



FIXED INCOME

足元、ハイイールドへの 投資は魅力的か？

BARINGS INSIGHTS

ハイイールドは、デフォルト状況の改善から金利上昇に対する感応度の低さに至るまで、いくつかの支援材料によって引き続き牽引され、景気回復の本格化に伴い良好なパフォーマンスをもたらす可能性があります。



David Mihalick
(デイビッド・ミハリック)
米国パブリック債券責任者
米国ハイイールド責任者



Martin Horne
(マーティン・ホーン)
パブリック債券責任者

新型コロナウイルス感染拡大以降のハイイールド市場に注目が集まっています。世界の一部の地域においては新型コロナウイルスの新規感染者数が増加していることから、経済活動の正常化には時間を要すると見られますが、今後数ヶ月から1年にかけて本格的な回復が予想されています。

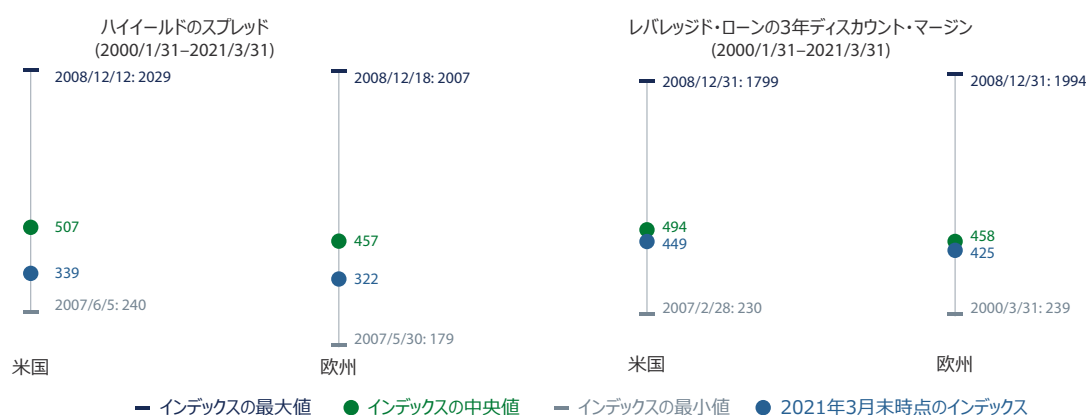
金利上昇が引き続き注目されていることから、2021年初に米国および欧州のバンクローンが約2%のリターンとなり、ハイイールド債券をアウトパフォームしたことは驚くには値しません¹。所謂、リフレーションの環境下においては、バンクローンなどの変動金利商品への投資は確かに有効である一方、ハイイールド債券への投資も比較的有益であると思われます。特に欧州においては、米国債利回りの上昇による影響が限定的であったため、第1四半期のパフォーマンスは1.6%となりました。米国ハイイールド債券は、バンクローンを含めた広範なハイイールド市場に対して劣後したものの、他の固定金利商品と比較して底堅く推移し、第1四半期のパフォーマンスは0.95%となりました²。これは、ハイイールド債券のデュレーションがより短期であることが一因となっています。例えば、投資適格社債の平均デュレーションは7年をやや上回るのに対して、ハイイールド債券の平均デュレーションは4年程度となっています³。

回復の前兆

ファンダメンタルズの観点においては、デフォルトは引き続き改善傾向にあると思われます。ディストレスト状況にある発行体の割合が数年ぶりの水準へと低下し、ハイイールド債券およびバンクローンの両市場における流動性が豊富であることから、今年におけるデフォルト率は過去平均である2~3%の圏内に留まると予想しています。比較として、昨年のハイイールド債券とバンクローンのデフォルト率は3~5%であったものの、これは当初予想されていた2桁台のデフォルト率よりもはるかに低い水準にあり、主にグローバルにおける大規模な景気刺激策によりデフォルト率の上昇に歯止めがかかったものと思われます⁴。また、消費者の需要が回復することから、発行体の利益、売上およびキャッシュフローは、本年から2022年にかけて大きく改善すると予想されます。

良好なパフォーマンスおよびデフォルト予想の改善により、ハイイールド全般のスプレッドは足元数ヶ月において大幅に縮小し、バリュエーションに関する懸念が生じています。足元におけるハイイールド債券およびバンクローンのスプレッドは、過去平均対比で縮小した水準にあるものの、バリュエーションに関する懸念についてはいくつかの理由により異なった視点から眺めることが必要です。一つ目の視点として、足元スプレッドは縮小しているにもかかわらず、過去最低水準近辺で取引されているケースも散見される投資適格社債と比較して、ハイイールドのスプレッドは依然魅力的な水準にあります。例えば、ハイイールド債券は2017年および2018年におけるサイクルの最低水準、バンクローンは世界金融危機前後の最低水準に対して引き続き拡大したスプレッド水準に留まっています(図1)。

