

# 欧米HY債市場の動向について

## Topics

- ▶ 欧米クレジット市場は、HY債が主導し持ち直しの動きがみられる。米国HY債が堅調に推移している背景には、米利上げペースの鈍化期待に加えて、クレジットの質の改善傾向も寄与していよう。
- ▶ もっとも、足元では欧米ともにディストレス債の増加がみられる点には注意が必要。
- ▶ 今後の欧米HY債市場の動向を見極めるうえでは、欧米景気の先行き見通しの差異などに留意する必要があると考える。

ストラテジスト 服部 純朋

## 欧米クレジット市場の戻りはHY債が主導

2022年前半の欧米クレジット市場は、下落しました。欧米など世界の主要中銀がインフレ抑制のため、金融引き締めを進める中、欧米の投資適格社債（IG債）、投機的格付け社債（HY債）ともに、対国債スプレッドは拡大基調でした。しかしその後スプレッドは、7月上旬以降、縮小に転じています（図表1）。きっかけとしては、6月のFOMC（米連邦公開市場委員会）の議事要旨が、市場が警戒したほどタカ派色を強める内容では無かったとの受け止めなどから、リスク選好が改善したことが考えられます。

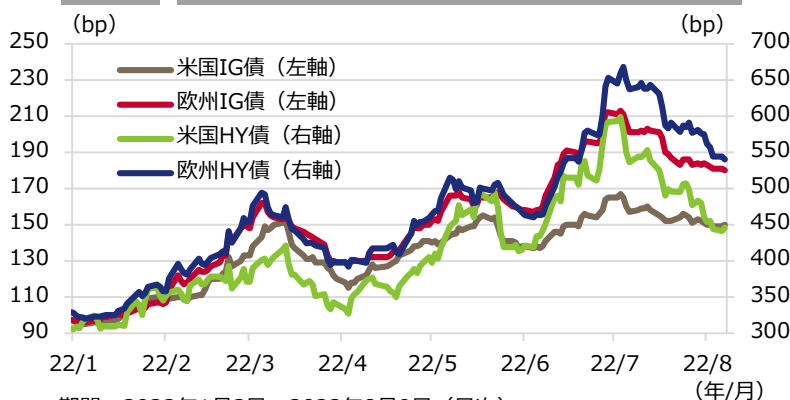
足元までのスプレッドの縮小度合いは、まちまちです。リスク選好の動きが強まる中で、HY債スプレッドはIG債に比べて、大きく縮小しています。米国HY債スプレッドは、米小売売上高の増加や、7月FOMC後のパウエルFRB（米連邦準備理事会）議長の発言を受けた米利上げペースの鈍化期待などから、大幅に縮小しました。また欧州HY債は、ECB（欧州中央銀行）が大幅利上げを進めにくくなるとの期待もありリスク選好が強まる中、スプレッドは幅を伴って縮小しました。もっとも米国HY債と比べ、そのスプレッドの縮小幅は小さくなっています。

## クレジットの質は改善傾向

米国HY債を巡る中長期の環境については、クレジットの質の改善が下支え要因として考えられます。図表2は、米国HY債指数の格付け別比率を示したものです。「BB」の比率は、長期にわたって上昇傾向にあります。同比率は2012年末には40%程度でしたが、その後は緩やかに上昇し、コロナ禍後の金融緩和局面で一段と上昇しました。2022年6月末時点で51%程度にあります。一方、「CCC以下」は、2012年末には18%程度でしたが、その後低下基調で推移し、2022年6月末時点で12%程度にあります。

なおSIFMA（米証券業金融市場協会）によれば、今年の米HY債発行額は7月時点で、前年同期比▲75.5%と昨年対比大幅に減少しています。しかし、HY債発行企業は昨年、コロナ禍後の低金利環境下において、資金調達を進めました。利回りを確保したい投資家からのニーズもあり、昨年の発行額は過去最高を記録しました。こうした中、足元の米国HY債指数の残存構成をみると、今後1～2年の間に償還を迎える銘柄数は全体の4%程度にとどまっています。HY債発行企業の借り換えが短期的に大量に発生する状況にはなく、需給を巡る懸念が短期的に高まる可能性は低いと考えています。

図表1 欧米の社債スプレッド



期間：2022年1月3日～2022年8月9日（日次）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）米国IG債：ICE BofA・US・コーポレート・インデックス

