

# 変化が起きている

## 2017年のハイ・イールド債市場の見通し

トランプノミクスと利上げによって、ハイ・イールド債市場では差別化が広がることによる投資機会が増える可能性が高まっています。そのため、リサーチ主導のアクティブなアプローチによる銘柄選択が重要になると考えています。



**マーク・ケンプ**  
クライアント担当  
ポートフォリオ・マネジャー

### 振り返り

2016年は前途多難なスタートとなったものの、振り返れば米国及び欧州のハイ・イールド債にとっては素晴らしい一年となりました。当初、市場の下落を招いた、原油価格、中国、企業のファンメンタルズといったリスク要因は抑制され、グローバルの中央銀行による金融緩和策によって最終的には市場は押し上げられました。これがもたらした反発と、債券市場での利回りが低下したことによる利回りを追い求める動きにより、ハイ・イールド債は二桁のプラス・リターンを獲得しました。

上昇は広範囲に亘り、無差別的なものとなりましたが、セクター別でみると需給バランスが改善し、バランス・シートが修繕されたエネルギー及び素材セクターがアウトパフォームしました。中央銀行の政策が鍵を握った一年でした。前半は、米国での利上げの後ろ倒しと欧州で資産の買入れが、後半は利上げペースと資産買入れ額の減額（テーパリング）への懸念が市場を左右しました。これほどまでに中央銀行の政策と言動が重要となった一年はありませんでした。

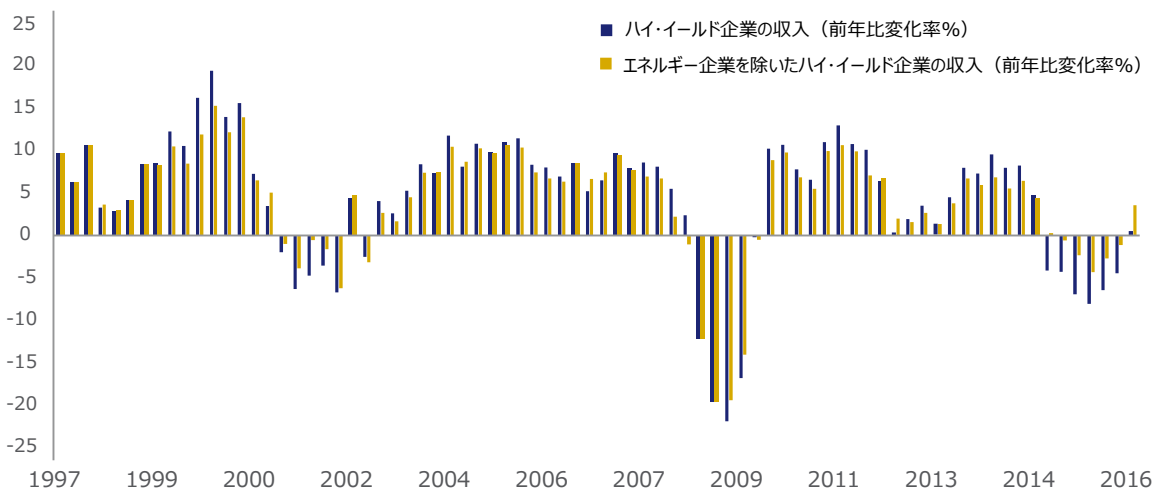
### トランプノミクス

トランプ氏の政策の中での優先順位、その中でどれが実際に行われるか、こうした政策が経済成長にどれだけつながるか、といった不透明感は引き続きあります。しかし、現時点では市場は財政刺激策を織り込み、経済成長の改善に期待を寄せていますが、この楽観的な見方が行き過ぎになるかもしれないことを認識しています。

短中期的に最も可能性が高い道筋は、企業業績及び米国のハイ・イールドの発行体の財務状況にプラスとなる政策が実行されると考えています。中でも、法人税の引き下げは米国企業の税引き後の利益を押し上げる可能性が高いでしょう。

