



ハイールド社債投資を検討すべき5つの理由



2023年5月30日



ウィリアム・スミス

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
米国ハイールド債券運用 ディレクター



FRB(連邦準備制度理事会)による利上げが米国経済を減速させる中、投資家は米国ハイールド社債に対する警戒感を強めている。表面的には、こうした見方は間違いではなく、過去を振り返ると、成長が鈍化する局面では企業の信用力は悪化している。今回も社債のデフォルトや格下げが増えるが、インカム重視の投資家は臆することなく、当市場に投資すべきであるとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は考えており、その理由を5つ以下で紹介したい。

理由1:後期に入ったクレジット・サイクルにしては強いファンダメンタルズが維持されている

大半の景気後退局面では、はじめからハイールド企業のファンダメンタルズはぜい弱な状態にあるが、今回は異なる。クレジット・サイクルが後期に入中、今回も

例外なくファンダメンタルズの悪化は始まっているが、悪化の開始水準が過去と異なる点に投資家は注目すべきである。新型コロナウイルスのパンデミックにより、先行き不透明感が大きく拡大する中、当市場の発行体は財務レバレッジ削減や手元流動性の強化など信用力の強化に努めてきた。新型コロナウイルスの脅威が去り、米国経済が再開と共に業績が回復した後も、発行体の多くは保守的な財務運営を続けており、代表的なクレジット指標(財務レバレッジ、カバレッジ・レシオ、利益率、フリー・キャッシュ・フロー)は、長期的に見ても非常に健全な水準へ改善している。クレジット・サイクルが後期に入る今、こうした指標の悪化は避けられないが、発行体の多くはマクロ経済の更なる減速や企業に対する需要の低下を十分に吸収できる財務余力を確保している。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2023年5月11日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

また、発行体の信用力以外にも投資ユニバースの構造変化にも注目する必要がある。新型コロナウイルスのパンデミックに見舞われた2020年は、信用力がぜい弱だった発行体の破綻が相次ぎ、当市場でもデフォルト率が上昇した(2020年10月のピーク時デフォルト率6.3%)。これらデフォルトによって、外部環境の変化に脆弱な発行体は既に当市場から除外されており、当市場の信用力はここ数年で引き上がっている。さらに、パンデミックは投資適格社債市場にも信用悪化をもたらし、中長期的に投資適格級の信用力を維持してきた一部の発行体(フォーリンエンジェル)がハイイールド社債市場へ格下げされたことも、当市場全体の信用力を引き上げる結果となった。当市場における最上位格付・BB格の構成比率は、市場全体の約半分(49%)を占めており、これは歴史的に見ても非常に高い水準である(過去20年平均比+6%)。

低位での推移が続いた社債のデフォルト率は、今後上昇に転じると見ているが、これらの事実に基づき、デフォルト率は、今後12-18カ月の期間で3-4%程度の上昇に留まるとABでは予想している。なお、新型コロナ