欧州IG債：ICE BofA・Euro・コーポレート・インデックス

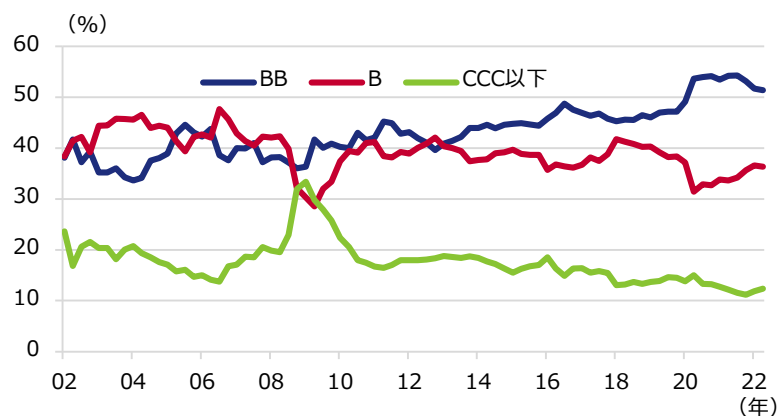
米国HY債：ICE BofA・US・ハイイールド・インデックス

欧州HY債：ICE BofA・Euro・ハイイールド・インデックス

スプレッド：対国債OAS（オプション調整後スプレッド）

bp：ベースポイント（1bp=0.01%）

図表2 米国HY債の格付け別比率



期間：2002年3月～2022年6月（四半期）

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）ICE BofA・US・ハイイールド・インデックス、

ICE BofA・BB・US・ハイイールド・インデックス、

ICE BofA・シングルB・US・ハイイールド・インデックス、

ICE BofA・CCC & Lower・US・ハイイールド・インデックスを使用

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

次ページへ続く

## 注意を要する指標もみられる

もっとも、ディストレス債比率（HY債に占めるディストレス債の割合）の上昇など、金融引き締めに伴う景気減速懸念が強まる中で、デフォルト率の先行指標として捉えられる指標に変調の兆しがみられています。ディストレス債とは、一般に経営状況や財務体質の悪化などから、著しく価格が下落し、対国債スプレッドが1,000bpを超えて取引される発行体の債券のことです。米ディストレス債比率は、コロナ禍を受けて一時20%超まで上昇する局面がみられました。しかしその後、FRBの社債市場支援措置などに伴い、米クレジット市場のセンチメントが改善する中、低下していきました。コロナ禍後の景気拡大局面で一段と低下し、昨年末には2%を割り込んでいました。年明け以降、米ディストレス債比率は低位で推移していましたが、その後FRBがインフレ抑制を最優先し金融引き締めを積極的に進める姿勢を示す中、景気悪化懸念が強まると、足元にかけて大きく上昇しました（図表3）。

欧州でも、ディストレス債は増加しています。欧州のディストレス債は昨年末には60億ユーロ程度でしたが、2022年6月に404億ユーロ程度と6.7倍の規模に膨れ上がりました。これは、同期間における米国のディストレス債の増加率（5.1倍）を上回るものです。欧州景気の悪化懸念が強まる中、欧州HY債市場における将来のデフォルトリスクが米国よりも警戒される可能性があり、注意が必要と考えています。なお業種別では、「素材・資本財」、「小売り」など景気動向に売上や収益が連動しやすい業種のウェイトが高くなっています。

