

2025年6月10日

マクロ経済の動向がリスク資産に及ぼす影響がますます強まる中、本稿ではグローバル・ハイイールド債とグローバル株式のレラティブバリューについて考察する。マクロ経済の不確実性が増減する中、グローバル・ハイイールド債は、絶対利回りとスプレッドによって魅力的なエントリーポイントを提供しており、株式より高い耐性を備えつつも株式に比肩するリターンを生み出す可能性がある。本稿では、以下に沿って考察していく。

- 株式と比較した過去のパフォーマンスと将来のリターン見通し
- 株式に対する相対的なバリュエーション
- ボラティリティの高い市場におけるパフォーマンス
- 信用ファンダメンタルズ

株式と比較した過去のパフォーマンスと将来のリターン見通し

グローバル・ハイイールド債とグローバル株式の2001年以降のパフォーマンスを比較してみると、ハイイールド債は、絶対ベースのリターンで株式をアウトパフォームしただけでなく、ボラティリティも低位にとどまり、結果としてリスク調整後リターンおよびシャープ・レシオの両面で株式よりも優れていた（図1）。

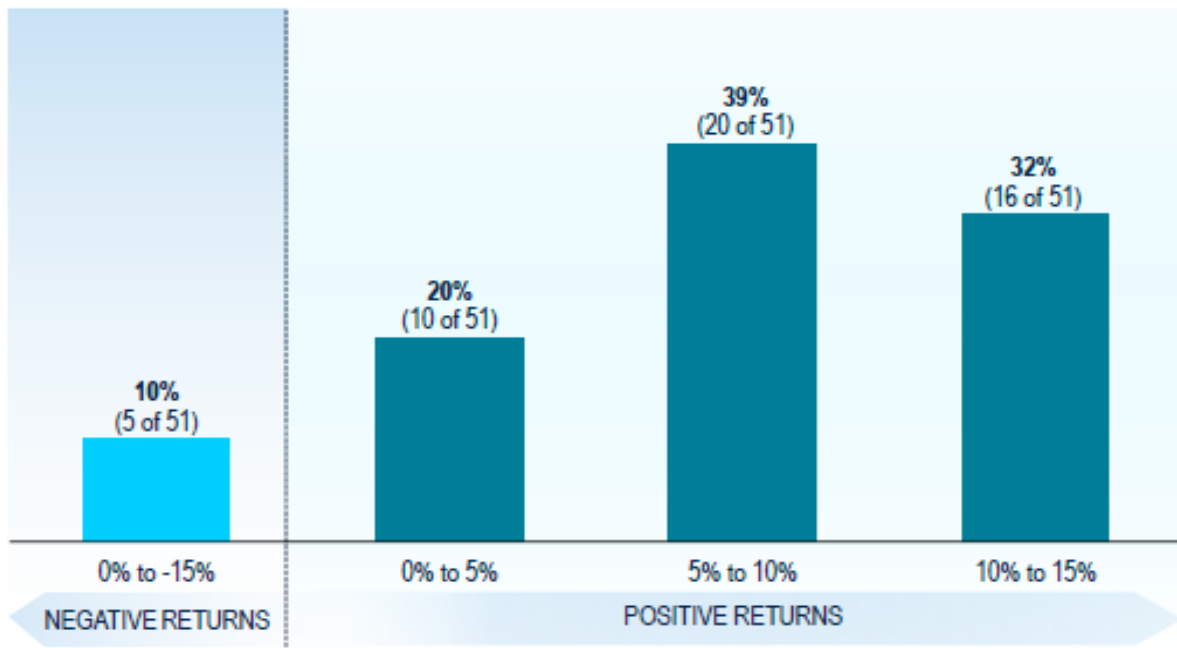
図1：2001年以降、グローバル・ハイイールド債は、絶対リターンおよびリスク調整後リターンの両面でグローバル株式をアウトパフォーム（月次リターン）

	ハイイールド債	株式
平均リターン (%)	6.86	6.60
年換算のボラティリティ	0.09	0.14
リスク調整後リターン	0.77	0.46
シャープ・レシオ	0.58	0.34