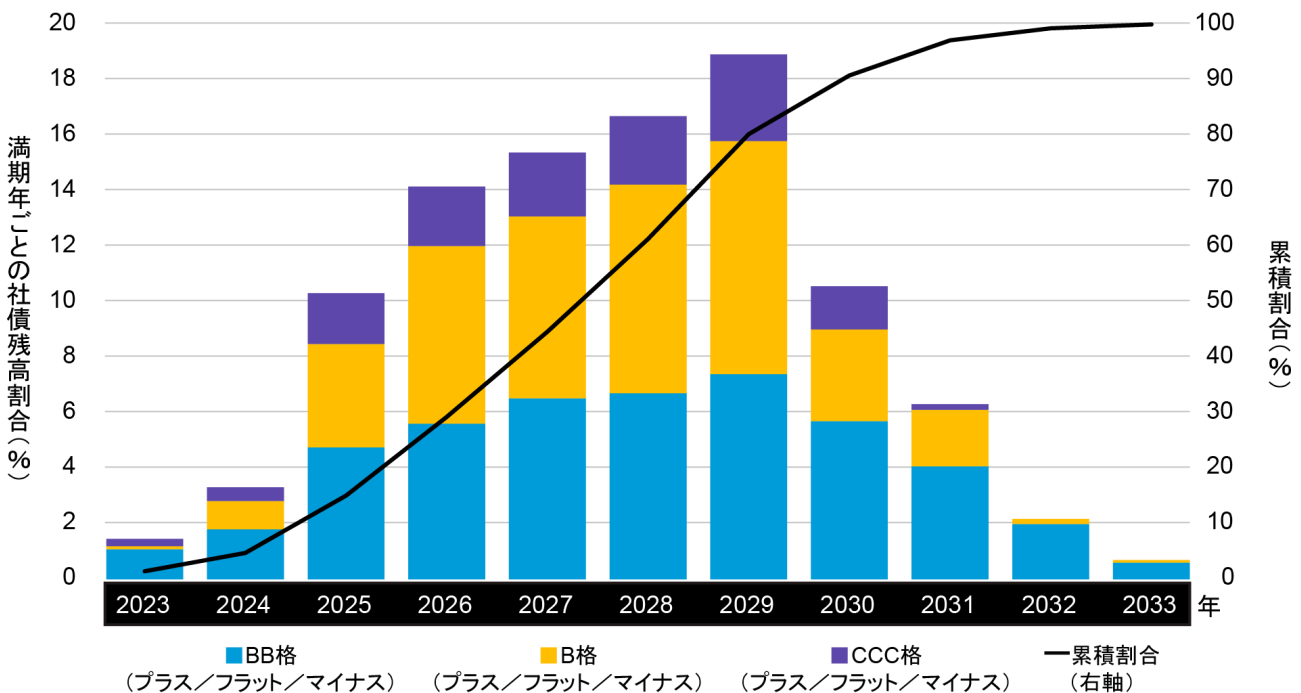
ウイルス発生直後は、当市場の発行体が社債を起債する際、より良い条件を求めて担保付で資金調達を行う流れがあった。その結果、市場全体に占める有担保社債の割合は、長期平均を上回る31%に拡大し、この点も当市場にとってサポート材料になっている。

理由2: 前倒しでリファイナンスが行われた

新型コロナウイルス発生以降、長く続いた良好な低金利環境を活用し、当市場では早期に前倒しでリファイナンスを行い、負債を長期化する流れが続いた。そのため、償還期日が差し迫っている債券は限定的であり、2024年末までに償還期日が到来する債券の割合は、たった5%しかない。満期の中心は2020年代後半以降に広く分散しており、デフォルト率が大きく上昇しないというABの見通しはこの事実にも基づいている。

また、前倒しリファイナンスが低金利環境で行われたため、当市場の固定クーポンの平均は5.8%であり、足元の最低利回り8.5%を大幅に下回る。利払い能力は引き続き健全さが維持されている(図表1)。

【図表1】 前倒しリファイナンスによってデフォルト・リスクが抑制されている
ブルームバーグ米国ハイイールド社債指数：満期年別



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
格付けはブルームバーグ指数に基づきます。
2023年3月31日現在
出所パークレイズ、ブルームバーグ、AB

