

2016年1月21日 全7頁

海外ハイイールド債市場の動向

投資先の選別が進む可能性

金融調査部 主任研究員
太田珠美

[要約]

- ハイイールド債市場は米国が最も大きいですが、近年は欧州やアジア-太平洋地域でも市場が拡大している。
- 原油価格の下落や米国の一連の金融政策（量的緩和政策の終了、政策金利の引上げ）などを背景に、2014年頃からハイイールド債市場からの資金流出を懸念する声が強まっている。
- 米国ではエネルギー・電力関連企業が発行するハイイールド債が多く、原油安の影響を受けやすい。しかし、欧州は金融機関による発行が、アジア-太平洋地域では金融・不動産・素材関連企業による発行が多く、原油価格変動により受ける影響は限定的である。欧州およびアジア-太平洋地域では、米国の金融政策を受けて投資家のリスク許容度が低下することや、中国経済減速の影響が懸念される。
- 金融政策が引締め方向にある時は経済の回復局面であり、企業業績の回復を通じて企業の財務状態が改善されることが一般的である。ハイイールド債市場にとって、最大の市場規模を持つ米国で企業財務の改善が期待されることはプラス要因である。ただし、原油価格の下落や中国経済の減速などのリスクを考慮し、投資家が投資先の選別を進めるものとみられる。

資金流出が懸念されるハイイールド市場

2008年以降、先進国の中央銀行が相次いで実施した金融緩和政策の影響等により、ハイイールド債市場へは多くの資金が流入した。しかし、2014年頃からその動きに変化が出始めた。背景には、2013年12月に米FOMCが量的緩和政策の縮小を決定したことや（実施は2014年1月から）、2014年後半に原油価格が下落したことなどが挙げられる。前者はグローバル投資家のリスク許容度を低下させ、ハイイールド債市場から投資資金の引上げにつながり、後者はエネルギー・電力関連企業の財務状態の悪化につながるものが懸念された（詳細は後述するが、米国では特にエネルギー・電力関連企業によるハイイールド債発行が活発である）。

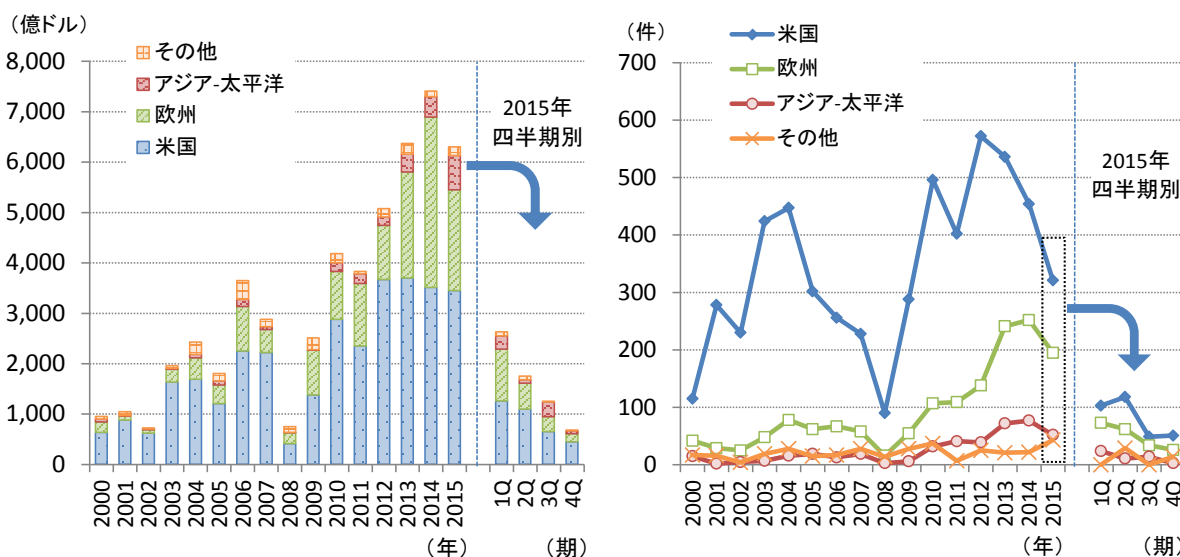
そういった中、2015年12月に米資産運用会社のサード・アベニュー・マネジメントや、米ヘッジファンドのストーン・ライオン・キャピタル・パートナーズが高利回り債ファンドを清算すると発表し、ハイイールド債市場からの資金流出懸念が一気に高まった。現状、注目されているのは世界で最も市場規模が大きい米国だが、近年では欧州やアジア-太平洋地域においてもハイイールド債市場は拡大している。本稿では、米国に加えて、欧州、アジア-太平洋地域も含め、ハイイールド債市場の現状を把握するとともに、今後のリスク要因について整理していきたい。