出所：2001年2月28日～2025年3月31日の米ドルヘッジ付き資産の月次リターンに基づいて算出した過去のパフォーマンス。リスクはボラティリティ（標準偏差）で測定。過去の月次パフォーマンス（表）は米ドルヘッジ後のリターンを使用。ハイイールド債は ICE バンクオブアメリカ先進国ハイイールド債インデックス、株式は MSCI ワールド・インデックス（米ドルヘッジあり）。

グローバル・ハイイールド債の現在の利回りは7%超の水準にあり、魅力的なエントリーポイントとみている。実際、1987年以降で利回りが7～8%の水準にあった後の12ヵ月間では、91%の確率でプラスのリターンとなった（図2）。

図 2：1987 年以降、当初利回りが 7～8%の水準だったグローバル・ハイイールド債のその後 12 カ月のリターンは 91%の確率でプラスとなり、5～10%のリターンが最も多かった



出所：2025 年 3 月 31 日時点のブルームバーグのデータを用いて PGIM が算出。ブルームバーグ・グローバル・コーポレート・ハイイールド・インデックスの月次の最低利回りに関するデータ。1987 年のインデックス設定以来、インデックスの最低利回りが 7～8%だった 51 の期間が対象。インデックスに直接投資することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではありません。

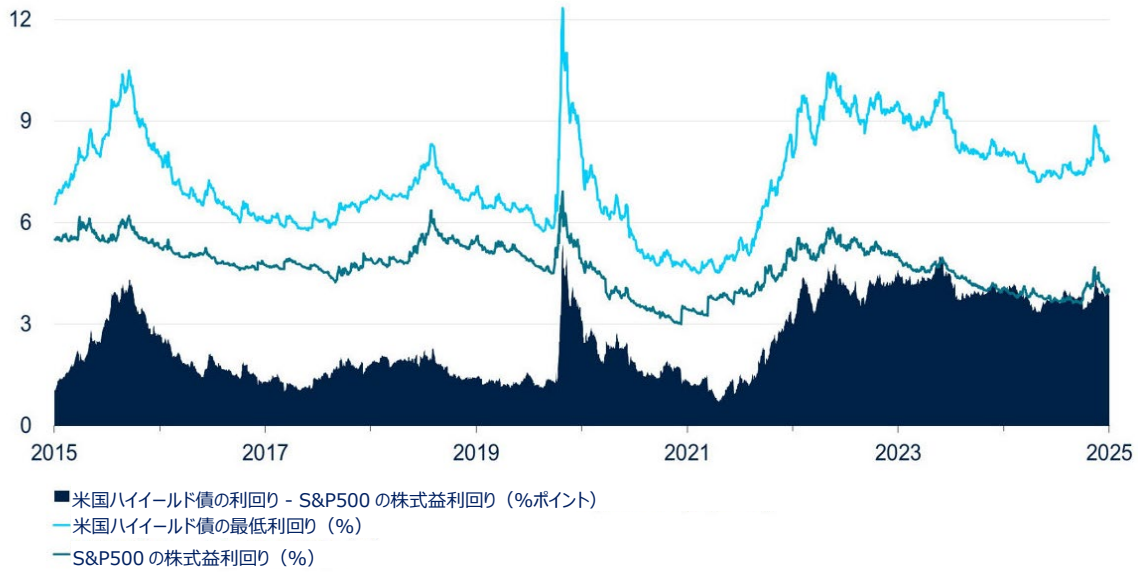
株式に対する相対的なバリュエーション

コロナ禍後の金利上昇により、債券利回りは世界金融危機以降の最高水準にまで上昇した。一方で、株価の上昇率は利益の伸びを上回り、株式のバリュエーションは次第に割高となりつつある。こうした株式の魅力度の低下は、高水準の株価収益率（PER）や低水準の 1 株当たり純利益（EPS）を通して定量的に確認することができる。

図 3 は、米国ハイイールド債の利回りと米国株式の益利回りを比較することによって、両者の大まかな相対的バリュエーションを測定したものである。2022 年の金利上昇（および PER の上昇と益利回りの低下）によって、利回り差は過去平均を大きく上回る約 4%まで拡大している。つまり、株価と金利の上昇によってハイイールド債と株式のバリュエーション較差が拡大し、ハイイールド債の相対的な魅力度は、過去 10 年の非常に高い水準にある¹。

