

ハイイールド債のクレジットについて

- 過去から見るバリュエーションとリターン

デイビッド・ライリー

パートナー、チーフ・インベストメント・ストラテジスト

2020年3月24日

●新型コロナウイルスのパンデミックによるグローバル経済への外的ショックによって、成長に敏感なリスク資産に破壊的で痛みを伴う価格下落がもたらされています。新型コロナウイルスが制御され、景気後退からの回復への道筋が見えるまでの間は、金融市場では極端なボラティリティが見られ、リスクの高い資産に大きな影響を及ぼすこととなりそうです。

●異常なまでの不透明感、ボラティリティの高さ、現金への逃避といったことが現在、資産価格変動の主な要因となり、バリュエーションとファンダメンタルズに大きな影響を与えています。しかしヒストリカルで見ると、ハイイールド債のスプレッドと価格は、今後のプラス・リターンを想定できるような水準となってきています。

●政府と中央銀行は、COVID-19を封じ込める政策からの大きな経済損失を抑えるために、一段の異例介入をほとんど毎日のように発表しています。これがうまく成功すれば、以前のリセッションよりも企業のデフォルトの増加は少なく、その後の景気回復と資産価格の反発は早いでしょう。

●スプレッドからは、米国ハイイールド債の年間デフォルト率（エネルギー企業を除く）が約13%、ユーロ・ハイイールド債の年間デフォルト率が約11%になることを織り込んだ状態にあると試算しています。これは世界金融危機時の年間デフォルト率のピークにほぼ匹敵します。

2月下旬以降に金融市場で見られた成長に敏感なリスク資産の下落とボラティリティの高まりは、そのペースと規模において、前例のないものとなっています。COVID-19のパンデミックによる経済および金融面への影響とウイルス拡大と犠牲を防ごうとする政策によって、金融市場は大きく左右されています。

世界の主要経済はリセッションの瀬戸際にあり、リセッションの深さと期間はかなり不透明な状況です。投資家が一斉にポートフォリオのリスクを削減しようとしているため、クレジット市場と金融市場には、流動性の低下と大幅な下落が全体として起きています。

投資家がデフォルト・リスクを把握することができて、リスクを取りたい投資家にリスク移転がほぼ終わってはじめて、クレジット市場は安定するだろうと考えています。

現在、クレジット市場のファンダメンタルズとバリュエーションは、コア国債とコモディティ価格を含めた市場全体のボラティリティの高まりと、投資家の要求する流動性プレミアムを前に霞んでいます。しかし、ヒストリカルで見ると、ハイイールド債のバリュエーションは現在、今後のプラス・リターンを想定できるような水準にあります。

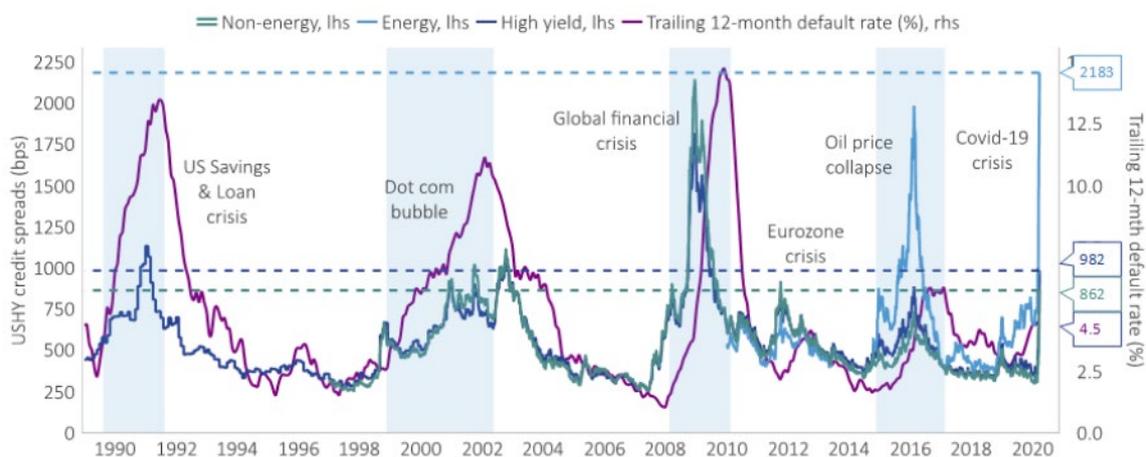
新型コロナウイルス拡散が封じ込められ、景気回復の道筋が見えてきたという確信を投資家が持てれば、バリュエーションとファンダメンタルズが資産パフォーマンス上昇の主な牽引役となるでしょう。クレジット債の下落スピードとボラティリティの高さの主な原因は外的なもの-すなわち、COVID-19の拡散と原油価格の崩壊です。2008年から2009年の世界金融危機のように、危機を特徴付ける過剰レバレッジと金融面での不均衡解消が原因ではないでしょう。

