

BARINGS

PUBLIC FIXED INCOME

# 優先担保付 債券の 投資環境

INSIGHTS

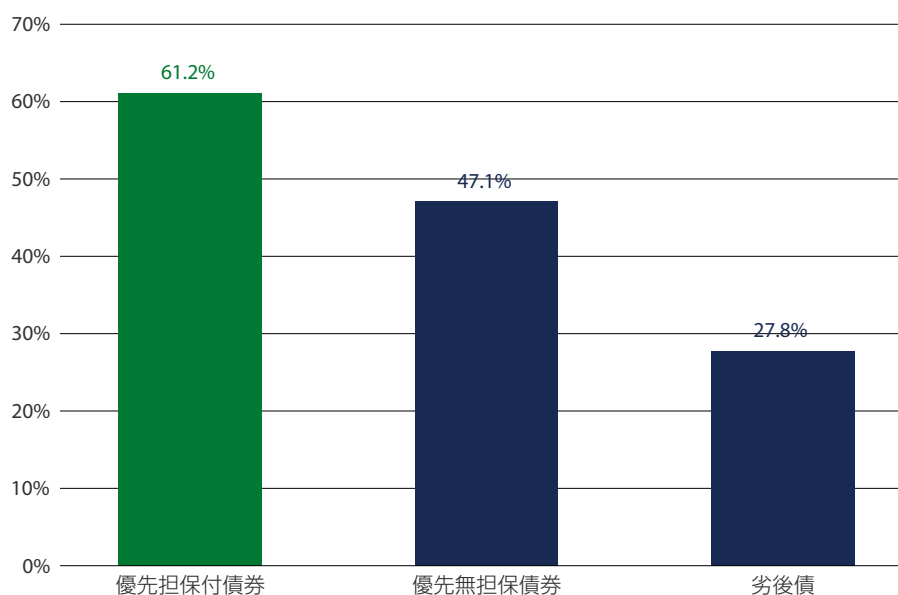
金利が上昇し、先行き不透明感が高まる環境において、資本構造上の優先性と安全性、相対的に低い金利感応度、足元の高い利回りが相俟って、優先担保付債券に説得力のある投資機会が生じています。

## 優先担保付債券の投資環境

優先担保付債券は、資本構造の上位に位置する担保付のハイイールド債券です。つまり、企業が債務不履行に陥った場合、ジュニア債もしくは劣後債よりも優先的に返済されるということを意味します。また、不動産や設備、車両、ソフトウェアや商標といった有形無形資産を裏付け資産とする担保が設定されています。

こうした特徴により、倒産やデフォルトが発生した場合においても、優先担保付債券は歴史的に無担保債券よりも高い回収率を示してきました。例えば、1987年から2022年にかけて、デフォルトに陥った優先担保付債券の平均回収率は61.2%であったのに対し、優先無担保債券は47.1%、劣後債は27.8%でした（図1）。

図1: 歴史的に高い回収率を誇る優先担保付債券



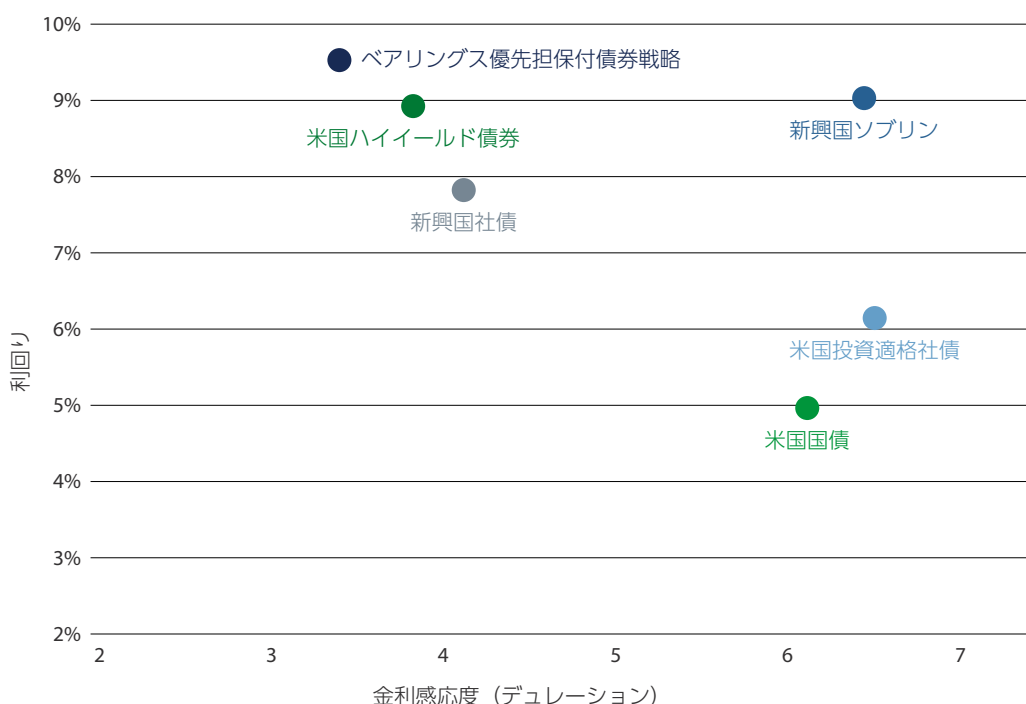
出所: Moody's Investors Services Annual Default Study 2023年3月13日現在

