

## デフォルト見通しを紐解く

季節が春に向かい、ワクチンがグローバルなムードを高めるとの期待が強まる中で、インカムを求める動きから投資家の資金はクレジット市場に向かい、高利回り資産への需要が高まっています。デフォルト率は抑えられた水準で、需要は積み上がり、金融政策が市場の下支えとなる中、当資産クラスに対して前向きな見方をしており、2021年も底堅い資金流入が期待できると考えています。

### ポイント

- 2020年にデフォルトしたのは、何年にも亘って苦境にあった小売やエネルギー・セクターの銘柄が中心となりました。その他のセクターのデフォルトは通常の年と比較して、わずかな増加に留まりました。
- 新たなデフォルト・サイクルへの突入は想定していません。厳しい流動性危機の可能性は政策当局によって回避されました。
- 2021年のデフォルト水準は、3.0~3.5%という5年平均程度になるのではないかと見ています。
- 政府の政策プログラムによって財政赤字が拡大する代わりに、企業及び家計セクターの債務支払いに対するストレスが軽減されました。
- ハイ・イールド債及びローン市場に対しては前向きな見通しを持っています。大きなベントアップ需要と支援的な金融政策によって、経済成長はワクチン普及とともに回復すると予想しています。ほとんどのセクターは、流動性の高い、十分な資本を持つ銘柄で構成されています。
- しかし、潜在リターンとして、2020年後半ほどの高いリターンは得られないとみられます。

2021年1月



ジャスティン・ジュエル  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



アンドレズ・スキーバ  
米国クレジット債ヘッド



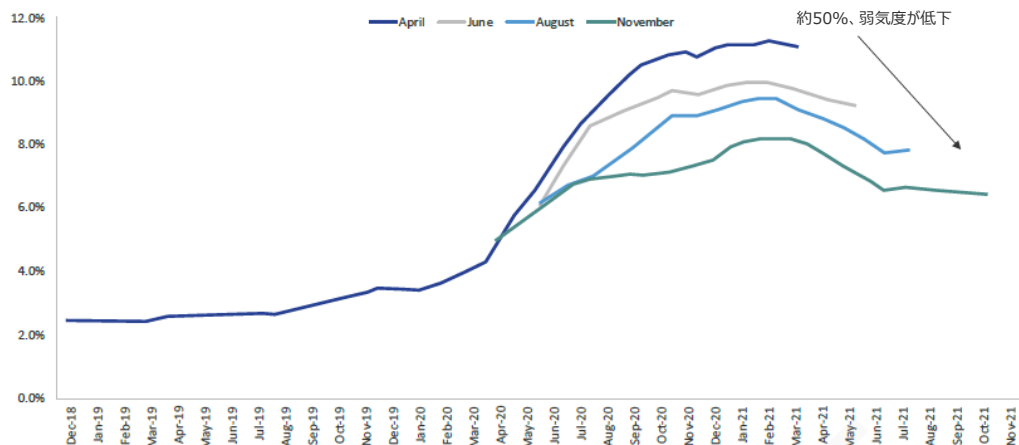
ティム・ラーリー  
ポートフォリオ・マネジャー



ラジャット・ミタル  
ポートフォリオ・マネジャー

# デフォルト見通しを紐解く

図1：大手格付け機関はデフォルト率見通しを大幅に引き下げています



出所: Moody's, 2020年12月

クレジット債の投資家、特にレバレッジド・ローンやハイ・イールド債市場という霧深い所で運用している投資家は、心配することに関してはプロとも言える習性を持っていて、

クレジット債の投資家、特にレバレッジド・ローンやハイ・イールド債市場という霧深い所で運用している投資家は、心配することに関してはプロとも言える習性を持っていて、これは我々が運用する資産クラスが持つ非対称性という性格や、これまでのクレジット・サイクルでの恐怖体験などが、おそらくは影響しているのでしょう。どちらにしても、空気がどれだけ澄んでいても、我々は問題点を探し出そうとする傾向があるようです。

