

ハイ・イールド債市場について – Q&A

ジャスティン・ジュエル（パートナー、レバレッジド・ファイナンス・チーム/シニア・ポートフォリオ・マネジャー兼共同ヘッド）が、年内のハイ・イールド債市場での投資テーマ、投資アプローチ、見通しについてお答えします。



ジャスティン・ジュエル
パートナー、
レバレッジド・ファイナンス・チーム
シニア・ポートフォリオ・マネジャー兼共同ヘッド

Q. グローバル・ハイ・イールド債市場は2月中旬に底をつけた後、反発が続いています。この主因とこのトレンドが今後も続くのか、という点を教えてください。

A. 上昇の要因は大きく分けて2つあると考えています。米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策とマクロ経済要因です。一年前を思い返して見ると、金融引き締め環境を想定していましたが、実際にはFRBはそれ以降も緩和政策を維持しました。原油価格の上昇や中国の景気刺激策といったマクロ経済要因の改善と相俟って、リスク・プレミアム及びデフォルト・リスクは低下しました。FRBが慎重な姿勢を続け、9月の会合のように、低金利環境が長きに亘って続くことを示した場合、スプレッドは縮小を続け、主要国債金利はそれ以上低下出来ないところまで低下する可能性があると考えています。FRBの政策が今後も重要となってきます。

Q. 一部の市場参加者は、ハイ・イールド債の上昇はファンダメンタルズではなく需給面主導のものであるとの見解を示しています。このことに懸念はありますか。また、これにより投資アプローチに何か影響はありますか。

A. インカム収入への需要で反発が見られたことは確かですが、こうした資金の流れの安定性についてはよく考える必要があると思います。但し、ファンダメンタルズにも改善が見られています。例えば、資源セクターの企業は、中国の景気刺激策や商品価格の上昇による恩恵を受け、レバレッジの解消に努めています。このことは、債券投資家にとってはリスクが低下していると捉えることが出来ると考えています。

投資アプローチについては、ハイ・イールド債の投資においては、企業のことをよく理解し、どういったことの影響を受けやすいか、キャッシュ・フローはどのような状況にあるのかを見極めることが非常に重要であると考えています。そのため、個別の投資については、FRBの行動といったトップ・ダウンの見通しはさほど気にしすぎることではないと考えています。現在の市場はかなり二分してきており、厳選した投資が重要です。格付けに係わらず、リスク・リターンに着目して投資を行います。常に、取っているリスク相応のリターンが得られるのかを自問自答します。この観点から、魅力的なリスク・リターンを提供する銘柄を探し出すことは可能であると考えています。しかし、ポートフォリオ構築とリスク計測においては、トップ・ダウンの要因を理解し、それが市場の資金フローにどのように影響するのかを考えると重要です。例えば、中央銀行はこれまでとは違って、様々な手法で市場に影響を与えており、そのために分析が必要となる課題が現れました。ブルーベイでも最近になって体制を強化した点でもあります。G7の市場に焦点を当て、政策当局と定期的なミーティングを持ち、中央銀行の行動が短期金利にどのように影響するかなどの分析を強化しています。

Q. 今年、米国ハイ・イールド債の資源セクターではデフォルトの増加が見られましたが、このことがハイ・イールド債市場全体のスプレッドに影響を与えていると考えていますか。原油価格とエネルギーセクターの関係には変化が見られているのでしょうか。

A. 大きなデフォルト・サイクルに発展することがなければ、心配しすぎる必要はないと考えています。資源セクター以外のデフォルト率は非常に低く、CCC格の新規発行の急増やPE主導の強引なディールといった、高いリスクを伴う動きはさほど見られていません。全体としてのトレンドは素晴らしいものではありませんが、信用力については悪い状況ではなく、2017年にはデフォルト率は低下すると予想しています。短期的に見ても企業の原油価格の下落に対する感応度は低下しており、原油価格が長きに亘って低水準とならない限り、スプレッドが大きく影響を受けることはないと考えています。市場は、短期的なボラティリティについては目を向けないようにしていると見られ、ファンダメンタルズ及び生産コストには改善が見られ、債権者に払い戻しができるよう努めていることから、スプレッドは以前のような動きをみせていません。

