

理にかなった反発

中央銀行の政策、原油価格の影響、デフォルト率の上昇への対応といった観点からハイ・イールド債市場を見ていきます。

4月の市場の振り返り

4月のハイライトは、リスク資産の回復ペースの速さでしょう。特に安心したことは、その反発が理にかなったものであった点で、高格付け銘柄がそうではない脆弱な銘柄をアウトパフォーマンスしました。

一方で、流動性は厳しい状況が続きました。3月よりは改善したものの、それは市場が注視する一部の発行体に限ったことでした。さらに、デフォルトはかなりの増加が見られました。4月のデフォルト数はこの10年間で月間で最多となり、このトレンドは続くことが予想されます。

3週間に亘る上昇をもたらした要因とそれが終わってしまった理由

4月に3週に亘って市場に上昇をもたらした要因は、積極的な財政及び金融政策であったと考えています。さらに、韓国及び中国が新型コロナウイルスの封じ込めに成功したことによって市場は押し上げられました。この結果、新型コロナウイルスの感染が広がる他の地域においても、経済活動が徐々に正常化に向かうとの期待感が広がりました。

この上昇に歯止めがかかった理由は新規発行の増加であると考えています。多額の起債が続く中で、投資家の中で消化不良が起きました。

中央銀行の政策がハイ・イールド債市場に与える影響

全体としてはプラス材料になると考えていますが、脆弱なハイ・イールド銘柄にとっては特効薬にはならないことは認識しておくことが重要です。

中央銀行の政策が市場をどのように支えているかを考えてみます。まず最初に、主軸となる融資プログラムは、商業銀行からの融資が難しいときに中小のハイ・イールド企業の資金調達への支援となります。

第二に、米連邦準備連邦理事会（FRB）による、プライマリー及びセカンダリー市場における7,500億米ドルの買入れには、フォーリン・エンジェル（投資適格から投資適格未満に格下げとなった銘柄）も含まれます。これは、投資適格からハイ・イールドに格下げとなることに付随するリスクを小さくするという意味で、特に重要な意味を持ちます。

2,000億から2,500億米ドルの銘柄がBBB格からハイ・イールドに格下げになると予想しており、こうした銘柄をFRBが積極的に買入れ、これらの発行体による再資金調達を手助けすることは、投資適格からハイ・イールドへの移行をスムーズに行う上で重要な役割を果たすとみています。

FRBのプライマリー及びセカンダリー市場での買入れプログラムにはETFも含まれます。一部のETFの買入れはハイ・イールド市場でも行われるため、在庫水準を抑え、取引相手をもたらすことから、需給面でのプラス材料になると考えています。

こうした政策は、フォーリン・エンジェルを中心としたハイ・イールド銘柄が直面する流動性の問題を和らげますが、債務支払い面の助けとはなりません。このことが、ハイ・イールド市場の中でも脆弱な銘柄が、こうしたプログラムによる恩恵を受ける中心にならないと考えている所以です。そのため、質の高い銘柄に投資の比重を置くことを選好しています。



アンドレス・スキーバ
パートナー
米国クレジット債ヘッド

2020年5月

最近の市場の調整を受けて、保有銘柄全体の見直しが必要だと強く考えました。

米国と欧州での新規発行の違い

4月の欧州と米国の新発債市場には、大きな違いが見られました。米国では、400億米ドルにのぼる発行が見られ、新発債市場は非常に活況となりました。この中には、BBB格銘柄で、ハイ・イールドへの格下げの可能性がかなり高い銘柄が含まれ、市場の評価もそれを織り込んだ水準となっていました。さらに、過去と比較して担保付きの発行が多く、5年が中心となるなど、年限の短い発行が目立ちました。こうした傾向は投資家のリスク回避姿勢と発行体の慎重なスタンスを反映したものであるでしょう。

米国では、プライマリー市場は非常に活況だったのですが、欧州では様子が違いました。新規発行はほとんどなく、今後数週間に亘ってこうした傾向は続く予想しています。

原油価格の下落に対する、特に米国のエネルギー関連銘柄への影響

一言で言えば、状況は厳しいでしょう。エネルギー・セクターではデフォルトの増加が見られます。原油価格がすぐに回復することは見込み難いため、このトレンドは続く予想しています。石油輸出国機構（OPEC）とロシアによる減産合意は、需要の減少を埋め合わせるには不十分であると考えています。現在の供給過多を消化出来る水準まで需要が回復するには、かなりの時間がかかると見えています。当面の間、特に米国では、貯蔵施設の限界が懸念され、さらなる原油価格の下押し圧力となるでしょう。

もう一つ、ハイ・イールドのエネルギー銘柄にとってマイナスとなる側面は、BBB格の銘柄でハイ・イールドへの格下げが予想される発行体のうち、かなりの割合がエネルギー銘柄となっていることです。これらの発行体は、大企業で資本構造上の流動性は高く、元々ハイ・イールドのエネルギー銘柄と比較してバランスシートにかなり余裕があります。

このことによって、新たにハイ・イールド格となった発行体がハイ・イールド債インデックスの構成銘柄となる中で、低格付けで規模の小さいエネルギー企業への需要は減退すると考えられます。こうした企業が資本構造を是正する能力はより制約されているため、エネルギー銘柄については慎重に見ていますが、アンダーウェイトの中であっても、高格付けの銘柄を選好するスタンスを取っています。

長期的なデフォルト見通しとそれに基づくポジション調整

米国では、デフォルト率は5%を超えましたが、さらにデフォルト率は上昇していく可能性が高いとみており、年末には二桁に達すると予想しています。そのため、ハイ・イールド債市場においてデフォルトは現実的なりスクとなっており、それに備えておかなければなりません。

最近の市場の調整を受けて、各保有銘柄の見直しが必要だと強く考えました。一、二ヶ月前には安心と思われた発行体が、今では危険にさらされているかもしれません。そのため、保有する全銘柄の見直しを行い、直面する厳しい経済環境のなかでも生き残ることが出来るかどうか、確認を行いました。その結果、4月後半から5月初旬にかけて、市場の反発を利用して多くのポジションを解消しました。全体として、企業規模が大きく、資本構造上の流動性が高い銘柄を選好しながら、現在の経済トレンドに負の影響を受けやすく、見通しが不透明でシクリカル性の強い銘柄への投資は控えています。

この厳しい環境を比較的上手く乗り越えることが出来る非シクリカル・セクターの発行体で、バランスシートが堅固な高格付け銘柄を愛好しています。

今後の見通し

資産クラスに対しては前向きに見ています。現在のスプレッド水準にあつては、一年、三年、五年のスパンで投資家が過去に損失を被ったことはほとんどありません。そのため、プラス・リターンを獲得することが出来ると考えていますが、新型コロナウィルスがグローバル経済に与える影響が徐々に顕在化するなかで、今後数四半期に亘つては、企業は厳しい業績悪化に直面するでしょう。

この厳しい環境を比較的上手く乗り越えることが出来る非シクリカル・セクターの発行体で、バランスシートが堅固な高格付け銘柄を愛好しています。現時点でブルーベイでは、ハイ・イールド債市場が提供する潜在リターンを上手く活用できるポジションを取ることが出来ていると考えています。

ディスクレマー

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） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマージング短期総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマージング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・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