政府と中央銀行がこれまでに発表した異例の政策措置に注目が集まる中で、パンデミックによる大きな経済損失を抑制することに成功すれば、経済回復と市場の反発は、以前のリセッションやデフォルト・サイクルと比較して早くなるはずだと考えています。

ハイイールド債のスプレッドと織り込まれているデフォルト率

企業のデフォルトから予想される損失と、リターンの不透明感、ボラティリティが高いことを補うために、「無リスクである」国債に対する社債の追加利回り、あるいはスプレッドを投資家は一般的に求めます。デフォルト・リスクが最も高い（投資適格未満債である）ハイイールド社債のスプレッドは現在、過去最大水準の大きさにあります。しかし、以前の危機時とは対照的に、スプレッド拡大のペースは数ヶ月ではなく、数週間で起きています。

図1：米国ハイイールド債のスプレッドとデフォルト率



出所：BofAML ICE US High Yield index (HOAO); US High Yield excluding energy, metals& mining(HXNM); US High Yield energy (HOEN); 青影の箇所はムーディーズのデフォルト・サイクル指標で、長期平均（4.3%）を超える12か月後のデフォルト率となった四半期を示す。2020年3月20日現在。

市場全体のボラティリティの高まり、大幅な下落、流動性プレミアムの上昇によって、グローバル・ハイイールド債市場のデフォルト率に関して「何が織り込まれているのか」という分析はどのようなものであれ、必然的に暫定的なものにならざるを得ません。この点を注意しながらも、図2からは、5年間の累積デフォルト率（1981年以降のS&Pのデフォルト率）が過去最も高かった時に織り込まれていた（デフォルトと回収後の）予想損失よりも、今のスプレッドは大きな予想損失を織り込んだ水準にあります。

米国ハイイールド市場ではエネルギー企業のスプレッドが急激に拡大していますが、先月、世界の原油価格が半分になるという更なるショックを反映したと言えます。エネルギー企業のスプレッドは、2015～16年に原油価格が暴落し、エネルギー企業のデフォルト率が24%に上昇した時と比較してもワイドであることが、BofAMLのデータからは見えてきます（但し、来年にかけて同程度のデフォルト率になる可能性が高いと考えています）。

投資適格社債で投資適格未滿に格下げされるもの、いわゆる「フォーリン・エンジェル」の急増について、米国ハイイールド債市場がそれを吸収しなければならぬことも、投資家には強い懸念となっています。

投資適格の最低ランクである「BBB」に格付けされた企業は、総計で約3兆米ドルの債務残高を抱えています。格下げが相次ぐ厳しい環境になれば、2,000～2,500億米ドルの投資適格債が1.2兆米ドルの市場規模のハイイールド債市場に分類される可能性があります。

クレジット債の投資家にとって、フォーリン・エンジェル急増のリスクは更なる不透明材料ですが、S&Pグローバルマーケット・インテリジェンス・データに基づくと、ハイイールド債への比率としては対処可能な水準で、過去のクレジットサイクルとおおよそ同水準にあると考えています。