Q. ハイ・イールド債の回収率は低下を続けています。投資哲学において元本毀損を防ぐことを重視していることを考えると、このことで投資に対する考え方に変化はありましたか。

A. このことについては、特にエネルギーセクターの問題であるように思われます。エネルギーセクターのビジネスモデルはかなり積極的で、コベナントは脆弱で、資本バッファーは小さく、一つ一つの投資は大きな弱点を抱えていました。慎重な投資アプローチは非常に重要です。年初に50もしくは60セントで取引されていた債券は、あと2カ月間、原油価格の低い水準が続いていた場合、破綻に陥り、回収率は10%だったかもしれないことを忘れてはならず、こうした投資のリスク・リターンは見合っていないと考えています。元本毀損を防ぐことに注力した投資からは、結果が二極化するようなセクターに投資をすることが困難でした。しかし、これは投資プロセスの根幹であり、長期的な投資を考えた場合に鍵となるポイントであると考えています。

Q. 欧州中央銀行（ECB）は欧州ハイ・イールド債市場にどのような影響を与えたと考えていますか。先進国市場の低金利によりエマージング・ハイ・イールド債市場が活況を取り戻していますか。

A. ECBの量的緩和（QE）によって欧州ハイ・イールド債市場の動きは大きく変わったと考えています。ECBのゴールは、企業による社債市場へのアクセスを促すことで、投資適格債市場では成功の兆しも見られますが、ハイ・イールド債の新規発行の増加は限られていると見ています。最終的に新規発行は増加するものの、よりゆっくりとしたペースになると見ており、明白なのはECBが投資家をよりリスクの高い資産に向かわせ、この動きが欧州ハイ・イールド債市場でも見られたことであると考えています。リテール・ファンドの資金流入よりも機関投資家の間で顕著な動きとなっており、機関投資家はより高い利回りの資産を追い求めています。

ハイ・イールド債の投資家にとっては、先進国とエマージング市場の間の境界線は非常に曖昧で、ポーランドや南アフリカのように発行体のリスクを分散できるような国の銘柄には需要があるかもしれないと考えています。長期金利が低下すれば、投資家がエマージング・ハイ・イールド債への投資に向かうことを促すと見ています。資産配分型商品のエマージング・ハイ・イールド債への投資比率が高まっていることから分かるように、この動きはすでに見られ始めており、需要を埋め合わせるだけの供給が見られることも確かです。しかし、FRBがエマージング資産の上昇を左右する鍵となることから、FRBによる方向転換が大きな影響を与える可能性があると考えています。

Q. ハイ・イールド債市場の流動性について教えてください。

A. 投資銀行が以前のようにリスクを取ることが出来なくなっていることから、買いたい時に買い、売りたい時に売る、という状況はかなり前から無くなってきています。しかし、相応の取引量はあり、多くの債券の保有者は変わっていることから、流動性は存在します。しかし、ストレス下においては、取引価格は大きく歪み、結果的にボラティリティの高い取引環境が生まれます。市場は、こうしたジキルとハイドのような特性を有しており、投資家としてそのことを念頭においておくことは重要です。

Q. 今日の投資環境において、グローバルなアプローチを取ることはいくらだけ重要ですか。

A. 投資機会の分散を相当もたらしてくれることから、グローバルなアプローチを取り入れることは重要であると考えています。例えば、欧州市場は成熟してきたことから、北米のハイ・イールド債市場に対して魅力的な分散機会を提供しながら、グローバルな性質を持ち合わせています。投資家が利回りを追い求める環境下において、非常に高いクーポンを持つ資産としては追加的Tier1債（AT1債）が挙げられます。最近のドイツ銀行のAT1債で見られたようなリスクを抱えているものの、欧州銀行の資本はこの10年間でかなり改善していると考えています。政策も銀行に友好的なものに変化してきており、これはリスク・プレミアムにとって良い兆候です。さらに欧州と米国（除く資源セクター）のハイ・イールド債のスプレッド水準は同水準となっており、グローバルなアプローチを取っていれば、欧州市場のここ数年の並外れたリターンによる恩恵を受けることが出来ました。

