



# エマージング・ハイールド社債に投資する6つの理由 (そして投資をしない一つの理由)



ポリナ・クoldヤフコ  
エマージング債チームヘッド、  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



アンソニー・ケトル  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2025年1月

「エマージング・ハイールド（EM HY）社債は、我々の2024年のエマージング資産におけるトップ・ピックの一つでした。」

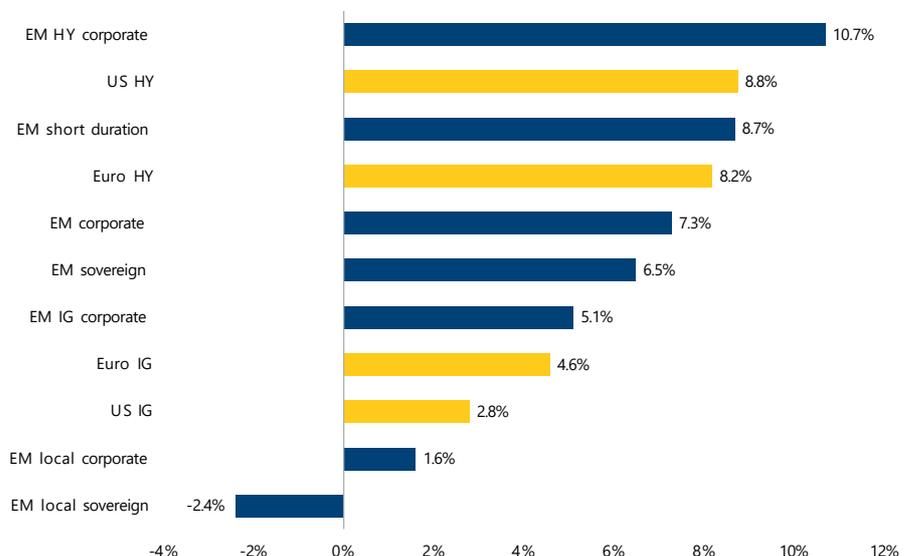
エマージング・ハイールド（EM HY）社債は、2024年のエマージング資産において最も選好をした資産クラスのひとつであり、実際に、当資産クラスは下の図表が示すように非常に堅調に推移しました。

当レポートでは、ファンダメンタルズ及びテクニカルの観点、そしてスプレッド縮小の機会の両面から見て、リスクとリターンの見通しが魅力的であり、当資産クラスが2025年も堅調に推移すると考える理由を述べていきます。

また、この先は政策の不確実性と市場のボラティリティ上昇が想定されることから、健全なキャリアを提供する資産を保有することは、市場の変動を乗り切るための重要なバッファーとなると考えています。

