

米国ハイイールド債 市場 見通し



米国ハイイールド債市場にとって2022年は大変動の年となりました。この背景には、複数の要因が重なったことがあります。ベンチマークの米国債利回りおよびフェデラルファンド金利の一次的なインパクトが社債価格を押し下げたこと、景気後退への懸念が収益予想にマイナスの影響を与えたこと、人件費および価格インフレが企業の利益率を圧迫したこと、負債および株式のコスト上昇により経営陣が設備投資や資本配分を見直せざるを得なかったこと、などです。

米ハイイールド債市場の年初来絶対リターンは、年次リターンとして史上最低水準であった反面、同アセットクラスは長期デュレーションの債券や株式との比較ではアウトパフォーマンスしました。

出所：ICE BofAML、S&P Dow Jones Indices、FTSE Russel、2022年12月31日時点。

* 12カ月グロス配当利回り

米ドル準拠

ICE 指数 トータルリターン	2022年 トータル リターン	2022年10 ～12月期 トータル リターン	最低利回り	OAS (オプション 調整後 スプレッド)
クレディ・スイスレバレッジドローン指数	-1.18	2.33	9.88	369
ユーロハイイールド債指数 (米ドルヘッジ)	-9.33	5.71	7.89	515
米国投資適格社債1～10年	-9.63	2.70	5.43	127
米国ハイイールド債 (BB格)	-10.57	4.33	7.26	308
米国ハイイールド債 (B格)	-10.58	4.33	9.34	515
米国ハイイールド債指数	-11.22	3.98	8.98	481
ユーロ投資適格社債指数 (米ドルヘッジ)	-11.92	2.10	4.17	167
米国投資適格社債指数	-15.44	3.53	5.51	138
米国投資適格社債 (BBB格)	-15.86	4.06	5.83	172
米国債 (10年)	-16.28	0.65	3.83	1
米国ハイイールド債 (CCC以下)	-16.32	1.12	15.69	1170
S & P500 指数	-18.11	7.56	1.76*	該当なし
ラッセル2000 指数	-20.44	6.23	1.63*	該当なし

2023年の見通しについて、当社は以下の点に注目しています。

1 中央銀行とそのインフレ対応能力

2023年の大半のアセットクラスにとって、これが2022年と同様、再びパフォーマンスの最大の要因となります。

2 デフォルト予想および景気低迷の深刻度

米国が景気後退に入るとしても、2008～2009年の世界金融危機や2020年に新型コロナウイルスが引き起こした突然の経済封鎖のようなイベントと比較した場合、それは緩やかになるだろうと当社は予想しています。さらにハイイールド債市場の多くの発行体が、2020年初めからバランスシートを改善しています。これは、流動性を高め、2020～2021年の良好な市況で満期が到来した債券を借り換えているためです。市場の大半で短期の償還に対応できる当社の2023年のボトムアップ型デフォルト率は2～4%の範囲であり、過去の水準とほぼ一致しています。トップダウン型のデフォルト予想モデルでは、予想デフォルト率は高めになっています。これは、ディストレスト債価格の市場取引率やクレジットローン基準などの主要指標がより厳しいデフォルト展望を示唆しているためです。いずれにしても、2023年のクレジットスプレッドのカギは、予想デフォルト率に対する市場の見方の変化、つまり2023年のデフォルト率に加えた2023～25年のデフォルト率です。デフォルト率予想については、ファンダメンタルズ分析によるボトムアップ型アプローチが、トップダウン型のマクロ的デフォルトモデルよりも、投資家により役立つ予測を提供すると当社は見ています。

3 変動金利債務のエクスポージャー

ハイイールド債ではほぼ一律の固定クーポンがあるため、短期的な資金調達金利の散発的な上昇にも十分対応が可能です。銀行債務のエクスポージャーをもつハイイールド発行体の中でさえ、その多くが信用格下げに遭うことなく金利上昇負担を乗り切るだけの、ビジネスモデルまたはフリー・キャッシュフロー生成における十分な余裕を有しています。最近のLBOの一部は変動金利銀行ローンの比率が高く、また低金利債務に対する比較的低い比率のフリー・キャッシュフローで構成しており、これらの企業は流動性圧力に直面する可能性があります。