図1: ハイイールドのスプレッドは過去対比で縮小した水準



出所: ICE BAML、Credit Suisse 2021年3月末現在

1. 出所: Credit Suisse 2021年3月末現在
2. 出所: Bank of America Merrill Lynch 2021年3月末現在
3. 出所: Bank of America Merrill Lynch
4. 出所: S&P、Credit Suisse 2020年12月末現在

加えて、ハイールド債券市場におけるクオリティも大幅に改善傾向にあります。例えば、グローバル・ハイールド債券市場に占めるBB格の割合は、2000年の35%から足元57%へと増加した一方、B格は、2000年の56%から足元32%に減少しています（図2）。CCC格の割合は足元わずかに増加していますが、2009年および2010年のピーク時と比較して、大きく減少しています。好調な新規発行および記録的なフォーリン・エンジェルの増加（新型コロナウイルスの感染拡大初期に多くの投資適格企業がハイールドへ格下げされた）を受けて、過去1年に亘りハイールド債券市場におけるクオリティは大きく改善しました。

図2：市場のクオリティは大きく改善



出所: ICE BAML 2021年3月末現在

“このような発行体における財務状況の改善と景気回復の組み合わせは、ハイールド資産全体にとっての追い風となり、結果、同資産クラスは非常に魅力的な投資対象であると見ています。”

今後 12-24ヶ月間を展望した場合、経済成長に関する見通しはハイールド全体にとって引き続き支援材料になると思われます。1兆9,000億米ドル規模の景気刺激策の実施により米国の見通しが大幅に改善する一方、欧州の一部においてはロックダウンの延長により引き続き回復に時間を要するなど、GDPの成長見通しは国によってまちまちではありますが、グローバル経済は全体として回復傾向にあると予想されます。このような状況および市場全体のクオリティが改善傾向にあることを加味した場合、足元におけるバリュエーションは適切な水準に留まっていると考えます。実際、今後金利が上昇した場合においても、スプレッドがさらに縮小する余地は残っており、場合によっては過去最低水準に再度挑戦する可能性があるかと予想しています。つまり、このような発行体における財務状況の改善と景気回復の組み合わせは、ハイールド資産全体にとっての追い風となり、結果、同資産クラスは非常に魅力的な投資対象であると見ています。

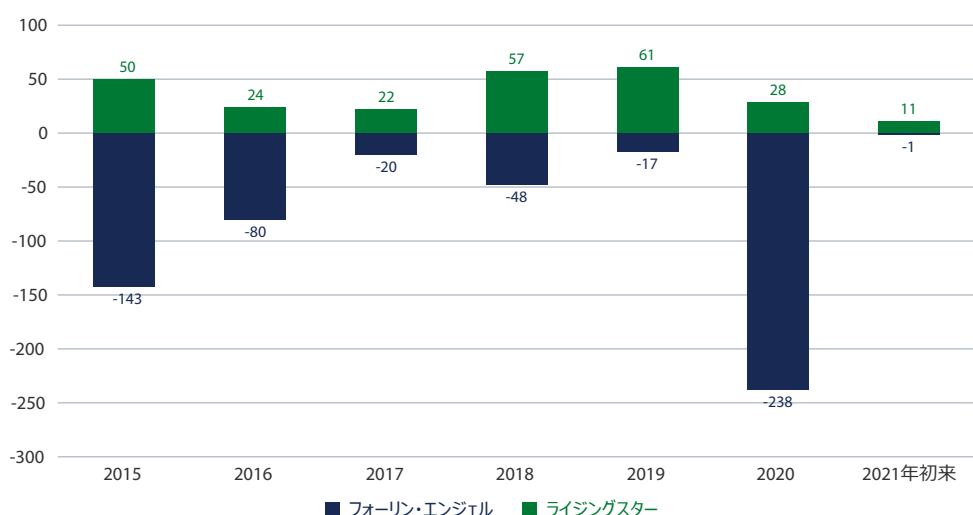
考慮すべき3つの投資機会

足元、ハイールド市場全体を俯瞰した場合、今後数ヶ月において出現する可能性のある投資機会が数多く存在します。

ライジングスター

2020年にフォーリン・エンジェルが話題となりましたが、今後12~24ヶ月においては、ライジングスター（ハイールドから投資適格級に格上げされる企業）に注目が集まる可能性があります。前述のように、新型コロナウイルスの感染拡大による影響を受け、昨年はフォード、クラフト・ハイツおよびオキシデンタル・ペトロリアムなどの大企業を含む約2,380億米ドルの投資適格級の企業がハイールドへと格下げされ、フォーリン・エンジェルの総額は過去最高を記録しました（図3）。このようなフォーリン・エンジェルの増加は、市場全体のクオリティ改善に寄与したのみならず、経営および財務上において大きな柔軟性を持ち、事業が多角化された大企業に対する優れた投資機会をもたらしました。特に米国のハイールド債券市場においては、これら格下げされた企業の多くが今後数四半期に亘り再度投資適格級へと格上げされることにより、スプレッドの更なる縮小が期待される状況にあります。

