

グローバル・ハイ・イールド債市場

エネルギー関連ハイ・イールド債の見通し

2016年5月6日

最近の原油価格回復の結果、エネルギーセクターのなかで選別的な投資機会が生じています。

原油価格は1月後半に底入れしたのち需給動向が改善し、年後半に均衡を取り戻すことが市場コンセンサスになってきたため、50%以上も上昇しています。この原油価格の動きに伴い、探鉱・生産(E&P)会社やマスター・リミテッド・パートナーシップ(MLP)、油田サービス会社の債券価格が、いずれも1月末から2月初めにつけた安値から約10~25ポイント超も上昇するなど、投資対象とするほぼすべてのエネルギー関連ハイ・イールド債が大幅に上昇しました。

価格上昇の要因は、確かに原油市場のファンダメンタルズの改善ですが、テクニカル要因が価格の動きを増幅しました。なかでも、ブルーベイを含む多くの運用会社がエネルギーセクターをアンダーウェイトとし、原油価格のこれほど急激な回復に備えていなかったため、エネルギー関連銘柄を買戻す動きが顕著でした。ブルーベイでは、ロング・オンリー戦略と絶対リターン戦略において、2月以降にエネルギー関連銘柄の保有を選別的に追加しています。今年に入り取っていた保守的な姿勢は、同セクターのファンダメンタルズが改善するなかで、適切ではなくなってきたと感じたからです。

残念ながら、バリュエーションが割高で流動性に制限があるため、この姿勢を変えることは容易ではありません。原油価格の大幅な調整を受けて、リスクに十分に見合うリターンが見込まれる銘柄はますます少なくなっているとみています。例えば、E&P関連では、流動性が良好で資本構造が持続的(ただし、多くの場合にまだ非常に不安定)であり、経済的収益を生み出す資産基盤を有する企業の多くは、今や一般的に1桁台半ばの利回りしか提供していません。

MLP関連の環境もあまり良好とはいえず、利回りが同程度の領域にある多くの企業は、一定の資産基盤における活動が低下している結果として取扱量の減少に直面しており、また、取引先が来年にかけて破産申請する確率が50%以上あります。一般原則として、利回りと価格の二次的な関係を表すコンベクシティの著しく高い銘柄を見出すためには、以下の特徴を備えた銘柄まで手をつけざるをえません。

1. コモディティ価格が現在のレンジで推移する場合、全ての経済サイクルでは収益を生み出さない資産基盤を有する企業
2. 資本構造が持続的ではない企業
3. 短期的・中期的な流動性に問題がある企業
4. 破産申請の潜在的可能性が視野に入っている企業。こうした企業は、原油・天然ガスの価格が1バレル45ドル~50ドル近辺か、それを下回る場合、債券の回収価値が現在の水準を大きく下回ると予想。

要するに、投資機会を以下のようにまとめることができます。これらの銘柄は、現在のコモディティ価格ではビジネス・モデルや資本構造がリスクに直面していないものの、価格が再び下落した場合に大きな下振れリスクがあります。そのため、必然的に破産の状況において回収価値が低下するか、落ち込んだ価格でディストレスト債と交換されるリスクがあると同時に、プライミング(劣後)事由が生じて資本構造のなかで弁済順位がさらに下がる恐れさえあります。一方、これらの銘柄は、原油価格の大幅な回復を前提にすると、著しく上昇する可能性もありますが、一部の例外を除き、コモディティ価格がレンジ内で推移するか、悪化するならば、回収価値が一般的に現在の価格を大きく下回ります。

ブルーベ이의基本シナリオでは、原油価格が長期的に現在の水準から上昇する傾向を示すと予想していますが、短期的・中期的な経路は不透明とみています。全体の基調は引き続き改善していますが、需給面で多くのリスクが残っており、それが原油の需給バランスの改善をさらに遅らせ、長期にわたり低価格を維持する可能性があります。

バリュエーションは原油価格全体との関連性を保つと予想しており、それはE&P関連銘柄に限らず、実質的にすべてのリスク資産に当てはまることから、そのバリュエーションに内在する下方リスクへの大幅な偏りを踏まえ、エネルギー関連銘柄から得られる市場利回りに近い利益は、資本の有効活用にならないと考えています。それよりも、2桁の内部収益率(IRR)を投資の前提条件として、見過ごされた状況や、よりオポチュニスティックな破綻状況もしくはイベント・ドリブン状況にある分野に、新規資金の大部分を投入することに注力しています。

E&P関連では2桁のIRRをもたらす多くの企業が、既存の資本構造の下で、長期にわたり操業を続けるためには原油価格の上昇が必要です。そのため、この分野では流動性の備えが十分にあると同時に、コベナントに抵触するまでに適度な余裕があり、コモディティ価格が低いレンジで推移するなかでも、悲観的な事態が顕在化する前に2年以上にわたり操業を続けることができる企業に注目しています。また、一般的にE&P会社やMLPのバリュエーションに見られる回復より出遅れる油田サービス関連においても、選別的な投資機会を評価しています。E&P関連における戦略と同様に、流動性の備えが十分にあるか、または見過ごされた資産基盤を有し、コモディティ価格が緩やかに回復すれば大きな上昇余地がある一方、コモディティ価格の下落が長引くなかでも生き残ることができる企業に注目しています。

原油価格が再び下落する場合、E&P会社と油田サービス会社の両方とも著しい下方リスクがあることを十分に認識しています。そうしたリスクとして、流動性の低下やコベナントに抵触する事由の発生、弁済順位の低い債券と交換されるリスク、また企業が破産申請した場合に回収価値が低下する可能性などが挙げられます。油田サービス会社には、過剰生産能力や競争が債務比率の高い企業を圧迫する可能性があるため、ビジネス・モデルの存続にかかる追加のリスクがあります。そのため、こうした下方リスクを踏まえて保有比率を抑えると同時に、(株式・債券ともに)バリュエーションが割高で、コモディティ価格が再び下落する場合にパフォーマンスが劣後すると考えられる銘柄や、短期的なマイナス要因が特定できる銘柄をショートの対象としています。

総じて、このセクターについては、将来の原油価格が依然として予測不能であり、極めて不安定な変動要因であることから、慎重な姿勢を維持することが適切と考えています。

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
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(2016年5月6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、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。