理由3: 歴史的に見ても高い利回りを提供している

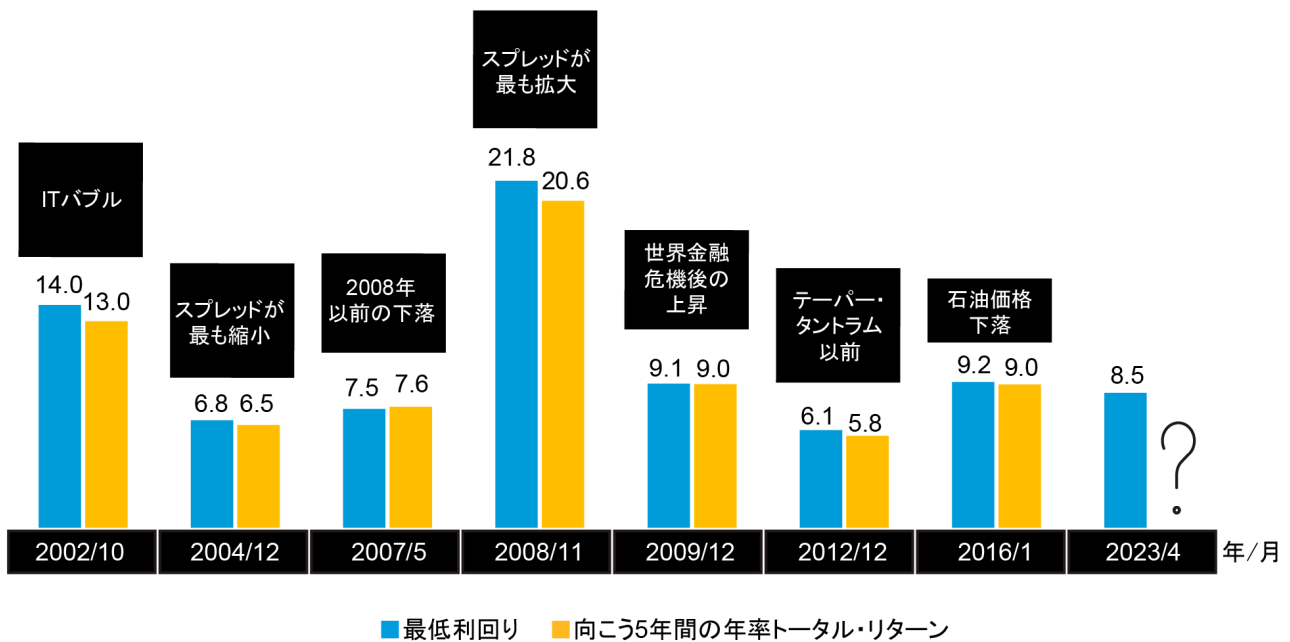
一時的な急上昇局面を除けば、米国ハイイールド社債市場の利回りは過去を上回る高水準に達している。これはインカムを求める債券投資家にとって、またとない機会である。過去、利回りが高かった時期を振り返ると、その時点の利回り水準は、そこから5年間のトータル・リターンと近いものとなっており、足元の利回りは今後の期待リターンを示唆する効果的な指標となる可能性がある(図表2)。

利回りと将来 5 年間のリターンの関係は、世界金融危機というマクロ経済と金融市場双方に大きな混乱をもた

らした局面でも機能していた。仮に投資家が 2007 年 5 月に利回り 7.5%で米国ハイイールド社債市場にエントリーし、一時は 36%も下落したボラティリティを乗り切り、投資を5年間維持した場合、その投資家は年率換算で 7.6% のトータル・リターンを得ることができた。

当然、投資期中には社債のデフォルトが発生しており、キャピタルロスが生じているが、ハイイールド社債は満期前に早期償還となるケースが多々あり、その際に発行体は投資家に対してプレミアムを支払っており、デフォルトによるキャピタルロスを相殺している。これも長期投資におけるリターンの確信度を高める要因の一つとなっている。

【図表2】 歴史的に最低利回り水準は将来のトータル・リターンを物語っている
ブルームバーグ米国ハイイールド社債指数: 最低利回りと向こう5年間の年率トータル・リターン(%)



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2023年4月30日現在
出所: パークレイズ、ブルームバーグ、AB