図3: フォーリン・エンジェルおよびライジングスターの総額 (10億米ドル)



出所: J.P. Morgan 2021年3月末現在

フォーリン・エンジェルおよびライジングスターは主に米国において確認される事象ではありますが、これらユニバースに含まれない企業においても、市場が本格的な次期格上げサイクルに入った際（これは過去の回復期においてしばしば見られました）に格上げされる可能性のあるBB格の発行体は数多く存在します。例えば、2001年から2002年におよぶ景気後退局面を受けて、米国ハイールド市場はその後8%以上が格上げされました。また、2007年から2008年にかけて発生した世界金融危機以降の数年に亘り、市場全体の約9%が投資適格級へと格上げされました。本年においては、すでに110億米ドルのハイールド企業が投資適格級へと格上げされた一方、格下げはごく少数に留まっています。近年市場が大きく成長し、新規発行が相次ぐ欧州においても同様の傾向にあると見ています。当然ながら、本年残りの期間における格付けの動きは、格付機関の動向ならびに企業のレバレッジ改善および収益成長の持続性に対する格付機関の確信度に一部左右されるものと思われますが、経済環境の改善を加味した場合、これらBB格企業の多くが今後数年間に亘り格上げされることにより、相対的に良好なリターンを達成することが可能であると見ています。

景気敏感セクターおよび新型コロナウイルスから大きく影響を受けたセクター

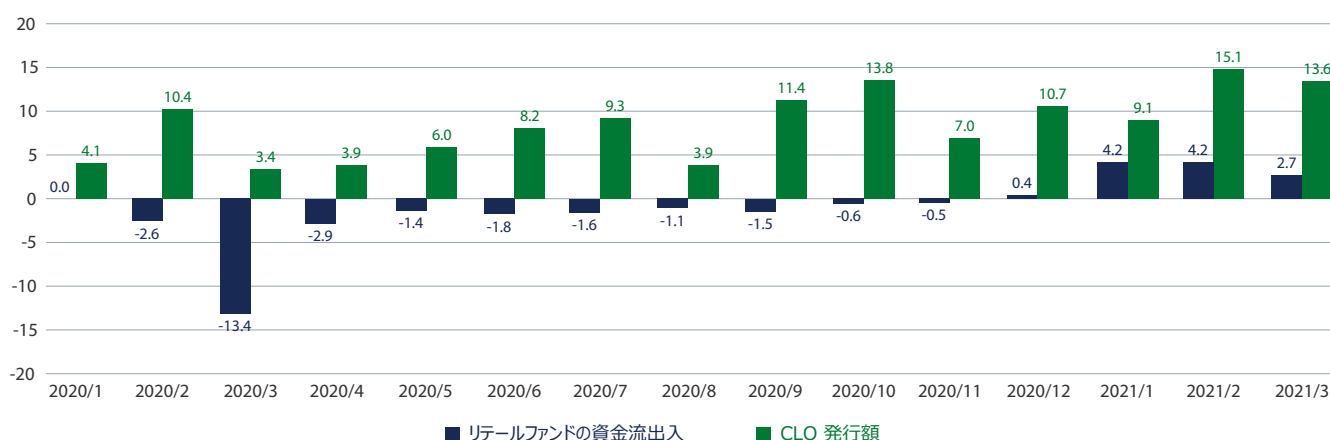
昨年特に大きな影響を受けた景気敏感セクターにおいても魅力的な投資機会が存在すると思われます。同セクターの多くの発行体はすでに価格が反発していますが、回復基調が鮮明となった場合においては、一部の発行体が市場全体をアウトパフォームする可能性があります。例えば、エネルギー・セクターは、近年最も低迷していたセクターの一つであり、2021年初のスプレッドは市場において最も拡大した水準に留まっていた。しかしながら、ここ数ヶ月間において同セクターのスプレッドは大きく縮小し、ハイイールド債券およびバンクローン市場の双方において市場全体をアウトパフォームしています。欧州の一部地域における新型コロナウイルスに対する懸念の高まりを受けて、足元ボラティリティは再度上昇していますが、今後の回復が期待されることから同セクターに対する投資は引き続き魅力的なリターンをもたらすと見ています。

