

# 米国ハイイールド 見通し

2023年の年初に米国の債券市場の予想では、市場投資適格債 (IG) がハイイールド債 (HY) を上回るリターンを上げて、また、HY 市場の中では、最も格付けの高い BB 格が格付けの低い CCC 格よりも高いリターンをあげると考えられていました。1年間のリターンは結果としてこの市場の予測とは異なるものでした。米国の国債市場では比較的大きな変動が続いた一方で、ハイイールド債市場は比較的健全なファンダメンタルズと底堅い米国経済という背景の恩恵を受けて、セクターや発行体間で傾向にばらつきはあるものの、予想よりも好調なパフォーマンスを上げてきました。

米ドル建 (他通貨はドルにヘッジ後)	2023年 トータル リターン (%)	2023年 10~12月期 トータル リターン (%)	最低 利回り (%)	オプション 調整後 スプレッド (bp)
S&P500指数 (株式)	26.26	11.68	1.51*	該当なし
米国ハイイールド債券 (CCC格以下) 指数	20.36	6.60	13.52	952
ラッセル2000指数 (株式)	16.88	14.02	1.59*	該当なし
ユーロ・ハイイールド債券指数	14.68	6.21	6.72	420
米国ハイイールド債券 (B格) 指数	13.96	6.78	8.10	375
<b>米国ハイイールド債券指数</b>	<b>13.46</b>	<b>7.06</b>	<b>8.00</b>	<b>371</b>
クレディ・スイス レバレッジドローン指数	13.04	2.85	9.20	398
米国ハイイールド債券 (BB格) 指数	11.44	7.34	6.62	231
ユーロ投資適格社債指数	10.43	6.07	3.63	144
米国投資適格社債 (BBB格) 指数	9.46	8.24	5.47	134
米国投資適格社債指数	8.40	7.91	5.23	109
米国投資適格社債 (1~10年) 指数	7.34	5.56	5.16	102
米国10年国債指数	2.83	6.60	3.90	1

\* 12 カ月総配当利回り

出所：株式指数は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデクス及びラッセル・インベストメンツ、債券指数は ICE BofA、ローン指数はクレディ・スイス。トータルリターンは2023年12月31日現在、最低利回りとオプション調整後スプレッドは2024年1月3日現在。過去の実績は将来の結果を示すものではありません。

2023年10月末まで、2023年における米国ハイイールド債市場のパフォーマンスの主な原動力はインカム (債券の利息など一定期間毎に受け取ることのできる収益) でした。2022年に債券価格が下落した結果、債券の利回り水準が高くなり、トータルリターンに対する魅力的な投資開始の機会を提供したからです。その後2023年末に向けて債券市場全体で大幅な価格上昇が見られたため、価格上昇 (キャピタルゲイン) も通年のリターンに大きく貢献することになりました。2024年に入り、マクロ経済環境は依然として不確実と思われませんが、米国ハイイールド債の相対的に魅力的な利回りと低下した価格の組み合わせは、様々な経済シナリオにおいて、魅力的なトータルリターンを実現するのに引き続き好位置にあると見ています。

# 2024年における米国ハイイールドの主な焦点

## すべてはマクロから...

3年連続で、インフレの推移が依然として重要な要因になると見ています。インフレ率の低下および何らかの景気減速の可能性を考慮すると、連邦準備制度理事会（FRB）は金利サイクルのピークにあると考えられますが、2024年におけるFRB政策の道筋は依然として非常に不確実と思われる。この状況でハイイールド債市場のパフォーマンスを検討する上で、当社グループは3つのシナリオを考えています：

### 1 経済が過熱する

このシナリオでは、インフレが予想を上回る水準に留まり、政策金利が「高く長く」続くという見方が強くなると考えられます。これは昨年10月に市場に広がった見方でしたが、11月と12月初旬には後退しました。このシナリオでもまた、ハイイールド債が高いキャリー（一定期間内にその債券から得られるインカム・ゲイン）と短いデデュレーションに基づいて投資適格債をアウトパフォーマンスする可能性があります。ただし、米国のレバレッジ・ファイナンス市場（債券やローン）の中でもレバレッジが比較的高い低格付けの債券やローンでは、銘柄ごとに差異が広がることが予想され、こうした銘柄の企業は比較的高い利息支払いの負担に対処する必要が出て来るものと思われる。