可能な限り高い回収率を達成するために発行体の債務をリストラクチャリングするにあたっては、深度のあるリソースと経験豊富な投資チームが必要であり、様々な経済サイクルを通じてこのような状況を経験した長期に亘る実績を有する運用会社と協働することが、投資家にとって重要だと確信しています。ベアリングス・グローバル優先担保付債券戦略は、2011年の運用開始以来、年平均回収率が67%となっています<sup>1</sup>。

1. 出所: Barings 2023年8月30日現在

加えて、優先担保付債券は金利変動に対する感応度が相対的に低いということが、同資産クラスの短いデュレーションからも明白となっています。現在、優先担保付債券の実効デュレーションは3.2年となっており、ハイイールド市場の3.5年、投資適格社債の5.9年と比較しても短くなっています<sup>2</sup>。特に、グローバル優先担保付債券市場の満期構成は比較的短く、満期が10年超のものは市場のわずか1%に過ぎません<sup>3</sup>。このため、優先担保付債券市場は、より長いデュレーションを有する債券との比較において、イールドカーブのスティープ化などの売り圧力の影響を受けにくくなると思われます。

図2: 金利感応度が限定的と思われるハイイールド債券



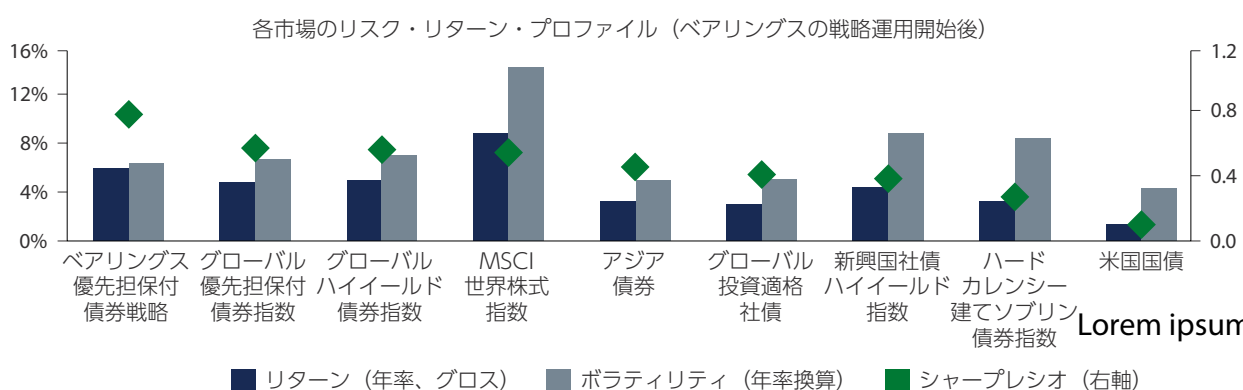
出所: JPM CEMBDI BD Index, JPM EMBI GD Index, ICE BofA U.S. Corporate index, ICE BofA U.S. Treasury Index, ICE BofA U.S. High Yield Index, ベアリングス優先担保付債券戦略。2023年9月29日現在。ベアリングスの戦略の利回りは米ドルヘッジベースで表示

