



リバース・ヤンキー債の増加

米国企業によるユーロ債発行が新たなアルファ創出機会を創出

2020年1月

サマリー

- 米国企業が発行するユーロ建て債券（リバース・ヤンキー債）が急増している。米国は現在、ユーロ建て社債残高が最大となっている国の1つである。
- リバース・ヤンキー債の供給が増加する要因は、欧州において利回りが超低水準で、社債スプレッドが低下していることであり、これは今後も継続する見通しである。
- この成長している市場セクターは、投資家がポートフォリオを分散し、魅力的なバリュエーションに乗り機会を提供すると我々は考えている。

米国を拠点とする企業によるユーロ建て債券発行が急増しています。米国企業が発行したユーロ建て社債の金額は、2019年12月中旬までに約930億ユーロに達しました。「リバース・ヤンキー債」と呼ばれるこうした新発債は、2019年の全発行高の約30%を占めました。

これを短期的かつ例外的な事象とみなすのではなく、投資家はリバース・ヤンキー債の増加をユーロの社債市場の成長セグメントにおけるポートフォリオの分散とアルファ創出の機会と捉えることができると言えます。



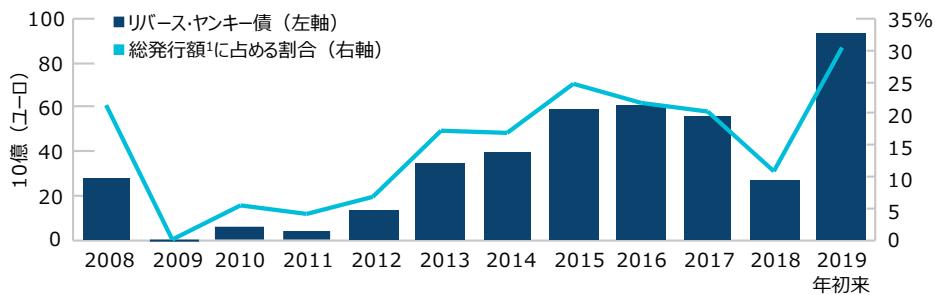
David Stanley
ポートフォリオ・マネジャー
ユーロ社債運用戦略



Howard Woodward
アソシエイト・ポートフォリオ・マネジャー
ユーロ社債運用戦略

（図表1）リバース・ヤンキー債の供給額が史上最高水準に

米国企業によるユーロ建て債券の年間発行額¹
(2019年12月13日現在)



出所: J.P. Morgan (追加ディスクロージャー参照)。

¹ 発行額 = ユーロ建て投資適格社債 (除く金融)

...リバース・ヤンキー債のスプレッドは、発行体のファンダメンタルズと比較して高い傾向にある。

2018年の一時的な減少局面を除き、2019年は、リバース・ヤンキー債の供給増加という長期的なトレンドの一部であるようです。従って、米国企業がユーロ建て債券発行残高に占める割合はますます高まっています。2019年の第3四半期末現在、ブルームバーグ・バークレイズ・ユーロ社債インデックスの18%を米国企業が占めています。フランスは、総発行残高に占める割合が米国を上回る唯一の国です。米国企業が新規発行額の首位としての地位を維持するならば、ユーロ社債の発行残高において米国が最大の割合を占めるようになるのもそれほど先のことではないでしょう。

この傾向を加速する要因は継続の見通し
広範なユーロ社債市場の成長と成熟に伴い、資金調達源と投資家層の分散を目指し、米国企業は、欧州に進出しています。その他にも、リバース・ヤンキー債の存在感が高まっている理由があります：

- **超低水準の利回り。**ユーロ建て社債利回りは、近年の低インフレと成長懸念を考慮した欧州中央銀行（ECB）の緩和政策を受けて、低位にとどまっています。

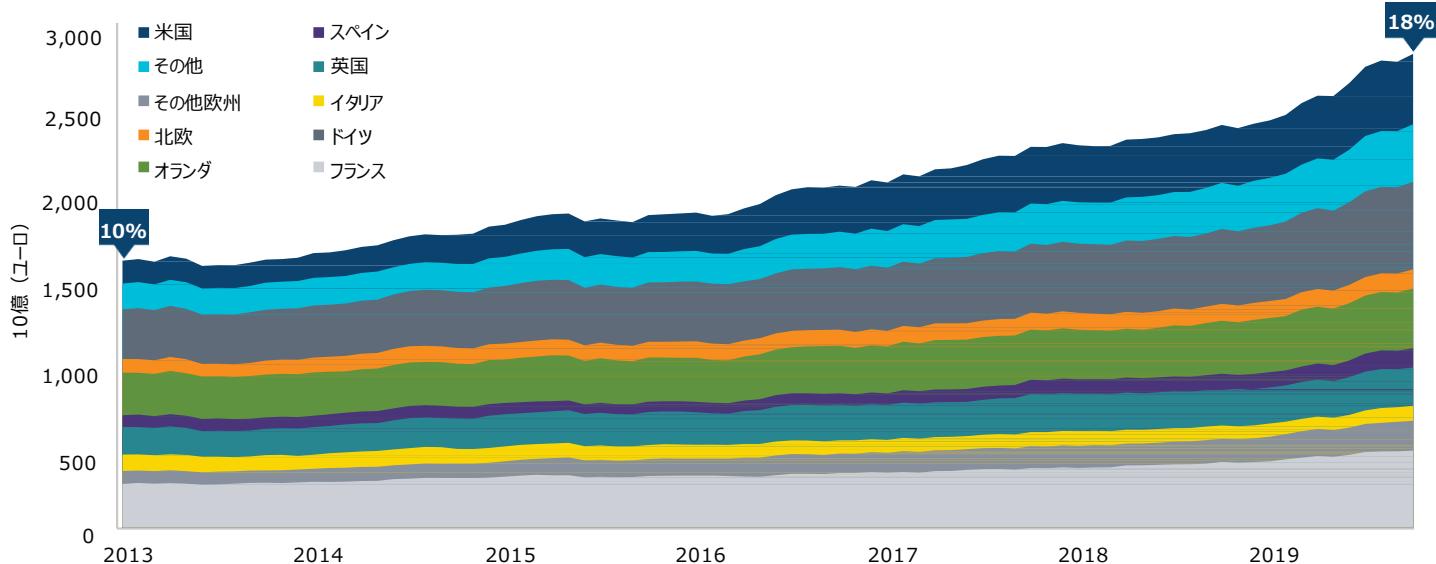
す。中核国の国債利回りが低水準で、多くの場合マイナスであるため、社債利回りも押し下げられ、ユーロ市場における企業の資金調達率の平均は米国を大きく下回っています。つまり、米国企業は米国にとどまってドル市場で債券を発行するよりも低いケーポンで、欧州で債券を発行することができます。