理由4: タイミングを計り過ぎると、価格回復に乗り遅れる可能性

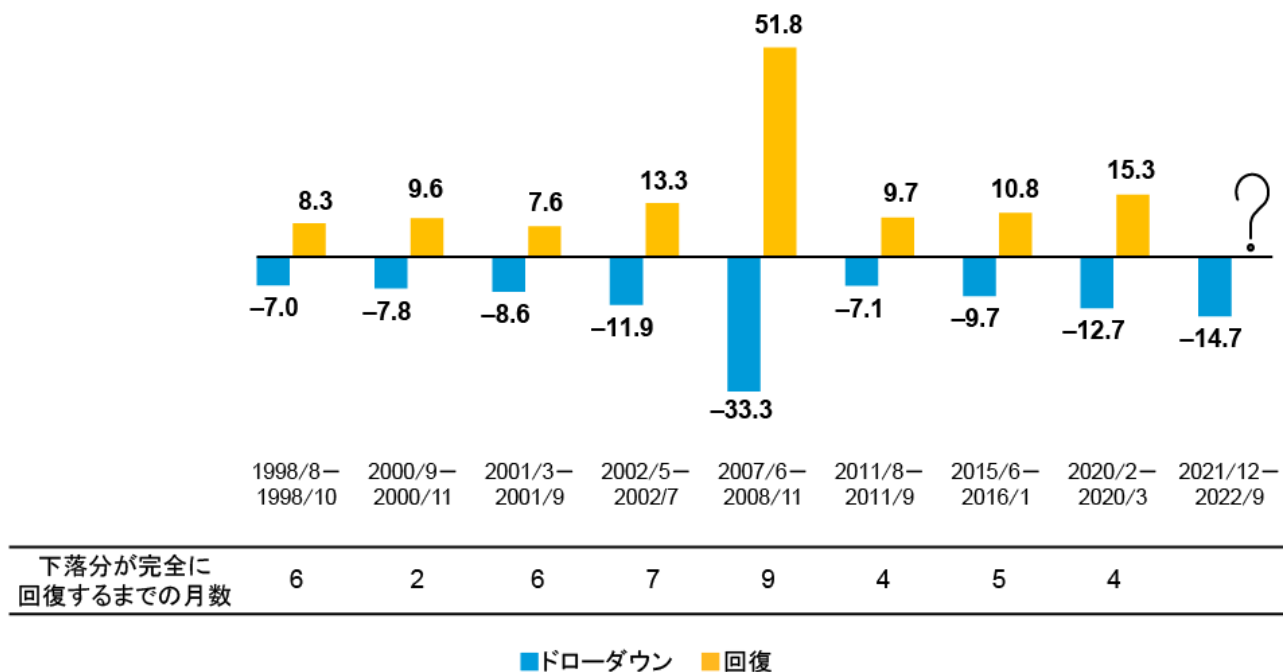
これまで紹介してきた多くのサポート材料があるにもかかわらず、多くの投資家は、マクロ経済がリセッションリスクに瀕し、スプレッドが長期平均にある現状、当市場にエントリーすることをためらっている。

しかし、価格が底打ちし、回復局面に入る絶好のタイミングでエントリーすることは非常に困難であり、タイミングを計り過ぎると、足元の高い利回りを獲得する機会を

逸してしまうだろう。過去の実績を見ても、当市場の価格は回復トレンドに入ると、比較的早い速度で価格が上昇している。2000年以降で見ると、ハイイールド社債市場は、5%超のドロウダウンを経験した後、平均5カ月で回復しており、2カ月で回復したことさえあった(図表3)。さらに回復後も上昇基調が続く傾向が見られ、価格が底打ちしてからの12カ月トータル・リターンは平均で22%もあった。

【図表3】 歴史的に見ると、ハイイールド社債のドロウダウン期間は短く、回復は早い

米国ハイイールド社債指数:ドロウダウンとリカバリー局面のトータル・リターン(%)