さらに、優先担保付債券は無担保債券よりも資本構造の上位に位置することから、景気後退局面において市場のデフォルト率が急上昇した場合、投資家に対しダウンサイド・プロテクションを提供することが可能となります。ただし、同資産クラスは景気後退局面の影響を受けないわけではありません。伝統的なハイイールド債券と同様、優先担保付債券は発行体の信用ファンダメンタルズの影響を受けやすく、景気減速により企業のキャッシュフローや収益性が圧迫される可能性があります。そのため、厳格なボトムアップによるクレジット分析と慎重な銘柄選択に重点を置いたアクティブ運用が、ある程度の下振れリスクを軽減する上で役立ちます。

- 出所: ICE BofA BB-B Global High Yield Secured Bond Index, ICE BofA Non-Financial Developed Markets High Yield Constrained Index, ICE BofA Global Corporate Index。2023年9月29日現在
- 出所: ICE BofA 2023年9月29日現在

同資産クラスは、歴史的に魅力的なパフォーマンスを生み出してきました。特に、ベアリングス・グローバル優先担保付債券戦略は、運用開始来12年超にわたり、優れたリスク調整後リターンを実現してきました（図3）。同戦略は、グローバル投資適格社債市場と比較すると、リターンがほぼ2倍を記録する一方、ボラティリティは小幅高に留まっています。また、グローバル株式との比較においても、ボラティリティは半分以下に抑制されている一方、トータルリターンは約3分の2となっています。さらに、現在の優先担保付債券市場の利回りは、株式市場の長期利回りとはほぼ同等であることに加え、定期的なクーポン収入および資本構造の優位性という利点を有しています。

図3: 魅力的なリスク調整後リターンを有するグローバル優先担保付債券 (2011年2月~2023年9月)



出所: ICE BofA BB-B Global High Yield Secured Bond Index (USD Hedged), ICE BofA Non-Financial Developed Markets High Yield Constrained Index (USD Hedged), JPM EMBI Global Diversified Index, JPM CEMBI Broad Diversified Non-Investment Grade Index, MSCI World Equity Index, JPM JACI Index (USD Hedged), JPM U.S. Treasury Index, ICE BofA Global Corporate Index (USD Hedged)。2023年9月29日現在。  
 注記: リターンはすべて米ドルベース。リスク調整後リターンは、(年率リターン-リスクフリー・レート) / 標準偏差、で算出。シャープレシオおよびリスク調整後リターンの計算に用いるリスクフリー・レートは、Bloomberg Barclays U.S. Treasury Bellwethers 3-Month Total Return Indexを使用。ベアリングスの戦略はグロスベースで表示。

## 十分に分散された投資機会

優先担保付債券市場は過去10年の間に大幅な成長を遂げ、現在ではグローバル・ハイイールド債券市場の約3分の1に相当する額面約5,730億米ドルの規模に達しています<sup>4</sup>。同資産クラスの成長は、ローンや無担保債券など他の資金調達手段が限界に直面する中、企業にとって実行可能な資金調達手段として台頭してきたことが主な要因となっています。

同市場は、アメリカン航空やロイヤル・カリビアン、ヴァージン・メディアなど各業界において有名なグローバル・トップブランドから、電気通信サービスやヘルスケアなど幅広い分野における小規模かつあまり名の知られていない企業の債券により構成される、幅広かつ深度のある市場となっています。企業が優先担保付債券の発行を選択する理由は、既存債務の借り換えや資本コストの削減、あるいは合併・買収に関連するファイナンス・パッケージの一部など多岐にわたります。特に企業は、自社のバランスシートとのマッチングを追求します。また、企業が担保として差し入れ可能な資産を保有している場合、伝統的なハイイールド債券とは対照的に、担保付債券がニーズに合致している可能性があるため、より低いコストでの資金調達手段となる可能性があります。