なお、足元の株式のバリュエーションを正当化するために通常よりも高い利益成長を期待する声もあるが、広範な先進国で経済成長がより鈍化するとの我々の基本シナリオを踏まえると、その可能性は低いと考えている（主要国の経済見通しについては、「[グローバル債券 2025 年 4-6 月期見通し](#)」を参照）。

図3：米国ハイイールド債の利回りとS&P500の株式益利回りの差は大きく拡大しており、株式に対するハイイールド債の魅力が浮き彫りとなっている



出所：ブルームバーグ。

ボラティリティの高い市場におけるパフォーマンス

他のリスク資産と同様、ハイイールド債もリスク回避による市場の下落の影響を免れることはできない。図4は、2000年以降のグローバル・ハイイールド債とグローバル株式の市場の下落を示したものである。この検証によると、ハイイールド債の下落率（平均11%）は株式の下落率（同26%）を大きく下回っただけでなく、下落前の水準までの回復もより速いことが分かった。例えば、ハイイールド債が底値から下落前の水準までの回復に要した期間は平均7ヵ月だったのに対し、株式は平均で18.5ヵ月だった。

図4：グローバル・ハイイールド債は、グローバル株式と比較して下落幅が小さく回復も速い



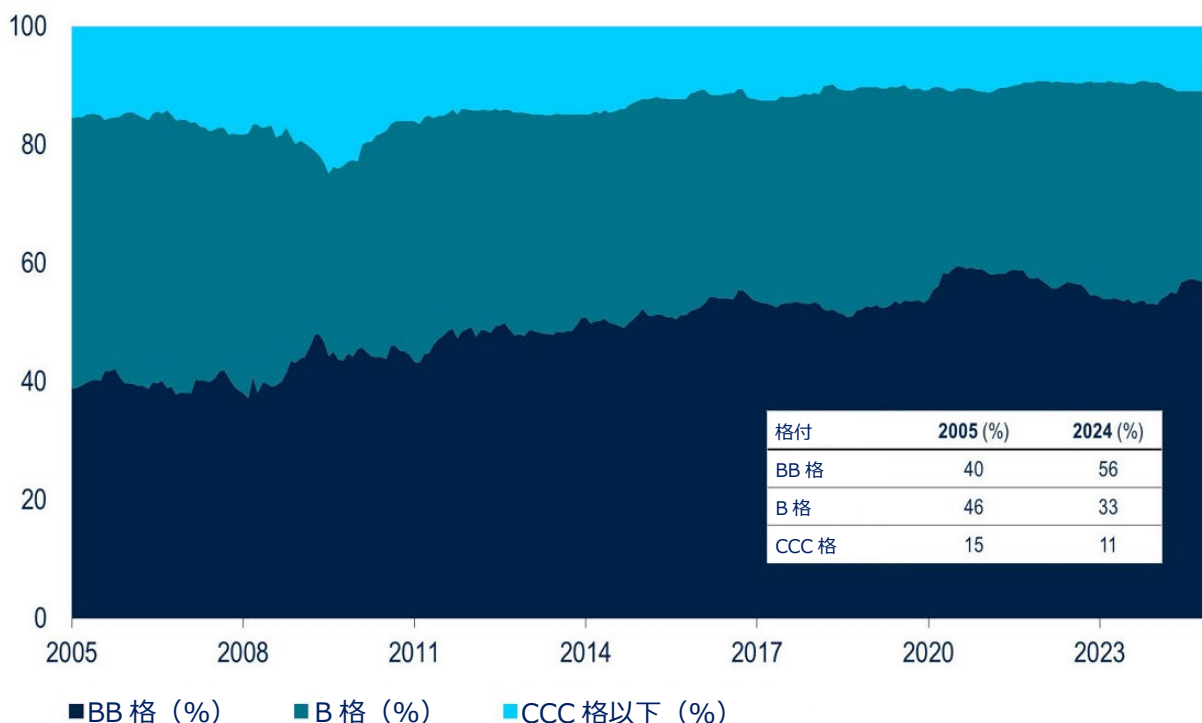
出所：ICE バンクオブアメリカ先進国ハイイールド債インデックス、株式は MSCI ワールド・インデックス（米ドルヘッジあり）。この分析では、10%以上の下落を対象としており、これには2001-2005年、2007-2013年、2015-2016年、2018-2019年、2020年、2022-2023年が含まれる。