2021年が進む中でも、心配すべきリスクを欠くことはなさそうです。ワクチンが有効でなかったり、普及に遅れが出たらどうなるでしょうか。経済回復ペースが予想を上回り、米国債市場が急激な調整に見舞われたらどうなるでしょうか。こうした疑問には我々が関知できないものもありますが、今、熟慮することが出来るのはデフォルト見通しです。

クレジット債において、デフォルトが近づいているとの考え、つまり企業が背負っている債務を十分に

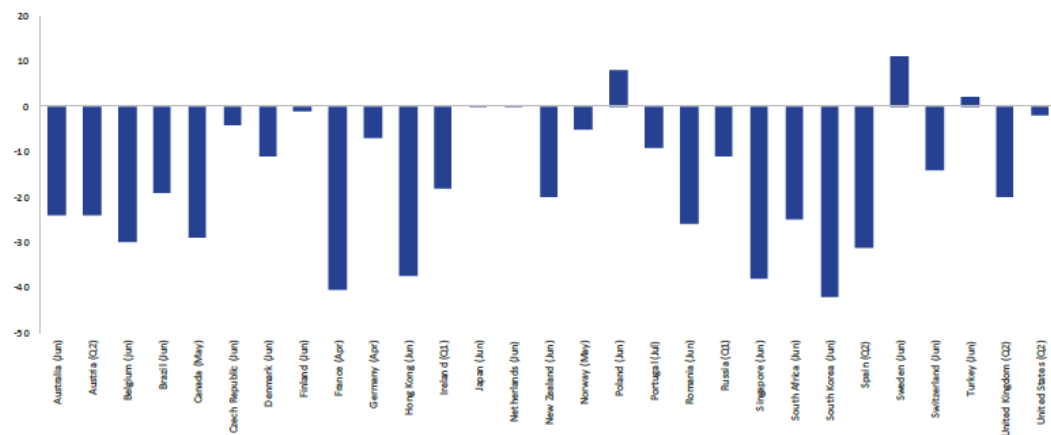
返済する余力を失っていたり、投資リターンを大きく損なう恐れのあるバランスシートの危機が近づいているという見方に至るためには、どれだけ調査を尽くしても、やり過ぎるということはないでしょう。こうした考えを実践するために、格付け機関は、徐々に見通しを引き下げながらも、2021年のデフォルト率は5%台後半になるというように予想を継続して行っています。

## ブルーベイの見通し

しかし、ハイ・イールド債とローン市場に対しての、厳しい視線を詳しく調べてみると、こうした見方には同意できないという結論に至りました。

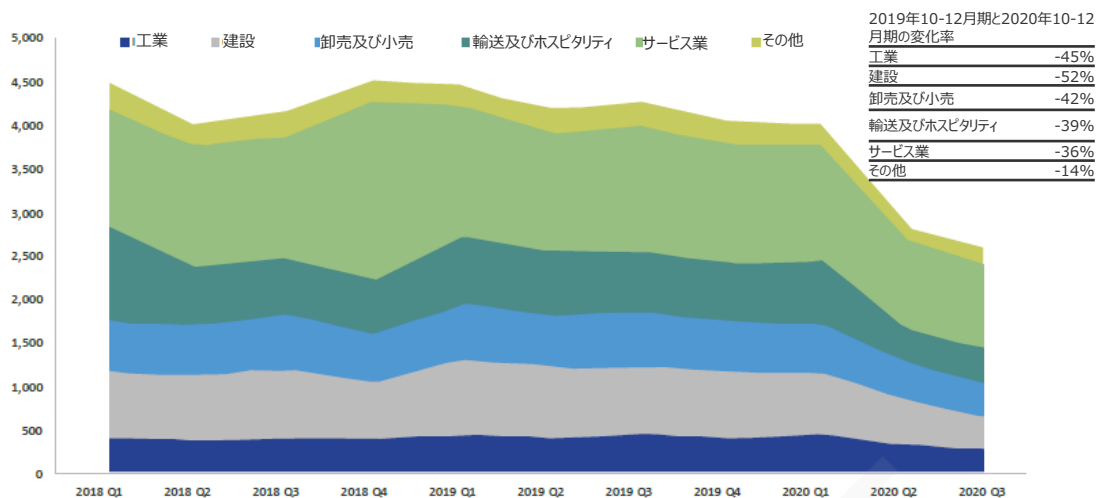
実際のところを調べてみると、まず実体経済においては、破綻が増加することはほぼ確実であると認識する必要があります。図2で示すように、2020年は欧州及び米国において破産申請が異例の少なさとなりました。