4. 出所: ICE BofA 2023年9月29日現在

## なぜ今なのか？

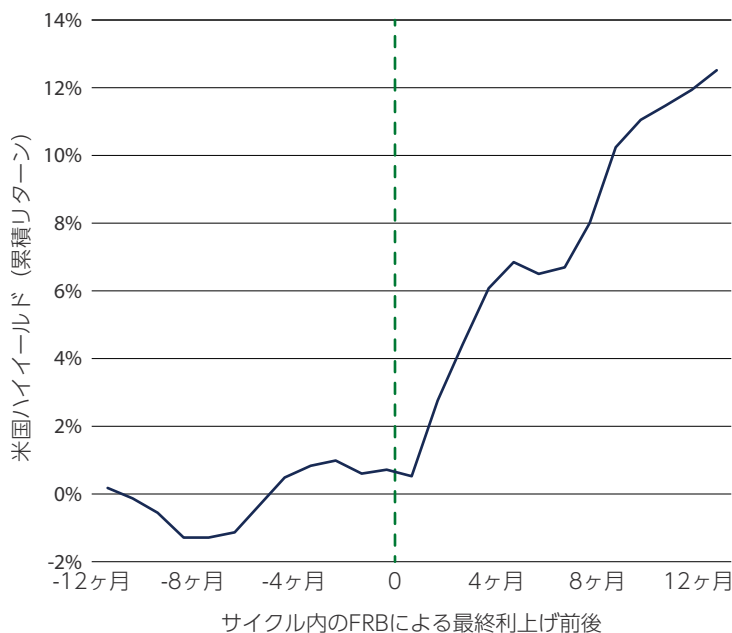
債券市場は1980年以来最速のペースでの米国の利上げに牽引され、2022年初から大幅なリプライシングが実施されました。足元ではインフレ圧力は弱まっており、米国のヘッドライン消費者物価指数 (CPI) は、2022年6月の前年比9.1%から2023年9月には同3.7%に低下していません。短期的な金利動向予測は不透明かつデータ主導となっていますが、インフレ率の緩和は将来の利上げの必要性を低下させるため、固定金利資産にとってより建設的なサポート要因となると思料されます。歴史的には、1994～1995年以降の過去4回の米国の利上げサイクルを見ると、利上げのピーク後12ヶ月間の米国ハイイールド債券のリターンは平均11.8%を記録しています (図4)。

加えて、ほとんどのハイイールド発行体は一般的に相対的に財務状態が堅調な状態からスタートしており、加速度的な資金調達コストの上昇にもかかわらず、バランスシートの信用力を維持することが可能でした。企業は2020年と2021年の記録的な低金利下で新規借入を行い、借入コストを低位に維持することに成功しました。借入資金は主に債権者に有利な借り換え目的に使用することで負債の満期を短期化したため、企業にとって現在の市場環境を乗り切るための十分な余力が生まれました (図5)。

対照的に、世界金融危機以前の新規の資金調達の多くは、M&Aやレバレッジド・バイアウトといった目的に使用され、企業のバランスシートにさらなる負担を強いることとなりました。

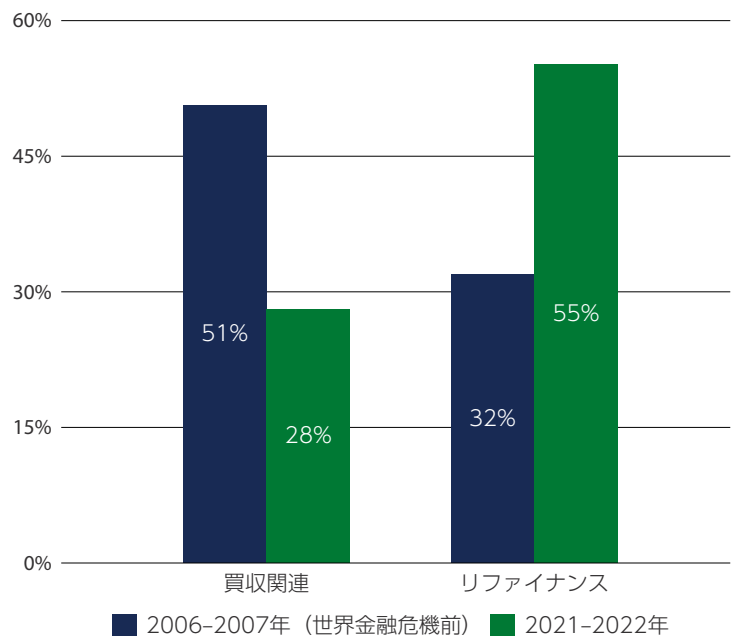
今後の見通しとして、足元の高い金利水準と、多くの企業にとって短期的な借り換えニーズが低いことを考慮すると、新規発行は小幅にとどまると予想しています。対照的に、需要面では高い利回りが提供されることから固定金利投資への関心が高まり始めており、テクニカルな市場の下支え要因となると思料されます。