図2：予想損失と米国およびユーロのハイイールド債スプレッド

Rating	Latest Current spread	Spread implied 5yr default prob for given recovery rate:			Actual 5yr default rate		Rating	Required spread for default (40% recovery):			Current spread vs required spread	
		0%	20%	40%	Worst	Average		Worst	Average	Worst	Average	
BB	781	32.3%	38.6%	47.8%	17.3%	8.2%	BB	228	103	553	678	
B	1025	40.1%	47.3%	57.4%	38.4%	19.7%	B	581	263	443	761	
CCC	1812	59.6%	67.8%	77.9%	72.5%	51.5%	CCC	1,549	868	263	944	
USHY	1013	39.7%	46.9%	57.0%	30.9%	17.2%	USHY	444	226	569	786	
BB	651	27.8%	33.4%	41.9%	27.3%	5.4%	BB	383	67	269	585	
B	651	27.8%	33.4%	41.9%	47.6%	14.2%	B	776	184	-124	467	
CCC	1812	59.6%	67.8%	77.9%	75.0%	40.2%	CCC	1,664	617	149	1,195	
EHY	889	35.9%	42.6%	52.3%	38.8%	12.0%	EHY	589	153	300	736	

注）：S&P 平均および最低累積デフォルト率（5年間）、1983～2017年。

出所：ブルームバーグ・バークレイズのハイイールド債と投資適格社債指数からの格付けによるスプレッド。

S&P、BlueBay Asset Managementによる試算。2020年3月19日現在。

しかしスプレッドには、時間と共に大きく変化する予想損失（デフォルト後の回収率）以上の補償として投資家が求める、「信用リスク・プレミアム」も含まれています。米国ハイイールド債（USHY）の信用リスク・プレミアム（CRP）は平均して約250bpsで、ユーロ・ハイイールド債のCRPも同様です。

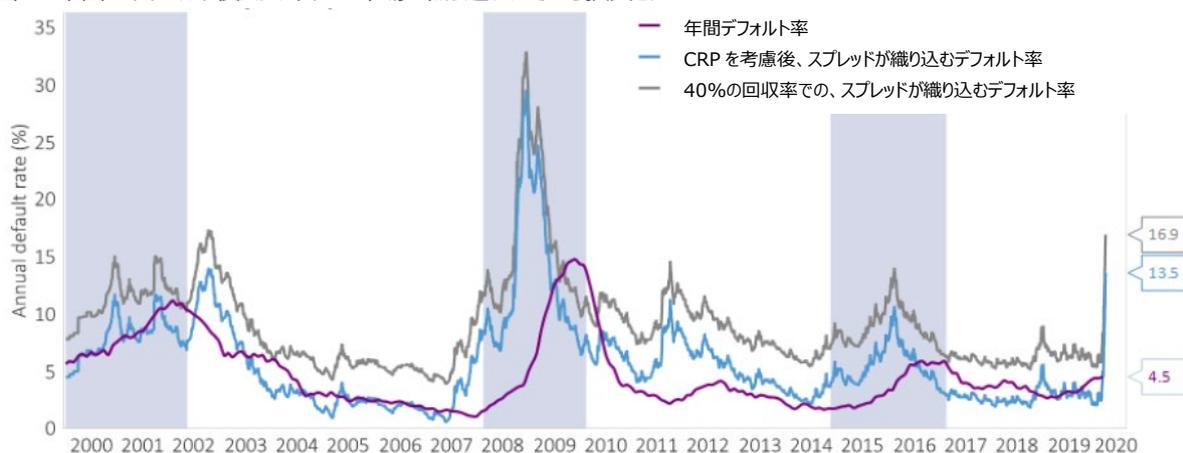
デフォルト率が今後安定すると予想の下で、ボラティリティが低い環境ではCRPは低い水準にあります。しかし、