4 シニアレベルの資本構成における信用格下げ

レバレッジド・ローン市場は7カ月連続で信用格下げが格上げを上回っており、ハイイールド債市場における近年の格上げの波（21カ月連続で格上げが格下げを上回る）は、最近になって失速しました。当社が1年以上前から留意しているように、レバレッジド・ローンのユニバースでは、シングルBレベルの中間から下位の負債が著しい金額に上っています。リスク（しかし当社の基本ケースではありません）は、複数ノッチの格下げの波がローン市場にテクニカルな売り圧力を生み、それが今度はハイイールド債市場、特に市場でも格付けが低い層にネガティブな影響を与えることです。CLOはレバレッジ構造の中で銀行債務を大幅に購入してきましたが、これらの投資ビークルの多くが格付けの制約を受けます。シニアレベルの資本構成が信用格下げに遭うようなことがあれば、投げ売りが価格下落につながり、今度は資本構成の下位層がリプライシングを余儀なくされるでしょう。

5 あらゆるクレジットクオリティにおけるリターン — 分散と伸張の潜在性

市場におけるコンセンサス予想は主に上述の理由から、ハイイールド債市場で信用度が高めの証券に対する選好を示しています。短期的には、かつトップダウン型のみ展望では、異を唱える理由はありません。直近の市場のラリーがハイクオリティ証券により主導される可能性は大いにあり、当社が指摘したいのは、2022年10～12月期のパフォーマンスに見られるように、これがすでに始まっていることです。選別されたトリプルC証券、特に有望からポジティブな財務成績を上げ続け、金利上昇の環境を乗り切るだけのフリー・キャッシュフローをもつ発行体に期待するのは確かに正当性があります。当社は格付けがBBおよびBの証券が近いうちにアウトパフォームする可能性があると考えていますが、選別されたトリプルC格証券が2023年のトップパフォーマーとなる可能性もあります。

6 他の債券およびリスク資産クラスにおけるボラティリティ（変動性）および流動性プレッシャー

スプレッドが広がる可能性を伴うリスクの多くは、米国ハイイールド債市場の外で起こる金融システム内の間接的リスクであると考えます。とは言うものの、投資家が全般的な与信リスクを減らすために、より流動性の高いハイイールド債市場を当てにする可能性は、短期的にスプレッドの拡大を促しかねないテールリスクです。しかし、もしこれが起こるとすれば、バリュエーションの改善は短期的な投資機会となるでしょう。というのも投資家の大半がすでに、ハイイールド債を含むリスク資産クラスに対してディフェンシブな姿勢を取っているからです。

7 より高いキャリーがより高いリターンを生む

これは単純なコンセプトですが、米国ハイイールド債市場が2年続けてマイナスリターンを出さない主な理由がこれです。相場の急落後に改善したインカム創出は将来の展望を良くするもので、2023年は米国ハイイールド債市場にとって再びそうになると当社は考えます。

アクサ IM の米国ハイイールド債チームでは引き続き、戦略のエクスポージャーを個々の企業およびセクターレベルでアクティブに運用することに焦点を置き、各クレジットの分析においてマクロ経済展望を考慮します。2023 年には企業のファンダメンタルズにより、個々の発行体および業界のエクスポージャーに応じて収益およびクレジットクオリティのトレンドにばらつきが発生しそうです。特に乱高下する市況にあつては、銘柄選択によりデフォルトや著しい損失、そして信用格付けの引き下げリスクを緩和できます。以下のセクションでは、セクターレベルで異なるファンダメンタルズのトレンドを浮き彫りにします。