ブルーベイでは、これによりすでに改善がみられているハイ・イールドの発行体の収入及び利益がさらに改善する可能性が高いと考えています。但し、米ドルの上昇による影響については注意を払っています。

**図1：ハイ・イールド企業の収入と利益は安定と改善を見せはじめています**

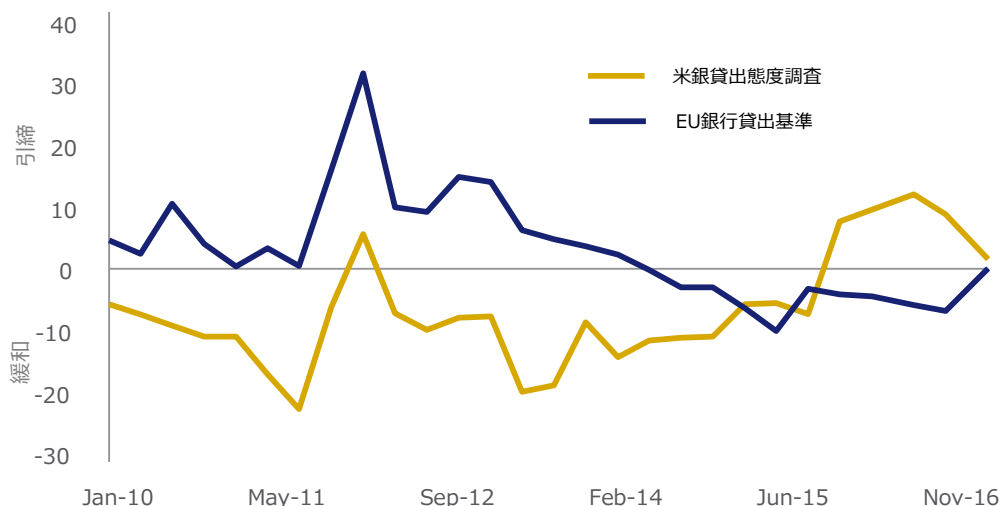


出所：BoA Merrill Lynch, 2016年11月末、2016年7-9月期業績を反映

もう少し幅広にみると、トランプ氏の政策がアメリカの企業に与える中期的な影響についてはポジティブに捉えています。しかし、グローバル化の巻き戻しによって起こり得る障害についても認識を強めています。特に、小売、テクノロジー、自動車セクターはグローバル化によりサプライ・チェーンを広げていることから、こうした環境の変化に対するハイ・イールドの発行体の感応度を注意深くモニタリングしています。

2016年前半は収益の改善が停滞している中で融資条件が引き締められ、クレジット・サイクルにおいて米国企業はかなり先を行っていることにやや懸念をしていましたが、これまで述べてきたような要因により、米国のハイ・イールド企業はクレジット・サイクルが後退し、収入及び利益の両面で更なる成長が見込める環境になると考えています。

