールド債のリターンは名前に



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

2022年6月

グローバル・ハイ・イールド（HY）債券市場の利回りが上昇を続ける中、HYの短期的なバリュエーションは急激に改善しており、投資家はHY資産クラスに対する見方を改める必要があると考えています。欧米HY市場ではBB格の比率が高まるなど、HY資産の質は過去10年間で着実に向上していますが、投資適格未満の債券投資でインカムゲインを高めたいと考えるアロケーターにとって、以前の利回りの低さは妥当性が得にくいものでした。

HY資産クラスが年初から最低のスタートを切った資産クラスであったことからまだ立ち直れないでいる投資家には、先進国の中央銀行が量的引き締め金融政策を進める中、構造的に異なる利回り環境にいるというコインの裏側を見てほしいと思います。

図1は、グローバルHY債券市場の利回り環境がどのように変化したか、また、バリュエーションがHY資産クラスの名前にふさわしいと自信を持って言えることを示しています。ICE BofAグローバル・ハイ・イールド・コンストレインド・インデックス（米ドルヘッジ）は5月末時点の最低利回りが7%を超え、まさにハイ・イールドを提供しています。

「先進国の中央銀行が
量的引き締め金融
政策を進める中、構
造的に異なる利回り
環境にあります。」

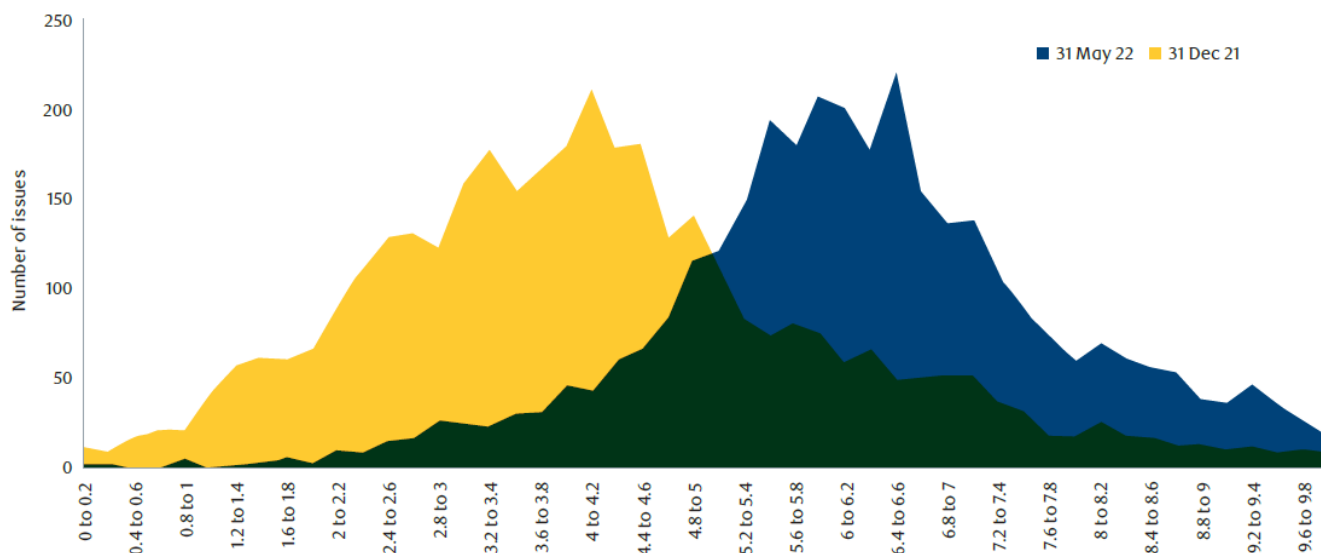
図1: グローバルHY債券 最低利回り(%)¹



出所: ICE BofAグローバルHYコンストレインド・インデックス米ドルヘッジ (Bloomberg Code: HW0C)、2022年5月31日時点。¹ ICE BofAグローバルHYコンストレインド・インデックス

また、発行体のバランスシートの健全性、業績、経営構造に基づく個別の企業リスク要因を持つ債券へのエクスポージャーを持つ資産クラスでは、図2のように、高い利回りが市場の特定の集団から生じるのではなく、広範な投資ユニバース全体から得られることがわかります。