	リターン		2022 年 12 月 31 日時点		
	2022 年	2022 年 10 ～ 12 月期	指数内の %ウェイト	OAS	最低利回り
米国ハイイールド債指数	-11.22	3.98		481	8.98
エネルギー	-5.48	4.22	12.23	377	8.02
輸送	-6.16	3.91	2.27	436	8.60
資本財	-6.59	5.93	6.56	391	8.24
保険	-8.02	4.56	1.58	439	8.62
サービス	-8.25	4.49	6.63	488	9.09
公益事業	-8.67	3.78	3.05	292	7.10
レジャー	-8.91	4.06	7.80	498	9.21
素材	-9.88	6.84	7.83	443	8.59
自動車	-11.11	4.38	4.45	367	7.82
金融サービス	-11.19	5.00	5.08	566	9.85
不動産	-11.86	3.61	4.01	524	9.40
消費財	-12.33	5.23	3.81	418	8.36
テクノロジー&エレクトロニクス	-12.94	2.76	5.22	490	9.06
通信	-13.69	3.38	6.51	526	9.29
銀行	-14.71	6.34	0.87	362	7.93
メディア	-15.84	1.13	9.02	593	9.97
医療	-16.27	3.96	7.69	612	10.21
小売	-17.19	1.74	5.38	601	9.99

出所：ICE BofAML 2022 年 12 月 31 日時点。

セクター別解説

自動車

自動車業界は今なおサプライチェーンの制約に悩まされており、この結果、生産や販売台数は景気後退に近い水準にあります。これまで部分的にしか改善していないサプライチェーン問題は、少なくとも2023年前半までは続く予想され、2024年まで長引く可能性もあります。自動車の価格設定は2021～22年にかけて強力で、高い利益率を上げましたが、2022年には価格設定が圧迫され、セクターにさらなる逆風を生むと予想されます。今後予測される価格設定上の圧力（11月は新車価格が前月比で横ばい）は第1に、金利が著しく上昇した環境における要素であり、これが自動車ローンやリース全体に余波をもたらし、価格の手頃感を低下させています。消費者向け自動車ローンの健全性はすでに軟化の気配を示しており、とりわけサブプライム層の借り手で顕著で、2023年は経済成長が鈍化するにつれ、状況がさらに悪化すると当社は予測しています。とは言うものの、ここ2年間はディーラー在庫水準が低く、中古車価格が高い水準にあったことで、ある程度の繰延需要があります。自動車メーカーはまた、マクロ経済的な不確実性を前に増産ペースが緩やかだったことが、今後の業績の変動幅を狭めています。

建築資材

一戸建て新築住宅にエクスポージャーのある建築資材の会社は受注率が減速または低下を始めている一方、非住宅建設の末端市場では引き続き堅調な需要が見られます。インフラの末端市場も非常に堅調であり、インフラ投資からさらなる追い風が到来することが予想されます。このためR&R、インフラ、非住宅市場に比較的高いエクスポージャーのある企業は、主に一戸建て新築市場にエクスポージャーのある企業よりも順調に切り抜けると当社は予想しています。建築資材会社は最近まで、価格設定の著しい上昇によりインフレを少なくとも部分的に相殺できていました。これから先、需要が落ち着きインフレが高止まりになるにつれて、コモディティ化した商品へのエクスポージャーが少ない企業が、安定した利益率を保持しやすくなると考えられます。当社では、新築住宅の購入減速の原因が価格の手頃感の問題および変動住宅ローン金利市場にあると見ており、金利環境が安定し、買い手が「新しい日常」としてのより高い金利水準に適応すれば、業界も回復を始めると予想しています。

ケーブルテレビ&衛星放送

ケーブルテレビ事業者は2022年まで、増えるブロードバンド回線への加入で着実にポジティブな経営レバレッジを示してきました。加入者が1件増えるごとに手に入る、定着的で高い利益率の収入により、価格が定期的に上昇し、フリーキャッシュフローへの著しい変換がありました。しかし、2022年には逆風が起きました。全国的無線ネットワーク企業が固定料金の無線アクセスを提供し、以前は競争力のある速度のブロードバンドを提供できなかった従来の有線ネットワーク光回線業者が台頭しました。サービス品質やネットワークの信頼性に関して歴史的に顧客から低い評価を得ていた業界に競争的なオファーが出現し、シェアの損失につながりました。2023年およびそれ以降には、固定料金の無線通信が取得した加入者シェアが、その技術の限られた容量を理由に弱まり、これによりケーブル通信業界にとってKPIが安定するものと当社は予想しています。さらに、この業界の大手通信業者の大半が通信インフラへの大規模な投資にも乗り出していることは、設備投資のレベルがより高いことを意味します。このセクターでは、2023年に売上のトレンドや利益率が安定しても、フリーキャッシュフローは圧迫されそうです。ハイクオリティケーブル通信業者にとっては、短期のフリーキャッシュフローへの圧力が株主へのリターンを低下させるきらいはありますが、レバレッジ・プロフィールおよび信用格付けは安定的に推移しています。

