

## ハイ・イールド債市場；掘り下げて見てみる

最近はやや揺らぎがみられるものの、ハイ・イールド債市場は一見すると、比較的磐石のように思えます。しかし、より掘り下げていくと、ハイ・イールド債市場全体が、見た目の数字ほど堅調なわけではないことがわかります。

### インサイト



リチャード・カザノフ  
ポートフォリオ・マネジャー

### 表面上の姿

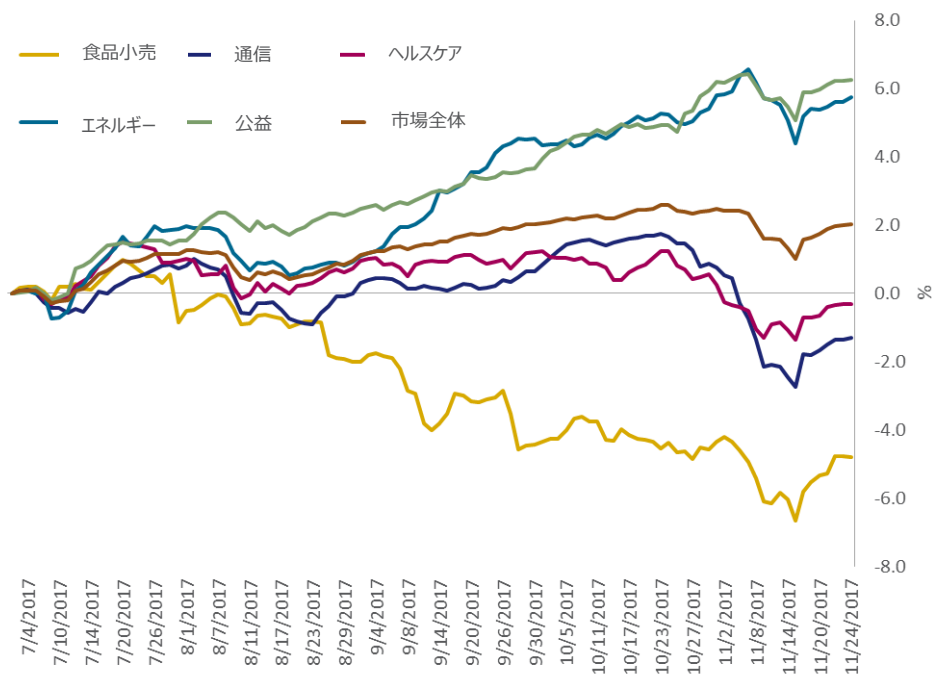
まず事実から見てみましょう。米国ハイ・イールド債のデフォルト率は今年大幅に低下し、JPモルガンのデータによれば、足元では過去一年の加重デフォルト率は1.2%となっています(2017年10月末のデータ)。また、ICE BoAメリルリンチのインデックスで見ると、米国及び欧州ハイ・イールド債市場の年初来のリターンは7.0%前後となっています(2017年11月末時点)。株式市場はさらに堅調な数字を叩き出しており、NASDAQは年初来で27%超の上昇(2017年11月末時点)となっています。そして、グローバル経済の成長率は今年の中頃に+3.7%という水準をつけ、リスク資産の下支えとなっているように見えます。ハイ・イールド債市場も全てが順調であったと見ることは許されることでしょう。

表面上はこの見方に賛同します。良好な経済環境は収益と利益の改善につながり、ハイ・イールド企業がバランス・シートの財務レバレッジを縮小することを助けています。インフレは比較的落ちついており、企業は合理的に行動をしており、債務の借り換えを行っている一方、心配の種となるような積極的な借入れの動きは限定的です。米欧とも資金の調達が行いやすい環境であることから、デフォルト率がすぐに上昇していくような要因は見られません。

### 水面下の様子

最近のボラティリティの高まりは、見かけ上の数字が示すほどハイ・イールド債市場全体が堅調ではないというタイムリーな合図となりました。年初来、市場全体は堅調に推移していますが、米国ハイ・イールド債市場のセクターごとのリターン差は目を見張るものがあります。中でも最近の小売及び通信セクターの下落は目立っています。

