



BARINGS

PUBLIC FIXED INCOME

# ハイールド：今後数ヶ月間における4つの検討事項

INSIGHTS

ハイールドは、今年、数々の困難に直面しましたが、ハイールド債券およびバンクローン双方には従来とは異なる価値が存在すると見ています。



Scott Roth  
(スコット・ロス)

米国ハイールド共同責任者



Adrienne Butler  
(アドリエンヌ・バトラー)

米国ハイールド共同責任者

ハイールドを含むグローバル市場では、今年、数々の困難に直面しました。しかしながら、同資産クラスにおける見通しは決してネガティブなものばかりではありません。実際のところ、困難な状況や不確実性は今後も継続すると思われるが、ハイールド債券とバンクローン双方に投資する価値があり、今後数ヶ月間は、時には意外なところで投資機会が継続して出現すると考えています。

このような背景から、ハイールド投資家が今後数ヶ月にわたって検討すべき重要な点を4つ挙げたいと思います。

## 1. 盤石なハイールド発行体

高いインフレ率やタカ派的な中央銀行、景気後退懸念、地政学的紛争の激化など、昨今の市場が直面するリスクは多岐にわたっており、すぐに解決されるとは思われません。金利上昇が経済全般に波及し、それに伴って需要が減少する中、ハイールド債券の発行体はどのように対処し、企業収益にどの程度影響を与えるのか、疑問が残ります。

ポジティブなニュースとしては、**多くの企業の財務体質は、新型コロナウイルス感染拡大以降、拡大前よりも堅固である**ということです。同ウイルス感染拡大後、多くのハイールドの発行体企業は、それまでの健全な資本市場を通じて債務の借り換えを行い、借入金利の削減と償還の延長を行いました。多くの場合、キャッシュフローは2019年の水準もしくはそれを上回っており、その結果、多くの企業がインフレ圧力を販売価格に転嫁することが可能となり、記録的な利益を獲得しました。強固なファンダメンタルズに下支えされ、1,000bps超のスプレッドを有すディストレスト水準で取引される債券の割合は約7%に留まり、特に過去の市場のストレス期に比べ比較的抑制されています<sup>1</sup>。これは、短期的にデフォルトが大幅に増加する可能性が低いことを示唆しています。

また、ポジティブな面として、ネガティブなセンチメントに直面しながらも、2022年末から2023年にかけての業績見通しが、一部の市場参加者の予想以上に持続性を有することが挙げられます。その理由の一つには、売上高とEBITDAが名目米ドル建てで推計されているため、名目成長率が依然として高い水準にあることが挙げられます。従って、厳しい経済状況に直面しても、**企業収益はこれまでの景気後退期以上に持ちこたえることが可能となるかもしれません。**

また、株式とは異なり、**ハイールドは高い経済成長率に影響を受けません**。むしろ、最も重要なのは、発行体の債務残高に応じた借入金利の支払い力です。ペアリングスでは、ハイールドの発行体企業は、強固な財務基盤やコントロール可能なデフォルト見通し、潜在的に持続可能な収益力を兼ね備えており、将来にわたって債務を履行することが可能な状況にあると見ています。

