

欧州高利回り社債市場の見通し

－マクロ経済や金利サイクルからは堅調さを保つ見通し－

当レポートの主な内容

- ・ 低格付（BB格以下）企業が発行する高利回り社債は、これまで安定したリターンを投資家に提供してきました。
- ・ 足元では、欧米の社債利回りが歴史的な低水準まで低下してきたことから、一部の市場参加者の中で、高値警戒感が浮上してきました。しかし、マクロ経済や金利サイクルの現状を考慮すれば、欧州高利回り社債市場はもうしばらく堅調な推移が続くと考えます。

相対的に魅力的なパフォーマンス

99年1月以降の米国・欧州の高利回り社債市場のリターンは米国株式市場のリターンを上回っています（図表1）。値動きの激しさ（リスク）は、高利回り社債が株式を下回っていることから、リスク調整後のリターンも高利回り社債が株式を上回っていると判断できます。また、年金基金等が重視する、市場下落時の直近高値からの最大下落率(Maximum Drawdown)は、月次で米国株式の50%超に対して、欧米の高利回り社債は35%前後にとどまっています。

ただ、テクノロジーバブルやリーマン危機時の景気後退によって企業の債務不履行（デフォルト）が頻発すると、不安にかられた投資家は高利回り社債市場から資金を引き上げ、その結果、社債価格は低下し、イールド（利回り）が上昇しました（図表2）。

イールドが急上昇するタイミングが鍵

これまで、高利回り社債市場は、景気後退を受けて企業の債務不履行が相次ぐ時期を除いて、国債金利（リスクフリーレート）が多少上昇しても、上乗せ金利（スプレッド）がバッファとなり、安定的な収益をあげてきました。換言すれば、高利回り社債へ投資する際には、景気後退によって企業の債務不履行が頻発し、イールドが急上昇する時期を避けることが最も重要な判断の1つになると考えられます。

しかし、イールドが上昇するタイミングを計ることはたやすいことではありません。過去において、デフォルト・レートはイールドの動きに遅行し、ディストレス・レシオ（イールドが10%を超える銘柄のインデックス構成銘柄に占める割合）もほぼ一致していたことから、両指標に先行指標としての役割を期待することはできません（図表3）。

図表1 高利回り社債市場と株式市場の推移

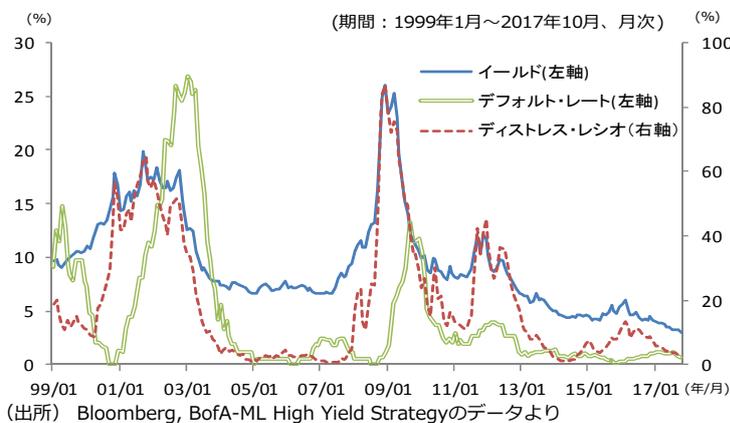


図表2 高利回り社債のイールド（利回り）の推移



（図表1-2の出所） Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表3 欧州：高利回り社債の各指標



（出所） Bloomberg, BofA-ML High Yield Strategyのデータより

岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■ 本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■ 本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■ 本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基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。■ 投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

先行指標となる短期金利

それでは、どのような環境の下で企業の債務不履行の可能性は高まるのでしょうか？

景気が減速し事業環境が悪化すると、現金収入（キャッシュフロー）が減り、利払いや社債の償還が難しくなります。また、低格付け企業は投資適格企業（BBB格以上）と比べて、負債（利払いが必要）の自己資本（利払いは不要）に対する比率（財務レバレッジ）が高いため、金利が上昇すれば利払い負担が増え、新規調達や社債借換え時の金利が上昇します。その結果として、社債の利払いが滞ったり借換えができなくなれば、債務不履行に陥ることになります。

実際、過去においても、中央銀行が景気過熱を回避するために利上げを行い3カ月金利が上昇すると、しばらくして景気が減速するとともに、企業の利払い負担が増大し、高利回り社債が売られ、イールドが上昇したことが窺えます（図表4）。

イールドのスパイク（急上昇）はまだ先

イールドが歴史的な水準まで低下してきたことを受けて、高利回り社債市場の高値警戒感が浮上してきました。しかし、欧州経済を牽引するドイツの企業景況感を示すifo景況指数は歴史的な高水準で推移しています。STOXX Europe指数を構成する上場企業600社は、今後12カ月に20%弱の増益率が予想されています（図表5）。これらの欧州企業の純負債/利益は低下基調を辿っており、低格付社債の発行企業で構成されるBofA-ML高利回りユニバースの負債/資産もリーマン危機時に比べれば健全な水準にとどまっています。欧州中央銀行の利上げはまだ先になるとみられることから、利上げに起因するデフォルトの可能性も当面高まりにくいと判断されます。そのため、欧州の高利回り社債市場では、当面イールドのスパイク（急上昇）は回避され、しばらく堅調な推移が続くと考えられます。

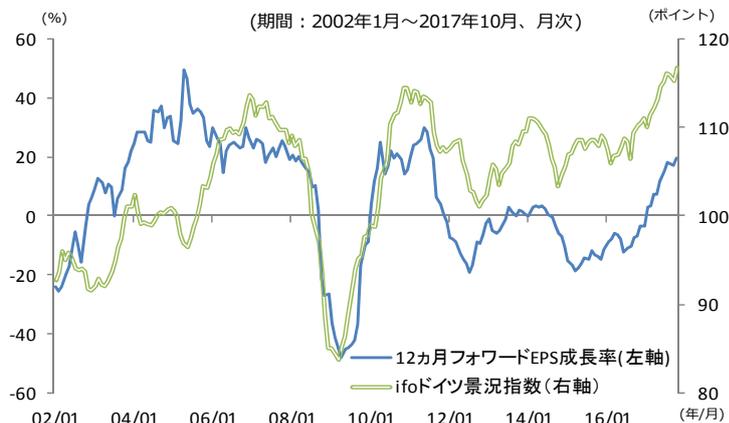
また、企業による社債の買戻し、投資適格への格上げ（Rising Star）の動き、社債市場ではなくローン市場で資金調達を進める企業が増えていることも、需給の面で市場に安心感を与えられると思われれます。

以上（作成：投資情報部）

図表4 欧州：短期金利と高利回り社債イールド



図表5 欧州：景況指数と企業収益



(図表4-5の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表6 欧州：企業のバランスシート



(注) BofA-ML 負債/資産は2005年3月～2017年3月(四半期データ)

(出所) Bloomberg、BofA-ML High Yield Strategyのデータより岡三アセットマネジメント作成

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報に基づき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。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担
 純資産総額×実質上限年率2.052%（税抜1.90%）
 ※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。
- その他費用・手数料**
監査費用：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）
 ※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。
 ※監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。
- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社
 事 業 内 容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）