

# 新型コロナでハイイールド社債市場動揺 同時に投資機会も浮上

危機に比較的強いハイイールド社債だが、新型コロナウイルスの影響が不均一なため、ファンダメンタルズ信用分析がいっそう重要に

## ハイライト

- ハイイールド社債セクターには柔軟性があり、2020～2021年に債務の借り換えを行う必要のある発行体は、比較的少ない見込み。
- 経済活動の一部領域の急停止により、デフォルトが二つの波で広がると予想。
- これまで投資適格格付けだった発行体が格下げとなりハイイールド社債ユニバースに参入し、市場に大きな影響。
- スプレッドは依然として大きいものの、縮小している。各国中央銀行による介入が決定的な役割を果たし、有効な緩衝材に。
- 世界のハイイールド社債市場では、あらゆる格付け水準で需要は様々。

新型コロナウイルス・パンデミックが世界経済に影を落とし、ハイイールド社債市場も大きく変化しています。特に、多くの投資適格発行体が格下げとなり、ハイイールド社債市場に参入しています。しかしこれは、今後の反発の兆候および投資家にとっての好機を示唆しています。

ハイイールド社債市場の2つのファンダメンタルな側面により、債券発行体にはコロナ禍を乗り切るチャンス

があります。第一は、ハイイールド社債発行体は通常、社債の年限を短期から長期へ「タームアウト」させることが可能です。第二に、多くの発行体が、事前に決められた限度額まで随時融資を受けられるリボルビング・クレジット・ファシリティ（RCF）により一定の資金繰りの柔軟性を得ています。端的に言えば、ハイイールド社債発行体による突然かつ大規模な借り換え需要は目下のところ見られないということです。厳しい試練を経てきているハイイールド社債市場には、調整の余地が組み込まれています。

とは言っても、コロナ危機の被害は不可避です。経済活動が一部の領域で急停止し、稼働ゼロに近い状態になり、場合によってはその状況が数カ月続きました。小売り、飲食、航空会社、その他の多くの業界が厳しい状況に直面しています。ハイイールド社債市場ではエネルギーセクター、特に米石油業界が最大の打撃を受けました。

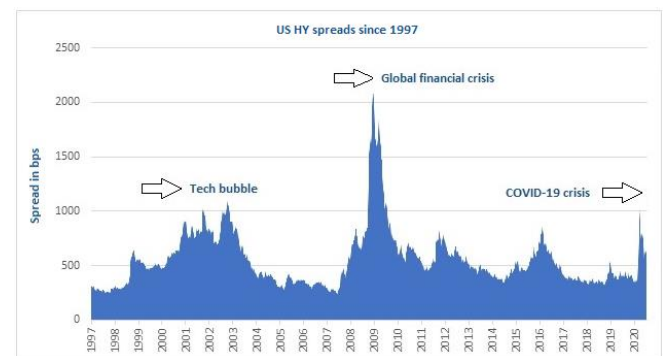
## スプレッドは縮小しつつも依然ワイドな水準

ハイイールド社債のスプレッドはピーク期からは縮小していますが、コロナ危機前にはるかにワイドな水準を保ち、日本の投資家にとって魅力的な状況を呈していると当社は見ています。7月22日の時点で、米国のスプレッドは533ベースポイント (bps)、グローバルは559bps、欧州は483bpsでした<sup>[1]</sup>。これらは3月のピーク時に比べて縮小していますが（それぞれ554bps、535bps、383bpsほど縮小）、年初と比べるとまだ200bpsほどワイドな水準です。依然として米国社債が、世界のハイイールド社債市場の半分以上を占めています。米国市場へのアクセスを検討している投資家にとって、ヘッジコストの下落は注目すべきです。FRB（米連邦準備制度理事会）の政策金利が2018年後半に歴史的な高水準に達した後、事実上0%で推移していることは、現在の通貨ヘッジコストが2015年以來の最低水準であることを意味します。

現在の米ハイイールド社債のスプレッド水準は、2002年のハイテク株暴落時にほぼ相当します。これよりも劇的にスプレッドが拡大した時期は、米ハイイールド社債スプレッドが一時的に2,000bpsに達した世界金

融危機しかありません。このようなスプレッド拡大を今回回避できたのは、新型コロナウイルス対策として世界中で発表された金融・財政政策の迅速かつ大規模な実行および、将来それを増強する用意があるという意思表示が貢献したと当社は考えます。

## 図2：新型コロナウイルスによる米ハイイールド社債スプレッド拡大は2008～09年に比べ小規模



出所：Inter Continental Exchange, US High Yield Spreads (H0A0)  
2020年7月10日時点

（注）1997年以降の米ハイイールド社債スプレッドの推移。矢印は右から「ハイテクバブル」、「世界金融危機」、「新型コロナ危機」

## デフォルトを回避

世界のハイイールド市場全体でデフォルトが増加するでしょう。第一波はここ数カ月間継続し、第二波は2021年にかけて、刺激策や介入策の効果が薄れ、パンデミックの真の影響が明らかになる時期に訪れる可能性があると考えています。このことでハイイールド社債セクターの魅力がなくなるわけではありませんが、こういった市場環境を活用するには周到さが必要となるでしょう。当社では今年、米ハイイールド社債の全般的なデフォルト率を5～8%と予想しています。