世界金融危機とユーロ危機の際には1,000bpsを超えていたと推定しています。

平均CRPを用いると、現在市場が織り込んでいる1年後のデフォルト率は米国ハイールド債で13%、ユーロ・ハイールド債で11%となり、世界金融危機時を連想するような年間デフォルト率に近い水準です（図3参照）。

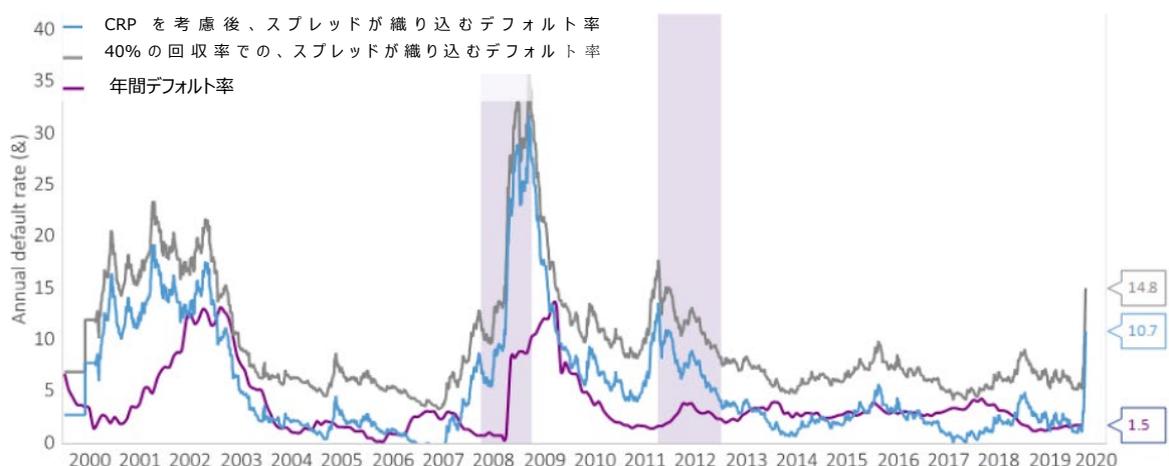
世界経済の短期的な見通しには高い不透明感があるものの、家計と企業向けの財政支援と流動性対策によって、世界金融危機時のデフォルト率以下の水準になるだろう、と現時点では考えています。

図3：米国ハイールド債スプレッド - 市場に織り込まれている損失とデフォルト率



注) CRPとは信用リスク・プレミアム。CRPは予想損失（デフォルト額面×回収率）の埋め合わせ以上のスプレッドであり、250bpsと想定。出所：Bloomberg Barclays US High Yield index; 青影の箇所はムーディーズのデフォルト・サイクル指標で、長期平均（4.3%）を超える12か月後のデフォルト率となった四半期を示す。2020年3月20日現在。

図4：ユーロ・ハイールド債スプレッド - 予想損失とデフォルト率の見積もり



注) CRPとは信用リスク・プレミアム。CRPは予想損失（デフォルト額面×回収率）の埋め合わせ以上のスプレッドであり、250bpsと想定。出所：Bloomberg Barclays Euro High Yield index; 紫影の箇所は、欧州経済政策研究センター（CEPR）がユーロ圏のリセッションとした期間を示す。2020年3月20日現在。

バリュエーションと想定されるリターン

意外なことではありませんが、スプレッドが広がり、債券価格が低下すればするほど、その後に投資家が得られる潜在的なリターンが高くなるのが過去の例から分かります。図5と図6では、ブルームバーグ・バークレイズの米国ハイールド債（除くエネルギー）インデックスとユーロ・ハイールド債インデックスについて、それぞれのスプレッドが800bpsを超えた後の1、2、3年後のリターンを示しています（極端なスプレッド拡大によって、米国ハイールド債インデックスのスプレッド全体を歪めてしまうことから、エネルギー企業を除外しています）。