グローバルな分散に加えて、レバレッジド・ファイナンスの投資において、どの資本構造に投資を行うかを選択する能力が重要であると考えています。投資機会と価格評価面で魅力があると考えた際に、相対価値分析を行い、担保付ローンに投資を行う能力があることが鍵であると見ています。クレジット・サイクルの後期に位置し、価格評価は割高になってきていることから、資本構造の点からディフェンシブにインカム収入が得られる方策を持つておくことは重要です。さらに、レバレッジド・ローンを持つ変動金利の特性は、金利上昇や中央銀行の姿勢の変化に対するヘッジとして機能すると考えています。中央銀行の金融政策が「通常の状態」に移行する中で、この変動金利の重要性は高まっていると見ています。

Q. 一人の投資家として来年の見通しについて教えてください。

A. 米国経済はクレジット・サイクルのかなり後期にあると見られます。しかし、現段階では、売上げ及び収益の悪化が数四半期に亘って続いているにもかかわらず、過度に企業のファンダメンタルズを心配するような事態には至っていません。こうした背景を、非常に良好な需給面と重ねて考えて見ると、米国ハイ・イールド債市場のスプレッド水準はかなり縮小した水準にあるものの、現在の水準は概して適性水準にあると言えますが、わずかのミスも許されない状況であると考えています。

リスクについては、米大統領選挙やイタリアの国民投票など、政治面での不透明感が年末にかけて市場を左右する材料になると共に、FRB及びECBによる将来の金利予想にも注目が集まります。欧州では、需給面は非常に強く下支えられており、価格評価面は割高になって来ている兆しが見られますが、クレジット・サイクルは初期段階にあり、ファンダメンタルズは良好です。しかし、現在の利回り水準はほとんどダウンサイド・プロテクションを提供していないことから、ボトムアップによる銘柄選択が非常に重要となる局面にあると考えています。

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

■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手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーゼン債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマーゼン債オポチュニティ戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、エマーゼン社債アルファ戦略：年率 2.00%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ハイ・イールド債戦略：年率 0.85%（税抜き）、グローバル高利回りアンコンストレインド戦略：年率 1.1%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、ローン戦略：年率 1.1%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.40%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.85%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.2%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、イベント・ドリブン・クレジット戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90%（税抜き）、ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）

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。

その他、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は、弊社担当者にお問い合わせをいただき、契約締結前交付書面をご覧ください。

■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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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、資料作成時点（2016年10月11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。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。

無登録の信用格付業者による格付けについて

（信用格付業者の登録の意義等）

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

また、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

（信用格付業者について）

お客様にご提示しております本件資料では、スタンダード&プアーズ（S&P）、ムーディーズ並びにフィッチが行った格付けを基にした情報の記載を行っております。これらについては、グループ内の一部が本邦金融商品取引法における登録信用格付業者に該当していますが、それ以外のグループ法人は、同法に基づく登録を行っていない業者（「無登録信用格付業者」）に該当します。

以下では、金融商品取引法により求められるこれらの法人に関するご説明を記載いたしますので、ご確認くださいようお願い申し上げます。

（スタンダード&プアーズ）

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：
スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

格付業者グループが使用する呼称：
S&Pグローバル・レーティング（S&P Global Ratings）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：
スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（www.standardandpoors.co.jp/unregistered）に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界：
上述のスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ中の「無登録格付け情報」（www.standardandpoors.co.jp/unregistered）では、「格付の前提・意義・限界」として下記の説明が掲載されています（平成28年10月11日現在）。
当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

記

S&Pグローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pグローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pグローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

以上

(ムーディーズ)

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：
ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

格付業者グループが使用する呼称：
ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：
ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（<http://www.moodys.co.jp>）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界：
上述のムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」では、「信用格付の前提、意義及び限界」として下記の説明が掲載されています（平成28年10月11日現在）。
当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

記

ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下、「ムーディーズ」という。）の信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

以上

(フィッチ)

登録を行っているグループ信用格付業者の名称及び登録番号：
フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

格付業者グループが使用する呼称：
フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法：
フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（フィッチ日本語ホームページ（<http://www.fitchratings.co.jp>）の「規制関連」をクリックした後に表示されるページ）にある「格付方針等の概要」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界：
上述のフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページにある「規制関連」欄の「格付方針等の概要」では、「信用格付の前提、意義及び限界について」として下記の説明が掲載されています（平成28年10月11日現在）。
当該説明の正確性・完全性については、当社が保証するものではありませんが、当社としては、情報源として信頼できるものと判断しております。詳しくはフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

記

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

以上

以上