化学関連

化学薬品の分野では大半の発行体が、2021年の堅調な業績に加えて2022年前半、大胆な価格設定を行えたことから、エネルギー、材料、サプライチェーンのコスト上昇にもかかわらず、強力なパフォーマンスを上げました。夏の終盤までに需要の鈍化を理由として、一部の経営陣が見通しを下方修正するのが見られました。欧州における停滞および中国のロックダウンが収益低下の主な要因として言及されたとおり、7～9月期の業績が成長に関する懸念を裏打ちしました。それでも、対前年比の比較で収益が低下した反面、7～9月期の業績は18カ月間にわたりサイクルを超えた収益率から、化学薬品会社がより「正常化した」パフォーマンスに戻ったことを反映していると当社は考えます。2023年には、世界のGDP成長が減速することから、需要の軟化傾向が続くと予想しています。しかしながら大半のハイイールド債発行化学薬品会社は過去18カ月間にバランスシートを強化しており、今後起こりうる景気の悪化を乗り切るだけの良好な財務状態にあります。付加価値の高い事業が最近の価格上昇への対応力をもつ傾向から、基礎化学品メーカーが特殊化学品メーカーに比べて業績が悪化しやすいと当社は見ています。

消費財

消費財企業は人件費を含む物価の上昇から引き続き圧力を受けています。2023年にはコスト面でいく分の追い風が助けとなるはずですが、特に貨物輸送では、コンテナの直物相場がピーク時のコンテナあたり2万ドル以上から、同2,300ドルに下がりました。小売業者が供給の混乱を見越して在庫を増大したため、現在買い控えが進んでおり、消費財の売上がこの分目減りしています。2023年は多くの消費財企業にとって停滞の年となりそうですが、2022年に運転資本の累積により影響を受けた後、2023年には高い水準の在庫を減少させることで、フリーキャッシュフローの増加につながると考えられます。

食品ではコモディティ価格が落ち着き、2023年には少なくとも横ばいとなるか、穏やかな追い風があるかも知れません。大半の категорияで依然として強い需要があるものの、小売企業のプライベートブランドへのトレードダウンが引き続きリスクとなります。歴史的に買収の多いセクターである食品は、資本コストの上昇にかかわらず、新たなブランド買収を続けると当社は予想しています。

エネルギー

原油および天然ガスの価格が最近下落しましたが、クレジット見通しはポジティブであり続けると見ています。実際、現在の債券価格はそれを反映しています。2023年のWTIストリップ価格は、景気後退が需要を圧迫するのではという懸念を反映し、1バレル70ドル超となっています。天然ガスは、LNGの輸出が依然としてピークの水準にあるため、100万BTU当たり5.59ドルと高い水準を保っています。現在のストリップ価格では、設備投資インフレが10～20%と予想されるのにもかかわらず、探査および生産会社は著しいフリーキャッシュフローを生み続けると考えられます。エネルギー企業は2022年を通してバランスシートの強化と負債の返済に集中してきました。当社ではこれが続行すると見る反面、株主優遇の資本配分を考慮すると、ここからの上昇は限定されそうです。2023年にはエネルギーセクターで2～3の大規模な資本構成が投資適格債に格上げされる可能性があり、この場合、ハイイールド債市場におけるエネルギーセクターの規模が縮小することになります。