### 2 経済は沈静化しつつも、大幅な落ち込みを回避

このシナリオでは、安定的な景気を背景にインフレ率は緩やかに低下を続けることで、FRBは2024年下半年に小幅の利下げを検討することができるようにと考えられます。これが当社グループの基本シナリオであり、多くの点で、本文の執筆時点における市場コンセンサスであると考えられます。このシナリオはまた、ハイイールドの投資家にとって「ゴールドボックス（適温）」シナリオを表します。比較的低格付けが高く金利動向に敏感な債券は金利の安定化および低下から恩恵を受ける一方、比較的低格付けの債券は経済の安定と支払利息の上昇の減速から恩恵を受けることになると見ています。それでも比較的低格付けの債券では、銘柄ごとに比較的大きな差異があり、その銘柄固有のパフォーマンス要因があると見ています。

### 3 経済が過度に冷え込む

このシナリオでは、大幅に鈍化した経済環境および金融引き締めが遅延効果の原因としてインフレ率が低下すると考えられます。その場合、リスクプレミアムが上昇し、信用スプレッドを拡大させる可能性があると考えています。米国の国債利回りが比較的大きく下落して、ハイイールド債市場のトータルリターンを下支えするのに役立ちますが、投資適格債がハイイールド債をアウトパフォーマンスすると考えられます。

## しかし最終的にシナリオを主導するのはミクロ経済：

上記のどのマクロシナリオが実際に展開するかに関わりなく、当社グループは第一にボトムアップ型ファンダメンタルズ重視の運用会社として、分析評価できることの中で、より予測可能な部分、つまり当社グループが投資している債券の発行体が適時にクーポンを支払い、元本を返済または借り換える能力に引き続き焦点を当てます。あらゆる企業がこの環境で繁栄するわけではありませんが、「業績や企業体質が相対的に良好と思われる企業」と「それが相対的に劣ると思われる企業」の間の差異が拡大することで、アクティブ運用の有効性が示される可能性があります。2024年に注目すべき主要テーマは以下の通りです：

- **企業の様々な収益および EBITDA（利払い前、税引き前、減価償却前利益）の分析を重視**

不均一性がある米国経済ではセクターや発行体間で業績にばらつきが生じ、景気と収益サイクルがそれぞれ異なる時点にあることが見受けられます。基幹産業の一部（特に化学）および様々な資本財／機械メーカーがすでに在庫削減の局面を経て景気の谷に差し掛かっていると見られる一方、消費者向けに事業を展開する企業（ホテル、娯楽等）の多くは引き続き比較的好調に推移してきましたが、2024年には消費者のシェアを取り合う競争が高まるにつれ、特に小規模の小売業者が業績悪化の圧力を受ける可能性があります。

## ● 信用格付けのトレンド - 特にレバレッジドローン市場で

金利上昇による直接的な影響は、クーポンに変動金利を用いているレバレッジド・ローン市場に現れており、ローン市場では金利の上昇により平均クーポンが比較的大きく上昇してきました。これは特に財務レバレッジ度の高い発行体に影響を及ぼしており、このうち一部の発行体では金利コストの増加に伴い、業績が悪化する傾向に陥っています。レバレッジド・ローン市場のおよそ60%が現在、シングルB中位またはそれ以下に格付けされており<sup>1</sup>、これらの悪化傾向を逆転させるための資本構成調整を実行する能力のない発行体に対する段階的な格下げのリスクが、ローン市場および米国のレバレッジ・ファイナンス全般にとって依然として最大のリスクであると見ています。

## ● 比較的高い金利環境に対処するために、多数のハイイールド企業が創意工夫を強化

借入コストが比較的高い水準にある今日、企業の経営陣はバランスシートの「レバレッジを下げる」方向に動きつつあります。長年にわたり借入コストが低い水準にあった間は、経営陣は安価な借入金を活用しようとして、資本構成中の負債額を減らそうとする動機付けはありませんでした。借入の負担は今日、格付けが比較的上位にあるハイイールド企業にとってさえ、相対的に重くなっています。ハイイールド企業の中にはこの結果、支払利息の金額が低金利時代に比べて大きくは変わらないように、フリー・キャッシュフローや資産の売却、または自己資本の増強などを用いて債務の返済に充て、バランスシート上の負債額を減らすための方法を見い出す中で、ますます創造性を見せている企業もあります。これにより格上げの可能性が生まれ、ハイイールド債の格付けに対して信用度改善により、魅力的な投資機会を提供する可能性があります。担保付きでクーポンの低いハイイールド債の発行数もまた、金利負担をできるだけ低く抑える方法として2023年に比較的大きく増加しました。実際、2023年には米国ハイイールド債の新規発行数のうち、およそ3分の2が担保付きで、これによりこの市場に占める担保付き社債の割合は約30%になりました。

