

# 欧州ハイイールド市場はピークを迎えたか？ -健全な経済、企業の高い収益性、金融緩和を背景に底堅い展開を予想-

## 当レポートの主な内容

- ・ 昨年秋以降、欧州ハイイールド社債市場は上値の重い展開が続いています。
- ・ しかし、健全な域内の経済活動と企業の高い収益性、欧州中央銀行の緩和的な金融政策を背景に今後はしばらく底堅い相場展開が続くことを想定しています。
- ・ 為替市場で中期的にユーロ高円安が予想されることも、本邦投資家からのヘッジなし投資には追い風になりそうです。

## 欧州ハイイールド社債市場に頭打ち感

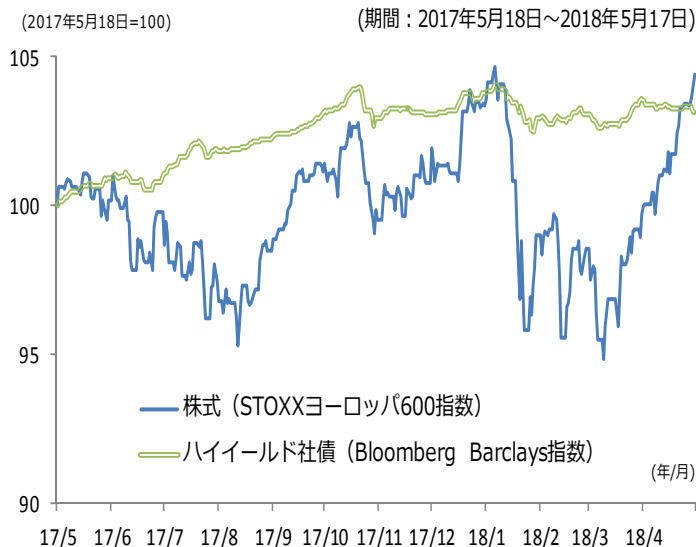
過去1年間で欧州ハイイールド社債は欧州株式と比べて遜色のないリターンをあげてきましたが、機関投資家が注目する値動きの激しさ（ボラティリティ）ではハイイールド社債は株式を下回りました（図表1）。特に本年2月以降は、米国長期金利の上昇を背景に株式市場が乱高下した一方、ハイイールド社債は長期金利への上乗せ金利（スプレッド）が緩衝材となり相対的に安定した値動きを見せました。

直近、地政学リスクの高まりや不透明な米通商政策を受けて世界中でクレジット・スプレッドが拡大に転じ、欧州ハイイールド社債市場にも頭打ち感が見え始めました。これがトレンドとしての下落相場の始まりなのか、それとも再度上値を目指す展開に戻っていくかを占う際には、次の3点が重要な鍵になると考えています。

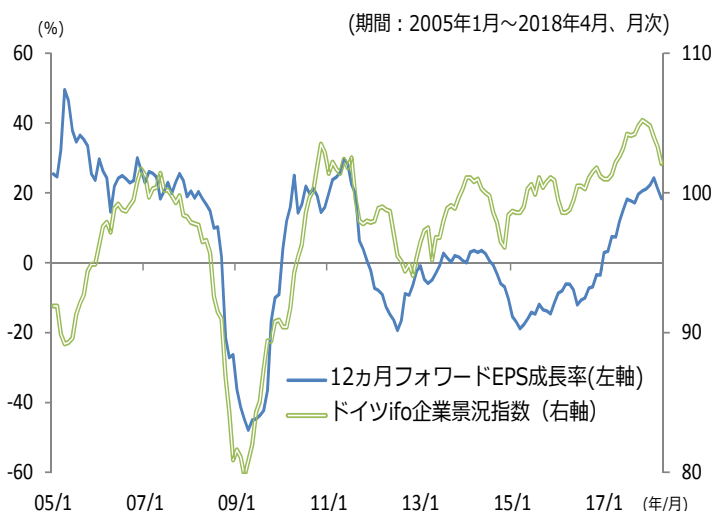
## 1. 欧州のマクロ経済・企業景況感

昨年未以降、ドイツの企業景況指数は低下傾向を示しています。その結果3月以降、欧州域内企業の1株当たり利益の予想成長率にも陰りが見え始めました（図表2）。昨年のユーロ高が輸出業者に打撃を与えたという見方や昨年後半の経済活動が強すぎた反動減との見方もあります。一方、欧州財政危機後に始まった欧州の設備投資サイクルはリーマン後に始まった米国よりも若いことから、欧州域内の経済活動はしばらく底堅い基調が続くとの見方も存在します。欧州中央銀行（ECB）による金融政策の正常化スピードが今後加速することは想定できないことから、基本的に域内の経済活動、企業収益はしばらく高水準で推移すると考えています。