## 欧州の銀行貸出基準は大幅に厳格化

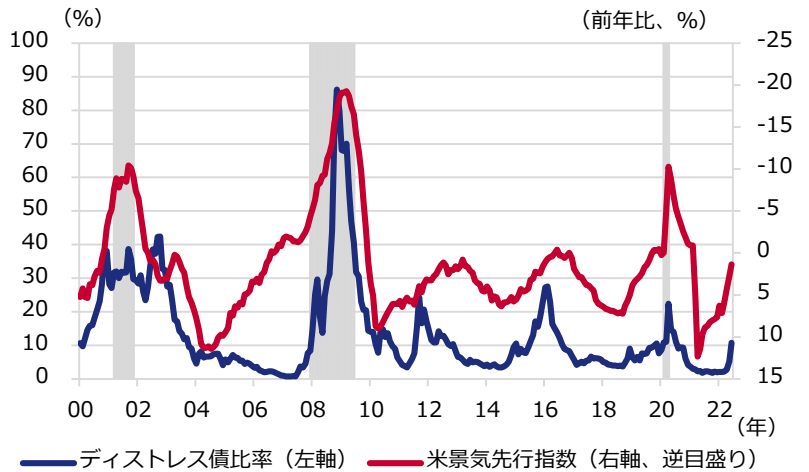
欧州の景気悪化懸念が強まる中、銀行の貸出態度も厳格化しています。7月にECBが公表した2022年第2四半期のユーロ圏銀行貸出調査によれば、企業向けの貸出基準は大幅に厳格化しました。貸出基準DI（厳格化－緩和）は4～6月期に+15.6%と前四半期（1～3月期）の+6.5%からプラス幅は大幅に拡大しました（図表4）。DIの水準としては、コロナ禍の初期時点（2020年前半）と同程度の水準まで厳格化しました。貸出基準の厳格化に寄与した項目をみると、銀行が経済見通しや借り手の信用力に対してリスク認識を強めたことが厳格化に最も大きく寄与しました。先行き7～9月期についても、貸出基準は一段と厳格化する見通しとなっています。

企業向け資金需要は、4～6月期にプラスは維持したものの、2四半期連続でプラス幅は縮小しており、資金需要の拡大ペースは鈍化しています（図表4）。先行きについてはマイナスに転じるなど、欧州では企業の資金需要の落ち込みが想定されており、景気悪化への懸念が強まっている可能性が考えられます。

## 今後の見通し

欧州では、ECBの金融引き締めに加え、ロシアからのガス供給削減などが景気悪化を招くとの見方は根強い状況です。一方米国経済は、FRBの金融引き締めは進むものの、堅調な労働市場を背景に景気後退は避けられるとの期待があります。今後の欧米HY債市場の動向を見極めるうえでは、こうした欧米景気の先行き見通しの差異などに留意する必要があります。

図表3 米ディストレス債比率と米景気先行指数



期間：2000年1月～2022年6月（月次）

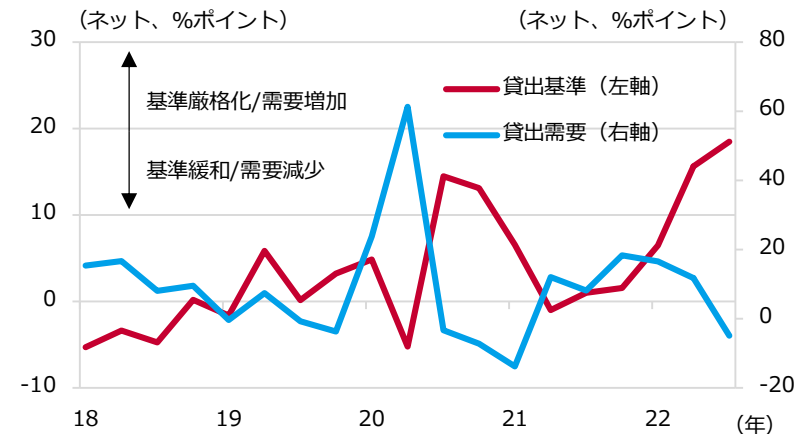
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）ICE BofA・US・ハイイールド・インデックス、

ICE BofA・US・ディストレス・ハイイールド・インデックスを使用

網掛けは米景気後退期

図表4 ユーロ圏銀行貸出調査



期間：2018年1Q～2022年3Q（四半期）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）2022年3Qは見通し

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は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。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さま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）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等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）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 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、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべ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。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。

2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。

3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

### 【当資料で使用している指数について】

● ICE Data Indices, LLC（「ICE Data」）、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、明示又は黙示のいずれかを問わず、インデックス、インデックス・データ、及びそれらに含まれ、関連し、又は派生する一切のデータを含めて、商品性又は特定の目的若しくは使用への適合性の保証を含む一切の表明及び保証を否認します。ICE Data、その関係会社又はそれらの第三者サプライヤーは、インデックス、インデックス・データ若しくはそれらの構成要素の適切性、正確性、適時性又は完全性について、なんら損害賠償又は責任を負わず、インデックス、インデックス・データ及びそれらの全ての構成要素は、現状有姿において提供されるものであり、自らの責任において使用いただくものです。ICE Data、その関係会社及びそれらの第三者サプライヤーは、アセットマネジメントOne（株）又はその製品若しくはサービスを後援、推薦又は推奨するものではありません。