## ● デフォルトおよびディストレスト・エクスチェンジ（経営難に伴う債務交換）の件数が増加する可能性はあるが、長期的平均を大幅に上回ることはないと思われる

当社グループでは、ハイイールド債のデフォルト率は2021年の歴史的にも低い水準から上昇すると引き続き予想していますが、重要なことは、過去の平均値と概ね一致して管理可能なレベルに留まると見られるということです。トップダウン型のマクロモデルはより厳しいデフォルト率の推移を引き続き予想する可能性もありますが、当社グループは2023年と同様、デフォルト予想にはファンダメンタルズに基づくボトムアップ型のアプローチが投資家には役立つと考えます。2024年のデフォルト率に関する市場予想のカギとなるのは、示談による和解が増大していることから、債務交換がどの程度考慮されるかにあると考えています。経営陣と債券保有者の間に連携を生み出す交換と、債券保有者に対して高圧的と思われるような一部の交換との間には明らかな違いがあると見ています。統計の数値の下にある、こうした状況の差も念頭に置いておくことが重要です。

## 米国債券のテクニカルな構図は種々雑多ながら、米国ハイイールドで支援的

### ● ハイイールド債の力強い需給はようやく軟化を始めるか

不確実性が高まる時に価格を下支えしていたハイイールド債の力強い需給の影響は、これまで軽視されてきたかも知れません。最近になってライジングスター（ハイイールドから投資適格に格上げされる債券）、比較的小さい純新規発行量、ハイイールド債市場からの対応可能な流出額などが、この強力な需給を促進しているものと見ています。2024年にローン市場の需給が軟化すれば、ハイイールド債の純新規発行量は増加を始める可能性があります。当社グループは2024年に「フォーリン・エンジェル（投資適格からハイイールドに格下げされた債券）」が大きく増加するとは見ていませんが、場合によってはライジングスターが減少すると予想しており、そうなれば2023年に強力だった需給の支柱のうち一つの影響を低下させる可能性があります。

### ● 米国のレバレッジ・ファイナンスの三つの主要な構成要素である、ローン、債券、プライベート・デッドの間で需給が移動

過去に設定されていたCLO（ローン担保証券）が再投資期間を終了し、CLOの設定が追いついていないため、レバレッジド・ローン市場における需給関係は現在弱まっているように見えます。ローンへの需要がマイナスに転じた場合、ハイイールド債とプライベート・デッド双方の市場が市場シェアを拡大する可能性があります。あらゆる景気減速でプライベート・デッドが果たす役割は注意に値すると思われます。ローンやハイイールド債市場では、比較的大きな問題を抱えた発行体への借り換えに資金が比較的大きく投入されるため、一般的にプライベート・デッド市場の成長は、ハイイールド債やレバレッジド・ローンのデフォルト率を低く抑える上で、プラスの推進要因であると当社グループは見ています。