図表1 株式とハイイールド社債のパフォーマンス（欧州）



図表2 欧州の企業景況指数と企業収益



(注) 12か月フォワードEPS成長率は、各時点でその後12か月の1株利益予想をそれ以前12か月の1株利益と比べた数字

(図表1-2の出所) Thomson Reuters Datastream、Bloomberg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。

## 2. 欧州企業の収益性とバランスシートの強さ

一方、ROE（株主資本利益率）や営業マージンでみた欧州企業の収益性は2016年初頭のチャイナショック以降安定的に上昇し、足元でも高水準を維持しています。また、欧州企業の財務レバレッジ（純負債の利益に対する倍率）はリーマン危機後、一貫して低下してきました（図表3）。株式指数の構成銘柄とハイイールド社債指数の構成銘柄は異なるため注意が必要ですが、欧州企業のバランスシートは全体として強化されていると考えています。

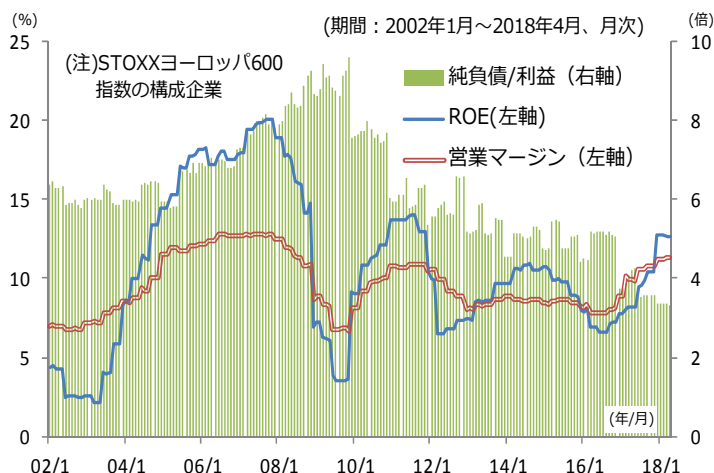
## 3. 欧州中央銀行の利上げとクレジット市場

過去を振り返れば、ECBが利上げを始めてしばらくするとハイイールド社債利回りが上昇（債券価格は下落）に転じ、さらにその後にデフォルト（債務不履行）レートが上昇していたことがわかります（図表4）。市中金利が上昇すれば利払い負担が増え、新規資金調達や社債借換え時の金利も上昇します。利上げによって景気が減速すれば事業環境が悪化し、現金収入（キャッシュフロー）が減ることになります。その結果、社債の利払いが滞ったり、償還ができなくなれば、債務不履行につながるものが想定されます。

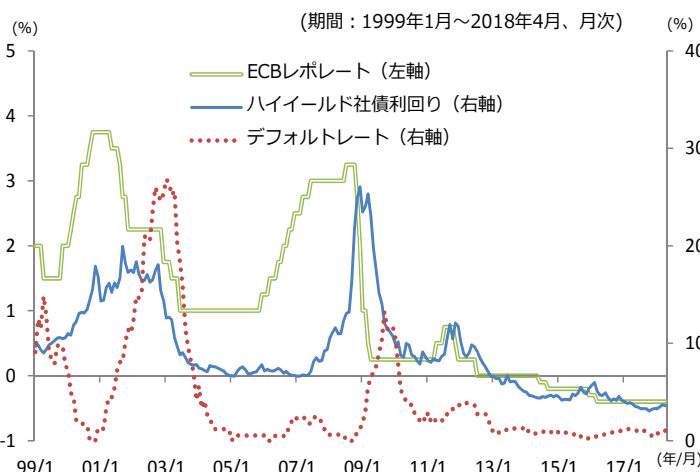
市場コンセンサスでは、ECBの利上げ（マイナス金利からの脱却）は2019年後半以降になると考えられています。それまではECBの利上げに端を発した社債市場の崩壊は想定していません。

米国や新興国を含めた世界のクレジット市場も依然として健全な状態を維持しています。投資適格から投機的格付（ハイイールド債）に格下げされた「フォーリン・エンジェル」と投機的格付から投資適格に格上げされた「ライジング・スター」の指数全体に占める割合を比較すると、2017年の春以降はライジング・スターがフォーリン・エンジェルを安定的に上回っています（図表5）。足元の経済環境、企業収益、金融政策を考えれば、近い将来にこの関係が逆転するとは考えていません。

