



ハイ・イールド債市場は引き続き スイートスポットである

2021年のデフォルト率は低い水準となることが予想されるなか、ハイ・イールド債は綻びなく魅力的な利回りを得られる可能性があると考えています。

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ます。2020年のハイ・イールド債市場は、代表的な指数で見て、グローバル・ハイ・イールド債市場が6.5%¹のプラス・リターン、米国及び欧州ハイ・イールド債市場はそれぞれ6.2%²及び2.9%³のプラス・リターンと、優れたパフォーマンスとなり、短期的に懸念は落ち着いたかもしれません。しかし、心配性の性分が再び芽生え始めています。

2021年が始まって数週間の時点では、ワクチン接種計画が完全に整っておらず、新型コロナウイルスの感染拡大が世界各地で制御不能となっていたような状態で、非投資適格市場に対して強気の見方を持つことには直観的に違和感があったように思います。

2020年にデフォルト率が想定よりも低い水準となった後、今年はその流れが反転するのではないか、との心配が募りましたが、どうやらそうではなさそうです。

2020年に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・セクターで問題を抱えていた企業でした。市場全体で惨事が相次いで起きたわけではありませんでした。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、不自然な経済状況を反映する形となりました。

厳しい流動性危機の可能性は政策当局によって善処され、破綻が全体的に回避される中、非投資適格債の2021年のデフォルト水準は、3.0~3.5%という過去5年平均程度になるのではないかと見ています。この予想は、ハイ・イールド企業が資金調達に十分なアクセスがあり、政策支援がほぼ現行通りで、収益の改善がハイ・イールド市場の発行体の信用力の緩やかな回復につながる、という前提に基づいたものです。

2021年3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

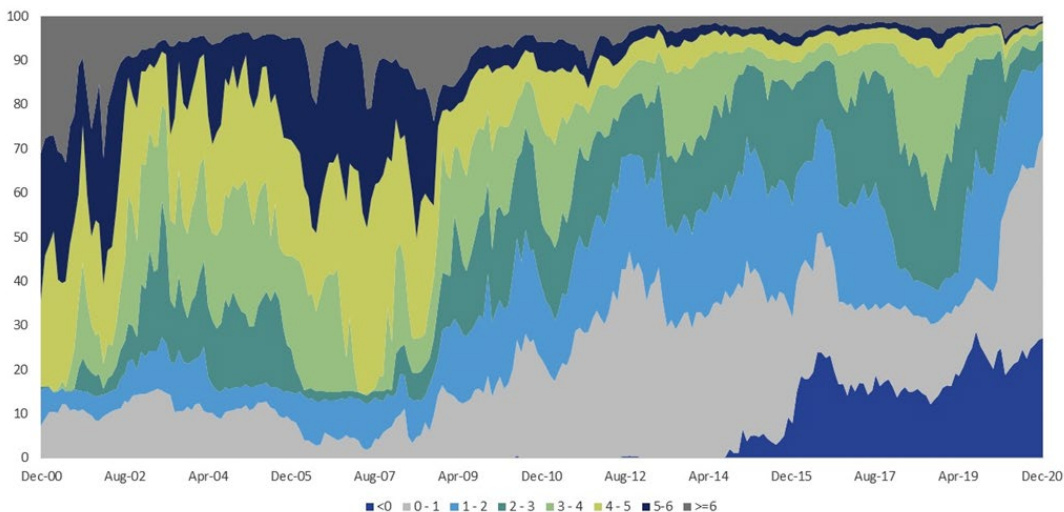


ティム・ラーリー
ポートフォリオ・マネジャー



ラジャット・ミタル
ポートフォリオ・マネジャー

図1：グローバル債券市場における利回りの水準



出所：ICE Data Indices, LLC, 31 December 2020

このように安定した環境が見込まれるなかで、次の懸念となるのは利回りです。

前例のない中央銀行による量的緩和を通じた金融抑圧によって、18兆米ドルに上る債券がマイナス利回りとなっており、4%を超える利回りを得ることは希有となっています。

慎重な投資家は、自然と投資適格債市場に向かいたいでしょうが、現実には利回りを得られる投資機会は非常に限定されており、2021年の初めには欧州投資適格債市場の42%がマイナス利回りとなっていました。