図4: 過去の金利上昇局面における米国ハイイールド債券のリターン



出所: Bloomberg, ICE BofA US High Yield Index。2019年12月31日現在。過去4回の米国金利上昇局面は、1994-1995年 (最後の利上げは1995年2月)、1999-2001年 (最後の利上げは2000年5月)、2004-2007年 (最後の利上げは2006年6月)、2015-2019年 (最後の利上げは2018年12月)。

図5: 新規発行債券の活用用途

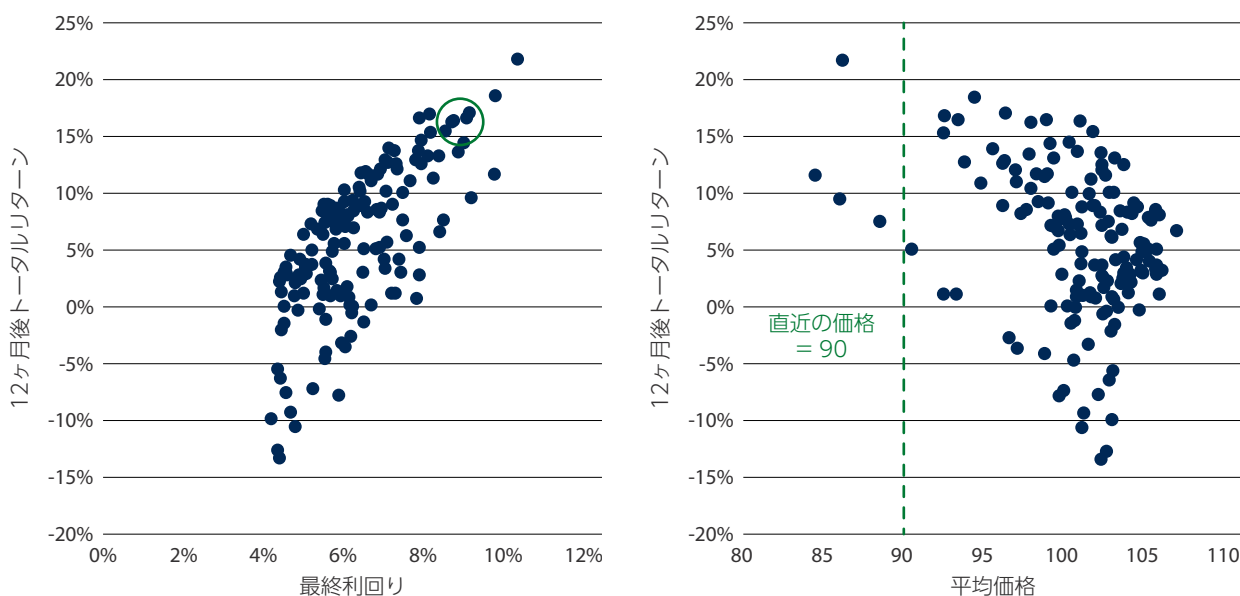


出所: Pitchbook, LCD。2022年12月31日現在

“ 想定内の管理可能なデフォルト率のもとでは、足元のより高い利回り水準と定期的なクーポン収入が相まって、下落に対する高い耐久性を提供すると見ています”