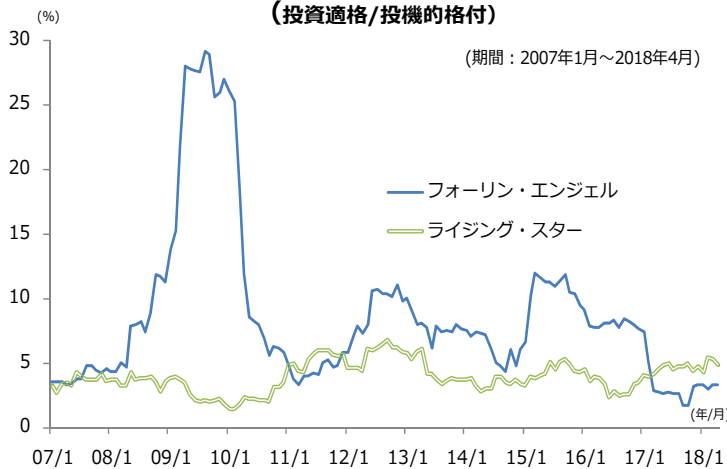
図表3 欧州企業の収益性と財務レバレッジ



図表4 政策金利とハイイールド社債（欧州）



図表5 格上げ銘柄、格下げ銘柄の構成比率  
(投資適格/投機的格付)



(図表3-5の出所) 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もありません。■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。

### 本邦投資家に注目されるユーロ円レート

円から投資を行う本邦投資家の視点から、債券利回りやユーロ建ての債券価格とともに注目されるのがユーロ円レートです。

これまで、ユーロ円相場は日独の長期金利差と似た動きをしてきました。ドイツの10年金利が日本の10年金利よりも上昇すれば、ユーロが対円で上昇し、逆に日本の長期金利が相対的に上昇すれば、円が対ユーロで上昇しました（図表6）。

日本では日本銀行による長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策の変更は当面考えにくく、10年金利はしばらく現在の水準で推移すると予想しています。一方、欧州ではECBが債券買取額の減額、債券買取りの終了、マイナス金利からの脱却と金融政策の正常化を徐々に進めていくことが想定されています。非伝統的な金融緩和からの「出口」を出すタイミングは、ECBが日本銀行より先になると考えられることから、日独の長期金利差は徐々に拡大すると予想されます。その結果、ユーロ円レートも中期的にユーロ高が進む可能性が高いと考えています。この見通しは、本邦投資家がヘッジなし投資を行う際の追い風になると考えることができます。

### 今後の市場見通し

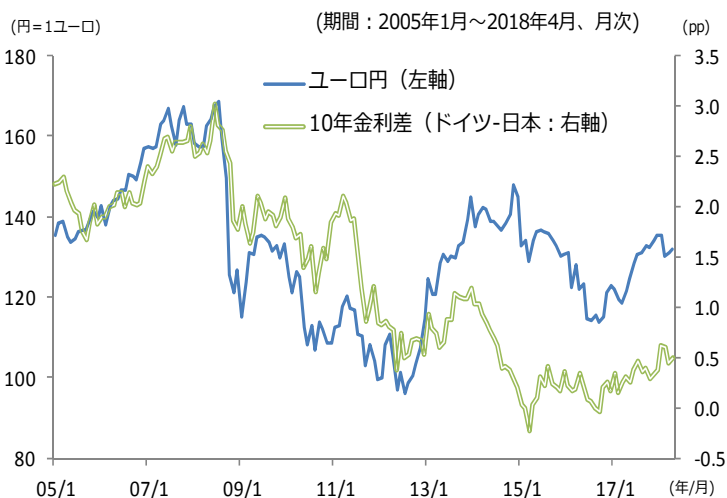
欧州ハイイールド社債の利回りは昨年秋に歴史的な水準まで低下したあと、緩やかな上昇に転じました（前頁図表4）。米国で利上げ見通しが高まり長期金利が上昇するとともに欧州経済にピークアウト感が出てきたことから警戒的な見方が広がってきました。

しかし過去を振り返れば、ECBの利上げが本格化するまではハイイールド社債市場が崩壊することはありませんでした。欧州企業のバランスシートは依然として健全で、格付け機関による格上げ、格下げの動きからは世界のクレジット環境が依然として良好であると判断されます。ECBの利上げはまだ先になるとみられることから、金融引締め起因するデフォルト（債務不履行）の可能性も当面高まりにくいと判断しています。

そのため、不安定な株式市場が続くなかでも、欧州ハイイールド社債市場では、しばらく利回りのスパイク（急上昇）は回避され、底堅い相場展開が続くと考えています。昨年秋までの安定的な上昇相場が戻ってくることは想定していませんが、米欧の利上げ観測や地政学リスクの高まりを材料に短期的に利回りが上昇する局面は、むしろ買い場になると考えられます。

以上（作成：投資情報部）

図表6 日独長期（10年）金利差とユーロ円レート



(図表6の出所) Bloomberg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もありません。■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あたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡し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に帰属します。

### 【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1.991088%(税抜1.8436%)程度

※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)