さらに、アクティブ運用は、市場の一時的な変動を活用して、割安となった資産に投資する機会を投資家に提供します。

図表 1：2024年の主要資産クラスのリターン



出所: JPMorgan, MSCI, BofA, S&P, Bloomberg, 2024年12月31日時点

2025年に、EM HY社債の資産クラスへの投資が支持される6つの理由を紹介したいと思います。

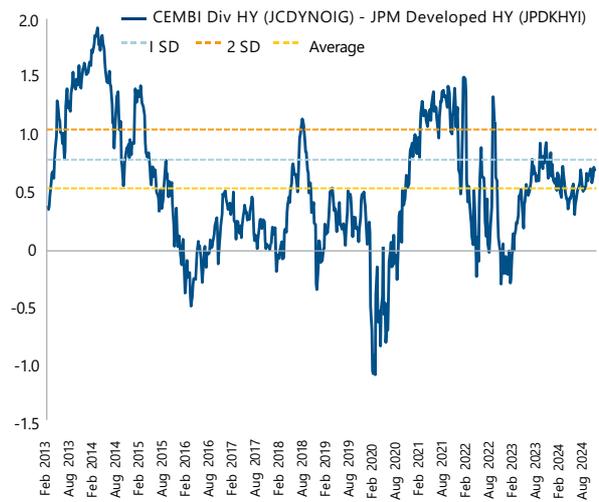
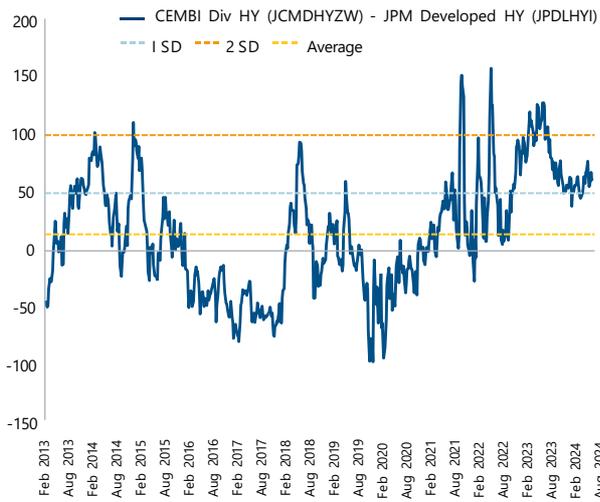
## 1. 絶対及び相対ベースの両方で魅力的な利回り

EMHY社債市場の平均利回りは8.4%、デュレーションは3.4年であり<sup>1</sup>、投資家は当資産から高いキャリート、主に米金利の動きが招く市場変動に対する緩衝材の役割を期待をできます。

相対ベースで見ると、EM HY は、米国HY に対して60bpsの上乗せスプレッドを提供しており（図表2）、10年平均に対して1標準偏差割安の状態となっています。同様に、EM HYの利回りは、米国HYを80bps上回る水準となっており、10年平均に対して1標準偏差割安となっています。

<sup>1</sup> Bloomberg, 2025年1月時点

図表2：EM HYと米HYのスプレッドと利回り差



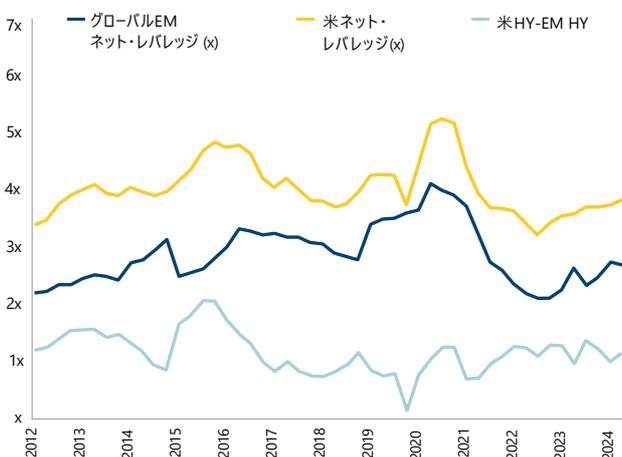
出所: JPMorgan 2025年1月14日. CEMBI Diversified HY 最低Zスプレッド; JPMorgan Developed High Yield Index 最低スプレッド.

## 2. 強いファンダメンタルズ

以前から、レバレッジの大幅な低下やバランスシートの流動性改善が見られる中、EM企業のファンダメンタルズは堅固で改善していることを強調してきました。現在、ネット・レバレッジは過去5年間の平均を下回っており、10年間の最低水準近くとなっています（図表3）。

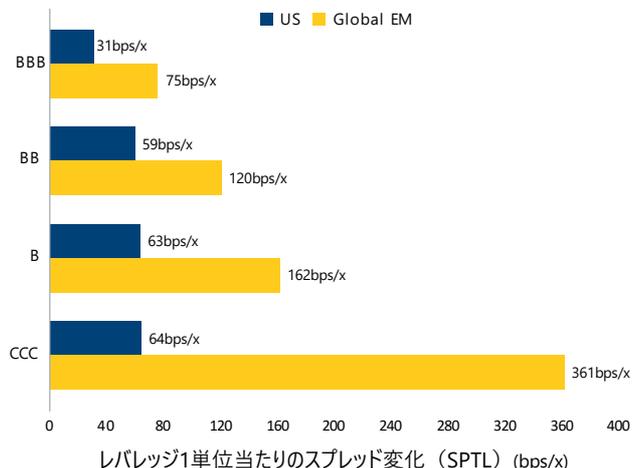
相対的にワイドなスプレッド水準から、レバレッジ1単位当たりのスプレッド変化（SPTL、Spread per turn of Leverage）にみられるように、EMにおけるリスク調整後のバリュエーションは非常に魅力的に見えます。図表4は、2024年の良好なパフォーマンスにもかかわらず、EM HYのSPTLの比率は依然として米HYで同等の格付けを持つ発行体を上回っていることを示しています。