1. 出所: Bank of America 2022年8月末現在

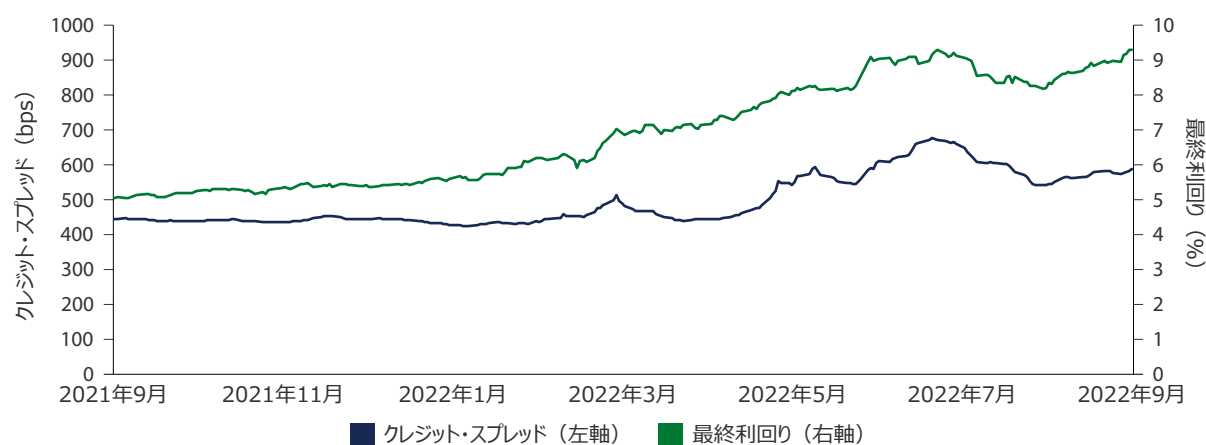
## 2. ローン投資機会を生み出すテクニカル要因

金利が上昇し、金融市場が不安定になる中、ローンには様々な利点があります。ローンは**借り手の資産を担保としており**、通常、債務不履行の際には同資産に対して第一順位の請求権を有するため、債務不履行が増加し始めた場合、厚いダウンサイド・プロテクションの提供が可能となります。また、ローンは**資本構造上優先度が高く**、ローンの利息と元本の支払いは他の債権者よりも優先されます。さらに、ローンの**クーポンは変動金利**であることから、金利が上昇する環境下では支払利息も連動して上昇するため、インカムを確実に増加させることが可能となります。つまり、ローンは金利上昇やインフレに対するヘッジとなり得るのです。

しかしながら、上述のような恩恵があるにもかかわらず、ここ数ヶ月間ははまだ市場に顕著なフローが戻ってきていません。これは、より困難な時期によく見られるキャッシュ、質および安定性への逃避が一因となっています。一方で、ローン購入者の約60%を占める資産担保証券（CLO）に対する需要が昨年に比べて低下していることも一因です<sup>2</sup>。具体的には、今年、多くのAAA格のCLO証券の大手購入者が市場から撤退したため、CLOの新規発行にマイナスの影響が出ています。

そのため、クレジット・スプレッドは同資産クラスファンダメンタル・リスクと比較して、依然として拡大した水準にあります。実際、米欧の現在のスプレッドは550～650bpsとなっており、過去の回収率に照らし合わせると、現在の拡大したクレジット・スプレッドは、10%超のデフォルト率を織り込んでいることを示唆しています<sup>3</sup>。利回りも、米欧ともに9%前後と魅力的な水準にあり、1年前と比較して約400bps上昇しています（図1）。したがって、これはヘアリングスの基本シナリオではありませんが、デフォルト率がかつて経験したことがないほど上昇しない限り、金利上昇による継続的な追い風を考慮すると、同資産クラスはスプレッドが過去と同程度拡大した場合と同様に、**今後12ヶ月は健全なリターンを創出すると考えています**。

図1: 平均的なセカンダリー市場のクレジット・スプレッドとグローバル・レバレッジド・ローンの最終利回りは依然として上昇



出所: Credit Suisse スプレッドはインデックスに対する3年平均ディスカウント・マージンにて表示。  
2022年9月16日現在

2. 出所: J.P. Morgan 2022年8月17日現在

3. 出所: Credit Suisse 2022年8月末現在

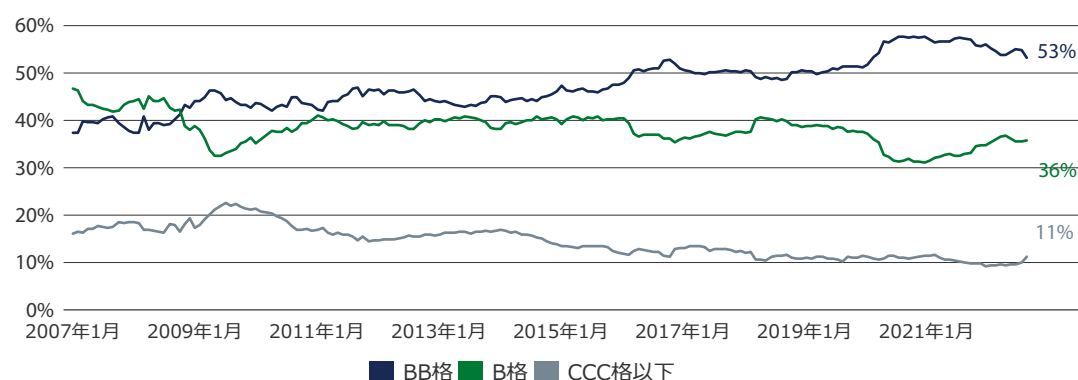


### 3. 市場のタイミングを計るのは困難

ハイイールド債券は、金利の変動やクレジット・スプレッドの拡大がパフォーマンスに大きな影響を与えるなど、今年は明らかに困難な状況に直面しました。しかし、同資産クラスに対する戦略的アロケーションはまだ十分に可能であると考えます。スプレッドが歴史的にかなり縮小していた時期から一転して、現在のスプレッドは500bps前後で推移していることから、一部の投資家は今がハイイールド債券の買い時なのか議論し始めています。しかし、スプレッドが過去と比較して適切な水準かどうかは、複数の理由からより微妙なものとなっています。