国・地域別のハイイールド債発行状況

（1）発行額の推移

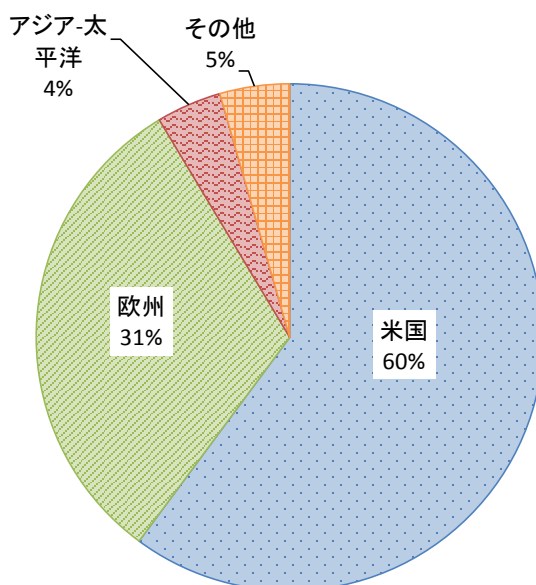
ハイイールド債市場の規模は米国が最も大きい。2000年代後半以降、米国だけでなく、欧州やアジア-太平洋地域においてもハイイールド債の発行が増えている（図表1）。2015年末時点の残存額をみると、米国が全体の6割を占め、次いで欧州が3割となっている（図表2）。

図表1 国・地域別のハイイールド債の発行額（左図）、発行件数（右図）の推移



（注）国・地域は発行体の所在地に基づく（例えば欧州域内の企業が米国市場で発行した場合は欧州に含まれる）。
（出所）Thomson Reuters より大和総研作成

図表2 ハイイールド債の発行残高の国・地域別割合

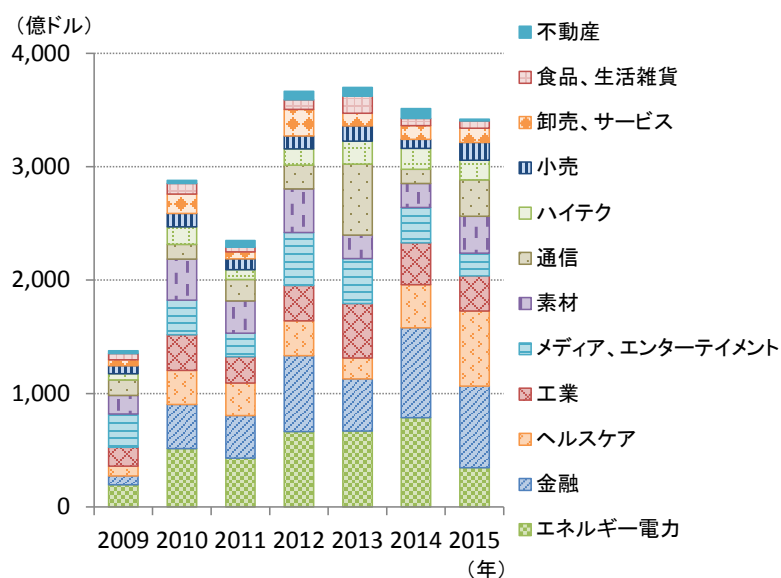


(注) 2015 年末時点。
 (出所) Thomson Reuters より大和総研作成

(2) 発行企業の業種分類

ハイイールド債を発行している企業は、国・地域によって業種の偏りがみられる。米国ではシェール関連企業の資金調達が活発であったことなどを受け、2010 年頃からエネルギー・電力関連企業の発行額が増加した (図表 3)。

