

## ハイ・イールド債：アップデート

米国クレジット債チームのシニア・ポートフォリオ・マネージャーであるアンドrez・スキーバが、コロナ危機後のパフォーマンスや利回りの見通し、2020年後半に向けた投資環境についての考えをお伝えします。

ハイ・イールド債は通常、市場危機後に力強いリターンを提供するとされています。それはなぜでしょうか。また、今回のコロナ危機においてもそのことが言えるでしょうか。

ハイ・イールド（HY）債市場を構成する銘柄が（デフォルト・リスクが高いことも含めて）潜在的に高リスクであることから、市場の下落局面において、HY債市場では一般的に最も大幅な調整に見舞われやすいです。同様に、その後市場が回復する局面では、市場の警戒感が後退する中、HYは通常最も大幅に上昇しやすい資産クラスとなります。

今年に入ってからグローバルHY債の代表的な指数の動きを見てみると、2月の高値から3月に20%超下落しました。同時期の投資適格（IG）債の下落幅は10%台前半です。その後3月の底値から、HY債は25%近く回復し、IG債は20%近く上昇しています。

反発時の上昇幅により大きな差があっても不思議ではないのでは、とのご指摘もあるかもしれませんが、IG債のパフォーマンスは、国債利回りの低下や、多くの中央銀行による債券購入プログラムによる直接的な恩恵を受けたと言えるでしょう。

足元のバリュエーションを見てみると、スプレッドは依然として年初の水準よりもワイドですが、「危機的な」水準にあった3月の水準と比較すると大幅に落ち着いています。

歴史は繰り返すと言いますが、新型コロナウイルスの感染拡大の第2波や、その他の市場変動要因によって、この秋に再び市場が急落する局面があれば、その下落幅はより軽微なものになると予想しています。財政及び金融政策担当者が、既に盤石な市場の下支えを設置したと言えるからです。更に、春の間に見られた力強い市場の反発を経て、投資家は無差別的に債券を手放す前に再考する可能性が高いと言えるでしょう。

HY債のスプレッドはコロナ危機下でどのような動きをしましたか。またそのような動きの主因としては何が挙げられますか。

グローバルHY債の代表的な指数（the ICE Bank of America Global HY index）のスプレッドは、今年2月の最もタイトな水準で367bpsをつけていました。その後3月後半の最も拡大した局面では1094bpsまで拡大し、足元では535bpsまで縮小しています（2020年8月6日時点）。

当初のスプレッド急拡大の背景として、以下3つの主因が挙げられます。

1. グローバル金融危機以降で最も深刻なリセッション入りを踏まえた、デフォルト見通しの大幅な上昇
2. IG債市場からHY債指数へのフォーリン・エンジェル銘柄の大量流入に対する懸念
3. 市場流動性及び取引量の大幅な低下が招いた価格下落幅の拡大

さらに、その後のスプレッド縮小は、以下4つの要因が主導したと考えています。

1. 市場の安定化及び正常化を促すためにグローバルで展開された巨額の金融及び財政支援策
2. フォーリン・エンジェルが当初の予想を下回る規模に留まったこと（市場参加者は5,000億米ドル規模を予想していたものの、2,000～2,500億米ドル程度に留まる模様）。またこれらのフォーリン・エンジェルが米連邦準備制度理事会（FRB）の債券購入プログラムの対象となったことにより、IGからHYへのスムーズな以降が促されるとの見方
3. 医学的進歩が当初の予想よりも早い段階でのワクチンや治療薬の普及を促し、リセッションの短期化や、大規模なロックダウン回避につながるの見方



アンドrez・スキーバ  
米国クレジット債ヘッド

2020年8月

新規発行による供給が徐々に減り、IGからHY市場に参入する銘柄も減る一方、資産クラスには資金流入が見込まれることなどから、需給面も改善していると考えています

4. 投資家が過去そのような水準でHY債に投資した場合に損をしたことがないというエントリー・レベルと、ゼロ金利環境によってグローバルの貯蓄マネーを高利回り債へと向かわせたこと（すなわちHY債市場への資金流入）

#### HY債への投資は依然として魅力的ですか。

はい、ブルーベイではHY債には依然として投資妙味があると考えています。ブルーベイでは、医学的な進歩や、経済が徐々に「ノーマル」な状態に回帰していくことで、デフォルト見通しが低下することが主因となり、スプレッドが今後更に正常化していくことを基本シナリオとしています。さらに、新規発行による供給が徐々に減り、IGからHY市場に参入する銘柄も減る一方、資産クラスには資金流入が見込まれることなどから、需給面も改善していると考えています。