信用ファンダメンタルズ

発行体の信用力は過去の業績を反映したものであるが、ハイイールド債の発行体は引き続き強固なバランスシートを維持しており、レバレッジはコロナ禍前の水準を下回っている。さらに、インタレスト・カバレッジ・レシオはコロナ禍前の水準を上回っており、2025年1-3月期にも引き続き格上げが格下げを上回った。

また、ハイイールド債市場の格付構成は、長期にわたって改善傾向にある。ハイイールド債市場で最も格付の高いBB格の割合は世界金融危機前の約40%から足元では55%にまで上昇している一方、B格とCCC格の割合は低下しており、市場の平均的な信用力は大幅に改善している。

図5：グローバルなハイイールド債市場の格付構成は、BB格の割合が2005年の40%弱から現在では50%超にまで上昇している一方でBB格とCCC格の割合は低下しており、信用力は改善している。

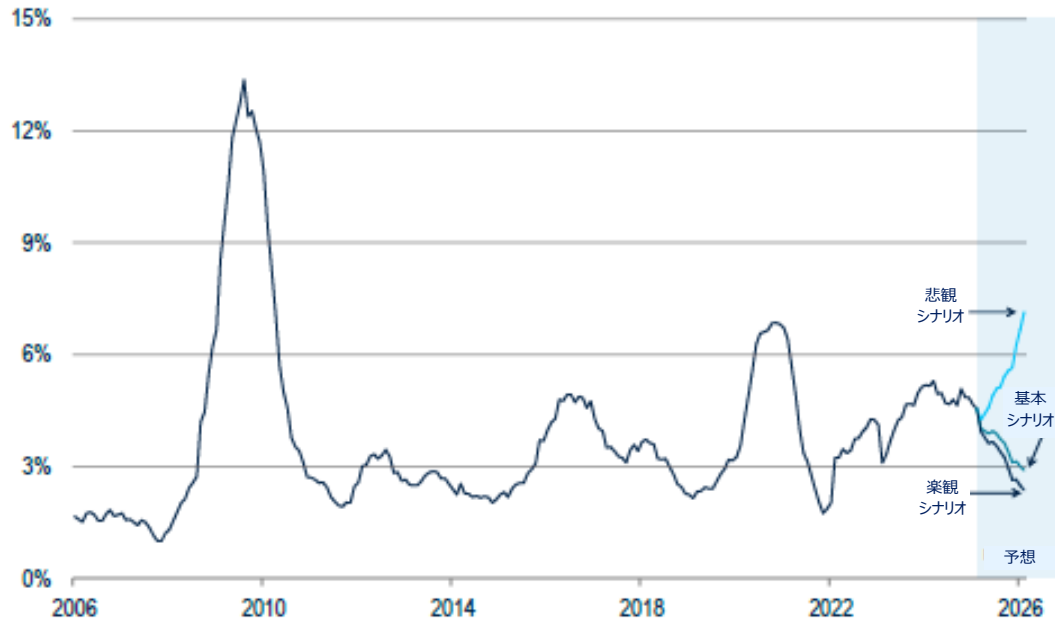


出所：ICEバンクオブアメリカ先進国ハイイールド債インデックス、市場価値ベースの割合、2025年1月31日現在。

足元では、トランプ政権の関税政策の影響によって一部の発行体は2025年下半年以降の業績見通しを下方修正している。ただし、当社のリサーチ・チームによると、多くの発行体が引き続きプラスのキャッシュフローを生み出しており、経営陣はバランスシートの最適化、事業効率の向上、設備投資とコストの削減に注力している。こうした慎重な姿勢は株式投資家にとって明るい材料ではないかも知れないが、債券投資家にとっては支援材料であり、ハイイールド債の株式に対するレティブバリューを測る上でのもう1つのポイントになる。

