

# 欧州ハイイールド債市場の見通し

— 政策金利・銀行の貸出態度・企業財務は緩やかな相場上昇を示唆 —

## 当レポートの主な内容

- ・ 米国発の貿易摩擦が激化するなかでも欧州ハイイールド債市場は安定した推移を見せています。
- ・ 同市場の先行きを①マクロ経済、②政策金利、③銀行の貸出態度、④企業の財務レバレッジの観点から見通すと、①は向かい風となりますが、②～④はサポート要因になると考えられます。

## 相対的に安定した推移

欧州のハイイールド債（以下HY債）市場は足元で米国発の貿易摩擦が激化するなかでも相対的に安定した推移を見せています。また、2003年以降の値動きを見ると、リーマン危機、チャイナショックによる調整をこなしつつトレンドとしては概ね右肩上がりの相場展開を続けてきました（図表1）。2018年には米国の利上げや欧州経済の減速を警戒して下落する局面もありましたが、米FRB（連邦準備制度理事会）がハト派転換した1月以降は概ね安定的に推移しています。

## 4つの要因から先行きを予想

欧州HY債市場の先行きを次の4つの要因を通して予想してみました。

### ① マクロ経済

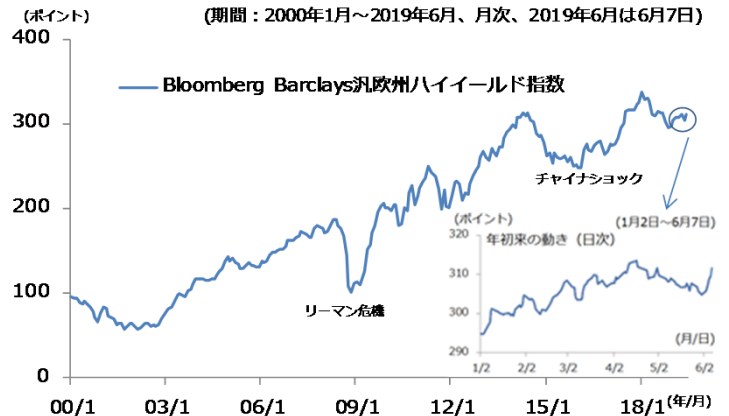
欧州経済は2018年初頭に減速基調に入り、足元では米中間の緊張の高まりを受けて中国への輸出が伸び悩んでいます。欧州中央銀行（ECB）は金融政策の正常化をストップし域内の経済活動を支援しようとしていますが、なかなか効果が出てきません。通商面でのトランプ大統領の矛先が欧州に向かい始めたことにも注意が必要です。輸出依存度の高いドイツの景況指数と相対的に内需に依存するフランスの指数には乖離が生じています（図表2）。中国経済の持ち直し時期にもよりますが、域内のマクロ経済は当面HY債市場の向かい風になると予想しています。

### ② 政策金利

これまで政策金利が上がると程無くしてHY債の利回りが上昇し、さらに一定期間を置いてデフォルト率が上昇しました（図表3）。ECBは6日の理事会で少なくとも2020年前半までマイナスの政策金利を据え置くことを決めました。ドラギ総裁は不測の事態における「追加利下げ、量的緩和の再開、利上げ時期の延

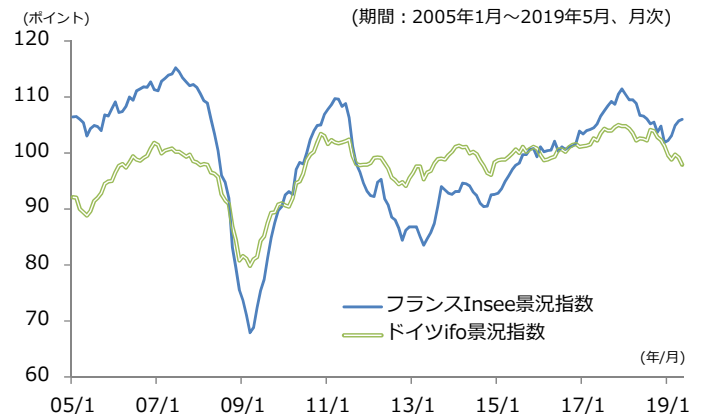
図表1 欧州ハイイールド債市場の動き

（期間：2000年1月～2019年6月、月次、2019年6月は6月7日）



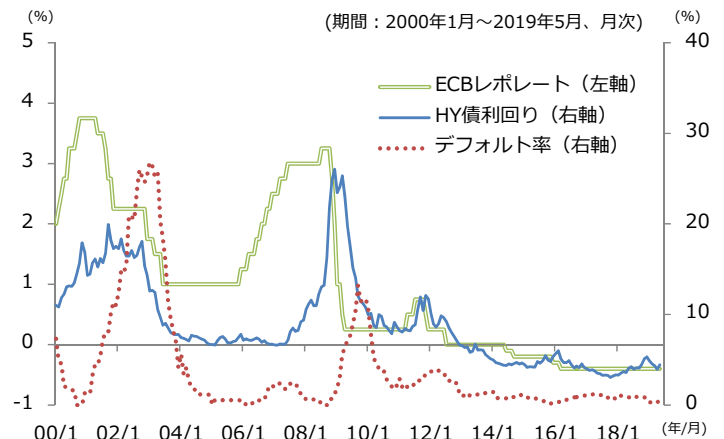
図表2 フランス・ドイツの企業景況指数

（期間：2005年1月～2019年5月、月次）



図表3 政策金利・HY債利回り・デフォルト率

（期間：2000年1月～2019年5月、月次）



（図表1～3の出所） Bloomberg, BofA Merrill Lynch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当たっては、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。