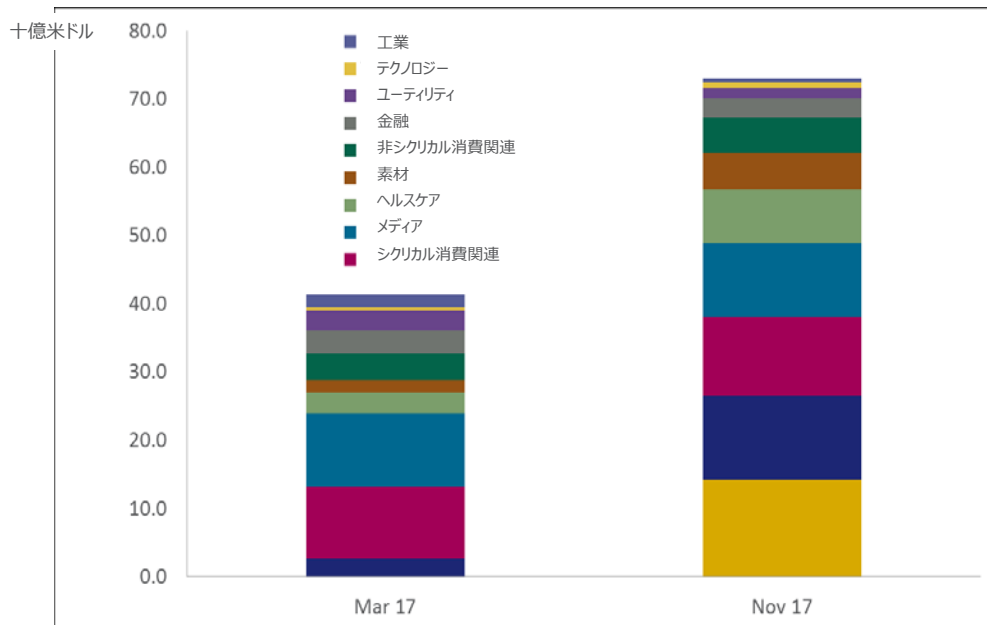
米国ハイ・イールド債の2017年6月末以降のセクターごとのリターン



出所：ICE BoA Merrill Lynch、2017年11月27日

さらに興味深いのは、パフォーマンスが冴えないセクターはこれだけではないことです。次図では、米国ハイ・イールド債のなかで1000bps以上のスプレッドで取引されている、いわゆるディストレスト債の金額を示しています。ここから分かることはこの8ヶ月間で、市場のスプレッドは縮小しているにもかかわらず、ディストレスト債の金額は倍増していることです。

米国ハイ・イールド債で1000bps以上で取引されているディストレスト債の金額

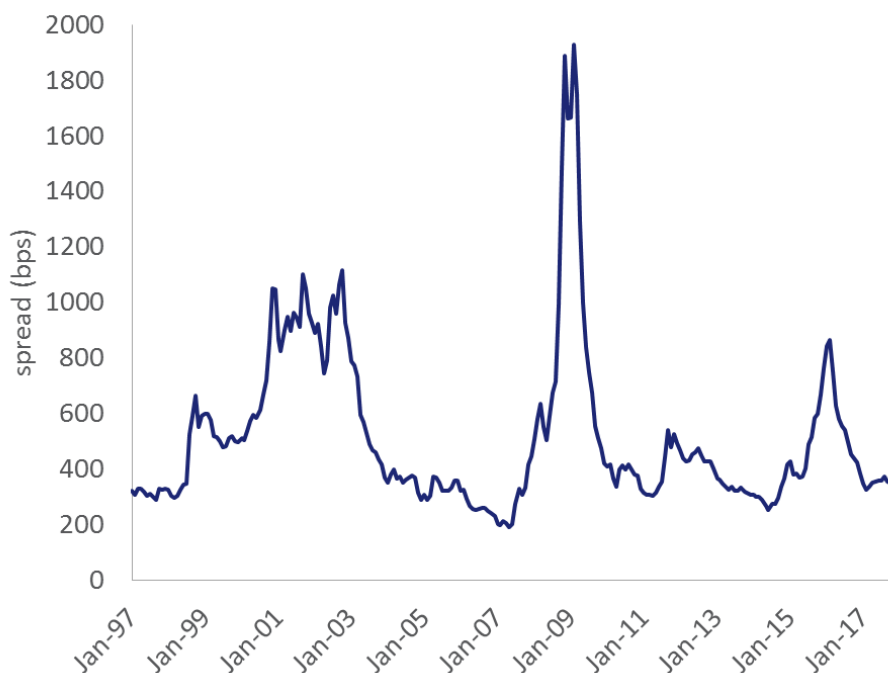


出所：モルガン・スタンレー、2017年11月17日

スプレッドがかなり拡大した水準で取引されている債券が大幅に増えたこと以外にも、この図にはかなりのセクターが含まれていることが読み取れます。ディストレスト債市場のほとんどを商品セクターが占めていた2016年とは対照的に、足元では様々なセクターでディストレスト水準の銘柄が見られ、多くの産業（メディア、ヘルスケア、エネルギーに加えて、より構造的な問題を抱える通信や小売セクターも）にわたって根本的な問題を抱えていることを反映していると考えています。これは投資適格債市場よりもハイ・イールド債市場でずっと顕著に現れています。