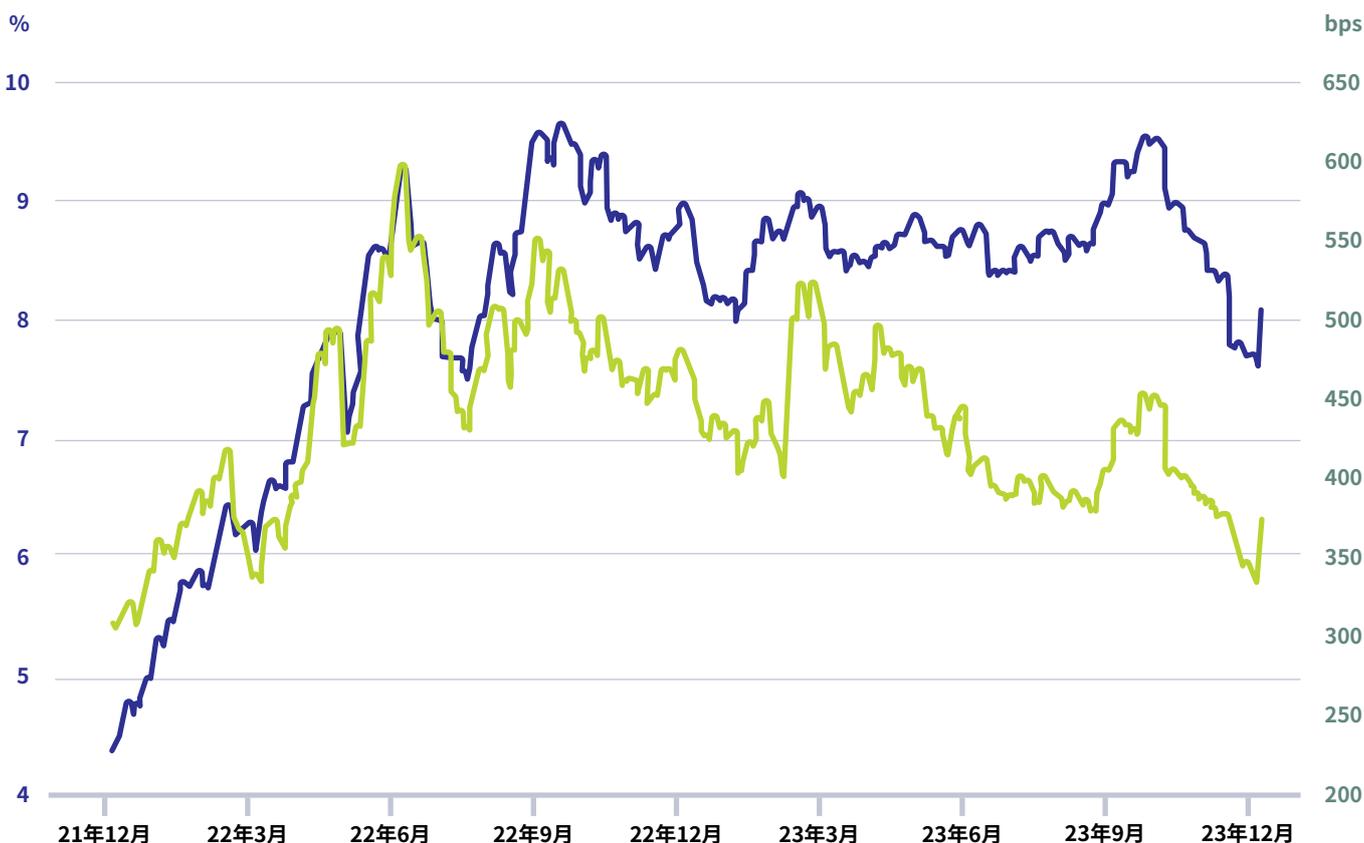
1 出所：クレディ・スイスレバレッジドローン指数。

## ハイイールド債のプラスのトータルリターンを押し上げる中で、 キャリーの影響は 2024 年も健在

- スプレッドに関する不確実性にもかかわらず、バリュエーションは今後も魅力的

経済環境がもっとはっきりとするまでは、市場は米国ハイイールド債市場におけるスプレッド水準を引き続き問題視すると当社グループは見ています。スプレッドが拡大するにせよ縮小するにせよ、現況はハイイールド債市場および債券市場全般にとって、最終的にはプラスのリターンになる可能性が高い環境にあると考えています。過去 12 ~ 18 カ月間、ボラティリティの高い時期や市場の低迷期でさえ、スプレッド拡大の予測が完全に実現したことはありませんでした。というのも、投資家は市場で 1 桁台後半の利回りになることに焦点を置き、その結果、売却水準の利回り上限を作るようになったからです。まとめると、2024 年における米国ハイイールド債のリターンにとって、引き続きキャリーがプラスの役割となるものと当社グループは見ています。

2022年以降の米国ハイイールド債の利回りとスプレッド(OAS)



— ハイイールド債の利回り(左軸)    — スプレッド(OAS)(右軸)

ハイイールド債の利回り: ICE BofA米国ハイイールド指数の平均最低利回り  
スプレッド(OAS): 米国債利回りに対するオプション調整後スプレッド

#### 本資料で使用している指数について

S&P500 種指数：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス社が算出する米国の代表的な 500 社の値動きの平均を示す指数です。

ラッセル 2000 指数：ラッセル・インベストメント社が公表している米国の小型株式 2000 社の値動きの平均を示す指数です。

ICE BofA 各債券指数：ICE データ・インデックス社が公表している各債券市場の値動きを示す指数です。

クレディ・スイス・レバレッジド・ローン指数は、各米ドル建て優先担保付非投資適格ローンについて、投資可能なレバレッジド・ローン市場の値動きを示す指数です。

※本資料中の指数等の著作権、知的財産権、その他一切の権利はその発行者に帰属します。

#### ご留意事項

本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。本資料で提示された意見、推計および予測は掲載時の主観的なものであり、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。

#### 投資リスクおよび費用について

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