図2：融資条件の緩和はデフォルト率の低下を助けます



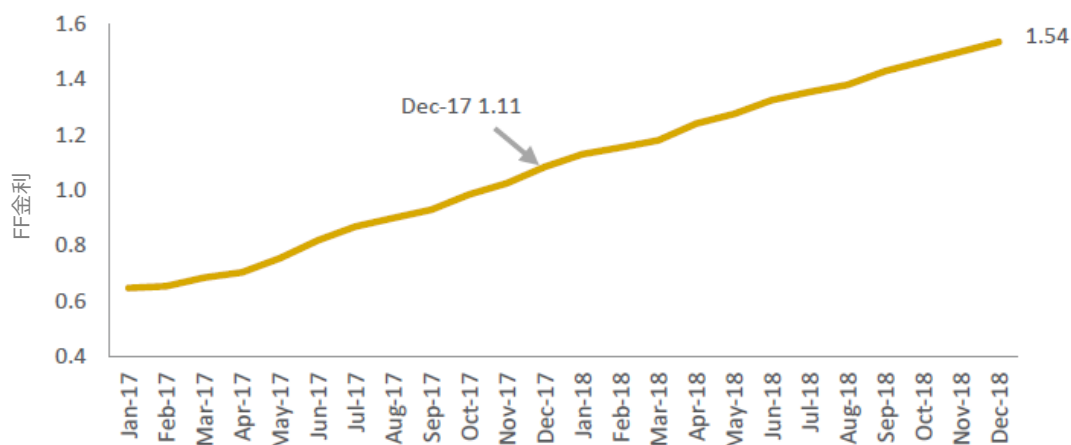
出所：JPモルガン、2016年11月末

企業にやや余裕が生まれたことで、将来のデフォルト率は中期的に低下する可能性が高く、回収率は、2016年初めの低水準から回復してくるとみています。

### 今後のリスク

現時点では、ハイ・イールド債にとって最も大きなリスクのひとつは、企業のファンダメンタルズ面ではなく、金利上昇と、ハイ・イールド債の投資家は伝統的に金利リスクをヘッジしていないことであると考えています。将来の金利上昇を吸収できるバッファーはいくらかあり、スプレッドはタイト化する余地はありますが、債券の強気市場の終焉期であることから、ボラティリティは高まるでしょうし、主要国債金利の上下のブレへの感応度は高まっていくでしょう。こうした観点からは投資機会は増えることとなりますが、リスクそのものは高まっていると考えています。

図3：市場は2018年末までに100bpsを下回る利上げしか織り込んでいません



出所：Macrobond、2017年1月9日

ブルーベイでは2017年の米連邦準備制度理事会(FRB)による利上げは3回もしくは4回と予想しています。金利感応度とデュレーションを管理することが、今後数ヶ月はパフォーマンスを左右する鍵になると考えています。

### 魅力的なレバレッジド・ローンのリスク調整後リターン

金利の上昇が市場を主導しながらも、企業のファンダメンタルズは安定もしくは改善している環境下においては、変動金利や短いデュレーションといった特性を持つレバレッジド・ローンの魅力が高まっていると考えています。ボラティリティが低いという特性を持つ資産クラスであり、魅力的なリスク調整後リターンをもたらすと考えています。

グローバルでセクター別にみると、2016年の市場をほぼ主導したのはエネルギー・セクターと言えるでしょう。個別発行体レベルでのコスト削減とバランス・シートの修復、国レベルでの需給環境の改善により、より市場インデックスと同等水準のポジションを再構築することが可能となりました。

ヘルスケア・セクターは米国での今後の政策によって最も影響を受けやすいセクターであると考えています。現段階では、ヘルスケア・セクターにおける改革がどのようなものになるか全くわかりませんが、今後数ヶ月で報道の中心となり得るセンセーショナルなニュースに対しては、市場が反応するのは明らかだろうと考えています。

欧州では経済成長は比較的安定していますが、破壊的な政治サイクルが起こる可能性を過小評価すれば、リスクに晒されるかもしれません。イタリアでの新政権、フランスとドイツで行われる選挙、英国のリスボン条約50条の発動などによって、欧州の統合が損なわれる可能性があります。