絶対的な金額という点では、米国ハイ・イールド債市場の規模を考えると、ディストレスト債の800億米ドルという金額は大したものではないかもしれませんが、重要だと考えているのは、この傾向であり、クレジット・サイクルが終わりに近づいている早期の兆しと捉えることが出来るかもしれません。現時点では、これは一般的な市場のスプレッドには現れていません。

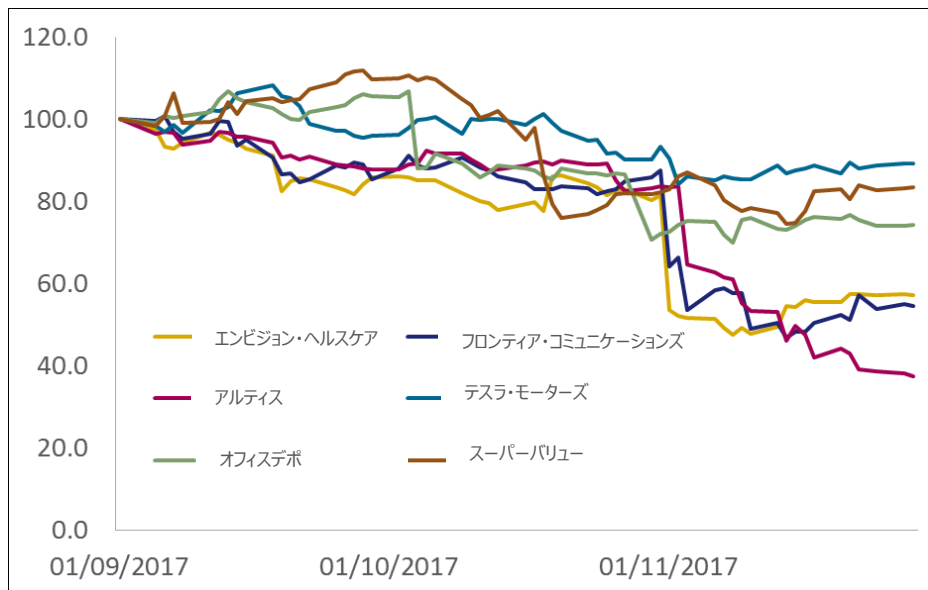
米国ハイ・イールド債銘柄間のスプレッド差；スプレッド水準の上位50%と下位50%のスプレッド差



出所：ICE BoAメリルリンチ、2017年11月16日

ハイ・イールド債市場で見られ始めている圧力は、個別銘柄レベルでも確認することが出来ます。株式市場は史上最高値を更新するなかでも、代表的な米国ハイ・イールド企業の最近の株価の動きを見ると、下落をしている銘柄があることが確認できます。すべての企業が安定していたり、上昇トレンドにあるわけではありません。

米国ハイ・イールド企業の株価の動き（2017年9月1日を100として指数化）



出所：ブルームバーグ、2017年11月27日

セクター間の差別化に加え、株価の大幅な調整は水面下で何が起きているかを知るために好例であると考えています。水面下では、クレジット・サイクルが進み、個別セクター特有の問題が発生する中で、個別セクター間のパフォーマンスに大きな差異が見られ、個別銘柄レベルでも同様の動きが見られているのです。

クレジット・サイクルの中盤期における調整局面では、個別の差異はやがて縮小するという「平均回帰」型のアプローチを取ることが有益でしょうが、クレジット・サイクルの後期において、こうしたアプローチは上手く機能しないでしょう。

差異が広がり、市場の差別化が進む中で、市場全体を買う、という方法は賢明ではなく、最終的に個別リスクはそれほど個別のものではなく、全体も同じ動きになると考えています。市場全体がまだ比較的良好な状態にあることから、全体の大幅下落という見通しを現段階では持っていませんが、リターンを最大化し、元本毀損を防ぎ、スプレッド水準がさほどワイドではない中でそれを最大限活用するには、セクター及び銘柄選択が非常に重要になっていることは明らかでしょう。

再びアクティブ運用が日の目を浴びそうです。

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

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

#### ■手数料等

当社の提供する投資一任業務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。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（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。

この他、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くか、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（2017年12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。