ゲーム/レジャー

レジャー企業は新型コロナウイルス・パンデミック後、消費者が外出し始め、旅行や「エクスペリエンス」の実現を求めたことから、力強い需要の恩恵を受けました。ゲーム産業は新型コロナウイルス中、地方の「ドライブトゥー」カジノがとりわけ好調に推移し、2019年と比較して利益率が著しく改善し、さらにコストが恒常的に除外されたことから新型コロナウイルス後も高い利益率を維持してきました。ホテルやテーマパークの価格設定は、レジャーへの力強い需要により、2019年と比べて著しく上昇しています。レジャー企業は今のところ消費者需要の停滞を見ていませんが、新型コロナウイルスによりこれらの企業がどれだけ速く需要の低下に対応できるかが証明されてきており、大半の企業のバランスシートは今後の逆境に十分耐えうるまでに回復しています。

住宅建設業者

住宅建設業者に関しては、住宅価格の問題および金利変動の激しい市場を理由に、消費者が自宅の購入を買い渋る動きから受注が著しく後退しました。住宅価格が（実質的に）下がるか金利環境が安定するまで、あるいはその双方が実現するまで、買い手は購入を見合せているだろうと当社は予想しています。建設業者はその間、資金繰りの面や、販売価格に追加のホームアメニティを含めるなど、高値感を緩和するための方法を模索しています。住宅建設業者の2023年の収入は前年比で減少すると予想されているものの、2019年以来住宅価格を原価よりも大きく上昇させることができたため、利益率が著しく伸びています。さらに、大半の住宅建設業者が今回の景気低迷以来、土地オプション戦略の採用を増強することでバランスシートのリスクを軽減してきたことから、負債/資本の比率は逆境に入っても堅牢な状態にあります。

モーゲージオリジネーターおよびサービサー

モーゲージオリジネーター（住宅ローン組成業者）は2022年、金利上昇から扱い高が著しく低迷しました。Fannie Mae（米連邦住宅抵当公庫）は現時点で、2023年のローン組成が2021年の史上最高水準と比較して60%以上下落すると推定しています。ベンチマーク住宅ローン金利が昨年の2倍以上に上昇して以来、借り換えるだけの経済的動機がある住宅オーナーはごくわずかであることが、最近明らかになりました。さらに、新たな住宅購入の融資コストが高額であるため、現在の住宅所有者は引っ越しより現状維持を選んでいるようです。融資コストの上昇により住宅の購入件数が減少すると、さらに広域の経済に影響を与える傾向にあります。住宅の購入者は通常、新居に移転する際には耐久財（家電製品、家具、車など）を購入し、住宅ストックの売上がリフォームと結び付いていることから、商品と雇用を後押しします。2020～21年の住宅ローン最盛期に、オリジネーションにリンクしたサービシング権を保持している住宅ローン企業は、これらの資産のインカムフローの予想保持期間の持続により、サービシングを続行し債務負担を軽減するという恩恵を受けると当社は見ています。

包装・梱包

包装・梱包業界は2022年の7～9月期に、インフレ圧力が消費者に著しい影響を及ぼしたことから製品への需要が減少したと報告しました。2023年の展望としては、このトレンドが前半までは続くでしょう。ただし、大半の梱包会社は非サイクル型の食品、飲料水、医療の最終市場へのエクスポージャーが著しいことから、景気後退の余波を受けにくい体質にあります。さらにハイイールド債市場の大半の梱包会社が原価の上昇に対して契約上のパススルー制度を設けていることから、これが利益率の安定に役立ち、コスト／価格の時間差により売上原価が下降し始める際には、収益への追い風となるでしょう。今後に関する不確実性を踏まえ、多くの発行体が資本の保全とバランスシートの強化に焦点を置いたため、多数の新成長設備投資計画（追加能力の建設）が延期され、財務状態は流動性が高く強力になっています。2023年には運転資本がキャッシュの源泉になり、金属およびガラス梱包業者にとってサステナビリティの追い風が来ると当社は予想しており、このセクターにとって今後12カ月は安定期となり、GDP同様の成長率に戻ると見えています。