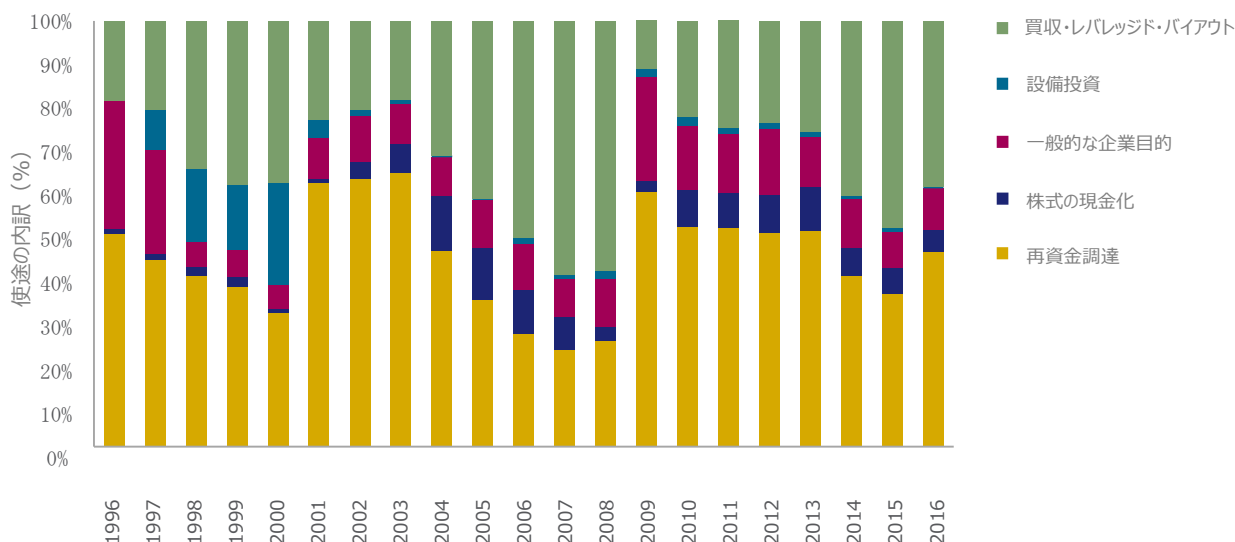
米国とは対照的に、欧州の企業は2016年後半に収入と利益にやや悪化がみられました。これはファンダメンタルズを大きく揺るがす内容ではないものの、将来の成長は米国で期待出来るほどのものにはならないと考えています。とは言うものの、欧州中央銀行のこれまでの様子から、我々の懸念は和らいでおり、新規発行市場は高格付け銘柄が占めていることや、経営見通しは安定していることなどから、信用損失やデフォルト率の上昇は外部要因が引き起こすものとみています。

### 以前の新規発行が企業のファンダメンタルズの下支えとなる

2016年のレバレッジド・ファイナンス市場は資金調達为主导する形となり、M&Aのための起債、レバレッジド・バイアウト、配当支払いなどは非常に低い水準となりました。再資金調達を目的とする発行が全発行額に占める割合は低下すると考えていますが、債務支払い期限を延長し、債券の投資家にとってはアグレッシブで好ましくない発行がないことは、来年のデフォルト率も落ち着いたものになるという安心感につながっています。

しかし、こうしたトレンドは注視しており、特に設備投資、M&A、株の買い戻しの増加といった、レバレッジを再び高まるようなイベントは、長期的にネガティブな影響があるため、注意を払っています。

図4：先進国市場とグローバル・ローンの調達資金の用途



出所：BoAメリルリンチ、2016年11月末

## アクティブ運用が重要

ファンダメンタルズ面からみると、概ね前向きな見通しを持っており、スプレッドはデフォルト率の低下により縮小傾向になると考えていますが、2016年12月の米国及び欧州のハイ・イールド債は共に45bps程度スプレッドが縮小したことを踏まえると、2017年の上昇はやや鈍化するかもしれません<sup>1</sup>。

大西洋両岸での政治と政策は、今後の市場を大きく左右することになるでしょう。中国の資本流出が与える広範な影響や、インフレといった市場が無視できないリスクなどについて慎重に考えています。そのため、一年間のリターンをいくらか削ぐこととなるようなボラティリティの高まりには備えています。こうしたことから、幾分慎重な姿勢を維持し、ファンダメンタルズ分析、銘柄選択、リスク調整後リターンに注力することが非常に重要になると考えています。

注：<sup>1</sup>2016年の米国ハイ・イールド債のリターンは+17.49%、欧州ハイ・イールド債のリターンは+10.07%となりました。利回りは米国では263bps低下して6.13%となり、欧州では247bps低下して3.50%となりました（いずれもBoAメリル・リンチのインデックスを使用）。

---

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  
関東財務局長（金商）第 1029 号  
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

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、資料作成時点（2017年2月1日）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、当社による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御読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。