- **スプレッドの縮小。**11月に、ECBが量的緩和政策による月次債券購入プログラムを再開し、市場では需要が増加しています。このため、社債スプレッドが縮小し、外国企業にとってユーロ債券発行の意義が高まっています。更に、多くの米国企業は欧州の子会社を通じて債券を発行することができます。これらの債券は、ECBの量的緩和政策の一部として同様に再開された社債購入プログラム（CSPP）の適格債券となります。

（図表2）社債市場における米国の比率が上昇

ユーロ建て債券国別発行残高¹

（2019年10月31日現在）



出所：ブルームバーグ・インデックス・サービス（追加ディスクロージャー参照）、ティーロウ・プライスによる分析。

¹ブルームバーグ・バークレイズ・ユーロ社債・インデックスで測定。

- **ユーロからドルのスワップレートが低下。**
通貨スワップとは、企業が債券発行から得た資金のある通貨から別の通貨に転換できる金融商品です。ユーロからドルのスワップ・レートは2019年に低下し、特にユーロの資金調達を必ずしも必要としない企業にとって、ユーロ市場の低金利を活用する魅力が更に高まっています。

こうしたトレンドはおそらく今後も継続するでしょう。ECBは、緩和的な金融政策を長期にわたって継続することを表明しています。それとは対照的に、米国のFRB（米連邦準備理事会）の政策見通しはやや複雑です。FRBは2019年に利下げを実施しましたが、利下げサイクルの持続を確約することには消極的であり、むしろ、概ね中立のスタンスを維持しています。ユーロ圏の利回りは直近の過去最低水準からは上昇し続ける可能性がありますが、予見できる将来、依然として米国の利回りを下回るものと予想しています。

投資家は新規機会を見つけられる可能性

我々は、投資家がリバース・ヤンキー債の増加を投資機会として捉えるべきであると考えています。この市場セクターは、欧州の投資家にとって、米ドルの債券投資に伴う為替リスクをとることなく、米国銘柄へのエクスポージャーを確保する機会になります。これにより、投資家はポートフォリオを分散し、アルファの源泉を増やす可能性があります。

また、リバース・ヤンキー債のスプレッドは、発行体のファンダメンタルズと比較して、高い傾向にある点も投資家にとって魅力的です。欧州の投資家にとって、多くの米国銘柄はあまり馴染みがなく、発行体のファンダメンタルズと比較して、あるいは同等の格付けの欧州銘柄と比較して、流通市場における債券のブライシングや取引が魅力的なスプレッドで行われている場合があります。これは、ボトムアップのアクティブ運用を行う投資家にとってアルファ創出の機会となります。

次の注目点

今後もボトムアップのファンダメンタルズに基づいたクレジットリサーチを活用して、相対的に魅力的な投資機会の発掘に努めます。ユーロ建て債券市場に参入している大多数の米国企業について、我々は多くの場合、同じ企業が発行する米ドル建ての債券および株式に既に投資していることから、それらの企業を熟知しています。そのため、それらの企業が欧州市場で初の債券発行を行う場合、改めてリサーチする必要はなく、相対価値に焦点を当てた銘柄選択を行うことが可能です。

追加ディスクロージャー

情報は信頼できると考えられる情報源から取得していますが、J.P. Morganはその完全性または正確性を保証していません。許可を得て、このインデックスを使用しています。このインデックスを、J.P. Morganの事前の書面による承認なく、複写、使用、または配布することは禁止されています。Copyright © 2019, J.P. Morgan Chase & Co. All rights reserved.

Bloomberg Index Services Limited.BLOOMBERG® は、Bloomberg Finance L.P.およびその関連会社（総称して「Bloomberg」）の商標およびサービスマークです。BARCLAYS® は、Barclays Bank Plc（その関連会社と併せて総称して「Barclays」）の商標およびサービスマークであり、ライセンスを取得して使用しています。BloombergまたはBloombergのライセンサー（Barclaysを含む）は、ブルームバーグ・パークリーズ・インデックスにおけるあらゆる所有権を所有しています。BloombergまたはBarclaysのいずれも、本資料を承認または支持しておらず、本資料に含まれる情報の正確性または完全性を保証していません。また、本資料から得られる結果に關し、明示的または默示的な保証を一切していません。いずれも法律で許容される最大限の範囲で、それに関連して生じた損害または費用について法的責任または責任を負わないものとします。

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを
長期にわたってご提供することに注力しています。

T.Rowe Price®

重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘する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。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものではありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものではありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の遞減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ・インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

〒100-6607 東京都千代田区丸の内1-9-2 グラントウキヨウサウスタワー7F

電話番号 03-6758-3820 (代表)

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3043号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会/一般社団法人投資信託協会