<sup>[1]</sup> 出所：Inter Continental Exchange、2020年7月22日

ハイイールド社債の需要は極めて旺盛で、ディストレスト債発行体、新型コロナウイルスの影響から十分に守られている発行体や、コロナ危機でかえって恩恵を享受している発行体（ヘルスケア企業など）なども、流動性を十分に保っています。

コロナ危機でかえって恩恵を享受している発行体では、一部のハイイールド社債の取引価格は以前と比べてそれほど下落していませんが、デフォルトのリスクが依然として低いことから、これらのハイイールド社債にはおそらく合理的なバリュウがあると考えられます。

しかし、新型コロナの影響から十分に守られている発行体の中でも、将来展望の可視性が比較的低い発行体は、低流動性に直面し、債券価格もコロナ危機の初期に下落しました。このため、この発行体グループのリスクと投資妙味の双方のポテンシャルが、最も高い可能性があると考えられています。ポートフォリオのポジショニングに時間がかかるかもしれませんが、優れたクレジット分析に基づく銘柄選択により最も大きなバリュウを付加できるのは、こういった発行体でしょう。

これらの発行体グループの中では、クロスセクターやセクター内でパンデミックの影響は不均一です。バランスシートの流動性が常に当社の信用分析の主要対象で、現在はさらにその重要性が増しています。これは、基本シナリオおよび、ロックダウン（都市封鎖）が長期化または復活するストレスの高いシナリオの両方において、個々の発行体がこの危機を乗り越えられるかを見極める上で、バランスシートの流動性分析が

肝要になっているためです。当社は、両方のシナリオにおける各発行体の短期流動性ニーズを注視してきており、さらに政府の介入や支援策の影響なども日々の分析に織り込んでいます。

この発行体ごとのアプローチは、投資適格社債からハイイールド社債に格下げされた、いわゆる「フォーリン・エンジェル」の流入にも同様に適用されます。3月のフォーリン・エンジェルの流入は過去最高となり、915億米ドルに達しました。現在進行中のコロナ危機は、ハイイールド社債市場の規模と構造に大きなインパクトを与えつつあり、市場が状況に適応するにつれ買いの好機をもたらすでしょう。ですから、やみくもに焦ってフォーリン・エンジェルを買い急ぐ理由はない（特に弱いセクターで）と当社は考えます。投資妙味があるのは、フォーリン・エンジェルとなったハイイールド社債を売らざるを得ない投資家がいったり、懸念されている発行体の規模が比較的大きく回復力があると考えられるためです。しかしいかなる個別取引でも、ファンダメンタルズ分析およびバリュエーション分析が常に始点となります。

前回の危機から10年足らずで訪れた未曾有の危機で、市場が混迷しているのは当然です。しかしボラティリティが収まるにつれ、市場で取引されている銘柄のバリュウに注目すべきです。ストレスの高い状況が起こった場合のリスクをコントロールしつつ、適度にデレレションやリスク選好度を拡大させるのがいいでしょう。歴史を振り返ると、現在に類似のスプレッドでハイイールド社債市場に参入した場合、1年の期間では高いリターンを得る確率が高く、投資家に対して好機を提供していると考えられます。

#### アクサIMについて

アクサ・インベストメント・マネージャーズ（アクサIM）は長期的かつグローバルにわたる多様な資産に対してアクティブな運用を行う資産運用会社であり、投資によってお客様がより良い将来を確保するのに必要なソリューションを提供し、私たちが住む世界にプラスの変化を創造すべく、今日、お客様と共に努力を続けています。2020年6月末時点で約8,150億ユーロの運用資産残高を有し、20カ国28拠点において2,360名余の従業員を擁し、グローバルな事業を展開しています。アクサIMは世界最大級のフィナンシャル・プロテクションと資産運用グループであるアクサ・グループの一員です。

#### 投資リスク及び費用について

当社が提供する戦略は、主に有価証券への投資を行いますが、当該有価証券の価格の下落により、投資元本を割り込む恐れがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動によっては投資元本を割り込む恐れがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。

また、当社の投資運用業務に係る報酬額およびその他費用は、お客様の運用資産の額や運用戦略（方針）等によって異なりますので、その合計額を表示することはできません。また、運用資産において行う有価証券等の取引に伴う売買手数料等はお客様の負担となります。

#### 【ご留意事項】

当資料は、金融商品取引法で定義されている適格機関投資家を対象としております。

当資料は、アクサ・インベストメント・マネージャーズの情報提供に基づき、アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社が翻訳・作成した資料です。

当資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の有価証券その他の投資商品についての投資の勧誘や売買の推奨を目的としたものではありません。

当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保証するものではありません。

当資料の内容は、作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料に記載された運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の情報であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

当資料は提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。事前の了承なく複製または配布等を行わないようにお願いします。

#### アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号: 関東財務局長（金商）第16号

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

Ref-18370