図2: グローバルHY債券の利回りは0～10%で推移



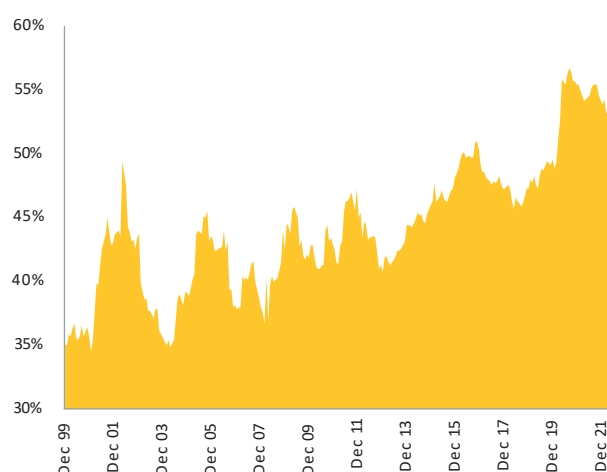
出所: ICE BofAグローバルHYコンストレインド・インデックス米ドルヘッジ (Bloomberg Code: HW0C)、2022年5月31日時点。

これは、グローバル金融危機以降に起きたもう一つの構造的変化、すなわち欧米のHY債券全体の信用力の向上を補完するものです。図3と図4で示している通り、BB格のクレジットの比率は、現在、欧州で67%、米国で52%となっています。2008年末における同比率は欧州で55%、米国で42%でした。

図3: 欧州HYインデックスにおけるBBの割合%



図4: 米国HYインデックスにおけるBBの割合%



出所: ブレーベイ・アセット・マネジメント、ICE BofA、2022年5月31日時点

注: 欧州HYインデックスはICE BofA European Currency High Yield Constrained Index、米国HYインデックスはICE BofA US High Yield Indexを使用しています。

見通し

HY債券の魅力的なバリュエーションは別として、一部の勇気ある投資家を除き、大多数の投資家はファンダメンタルズとテクニカルな要因の見通しを考慮せずにHY債券への配分を増やすことはないでしょう。

ファンダメンタルズを見ると、企業は依然として経済活動の回復から恩恵を受けていますが、これは主にエネルギー価格と人件費の上昇によるインフレとサプライチェーンの混乱が続く原材料不足によるマイナスの圧力で相殺されています。消費者にとっては、経済全体のインフレ圧力が家計を圧迫し、可処分所得の支出パターンが変化しています。

HY企業は、価格上昇の第一波を顧客に転嫁することで乗り切りました。しかし、最近のインフレ率の上昇とインフレ期待の変化により、ビジネス・モデルに対するプレッシャーの初期兆候が見られ始めるなか、スプレッド・プレミアムの上昇が織り込まれるようになりました。

米国のインフレがようやくピークに達するかもしれないという希望や、2022年下半年には金融環境がさらに引き締まるなかでも、リセッションや大幅なデフォルトの増加リスクは回避出来ることの期待があります。

ファンダメンタルズについては、EBITDAに対する負債比率やインタレスト・カバレッジ・レシオに示されるように、企業のバランスシートの健全性は概ね良好です。また、グローバルHY債券ユニバースのなかで、今後2年間に満期を迎える割合はわずか5%程度で、大きな「償還の壁」はありません。

テクニカルな観点からは年初来、米国HY債で366億ドル、ユーロで69.6億ドルという多額の資金流出が見られましたが、発行額は大幅に減少していることが自己修正メカニズムとして機能しています。米国HY債券の発行額は約613億ドルであり、昨年の同時期と比較して2,607億ドル減少しています。欧州HY債では、180億ユーロの発行が確認されていますが、これは昨年のペースを600億ユーロ下回っています。

アクティブ運用でリスクとリターンをバランスよく

今年も半ばに差しかかり、強気の投資家も弱気の投資家も強調したい要素が十分にあります。

HY債券市場にとって強気シナリオは、マクロ面の逆風が弱まる一方で、企業のファンダメンタルズがわずかに弱まるという安定期に入ること、投資家には高い利回りとスプレッドが提供される投資機会がもたらされるでしょう。

一方、弱気シナリオは、高格付け及び低ベータ銘柄の方が反発しやすい環境が継続し、欧州、もしくはそれよりは可能性が低いものの米国がリセッションに陥った場合に、より大きな下落に見舞われることでしょう。

投資環境は急速に変化する可能性があり、投資家が資産クラス全体の中期的なバリュエーションの調整から利益を得るための最適な方法は、アクティブなアプローチであると考えています。アクティブ運用では、より質の高いクレジットへの投資を増やし、マージン圧力を上手く和らげることが出来、バランスシートに十分な流動性を持つ企業を厳選することができます。量的引き締めによって、より「正常な」デフォルト水準に至ることは避けられないでしょう。ともすると、慎重な銘柄選択が必要となると同時に、そのことがリターンにつながるでしょう。



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になります。

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	エマーヅィング債	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



Global Asset Management
BlueBay Asset Management