1つには、過去15年間にハイイールド債券市場の質が大幅に向上したことが挙げられます。例えば、グローバル・ハイイールド債券市場に占めるBB格の比率は、2007年の38%から現在53%に上昇した一方、B格は36%に低下しました（図2）。このような質の向上は、いくつかの要因によるものです。例えば2016年のコモディティ危機の際、同格付の競争力の低い企業の多くがリストラクチャリングを行い、指数から除外されました。ここ数年、新規発行が好調であったことに加え、同ウイルス感染拡大により投資適格からハイイールドに格下げされたフォーリン・エンジェルが記録的に生じたことで、質の向上が顕著になりました。

図2: グローバル・ハイイールド債券: クレジット格付の変化



出所: Bank of America 2022年9月16日現在

もう一つの考慮すべき点は、スプレッドの拡大は長期的なトータル・リターンの可能性を高めるものの、**6月に見られたような大幅なスプレッドの拡大は非常に稀であるということです**。実際、2010年以降、グローバル・ハイイールド債券のスプレッドが600bpsを超えたのは8回、800bpsを超えたのは2回だけです<sup>4</sup>。このようなスプレッド拡大局面は、ターニングポイントが非常に迅速に生じるため、タイミングを計ることは極めて困難です。このため、同資産クラスに対する戦略的なアプローチは効率的とは言えず、むしろ、今後さらにボラティリティが上昇することが確実な市場環境においては、**戦略的な資産配分を行うことで、投資家は市場の回復時に迅速かつ効率的に恩恵を享受することができる**と考えています。

4. 出所: Bank of America 2022年7月末現在

“過去には、ソブリン債務危機から2020年の新型コロナウイルス感染拡大による市場の暴落に至るまで、市場が混乱し大きく動く時期が見られましたが、ボトムアップのアクティブ運用マネジャーはアルファ創出の機会を獲得してきました。”

#### 4. 従来とは異なる投資機会

今日の市場を形成しているトレンドおよびダイナミクスは、場合によっては従来とは異なるセクターでの選別的な投資機会を生み出しています。セクター別では、**耐久消費財セクターと比較し、サービス・セクターに興味深い投資機会がある**と見ています。同ウイルス感染拡大当初、大規模な財政刺激策に後押しされ、家具や家電製品といった耐久消費財の需要が急増しました。一方、ソーシャル・ディスタンスなどの施策により、サービス・セクターに対する需要は事実上消滅しました。しかし、足元ではその傾向が逆転しており、投資機会も変化しています。

我々が潜在的な投資機会として認識しているもう一つの領域は、債券市場における価格の下落です。CLO市場において、CLO2.0（金融危機後のCLO）は、通常、最大5%程度の配分となっている債券バケット有していますが、これまで、当バケットは主にスプレッドを拡大するための手段でした。しかし、債券を割安で購入できる投資機会が出現したことで、第2四半期（4-6月期）末に米国のBB格で見られたように、債券価格が**パーに収束する可能性のある大きな投資機会**が存在します。最近では、BB格とBBB格のスプレッドが縮小し、その結果、やや型破りではあるものの、より格付けの高いBBB格も魅力的に見えるようになってきたと考えています。

また、市場の状況に応じて、**米国と欧州の間の相対的な価値が変化**することにより投資機会が創出されることもあります。現在、欧州の債券とローンのスプレッドは米国よりも拡大していますが、これは欧州がより質の高い市場であることを考慮しても、特に珍しいことではありません。しかしながら、過去を振り返ると、市場は高度にテクニカルであり、エネルギー危機の深刻化を起因とするボラティリティの高い時期には大きく混乱する可能性があります。過去には、ソブリン債務危機から2020年の同ウイルス感染拡大による市場の暴落に至るまで、市場が混乱し大きく動く時期が見られましたが、ボトムアップのアクティブ運用マネジャーは**アルファ創出の機会を獲得してきました**。