図2：前年比の破産申請 (%)



出所: Atradius, 2020年9月

図3：セクターごとの破産申請数



出所: Insolvency Service, Company Insolvency Statistics, 2020年10月30日

モラル・ハザードへの懸念をものとし、ない政策対応は有無を言わせないもので、伝統的なケインズ主義の下で、供給と需要の両サイドに大規模な介入を行い、資金が滞らないようにすることを主な目的としました。

図3は英国のセクターごとの破産申請数となりますが、2020年を通して新規申請件数は大幅に減少しています。そのため、2021年及び2022年は平均を超える破産が起こることは自然と想定されます。

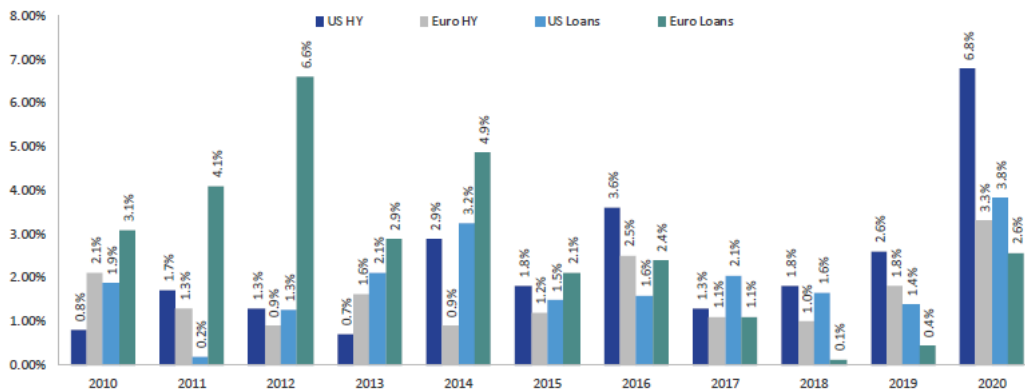
また、クレジット債のデフォルト・サイクルを引き起こすのは、突然の債務不履行という問題ではなく、流動性危機であることを覚えておかなければなりません。このリスクは2020年にかなり深刻化し、多くの企業が収益を失う一方で、債務支払いを簡単に先延ばしすることができませんでした。

2019年から突然やって来た人には、2020年のGDPとデフォルト・データを単純に比較しても、訳が分からないでしょう。経済成長が大きく落ち込む中で、デフォルトが低い水準であることを説明するのは困難だと思います。

しかし、モラル・ハザードへの懸念をものとし、ない政策対応は有無を言わせないもので、伝統的なケインズ主義の下で、供給と需要の両サイドに大規模な介入を行い、資金が滞らないようにすることを主な目的としました。そのため、債務の拡大が国のバランス・シート上で発生する一方で、企業は従業員の一時休暇のスキームと政府が保証する流動性プログラムに助けられました。

家計レベルでも同様のパターンがみられます。米国のコロナウイルス支援・救済・経済安全保障法(CARES Act)によって、失業率と破産には大きな差異が見られました。ハーバード・ビジネス・スクールの分析によれば、過去の相関に基づけば、2020年の米国での個人破産は20万人に上ったであろうとしています。