図表3：EMと米HYのネット・レバレッジ



出所: Bank of America, 2024年12月31日時点

図表4：EMと米HYのレバレッジ1単位当たりのスプレッド変化



出所: Bank of America, 2024年12月31日時点

### 3. デフォルト率の低下 – デフォルト率は2025年に歴史的低水準となる見通し

EM社債は、CEMBIブロード・ダイバーシファイド・ハイールド社債インデックスのデフォルト予測が1.2%であるように、強い状況から2025年に入りました。コロナ禍以降の高いデフォルト率は、中国の不動産危機と次々と起こるネガティブな地政学的イベントに影響されていましたが、これは過去のものとなり、その結果、EM社債は急激にレバレッジが解消されてきています。

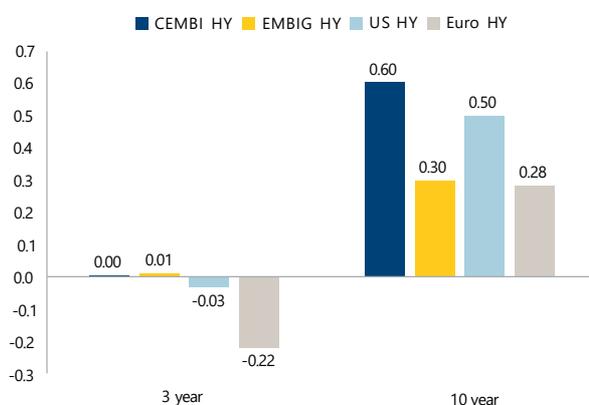
2025年を展望すると、当社のベースケースとしては、CEMBIブロード・ダイバーシファイド・ハイールド社債インデックスのユニバースのデフォルト予測は1.2%と、過去の平均を下回り、市場コンセンサス（1.7%に近い水準）をわずかに下回ると見えています。これは、米国の社債市場とほぼ同水準で、欧州の社債市場と比較すると、明らかに低い水準です。実際、リスクにさらされている社債のほとんどは、ここしばらくの間苦戦を続けており、したがって、その悪化は驚くべきことではありません。

トレンドとしては、中国、特に不動産の低迷、ウクライナの償還期限の延長が、市場が十分に認識しているリスクとして残っています。一方、予期せぬ資金調達コストの上昇や原油安の長期化は、コンセンサスを伴わないデフォルト要因となり得ます。しかし、2025年には石油・ガス・セクターのデフォルトは増加する可能性があるものの、バランスシートは総じて堅調に推移しており、借り換えリスクも管理可能であることから、これらの潜在的な問題はラグを持って顕在化するでしょう。さらに、アクティブ運用のアプローチからは、これらのテール・リスクによる影響を和らげる役割が期待できます。

最後に、通信・メディア・テクノロジー（TMT）には、経営陣のベースケース通りに進まなかった場合、デフォルト・リスクが高い固有のストーリーが多くあります。しかし、全体的に落ち着いたデフォルト見通しは、多くの場合、シャープ・レシオが1以上となった、コロナ以前の低デフォルト環境により近い水準になると見えています（図表5）。