「ヒット率」とは、800bpsを超えるスプレッドになった時点からの期間で年率のリターンがプラスになった比率を表しています。例えば、米国ハイールド債(除くエネルギー) インデックスのスプレッドで800bpsを超えたのは、26年間のうち31か月のみです。3年間の年率リターンはいずれの地点からでもプラスとなっていますので、ヒット率は100%ということになります。

図5：スプレッドが750bpsを超えた後の米国ハイールド債（除くエネルギー）インデックスの年率リターン

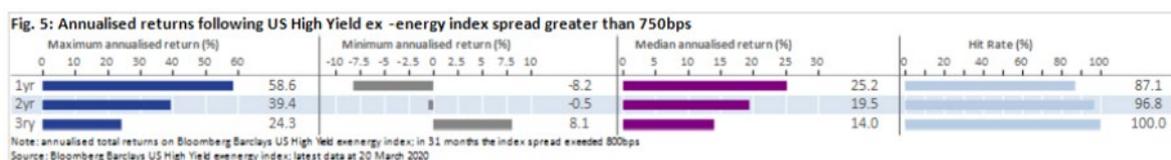
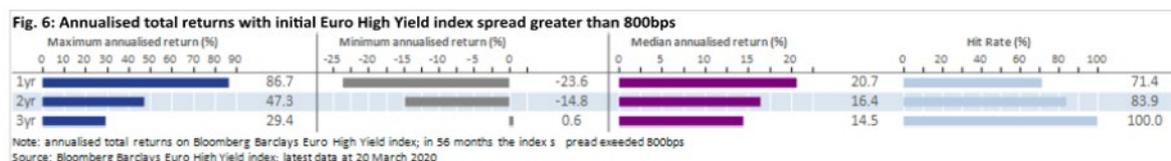
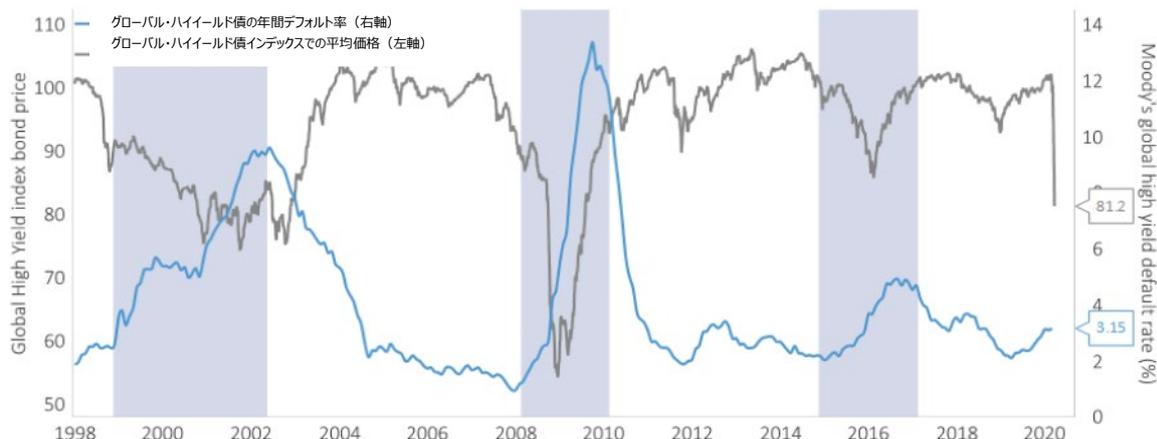


図6：スプレッドが800bpsを超えた後のユーロ・ハイールド債インデックスの年率リターン



グローバル・ハイールド債インデックスの平均価格（BofAM グローバル・ハイールド・コンストレインド・インデックスのデータに基づく）は、2月20日に付けた最高値から20%以上も下落しています。インデックスの平均債券価格で81ポイントという現状の水準は、リセッションやデフォルト・サイクル中にこれまで見られたのみです。但し、世界金融危機のピークでは50台半ばという水準にまで下落しています。