図表3 米国で発行されたハイイールド債 (業種別)

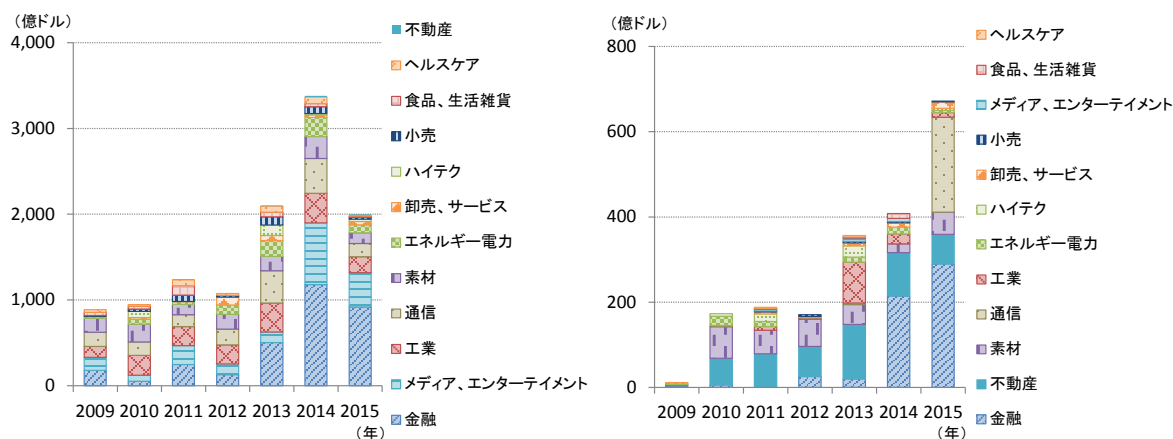


(注) 業種分類は Thomson Reuters による。
 (出所) Thomson Reuters より大和総研作成

一方、欧州やアジア-太平洋地域ではエネルギー・電力関連の企業による発行は限定的である

(図表 4)。欧州では特に 2013 年以降、金融機関による発行が増えた。これは投機的格付に分類される金融機関でも好条件で発行できる環境になったことに加え、投資適格に分類される金融機関が自己資本規制対応のため、劣後債の発行を増やしたことが背景にあるようだ。アジア-太平洋地域では金融と不動産、素材関連企業による発行が多い。金融と不動産は主に中国企業、素材は主にオーストラリア企業が発行しており、それぞれの資金需要が旺盛であったことが窺える¹。

図表 4 欧州（左図）とアジア-太平洋地域（右図）で発行されたハイイールド債（業種別）



(注) 業種分類は Thomson Reuters による。
(出所) Thomson Reuters より大和総研作成

価格下落が顕著なのはエネルギー・電力関連企業のハイイールド債

(1) 米国

米国のハイイールド債利回りは 2012 年頃から低下し（債券価格は上昇）、2013 年～2014 年前半にかけて低水準で推移した（図表 5 左図）。しかし、2014 年半ばから 2015 年にかけて、ハイイールド債利回りは上昇に転じた（債券価格は低下）。

2014 年半ばの米国におけるハイイールド債の利回り上昇のきっかけは、原油価格の低下によるシェール関連企業の業績悪化懸念とみられる（図表 5 右図）。ハイイールド債の動きを業種別にみると、エネルギーは 2014 年半ばから価格下落に転じているものの、他の業種に関して価格下落が始まったのは 2015 年半ば頃である（図表 6）。前掲図表 3 のとおり、近年米国ではエネルギー・電力関連企業がハイイールド債による資金調達を活発に行っていたことから、原油価格低下により企業の業績悪化（および将来の債務返済能力の低下）が懸念され²、ハイイールド債の中でも特にエネルギー・電力関連企業の債券価格が低下したものとみられる。