期」の可能性に言及しました。一方、米国ではFRB高官が相次いで利下げの可能性を示唆し、インド、オーストラリアの中央銀行は利下げに踏み切りました。世界中で金融緩和に舵を切る機運が高まり、欧州でも政策金利の上昇がHY債市場を崩す可能性は徐々に低下してきました。

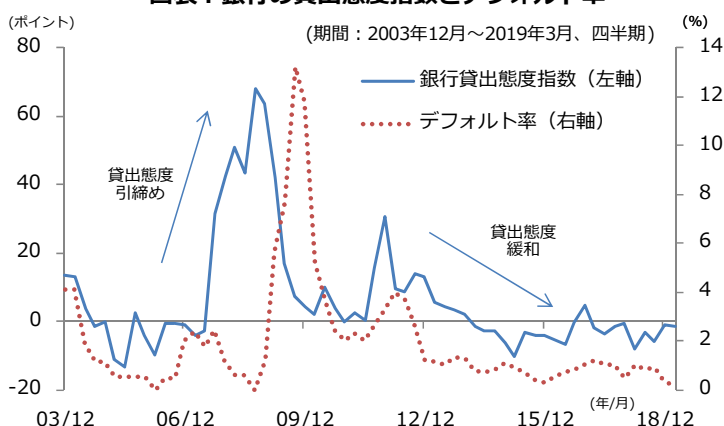
### ③ 銀行の貸出態度

これまで銀行が貸出態度を引き締めると、数年後にデフォルト率が上昇に転じました(図表4)。足元の貸出態度は依然として緩和的で、デフォルト率も極めて低い水準にとどまっています。9月にはECBが「市中銀行への企業向け貸出し拡大を条件とした長期低利融資(TLTRO3)」を始めることから、市中銀行の緩和的な貸出態度は継続すると思われます。当面、銀行の貸出態度の引締まりに起因するデフォルト率の上昇を懸念する必要もなさそうです。

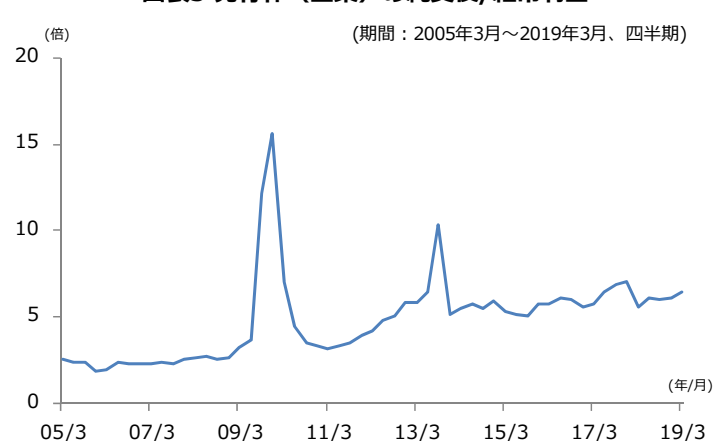
### ④ 企業の財務レバレッジ

個別企業の財務レバレッジ(負債依存度)の高さを示す「純負債の経常利益に対する倍数」は低位で安定しています。ここ数年緩やかに上昇していますが、社債の発行体が低金利を背景に急激に負債を増やしてきた状況証拠は見られません。10倍を超えている米国と比較しても低水準で安定しています。

図表4 銀行の貸出態度指数とデフォルト率



図表5 発行体(企業)の純負債/経常利益



(注) HY債指数に含まれる発行体(企業)のうち、Bloombergで入手可能な純負債/経常利益のデータを単純平均。経常利益は「EBITDA:金利・税金支払い、無形有形資産償却前の利益」  
(図表4,5の出所) Bloomberg, BofA Merrill Lynchのデータより  
岡三アセットマネジメント作成

## 欧州HY債市場の見通し

これらのファンダメンタルズ(基礎的諸条件)に加えて、欧州HY債を投資対象とするファンド(ETF、投資信託など)の資金の流出入にも留意する必要があります。今後、米中摩擦の激化などで投資家がリスクオフになった時に真っ先に資金が流出するのはHY債ファンドよりも株式ファンドになると思われます。

企業の支払い能力やデフォルト率に影響を与える4つの要因のうち、「マクロ経済」は当面向かい風になることが想定されます。米中協議が早期に妥結すれば中国依存度の高い欧州経済にはプラス材料となりますが、現時点でそれをメインシナリオに置くことはできません。「政策金利」「銀行の貸出態度」「企業の財務レバレッジ」については当面心配する必要はなさそうです。

今後6カ月程度の欧州HY債市場は大幅に上昇することも大幅に下落することもなく、2003年以降のトレンドが示すように緩やかに上昇する相場展開が予想されます。

以上 (作成: 投資情報部)

### <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。

## 皆様の投資判断に関する留意事項(2019年5月末現在)

### 【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)