図表5: CEMBI HYと他資産クラスのシャープレシオ

強いリターンと抑えられたボラティリティによりCEMBIは過去10年間にわたって優れたシャープレシオを達成しており、この傾向は継続しています。



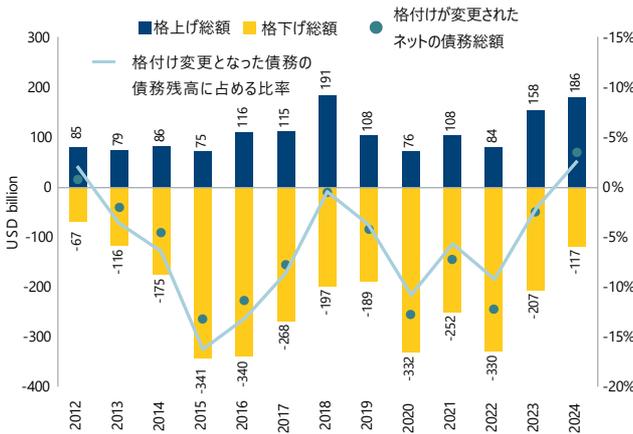
出所: JPMorgan, 2024年11月30日



## 4. 格付けは12年ぶりに改善傾向に転じる

EM企業の格付けは、12年間にわたり格下げトレンドであったものの、2024年ようやく改善に転じました（図表6、7）。格上げされた債券の総額は格下げされた債券総額を700億米ドル上回り、これは2024年の債券発行残高の約2.8%に相当するほか、12年前の180億米ドルを大幅に上回りました。

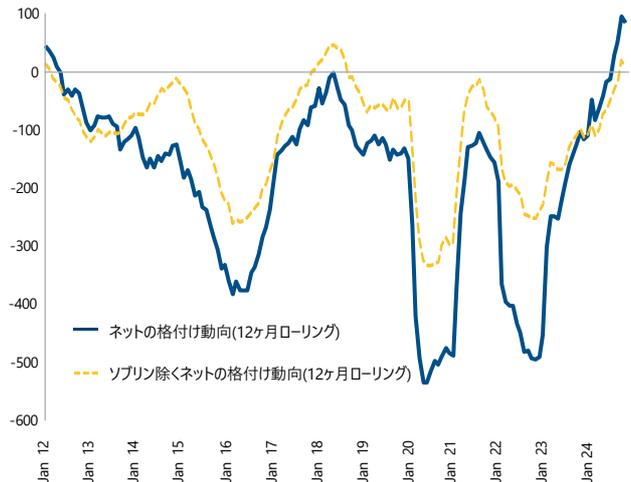
図表6: 2012年以来初めて格上げ総額がネットでプラスとなる格付けが変更されたEM社債の総額とそれが債務残高に占める比率



出所: JPMorgan, Bloomberg Finance LP, 2024年12月31日。

EM企業の堅調なファンダメンタルズ（低いネット・レバレッジ比率や流動性の高さ）や2025年の見通しを考慮すると、格付けの改善トレンドは今後も続く予想しています。これには信用面での改善やいくつかのソブリンにおける個別のポジティブな進展や正常化がみられる中で達成されるとの見方を反映させています。

図表7: 12ヶ月ローリングのベースで見たネットの格付け動向は2024年に大幅なプラスに転じる



出所: JPMorgan, Bloomberg Finance LP, 2024年12月31日。

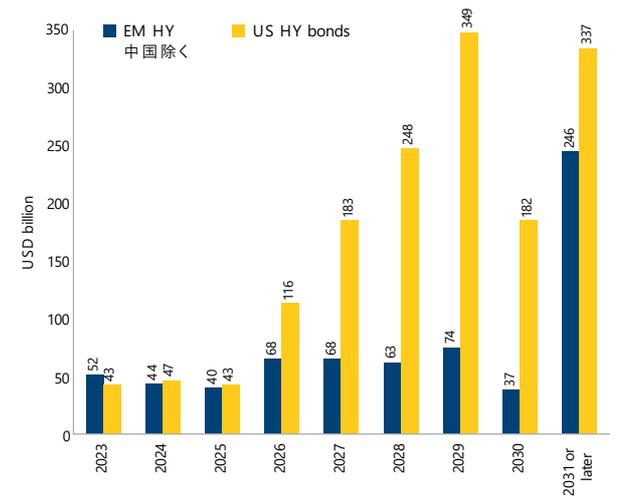
## 5. 良好な需要環境

EM HY市場におけるネット供給額は2025年に約530億米ドルのマイナス<sup>2</sup>と見込まれており、これは当市場における需給面の下支えになると予想しています。これは、償還やクーポン支払いによる高水準の資金流入が比較的控えめな水準の起債額（1140億米ドルの推定）を上回るという予想によるものです。