2015 年以降、他の業種においてもハイイールド債の価格下落が起きている背景には、FRB の

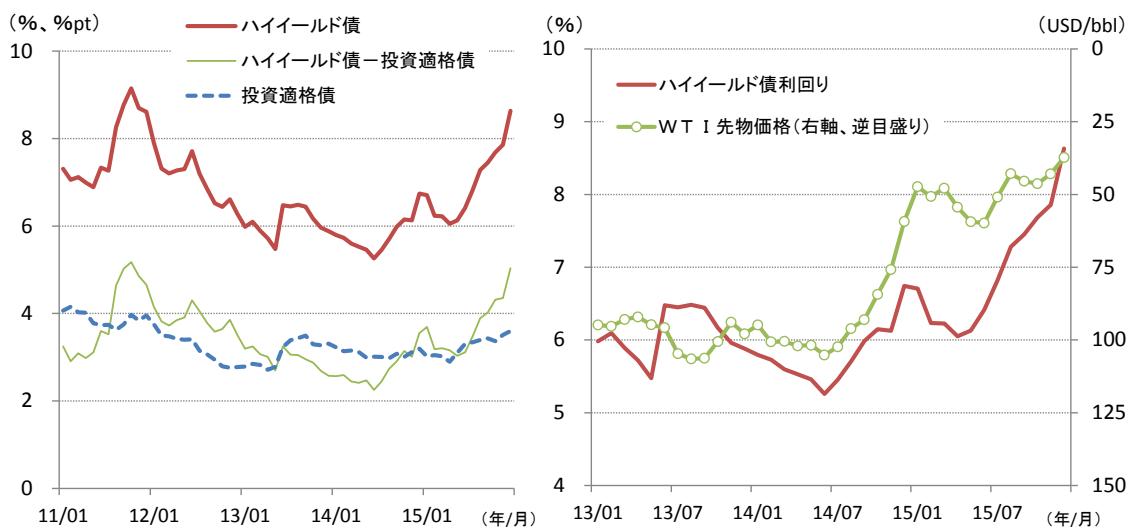
¹ 2015 年のみ通信企業の発行額が増加しているが、ソフトバンクグループによる社債発行によるものである。

² シェール関連企業のハイイールド債発行状況等に関しては、神尾篤史「シェール関連企業の低格付け等債券の発行状況とその保有者」（2015 年 2 月）を参照。

(URL: http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20150220_009483.html)

量的緩和政策の終了の影響があるものとみられる。2015 年中には政策金利の引き上げも実施されることが予想されており（実際に FOMC が利上げを決定したのは 2015 年 12 月）、投資家のリスク許容度が低下し、ハイイールド債市場からの資金流出が起きたものと見られる。

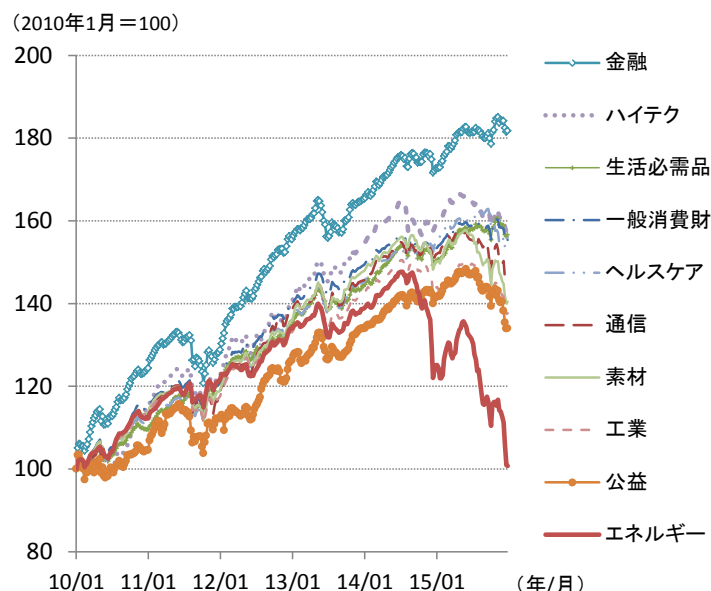
図表 5 米国の社債利回り（左図）と、ハイイールド債利回りと WTI 先物価格の推移（右図）