図4：2010-2020年の米国および欧州ハイ・イールド債及びローンのデフォルト率



出所: JPMorgan for US and Euro HY data. S&P LCD for US and Euro Loans data 2020年12月31日

このように、深刻な流動性ショックを回避することに成功しましたが、2020年の公募市場、特に米国ハイ・イールド債市場においてはデフォルトの増加がみられました。しかし、デフォルトとなったのは数年に亘って苦境が続いていた、小売り及びエネルギー・セクターの問題を抱えていた銘柄でした。その他のセクターで目立ったデフォルトの増加は見られず、通常の年と比較してわずかな増加に留まりました。

### セクターの偏りが信用力に与える影響

市場におけるセクター・バイアスも影響しました。ローン市場でのテクノロジー及びヘルスケアセクターへの偏りは、信用力の悪化を抑え、これらの銘柄にはほとんど悪化がみられなかったどころか、一部の銘柄は新型コロナ・ウイルスによる恩恵を受けました。

ブルーベイの見通しは、二つの要因に基づいています。

1. 銀行のバランスシートに起こることと市場で起こることを比較する時に、平均的な小規模事業者は非常に少ない余裕資金で操業していることを記憶しておくべきだと思います（JPモルガンのサーベイでは、中間値で1ヶ月分の流動性です）。小さなレストランといったセクターでは、事業を再開する能力や運転資金を再び得ることに制約があります。大家は交渉力をほぼ持たない小さな事業者に対しては厳しい態度を取る可能性があります。

**しかし、我々が投資をしている企業は規模が違います。**広く開かれた状態にある資本市場や（米国政府が資本市場を景気刺激先として使うことを決定したことから、大いに恩恵を受けました）、政府保証の銀行融資プログラムを使用して、バランスシートは強化されました。公募と私募の株式市場でも積極的な流れがみられ、例えば米国のクルーズ船会社は三回も増資をしました。こうしたことが相まって、我々が分析をする企業の大半は2021年及び2022年以降の極めて厳しい環境下も切り抜ける力を持っているとみています。

ワクチンが普及するにつれ、回復までのギャップを埋める資金を調達することは難しくないとみています。さらに、消費関連セクターは、長期的な成長トレンドの中にあつたことから、今回の危機に比較的堅固な状態で突入したと考えています。

2. **厳しい収益の悪化に見舞われるセクターは市場全体で見ると、かなり小さくなっています。**商業用不動産といった、厳しい局面に立たされているセクターがあることは認識しています。コロナ危機によってオンライン・ショッピングへのシフトが加速し、当初考えられていたよりも在宅勤務が機能することが分かったことは、商業用不動産セクターにとってはネガティブで、長期的な影響を及ぼすことになると思います。しかし、このセクターはハイ・イールド債とローン市場で資金調達を行っていません。一方、レストラン、旅行、パブといったレジャー・セクターにおけるペントアップ需要は強いとみられます。

銀行は2020年に引当金を積み、不良債権の増加を想定していました。確かに、2020年10-12月期の欧州での厳しいロックダウンによって、銀行は2021年1-3月期及び4-6月期に、今後を見据えて引当金をさらに積み上げることになるでしょうが、今回の危機を迎えるまでに資本が盤石となっていたため、銀行はこの損失を十分に吸収することができるかとみています。

ハイ・イールド債及びローンでも同様のトレンドになる可能性があると考えられます。つまり、2020年に先送りされた問題が、2021年以降のクレジット債市場で顕在化するということです。しかし、こうした一般的な予想とは違う考えを我々は持っており、もっと前向きな見通しをしています。

ローン市場でのテクノロジー及びヘルスケアセクターへの偏りは、信用力の悪化を抑え、これらの銘柄にはほとんど悪化がみられなかったどころか、一部の銘柄は新型コロナ・ウイルスによる恩恵を受けました。