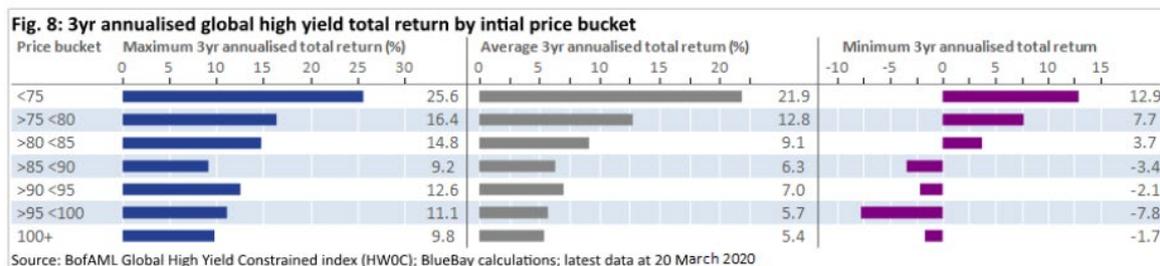
図7：BofAMLグローバル・ハイールド・コンストレインド債券指数の価格



注) 青影の箇所はムーディーズのデフォルト・サイクル指標で、長期平均（4.3%）を超える 12 か月後のデフォルト率となった四半期を示す。
 出所：BofAML Global High Yield Constrained index での平均債券価格、2020年3月20日現在。ムーディーズのグローバル・ハイールド債 12 か月移動平均のデフォルト率、2020年2月現在。

グローバル・ハイールド債インデックスの3年間でのリターン(年率換算)は、1998年のインデックス算出開始以来常にプラスで、1998年の平均債券価格は80～85ポイントの範囲にありました(図8参照)。リーマン・ブラザーズ破綻後に平均債券価格が急激に下落した時でも、インデックスは3年間の年率換算でプラス・リターンでした。

図8：グローバル・ハイールド債のトータル・リターン（3年間の年率換算）、新規発行価格バケットによる



このリターンには、同じような満期の国債の価格と利回りの変動による損益も含まれます。クレジット部分のリターン、すなわち無リスク債に対する超過リターンだけに注目すると、債券価格の平均が80～85ポイントの範囲に下落した際、投資期間（3年間）における平均年間超過リターンは2.3%です。当初の債券価格が低い場合でも、超過リターンがマイナスとなった例もあります。ただし、グローバル・ハイールド債インデックスでの債券価格の平均が80ポイント未満、つまり現在の価格である81ポイントを少し下回った際には、超過リターンは大幅に改善されます。

図 9：グローバル・ハイールド債の超過リターン（3年間の年率換算）、計算開始時の平均価格による分類



まとめ

新型コロナウイルスのパンデミックにより、何よりもまず、グローバルで公衆衛生上の危機が起きています。悲劇的な人命の犠牲と感染症を最小限に抑えるために、政策当局と市民が適切に対処しなければなりません。

しかし、パンデミックとそれが人の健康に与える影響を最小限に抑えるための政策は、世界経済と金融市場にネガティブな外的ショックを与えるものでもあります。金融市場全体でのボラティリティの急上昇は、経済悪化の長さや深刻さ、それに伴うデフォルト・リスクの上昇に関する不透明感を表しています。

企業のデフォルト率が急上昇する可能性に対して、現在のスプレッドの水準はそれを十分に補えるレベルと考えています。政府と中央銀行が現在実施しようとしている異例の支援策によって、デフォルト率は世界金融危機時の水準を下回りそうだと考えています。

急落による底値のタイミングをはかることは容易ではありません。パンデミックが効果的に抑制され、通常の経済活動への復帰が視野に入るまでは、ボラティリティの高い状況は続き、すでに「安い」資産がさらに「安価」になる可能性があります。しかし、ハイールド債の将来リターンに関する分析では、現在のバリュエーションは投資家にとって有利な水準に向いている、と私たちは考えています。

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

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

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマーシング短期総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマーシング債アンコンストレイント戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略：年率 0.75%（税抜）

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。

以上