(注) 左図と右図のハイイールド債利回りは同じもの（横軸にとっている期間が異なる）。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成

図表 6 Bloomberg USD High Yield Corporate Bond Index



(注) USD 建てのハイイールド債を対象に算出されているため、米国外の企業が発行する USD 建てのハイイールド債も含んだ価格指数である。

(出所) Bloomberg より大和総研作成

(2) 欧州、アジア-太平洋地域

欧州やアジア-太平洋地域は米国と異なり、ハイイールド債の発行体に占めるエネルギー・電力関連企業の割合が低いため、原油価格の影響はあまり受けなかったが、2015 年後半から利回

りは上昇傾向にある。

欧州では 2015 年 9 月にドイツの VW 社によるディーゼル車の排ガス規制逃れ問題や、資源価格急落を背景にスイスの鉱山開発及び商品取引大手グレンコアの財務状況に対する懸念が急速に膨らんだ（グレンコア・ショック）。両社が発行する社債自体は投資適格債に該当するが、企業全般の債務返済能力に対する懸念が膨らみ、相対的に債務返済能力の低いハイイールド債の利回り上昇につながった。2015 年 10 月の ECB 理事会で同年 12 月に追加緩和を実施する方向性が示されたことなどを受け、ハイイールド債利回りは一時低下したが、12 月の ECB の追加緩和が市場の期待に届かなかったことや、米政策金利の引き上げによりグローバル投資家のリスク許容度が低下しており、その後再び上昇に転じている。

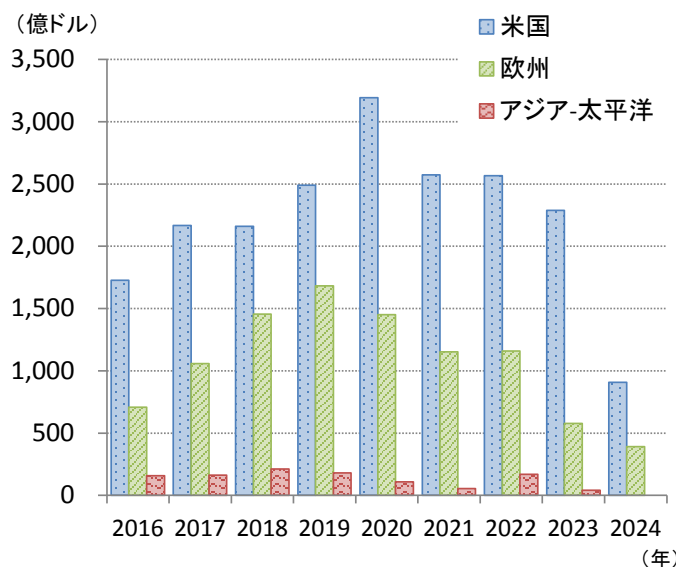
アジア-太平洋地域では、中国経済の減速とともに企業のデフォルトが増加することが懸念され、ハイイールド債市場にも影響が生じている。また米国の量的緩和政策の終了、政策金利引き上げにより、投資家のリスク回避姿勢が強まること新興国経済に与える影響が懸念されており、今後の動向に一層注意する必要があると見られる。