こうした低利回り環境にありながら、金利上昇圧力が高まっていることに投資家は順応することが求められているようです。投資適格債が最低水準の利回りとなる中、（デフォルトしないことを前提とし）一時的な下落に見舞われる可能性はありながらも、魅力的な利回りを提供するハイ・イールド債にまで信用リスクを取ることを許容する流れが見られます。

歴史的に見て、ハイ・イールド債は経済サイクルの回復において良好なパフォーマンスを提供してきました。ハイ・イールド債はデレーションが短いことから、2020年の経済ショックからグローバル経済が回復する中、債券ユニバースにあって、魅力的なインカムを提供する位置付けにあると考えています。

債券の投資家にとっては、リフレ取引は懸念材料となりますが、ハイ・イールド債にとってリフレは大きな脅威ではないと考えています

グローバル・ハイ・イールド債の利回りは4.3%、欧州ハイ・イールド債は2.9%、米国ハイ・イールド債は4.3%となっています⁴。さらに、ハイ・イールド債の金利感応度は投資適格債と比べて低く、平均金利デレーションはグローバル投資適格債の7.1年に対してグローバル・ハイ・イールド債は3.9年となっています⁵。

債券の投資家にとっては、リフレ取引は懸念材料となりますが、ハイ・イールド債にとってリフレは大きな脅威ではないと考えています。

市場は幾らかこの回復を織り込み出しており、政策支援策が縮小されるタイミングを予想し始めています。ワクチン接種に関して欧州は米国に遅れを取っていることから、緩和的な状況がより長く続くと考えられます。多くの欧州圏の国では、インフレ率はターゲット水準を大きく下回っており、パンデミック下においては原則として財政支援を続ける意向を示しています。そのため、欧州での資産買入は2021年を通して変更はないと見っていますが、米国では2021年後半には支援策の縮小が始まる可能性があり、イールドカーブのスティープ化は避けられないと考えています。

もし金利が急激に上昇した場合、株式を含む広範なリスク資産にとっては下押し圧力となるでしょう。

4 Global high yield universe: ICE BAML Global High Yield Constrained Index; US high universe: ICE BAML US Yield Index; European market: ICE BAML European Currency High Yield Constrained Index. Data as at 26 February 2021.

5 Interest rate duration statistics for the ICE BAML Global High Yield Constrained Index ('global high yield universe') and Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Index ('global investment grade corporate universe') as at 26 February 2021.

債券では、利回りの上昇によるキャピタルの損失を埋め合わせるために十分なキャリーを持たない、米国債といった低利回り資産が最も圧力を受けるとみています。

相対的に、こうした動きはローン市場にとっては追い風となり、投資家は、レバレッジド・ファイナンス資産の一部を固定から変動金利ものに入れ替える可能性があります。

概して、医療面での進歩と経済の再開状況が債券の中で、どの資産がベスト・パフォーマーになるかを左右するでしょう。幸運にも、2021年はこれまでのところ、ハイ・イールド債市場は過去のどのサイクルよりも平均格付が高い状況にあります。

なぜなら、苦境に瀕していた企業は2020年にデフォルトし、コロナ・ショックによって投資適格銘柄が格下げされて「フォーリン・エンジェル」となったためです。

2021年を通じた更なる経済回復によって、リターンは下支えられ、デフォルトは低水準となる一方で、投資家のインカムへの需要は高い水準が続くと考えています。2021年の資産配分は悩ましい状況にあると思われませんが、高利回りでデデュレーションの短い資産が、ポートフォリオの運用解決のカギになると考えています。しかし、これまで通りコロナ後の世界においても勝者と敗者は存在するため、銘柄選択が重要となります。

2021年の資産配分は悩ましい状況にあると思われませんが、高利回りでデデュレーションの短い資産が、ポートフォリオの運用解決のカギになると考えています。

4 Global high yield universe: ICE BAML Global High Yield Constrained Index; US high universe: ICE BAML US Yield Index; European market: ICE BAML European Currency High Yield Constrained Index. Data as at 26 February 2021.

5 Interest rate duration statistics for the ICE BAML Global High Yield Constrained Index ('global high yield universe') and Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate Index ('global investment grade corporate universe') as at 26 February 2021.

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ようになります。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