また、新型コロナウイルスから大きく影響を受けた複数のセクターにおいても、1年前と比較してスプレッドが引き続き拡大し、ファンダメンタルズが示唆する適正な水準に対して価格が下回っている状況にあることから、これらのセクターにおいても投資機会が存在する可能性があります。小売はその一例となりますが、同セクターが直面している長期的な課題を考慮して銘柄を選別することが重要となります。世界各国におけるロックダウンにより、過去1年に亘る消費活動は制限され、結果、家計の貯蓄は急増し、米国、英国、中国および日本の消費者における貯蓄額は約3兆米ドル増加したと推定されています⁵。店舗の営業再開および経済活動の正常化に伴い、抑圧された消費などの需要が一気に解放されることにより、特に昨年の市場環境を活用して資金繰りの改善に成功した小売企業に対して強い追い風となる可能性があります。

バンクローン

足元数ヶ月において金利上昇が意識されたことにより、投資家の選好は固定金利から変動金利であるバンクローンへと大きくシフトしています。これは、米国と欧州の双方において、バンクローンに対する需要の増加として明確に確認することが可能です。米国における主要なバンクローンの買い手であるリテールファンドの資金流出入は、約2年間に亘る流出超を経て大幅な流入超に転じ、3月末には年初来の流入超が約110億米ドルに達しました（図4）。同時に、もう一つの主要なバンクローンの買い手であるローン担保証券（CLO）の発行もまた、米国および欧州において増加しました。旺盛な需要と均衡して供給も活発な状況にあり、過去数年を上回るペースで推移しています。第1四半期末における発行残高は、米国および欧州において各1,810億米ドルおよび360億ユーロに達しました⁶。このような需給動向はグローバル・ローンにとってテクニカル面からの有効な支援材料であり、今後スプレッドがさらに縮小する余地が残されていることを示唆し、魅力的なトータル・リターンを獲得する可能性があります。

図4: 米国リテールファンドの資金流出入（月次）およびCLO発行額（10億米ドル）



出所: J.P. Morgan 2021年3月末現在

5. 出所: Bloomberg Economics

6. 出所: S&P 2021年3月末現在

“このような需給動向はグローバル・ローンにとってテクニカル面からの有効な支援材料であり、今後スプレッドがさらに縮小する余地が残されていることを示唆しています。”

バンクローンは資本構造の上位に位置することから、通常、劣後債および株式よりも優先的に弁済されることを意味します。また、バンクローンは、不動産および企業の設備から、ソフトウェアおよび商標などの無形資産に至るまで、借り手の資産の一部または全部が担保として設定され、信用リスクに対する追加の保護を有しています。

旅行・レジャー

米国および欧州のバンクローン価格は、約1年前の下落時から大幅に回復しましたが、市場においてはさらに回復の余地が残るセクターも依然存在しています。例えば、旅行・レジャーは、新型コロナウイルスの感染拡大およびそれに続くロックダウンの影響を大きく受け、市場全体と比較して回復が遅れている状況にあります。しかしながら、同セクターの発行体の多くは、経済再開までの資金繰り確保のため、昨年多額の資金調達を行いました。同セクターにおける資金調達の活発化およびレバレッジ水準の上昇は、今後急速なレバレッジ解消の必要性を示唆し、増加した負債に対する発行体の適切な管理について疑問を投げかけていますが、殆どの発行体は満期時に危機をもたらす可能性がある負債について既に積極的な対処を行ったと見えています。また、多くの発行体においては、本格的な満期の壁が到来するまで数年間の時間的猶予を有しています。

結論

ハイールド全般は、新型コロナウイルスの感染拡大以降堅調に回復し、制御可能なデフォルト状況から経済成長および発行体の財務状況改善に対する期待に至るまで、引き続き多くの支援材料によって牽引されると思われます。ハイールド債券は短期的に金利上昇の影響を受ける可能性がありますが、デュレーションが相対的に短期であることから、他の固定金利商品と比較して魅力的な投資対象であると考えます。特に景気回復の本格化および消費者需要の回復に伴い、ハイールド全般は今後さらに好調なパフォーマンスをもたらす可能性があると見えています。一方、新型コロナウイルスの新規感染者数の増加など依然としてリスクが存在することから、短期的な市場のボラティリティに耐え、回復への道において魅力的なアップサイドが獲得可能な発行体を見極めるための銘柄選択およびアクティブなポートフォリオ管理が重要となります。

Barings is a \$345 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, and Baring Asset Management Korea Limited each are affiliated financial service companies owned by Barings LLC (each, individually, an "Affiliate").

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 © 2021 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が変更されたり修正されたりすることがあります。Complied (東京):2021年5月7日 M20212Q26

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

*As of December 31, 2020

21-1587918