2024年に景気後退局面が到来したとしても、これらの発行体の厚いキャッシュ・クッションと財務規律を考慮すると、デフォルトが急増する可能性は低いと見られます。現在および今後予想されるデフォルト率において、足元の利回り水準を考慮すれば、信用損失は優先担保付債券市場で容易に吸収可能であると考えます。企業の利益率の低下や一般的に厳しい成長環境により、景気感応度の高い株式市場に大きな影響を及ぼすと思料されます。一方、想定内の管理可能なデフォルト率のもとでは、足元のより高い利回り水準と定期的なクーポン収入が相まって、下落に対する高い耐久性を提供すると見ています。特に、多くの債券資産クラスの利回りは過去20年間と比較して80~90パーセントにあり、直近では、グローバルの優先担保付債券市場の価格は90で利回り8.9%となっています(図6)。歴史的に見ると現在の取引水準の利回りおよび価格は稀であり、過去の歴史では12ヶ月後リターンは2桁になるなど堅調に推移してきました。

図6: 現在の価格および利回り水準は、2桁の12ヶ月後リターン獲得期待をもたらしてきた



出所: Barings、ICE BofA。2023年9月29日現在。ICE BofA BB-B Global High Yield Secured Bond Index (HW45)に代表されるグローバル優先担保付債券市場。12ヶ月後トータルリターンは、各時点の価格から12ヶ月間のインデックスのリターンを表示。表示期間は2010年年初から2022年末までの月末値。例示目的のみ。上記の分析は、議論された特定の要素のみを示すことを意図しており、潜在的な結果に織り込まれ得るすべての要素および変数を表しているわけではありません。過去の実績は将来の結果を示唆するものではありません。

優先担保付債券には、現在の高い利回りと比較的短期のデュレーションを組み合わせることで、期待リターンの観点から魅力的な環境および弾力性が生じています。図7は、異なるシナリオにおいて市場がどのような影響を受けるかを示しています。12ヶ月先まで見通した場合、現在の市場プロファイルを踏まえると、ブレイクイーブン・リターン到達までには利回りまたはクレジット・スプレッドが300bps以上拡大する必要があります。価格変動が見られないシナリオにおいては、インカム・プロファイルに沿ったリターン獲得の可能性が高い一方で、債券価格が大幅なディスカウント水準から額面近辺まで上昇することにより、トータルリターン・プロファイルに追加的なリターン獲得の可能性が加わることとなります。

図7: 各シナリオにおけるハイイールド債券の12ヶ月後リターン

グローバル優先担保付債券指数	ブレイク イーブン	12ヶ月後		
		価格変化なし	スプレッド 変化なし	
価格	90.0	84.0	90.0	92.1
クーポン	6.0%			
最終利回り	8.9%	12%	9.6%	8.8%
最終スプレッド	446	770	525	446
修正デュレーション (年)	3.4			
12ヶ月後リターン		0%	7%	9%

出所: Barings, Bloomberg。2023年9月29日現在。ICE BofA BB-B Global High Yield Secured Bond Index (HW4S)に代表されるグローバル優先担保付債券市場。例示目的のみ。上記の分析は特定の要素のみを示すことを意図しており、織り込まれ得るすべての要素および変数を表しているわけではありません。

ボラティリティの高い期間は、アクティブ運用かつボトムアップの投資プロセスを有するマネジャーにとってアルファ獲得の機会となり得るといことは重要です。しかし、クレジット重視の投資アプローチは、さらなるダウンサイド・リスクを回避し、足元のイベントを乗り越えるために現在の課題に耐え得ることが可能な発行体を特定するために極めて重要です。

## ベアリングスの投資アプローチ

ベアリングスは、グローバル優先担保付債券市場に早期から投資を開始し、12年以上の運用実績を有しており、同分野で最も実績のある運用会社の1社です。ベアリングスのハイイールド債券投資の歴史は20年以上遡り、複数の市場サイクルを経たハイイールド債券およびバンクローン戦略において堅調な運用実績を有しています。