レバレッジド・ファイナンス分野の信用力指標について議論する際に、デフォルト率の検証を避けて通ることはできない。2024年のデフォルト率は低位で推移したが、我々は2025年および2026年にかけてデフォルト率はさらに低下すると予想している。図6は、発行体加重ベースに基づくデフォルト率を示している。我々の基本シナリオと楽観シナリオにおける予想では、2026年にかけてデフォルト率は50bps超低下し、近年の歴史的に低水準のデフォルト率が継続する。なお、悲観シナリオでは2026年のデフォルト率は200bps上昇すると予想する。

図6：我々の基本シナリオでは、発行体加重ベースのデフォルト率がさらに低下すると予想している



出所：ムーディーズ・レーティング・サービス、2025年4月現在。

結論：ハイイールド債は良好なパフォーマンスを示す可能性が高い

マクロ経済の不確実性は依然として高いが、過去のデータに基づけばハイイールド債は株式よりも確実なリターンを生み出す可能性がある。ハイイールド債の利回りは高く、相対的なバリュエーションは魅力的であり、信用力は過去の平均を上回る水準にある。また、マクロ環境が厳しさを増した場合であっても、一般的にハイイールド債の下落率は株式を大きく下回り、その後の回復も早い。リスク資産のパフォーマンスがマクロ経済の動向に大きく左右される中、ハイイールド債は絶対ベースおよびリスク調整後の両面において力強いパフォーマンスを示す可能性が高いと思われる。

著者

Daniel Niland、ハイイールド・プロダクト・スペシャリスト

Robert Tipp, CFA、チーフ・インベストメント・ストラテジスト兼グローバル債券責任者

Guillermo Felices, PhD、グローバル・インベストメント・ストラテジスト

1. 2005年まで遡って検証しても、相対的なバリュエーションは高い水準にある。

データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム、2025年6月現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

留意事項 1

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルーデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V.、(iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点のPGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点のPGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルーデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルーデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。特定の投資ニーズに関する情報が必要なお客様は、金融の専門家にお問い合わせください。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、および意見について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。**すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。**

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反：PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A 部をご覧ください。

英国では、PGIM インクの間接子会社である PGIM リミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIM リミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIM リミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) **欧州経済領域 (EEA)** では、PGIM ネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIM ネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定の EEA 諸国では、それが認められる場合には、英国の EU 離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIM リミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIM リミテッドまたは PGIM ネーデルラント B.V.によって、FCA の規則が定めるプロの投資家、および/または第 2 次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社 PGIM (シンガポール) Pte.Ltd. が情報を提供しています。**日本**では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録している PGIM ジャパン株式会社が情報を提供しています。**韓国**では、投資顧問サービスのライセンスを有する PGIM インクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。**香港**では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業である PGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されている PGIM インクに委託されることがあります。**オーストラリア**では、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州 2001 年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIM オーストラリアは PGIM リミテッドの代理人であり、PGIM リミテッドは金融サービスに関して豪州 2001 年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIM リミテッドは英国法に基づき FCA の監督下であり (登録番号：193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009 が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。**南アフリカ**では、PGIM インクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。(ライセンス番号：49012) **カナダ**では、情報開示基準である NI 31-103 における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIM インクは次の事項について通知しています。(1) PGIM インクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103 に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIM インクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIM インクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州における PGIM インクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。**ケベック州**：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4. **ブリティッシュコロンビア州**：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2. **オンタリオ州**：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3. **ノバスコシア州**：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5. **アルバータ州**：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2025 PFI and its related entities.

2025-4952

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

留意事項 2

本資料に記載の内容は、PGIM フィクスト・インカムが作成した"THE CASE FOR HIGH YIELD VS. EQUITIES"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。PGIMフィクスト・インカムは、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

本資料は、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本案内に記載された内容等については今後変更されることもあります。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

PGIMジャパン株式会社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関ブルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ119631

4579695-20250612

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。