#### 結論

今後数ヶ月の間、マーケットに影響を与える可能性のあるリスクは数多く存在します。インフレや金利、経済成長、地政学的紛争に加え、量的引き締めや欧州における石油の一部禁輸措置がもたらす潜在的影響も、今後注視すべき点です。このような不確実性を有する環境においてハイイールド投資を検討する場合、銘柄選択を重視するグローバルな投資アプローチが鍵になると考えています。ベアリングスでは、大規模な投資チームの専門知識を活用し、逆風に耐え、クレジット・サイクルを通じて耐性のある銘柄を選択しています。また、アクティブ運用を採用していることから、脆弱なファンダメンタルを有する発行体ではなく健全な発行体を選好し、地域間の相対価値の投資機会を見極めることが可能となります。

Barings is a \$349+ billion\* global investment manager sourcing differentiated opportunities and building long-term portfolios across public and private fixed income, real estate and specialist equity markets. With investment professionals based in North America, Europe and Asia Pacific, the firm, a subsidiary of MassMutual, aims to serve its clients, communities and employees, and is committed to sustainable practices and responsible investment.

#### IMPORTANT INFORMATION

Any forecasts in this document are based upon Barings opinion of the market at the date of preparation and are subject to change without notice, dependent upon many factors. Any prediction, projection or forecast is not necessarily indicative of the future or likely performance. Investment involves risk. The value of any investments and any income generated may go down as well as up and is not guaranteed by Barings or any other person. PAST PERFORMANCE IS NOT NECESSARILY INDICATIVE OF FUTURE RESULTS. Any investment results, portfolio compositions and or examples set forth in this document are provided for illustrative purposes only and are not indicative of any future investment results, future portfolio composition or investments. The composition, size of, and risks associated with an investment may differ substantially from any examples set forth in this document. No representation is made that an investment will be profitable or will not incur losses. Where appropriate, changes in the currency exchange rates may affect the value of investments. Prospective investors should read the offering documents, if applicable, for the details and specific risk factors of any Fund/Strategy discussed in this document.

Barings is the brand name for the worldwide asset management and associated businesses of Barings LLC and its global affiliates. Barings Securities LLC, Barings (U.K.) Limited, Barings Global Advisers Limited, Barings Australia Pty Ltd, Barings Japan Limited, Baring Asset Management Limited, Baring International Investment Limited, Baring Fund Managers Limited, Baring International Fund Managers (Ireland) Limited, Baring Asset Management (Asia) Limited, Baring SICE (Taiwan) Limited, Baring Asset Management Switzerland Sarl, Baring Asset Management Korea Limited, and Barings Singapore Pte. Ltd. each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate"). Some Affiliates may act as an introducer or distributor of the products and services of some others and may be paid a fee for doing so.

NO OFFER: The document is for informational purposes only and is not an offer or solicitation for the purchase or sale of any financial instrument or service in any jurisdiction. The material herein was prepared without any consideration of the investment objectives, financial situation or particular needs of anyone who may receive it. This document is not, and must not be treated as, investment advice, an investment recommendation, investment research, or a recommendation about the suitability or appropriateness of any security, commodity, investment, or particular investment strategy, and must not be construed as a projection or prediction.

Unless otherwise mentioned, the views contained in this document are those of Barings. These views are made in good faith in relation to the facts known at the time of preparation and are subject to change without notice. Individual portfolio management teams may hold different views than the views expressed herein and may make different investment decisions for different clients. Parts of this document may be based on information received from sources we believe to be reliable. Although every effort is taken to ensure that the information contained in this document is accurate, Barings makes no representation or warranty, express or implied, regarding the accuracy, completeness or adequacy of the information.

Any service, security, investment or product outlined in this document may not be suitable for a prospective investor or available in their jurisdiction.

#### Copyright and Trademark

Copyright © 2022 Barings. Information in this document may be used for your own personal use, but may not be altered, reproduced or distributed without Barings' consent.

The BARINGS name and logo design are trademarks of Barings and are registered in U.S. Patent and Trademark Office and in other countries around the world. All rights are reserved.

当資料は、ヘアリングスLLCが作成した資料をヘアリングス・ジャパン株式会社(金融商品取引業者: 関東財務局長(金商)第396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)が翻訳したもので、金融商品取引法に基づく開示書類あるいは勧誘または販売を目的としたものではありません。翻訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではなく、原文と翻訳の間に齟齬がある場合には原文が優先されます。当資料は、信頼できる情報源から得た情報等に基づき作成されていますが、内容の正確性あるいは完全性を保証するものではありません。また、当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらに変更されたり修正されたりすることがあります。 2454265

[LEARN MORE AT BARINGS.COM](https://www.baring.com)

\*As of June 30, 2022

22-2428986