図8: インデックス対比で魅力のあるリスク・リターン・プロファイル

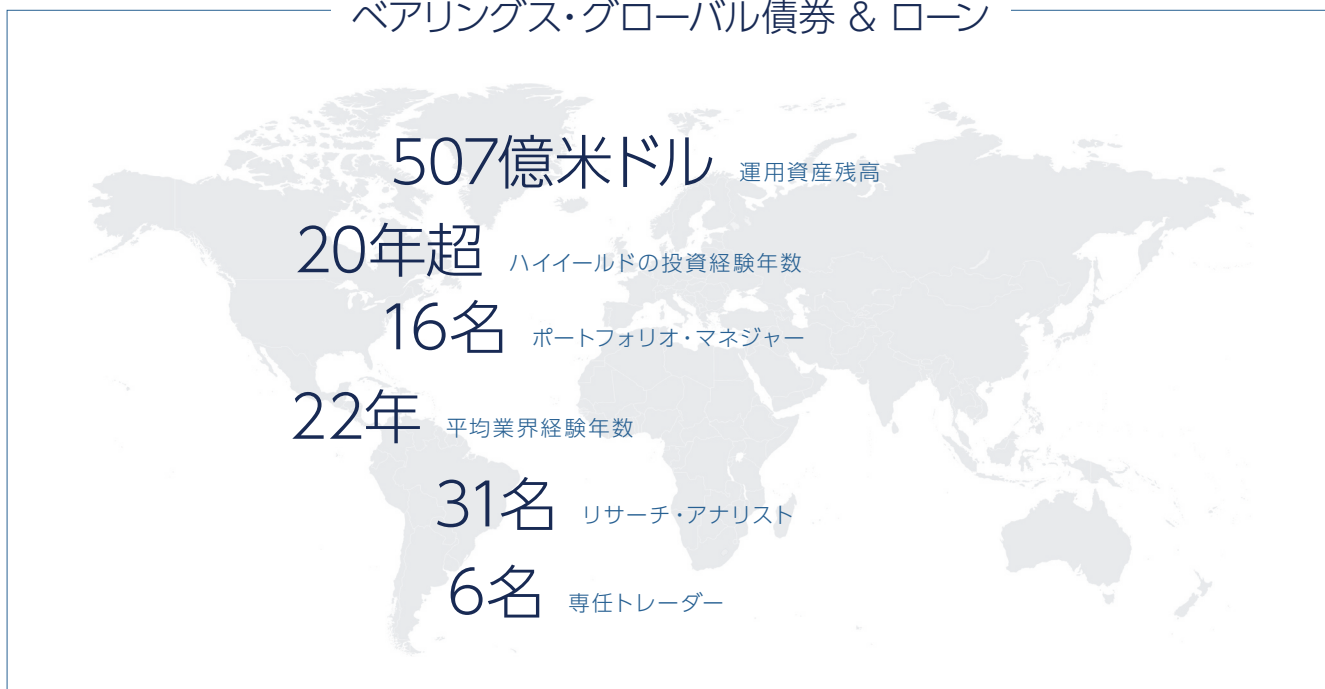
運用開始来	年率リターン	年率		上昇局面の捕捉	下降局面の捕捉	ベータ値
		ボラティリティ	シャープレシオ			
ベアリングスの戦略 (グロス)	6.10%	6.46%	0.8	101.66%	84.31%	0.92
指数	4.96%	6.85%	0.59	—	—	—
差異 (グロス)	+114 bps	—	0.21	—	—	—

出所: Barings 2023年9月29日現在

当戦略の過去の運用実績は、トータルリターン、ベンチマーク相対リターン (アルファ)、リスク調整後リターンの観点から見ても、説得力のあるものとなっています (図8)。当戦略はまた、異なる市場環境においても一貫してアウトパフォームしており、アクティブ運用かつボトムアップの投資アプローチの利点を浮き彫りにしています。

ベアリングスの成功の鍵は、大規模なグローバル投資チームを擁していることです。ベアリングスは業界最大級のグローバル投資チームを擁しており、60名超の米国および欧州のハイイールド債券の投資プロフェッショナルが属しています。ベアリングスのハイイールド・プラットフォームのもう一つの利点は、キャピタル・ソリューションズ・グループとの協働です。ベアリングスのプラットフォームの規模により、企業財務のボトムアップによる詳細な分析や、ESG要素のクレジット評価への組み込み、魅力的な投資機会を特定するための企業の経営陣との積極的な連携を可能にしています。市場の不確実性を考慮し、ベアリングスのグローバル優先担保付債券戦略は、ボトムアップの銘柄選択に重点を置き、アクティブ運用を継続します。

### ベアリングス・グローバル債券 & ローン



出所: Barings 2023年6月30日現在



Barings is a \$351+ 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,

#### 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 © 2023 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、ベアリングスLLCが作成した資料をベアリングス・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。 3238808

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

\*As of June 30, 2023

23-3180193