こうしたことから、ブルーベイではデフォルト率は平均を大きく上回る水準にならないと予想しています。さらにストレスが起こる余地はあり、銀行が追加で引当金を積む可能性もあります。2021年も多くの国で行動制限が延長されていることから、最も強いストレス下にある借手を支援するために、大規模な支援策の可能性といったことさえも思います。しかし、2021年のトレンドは回復と修復になると考えています。

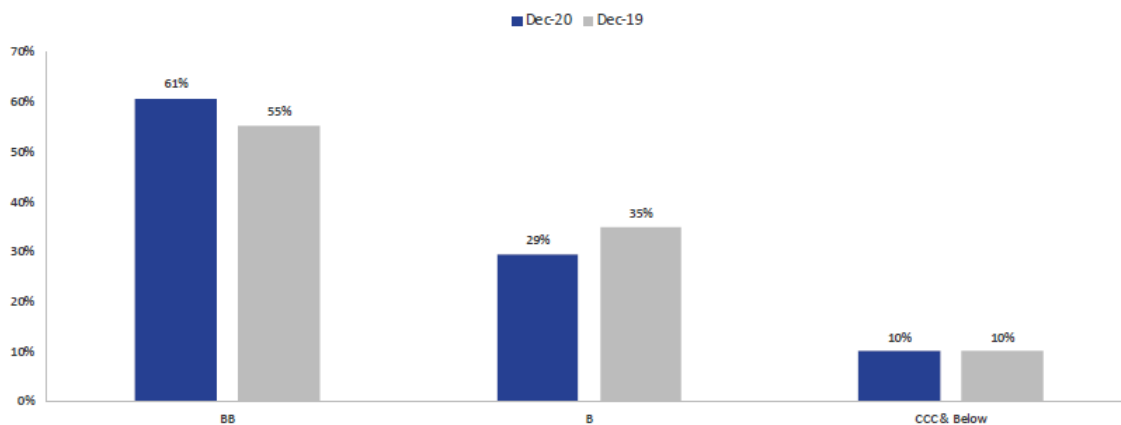
これまで通り、後でポジションの反省会をすることがないように、事前にしっかりと分析を行うようにいたします。ワクチンの普及と有効性が想定通りとならないことが、2021年の最も大きなリスクであると考えています。ワクチンに関して想定外の失敗があった場合は、再び悲惨な状況となり、欧米諸国では新型コロナウイルスが再び制御不能なものになるかもしれません。政府も忍耐を失い、今の寛容さを失うかもしれませんが、この可能性は低いと考えています。

2021年のハイ・イールド債のリターンは、経済回復の程度次第と考えています。ハイ・イールド債インデックスの格付けは改善傾向にあり、このクレジット・サイクルにおいてBB格の構成比率は最も高くなっています。スプレッドは米国ハイ・イールド債では374bps、欧州ハイ・イールド債は352bpsまで縮小し、ローンの平均価格も98.625となっています（2021年1月15日時点）。

信用格付けの回復と超低金利による資金流入が期待されることから、ハイ・イールド債及びローン市場に対して前向きな見通しを持っています。今日、バランス型のポートフォリオではインカムを得ることが難しくなっていますが、クレジット債はデデュレーションが短く、高利回りを提供する数少ないソリューションの一つとなっています。そのため、テクニカル面では2020年の資金流入が2021年も続く可能性が高いとみています。リターンでは2020年後半ほどの強さを期待できないかもしれませんが、現在の政策面の支援を考えると、スプレッドは適正とみられている水準よりも縮小する可能性があると考えています。

ストレス因子はありますが、2021年のトレンドは回復と修復になると考えています。

図5：ICE BOFA GLOBAL HIGH YIELD INDEXの格付け別構成



出所：BoA Global Markets, Bloomberg. 2020年12月31日

## 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