医薬品

ハイイールド債発行体の医薬品業界はかなり異質なグループで、2022年の同セクターのアンダーパフォーマンスは、比較的大手の企業が訴訟やその他の会社固有の問題によりパフォーマンス不振であったことに起因します。委託研究機関では2022年、新型コロナウイルス関連のプロジェクトがロールオフし、ベンチャーキャピタルの資金調達レベルが成長をいく分限定しましたが、全体的に業績もバランスシートも引き続き健全です。2023年は長期化する向かい風がいく分あるものの、業績は引き続き良好であると当社は予想しています。委託製薬メーカーは新型コロナウイルスのワクチン／治療薬の受注量減と調達コストのインフレ問題から類似の向かい風に直面しており、2023年の前半にはこれが続くとは見ていません。

医療施設／医療サービスに関する供給業

ハイイールド債発行体の施設および供給業者は、2022年の大半を人件費、特に看護師や低スキルの医療従事者に対する報酬圧力との闘いに費やしました。都心部や近郊をロケーションとする病院や医師グループは、遠隔地の医師や急性期後／自宅医療のプロバイダーに比べてうまく切り抜けました。病院および救急医療センターではまた、特に No Surprises Act（医療費不当請求禁止法）の施行以後、支払人からの攻撃的な行動の影響も受けています。同法は差額請求（ネットワーク外の緊急医療費を患者に請求すること）を禁止し、大半のケースで、与えられた医療サービスに対しネットワーク内の中央値の支払いのみを保険会社に求めるものです。2023年に入って人件費の圧迫は軽減の兆しを見せていますが、特にエクスポージャーの大きい遠隔地の業者や低スキルの医療従事者にとってさらなる余波が予想されます。2023年には攻撃的な支払人の行動もまた、払い戻しを圧迫し続けると当社は予想しています。

小売

2023年は店舗が過多の在庫量と消費者需要の後退に悩まされることから、不振が続く模様です。物価の上昇により消費者の購買が限定されたため、大半の小売業者が在庫を劇的に減らしています。貨物輸送をはじめ一部のインフレが緩和した反面、利益率は人件費の増大および金利の上昇により引き続き圧迫されるでしょう。自動車ディーラーは新車および中古車の価格が下落するにつれて利益率が悪化するはずですが、新車では在庫レベルが比較的低い状態が続いているため、通常より高い利益率を保つと考えられます。小売部門で数件の倒産がありそうですが、これらは概ね特殊なケースとなるでしょう。

ソフトウェア／サービス

ハイイールド債を発行するソフトウェア企業は2022年、年末に向けて多少の鈍化が見られたものの、需要トレンドはかなり好調に持ちこたえました。利益率もまた営業およびエンジニアリングの双方で逼迫した労働力により影響を受けました。当社では2023年にかけて弱含みのマクロ経済環境が需要に引き続き影響を与えると予想していますが、重要度の高いソリューションをもつB2Bのプロバイダーは、B2Cのソフトウェア企業やITコンサルティング／サービス会社と比べて強い抵抗力があるでしょう。

【ご留意事項】

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。当資料は情報提供のみを目的としており、アクサ・インベストメント・マネージャーズまたはその関連会社による投資、商品またはサービスを購入または売却するオファーを構成するものではなく、またこれらは勧誘、投資、法的または税務アドバイスとして考慮すべきではありません。本資料で説明された戦略は、管轄区域または特定のタイプの投資家によってはご利用できない可能性があります。本書で提示された意見、推計および予測は主観的であり、予告なしに変更される可能性があります。予測が現実になるという保証はありません。本資料に記載されている情報に依存するか否かについては、読者の独自の判断に委ねられています。本資料には投資判断に必要な十分な情報は含まれていません。

ICE BofA ML US ハイイールドインデックスは、ハイイールド社債およびその他のデストレスト証券で構成されています。課税対象および非課税の米国地方債、DRD 適格証券およびデフォルト証券はインデックスから除外されます。インデックスは、時価総額によって毎月リバランスされます。BofA メリルリンチハイイールドインデックスは、格付けが BB1/BB+ 以下か、現在デフォルトしていない米ドル建て債券で構成される非運用型インデックスです。インデックスは運用されておらず、直接投資できません。

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。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お客様の負担となります。

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-29047