#### HY債市場では、どの程度の利回り水準が見込めますか。

過去の水準と照らして、6%程度の直接利回りは特段魅力的に映らないかもしれませんが、主要中銀の政策金利がゼロもしくはゼロ未満であるとともに、そのような状況が今後も数年間続く可能性があることを踏まえれば、6%という水準も悪くはないと言えるでしょう。さらに、スプレッドは今後数ヶ月間で50-100bps近く縮小する可能性があると考えています。3月初旬の拡大幅からするとわずかな回復でしかないかもしれませんが、過去の水準と比較すると十分に妥当であると言えるでしょう。

#### デフォルト率上昇の深刻なリスクはありますか。目先、その他にどのようなリスク要因がありますか。

ブルーベイでは、デフォルト率が米国では1桁台後半に、欧州では5%近い水準に上昇すると予想しています。いずれも、コロナ前の2%台及び1%前半と比較すると大幅な上昇であると言えるでしょう。

しかし、過去数ヶ月間において、以下の3つを主な要因として、デフォルト率の見通しは落ち着いてきました。

1. 流動性問題に直面する発行体が、様々な政府支援プログラムによって救済されたこと。また、コロナ関連のキャッシュフロー危機に陥っていながらも、持続可能な事業モデルを有する企業に対して市場が信用供与を広げたこと
2. エコノミストの多くが、深刻ながらも、当初予想したほど深刻ではないリセッションを予想し始めたこと
3. 発行体は、コスト削減、キャッシュフローの焦げ付きの抑制、償還を迎える債務返済への対処、について高い能力を見せました。この点に関しては、一部のセクターがその他よりも健闘したと言えるでしょう。例えば米エネルギーセクターでは、これまでにデフォルト率が20%を超えました。多くのエネルギー銘柄にとって、1バレル40米ドル台の原油価格は単純に低すぎたと言えるでしょう。予想を下回る生産量や掘削効率、プラスのキャッシュフロー創出が困難であること、株価収益率の低下、バランスシート上の債務が大きすぎるなどが全て重なり、エネルギーセクターにとっては最悪の事態となりました。

その他のリスク要因として、新型コロナウイルス感染拡大の第2波や、(ワクチンや治療薬など)医学の進展の遅れなどに関連した明確なリスクを除いては、米国の政治的リスクの高まりが挙げられるでしょう。足元では、今回の選挙戦において初めて、民主党が大統領選及び議会選で完全勝利を収める可能性が出てきました。その結果、政策は大幅に左寄りとなる可能性があり、法人税に加え、金融機関や製薬会社、エネルギー、その他のセクターへの規制に大幅な変更が加えられる可能性があります。これらの中にはポジティブなものも含まれるかもしれませんが、多くが市場に非友好的となる可能性があるでしょう。

中国との関係もリスク要因として頻繁に挙げられます。ただしブルーベイでは、ここ最近の言動の先鋭化はむしろ、米国で予定されている選挙や中国国内の問題に関連したもので、経済的なダメージにつながるというよりは、政治的な領域に留まって燻り続けるものであると予想しています。

**最も魅力的な投資機会はどこにあるとみていますか。また、投資を避けるべき発行体があれば教えてください。**

足元では、欧州やエマージングの資産に対して、米国資産をやや選好しています。その主な理由は、より流動性に富んでいることや財政及び金融支援策の規模が大きいこと、さらにグローバルの貯蓄マネーの向かう先として米ドル建て資産が選好されていることなどです。

また、パンデミックによる影響を軽微に抑えられ、キャッシュフロー創出能力に富んだ非シクリカルセクターの銘柄を選好しています。通信・メディア・テクノロジー（TMT）や食品会社、発電会社などがその一例です。ただし、そのような選好をしているのはブルーベイのみではないことも認識しています。したがって、よりパンデミックの影響を直接的に受けるセクターにおいても、「持つもの」と「持たざるもの」を区別することで、厳選して投資機会を探ることが重要であると考えています。

ブルーベイでは、足元で一時的に停滞が見られているとしても、中長期的に持続可能な事業モデルを有する発行体及びセクターが、投資評価に最も適切であると考えています。しかし、目先に多くの不確実性が存在する中、資本構造において弁済順位の高い投資対象を通じて、エクスポージャーを取ることを選好しており、構造的に弁済順位が劣後する資産については投資を手控えることを意識しています。

また、パンデミック前から既に信用指標が持続不可能となっていた発行体や、大幅にマイナスのキャッシュフローを避けられない発行体、また消費者の嗜好の変化により、コロナ後の世界では機能しない可能性のある事業モデルを有する発行体については、投資を手控えていく方針です。

## ディスクレームー

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に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーキング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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詳しくは、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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、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、当社の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。

以上