今後5年間を見てみると、EM HY社債ユニバース内の満期のある債務総額は25年に400億<sup>3</sup>米ドル、26年に680億米ドルとピークを迎えるものの、対処可能な水準にあると推定されており、中期的には供給と借り換えリスクは比較的低いと示唆されています（図表8）。

（参考までに、米国HY債市場と比較すると、ユニバースの大きさを考慮したとしても、米国の今後5年間に満期を迎える債務総額は、EM市場の2倍を大きく上回る水準となっています。）

図表8: 償還を控える EM HY社債と米HY社債の総額の予測



出所: JPMorgan, 2024年12月31日。

<sup>2, 3</sup> JPMorgan, 2024年12月31日時点

## 6. グローバル・ハイイールド債の投資家は、EM債券のエクスポージャーによるメリットを無意識のうちに逃しています

注目すべき興味深い構造的トレンドの1つは、グローバルHYのベンチマークに占めるEM債券のウェイトは過去20年間に3%から17%に増加したにもかかわらず、グローバルHYのファンドにおけるEM債券の配分は10%と、ベンチマーク対比で大幅なアンダーウェイトとなっています。トラッキング・エラー以外にも、EM HY社債のベンチマークは現在、平均信用格付けと最終利回りはBBと8.4%と、グローバルHY社債ベンチマークのB+と7.70%より高くなっており、継続的なアンダーウェイトは機会損失となる可能性があります。真のグローバルなポートフォリオを保有することが分散化のメリットを受ける上で重要であることには間違いのないでしょう。

**「注目すべき興味深い構造的トレンドの1つは、グローバルHYのベンチマークにおけるEM債券の大幅なアンダーウェイトです。」**

グローバル・ファンドにおけるEM債券へのアンダー・ウェイトは、機会損失ではあるものの、大半のグローバルHYマネージャーがEMに特化したリソースと知見を持っておらず、個別企業の投資リスクやオポチュニティの分析を十分に行う位置にないことを踏まえると、この状況は理解できます。

EM社債の資産クラスは、確かに全体的に前向きな軌道をたどっている一方、個別企業のストーリーは固有の特徴に基づいており、国家の背景や特定企業の進展を深く理解する必要性を過小評価すべきではないと考えています。このため、グローバル・ファンドのアロケーターは、ポートフォリオにおいて当資産クラスの恩恵を十分に享受するために、一定レベルの資本をEM債券に特化したマネージャーに配分することを検討するかもしれません。

## HY社債に投資しない主な理由：パッシブ投資の落とし穴

EM HY社債セクターは、ファンダメンタルズ指標が健全でデフォルト率は低位に推移すると予想され、構造的に前向きな傾向が見られるものの、投資に対して慢心し、パッシブな姿勢をとるような罠に陥ってはいけません。ダイナミックで変化を伴う資産クラスとして、EM社債のユニバースには特定の不健全な銘柄や、ポートフォリオのリスク軽減が期待できない銘柄も必然的に含まれます。これらの銘柄を回避し、これらの銘柄に投資していた場合のより広範なリスクを管理するには、構成銘柄の発行体に対する綿密の精査とポートフォリオのアクティブ管理が必要となります。

同様に、市場のボラティリティが想定される時期においては、このようなアクティブ運用を行えば、資産クラスに関する深い知見も合わさって、資産価格の一時的なばらつきを活用した割安な水準での高格付け銘柄への投資が可能になります。このような機会は、ポートフォリオの長期リターンを高めるうえで、有益であると考えています。

執筆者

**ポリーナ・クルドヤフコ**

エマージング債チームヘッド、シニア・ポートフォリオ・マネージャー

**アンソニー・ケトル**

シニア・ポートフォリオ・マネージャー

**マティアス・ヴァマーユ**

シニア社債アナリスト

## ディスクレーム

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘッジ戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、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、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management