投資先の選別が進む可能性

（１）2020 年にかけて償還が増加

2015 年 12 月までに発行されたハイイールド債は、米国で 2020 年、欧州では 2019 年にかけて償還が増える見込みだ（図表 7）。今後米国では政策金利の引き上げ等により、再調達コスト（償還に必要な資金を借入れもしくは新たな社債発行で調達するコスト）が上昇することが予想される。現時点では ECB と BOE が緩和政策を継続しており、欧州では低金利での再調達が可能とみられるが、引き締めに移った場合には米国同様、再調達コストが上昇することになるだろう。

図表 7 ハイイールド債の償還額



（注）集計対象は本稿執筆時点で発行済のハイイールド債。期限前償還は考慮していない。

（出所）Thomson Reuters より大和総研作成

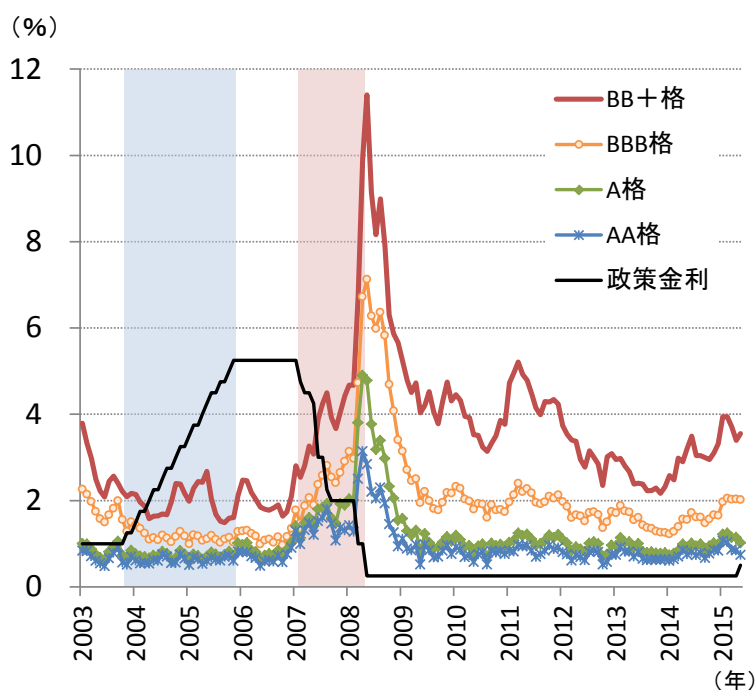
(2) 本来、利上げ局面はハイイールド債市場にとっては好環境

再調達コストが上昇すれば、今後資金繰りが厳しくなる企業が増加する可能性もある。ただし、そもそも中央銀行が緩和政策を終えるのは経済の回復局面であることから、一般的に企業業績も回復していくはずである。業績回復により企業財務が改善すれば、ハイイールド債市場も安定した状態に落ち着くはずである。例えば、米国が過去に利上げした局面を振り返ると、ハイイールド債の спреッド（同年限の国債との利回り差）は一定の範囲内で拡大と縮小を繰り返しており、拡大が続くような事態にはならなかった（図表8）。

今後のハイイールド債市場を見るうえで、好材料になるのは最大のハイイールド債市場を持つ米国経済の回復による企業財務の改善期待だろう。一方で、リスク要因としては、米国の金融政策を受け投資家のリスク許容度が低下すること、原油安によりエネルギー・電力関連企業の業績が悪化すること、中国経済の減速により中国企業や中国とビジネスを行っている企業の業績（および企業財務）が悪化することなどが挙げられる。欧州に関しては金融緩和政策が維持されることで再調達コストが低く抑えられることは好材料だが、経済そのものが良ならず、中国経済悪化等が企業業績に影響してくる事態になれば、再調達が困難な企業が増加する可能性もある。

これまで高い利回りを求める投資家の資金が流入してきたハイイールド債市場だが、今後は様々なリスク要因を考慮した投資先の選別が進むものとみられる。

図表8 米国の製造業が発行する社債の国債との спреッド



(注) 5年社債と5年国債の спреッド。青色の網掛けが利上げ、赤色の網掛けが利下げ期間。政策金利は2008年12月以降、レンジの上限の推移。

(出所) Haver Analytics より大和総研作成