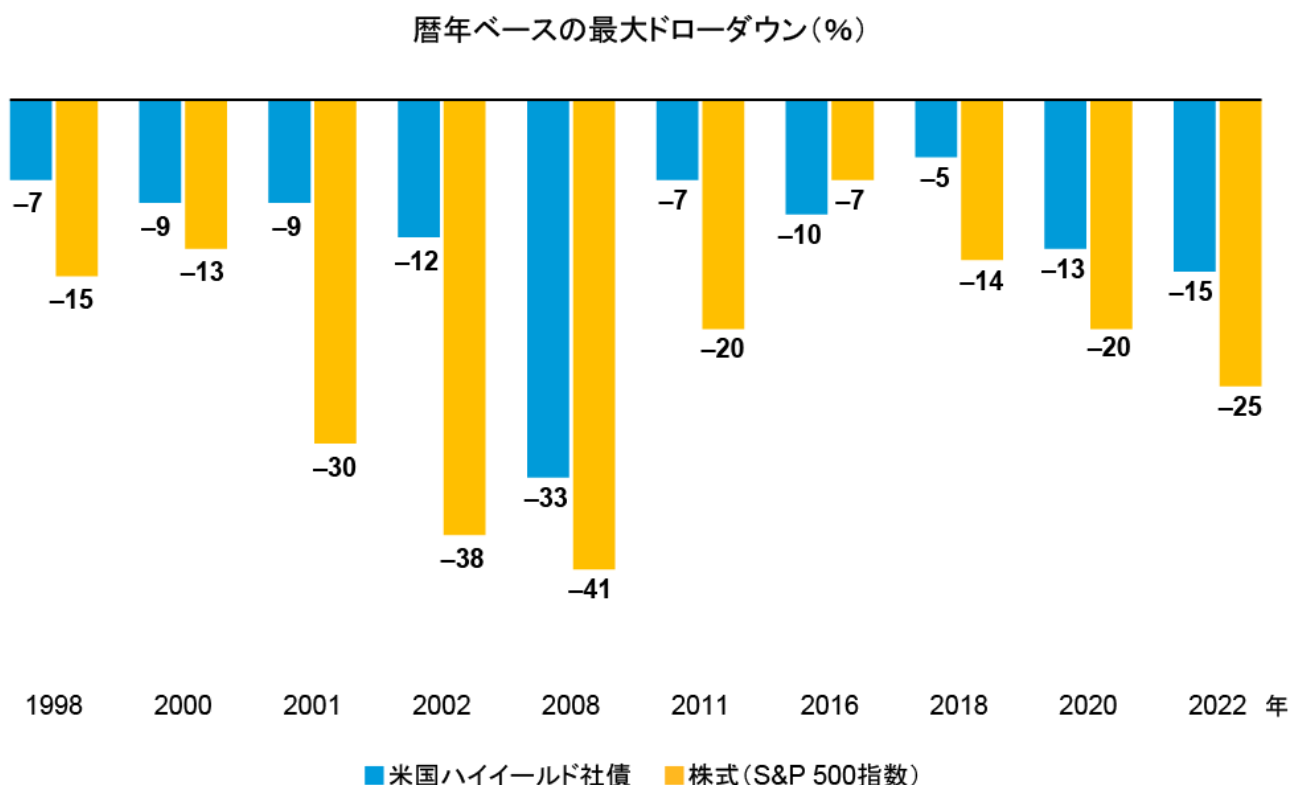
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
 分析は月次データを使用しています。ドロウダウンの定義は、価格ピーク時から底値までのトータル・リターンがマイナス5%を超えるものを指します。
 2023年3月31日現在
 出所:ブルームバーグ、AB

理由5: 株式エクスポージャーのリスク抑制に活用

株式投資家は、足元の環境下、投資ポートフォリオのリスク抑制につながるハイイールド社債の組み入れを検討すべきだとABは考える。株価の下落局面では、大半

のケースでハイイールド社債の下落率は、株式対比抑制されてきた(図表4)。また、株式はドローダウンからの回復に時間がかかる傾向もある。

【図表4】 株式市場と比べ、ハイイールド社債市場の下落率は小さく留まる傾向



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
ハイイールド社債はブルームバーグ米国ハイイールド社債指数。株式はS&P 500指数。
分析は月次データを使用しています。ドローダウンの定義は、価格ピーク時から底値までのトータル・リターンがマイナス5%を超えるものを指します。
2022年12月31日現在
出所ブルームバーグ、AB

米国株式のエクスポージャーを一部でも米国ハイイールド社債へシフトすることは効果的であり、より優れたリスク調整後リターンを享受できる可能性が高まる。ハイイールド社債投資は、リスクオフ解消後のアップサイドをあまり犠牲にすることなく、株式に集中している投資資産全体のボラティリティを引き下げることが可能な資産クラスである。

以上のことから、クレジット・サイクルの後期であっても、ハイイールド社債への投資を検討すべきであり、あしもの環境下、ハイイールド社債はインカムを求める投資家のポートフォリオにおいて重要な役割を果たすと考えています。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。