



## ハイ・イールド債のリターンを形成する5つのポイント 2021年5月

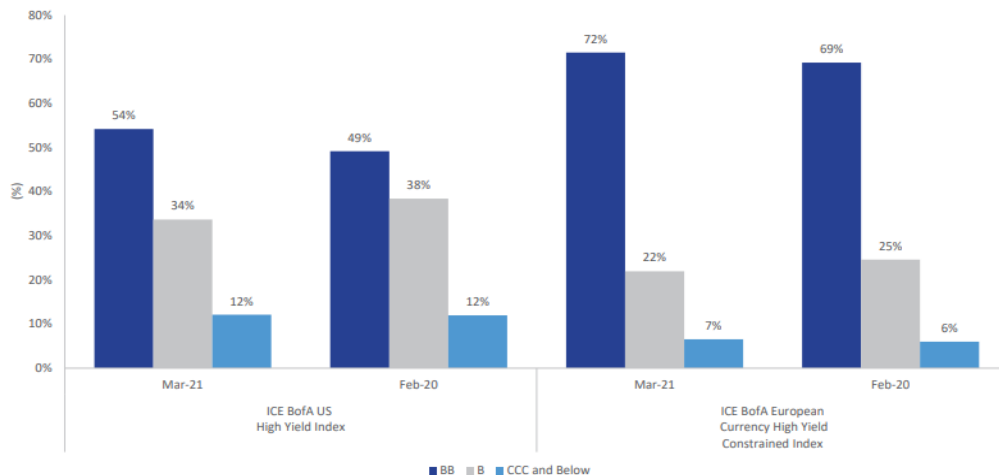
厳しいマクロ環境にもかかわらず、クレジットの信用力が改善する中、年半ばに向かって市場のパフォーマンスの下支えとなりそうな（あるいはばらつきを生む）要因を紹介いたします。

### 1. ファンダメンタルズ

ハイ・イールド（HY）ユニバースは過去の長い期間と比較して格付けが改善しています。欧米市場における現在の格付け別構成の内訳を、パンデミック前と比較すると、CCC格の比率

はほぼ変わらないのに対して、BB格の比率が増加していることがわかります。その結果、格付け機関の観点から見れば、ユニバースの資産の信用力は改善しているように映ります。

米国及び欧州ハイ・イールド債インデックスにおける格付け別構成



出所: BoA Global Markets, Bloomberg 2021年3月31日時点

注記: US HYはICE BofA US High Yield Indexを参照し、European HYはICE BofA European Currency High Yield Constrained Indexを参照。例示のみを目的としており、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。



**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**  
シニア・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

## 2. 金融政策

市場は健全な回復を予想しており、政策支援の縮小時期を推測し始めています。

金融政策の枠組みがより正常化に向かうなかで、不安定なイールドカーブの動きが想定されます。ハイ・イールド債投資家にとって、これは構造的なものではなく、軽度の懸念点であると考えています。

債券市場の投資機会を見渡すと、ハイ・イールド資産は相対的にデュレーションが短く、利回りが高いことから、今後24ヶ月の間に米国市場で想定されるイールドカーブの正常化による影響を、他のどの債券資産クラスよりも吸収できると考えています。

ブルーベイでは、金融政策はマイナス・リターンの要因として恐れるものではなく、ポートフォリオのポジションに影響するボラティリティの高まりの要因として認識しています。

## 3. テクニカル

投資家は本当の安全資産がない世界においても安定したインカムを必要としていることから、足下の環境は、中期的に見てハイ・イールド市場への資金フローに概ねポジティブであると見ています。デフォルト率が低位に留まると予想される中、ハイ・イールド債はプラスの実質リターンを提供できると考えています。

特にデュレーションが3.5-3.75年のレンジ内にあることは金利上昇局面におけるハイ・イールド資産の感応度は相対的に低いことを意味することから、当市場への資金フローは改善が続くと予測しています。

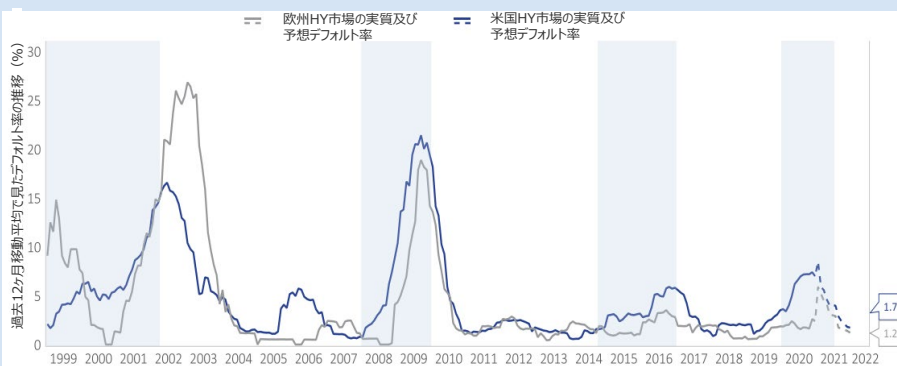
### 様々なことが起きている中で、なぜ格付けが改善したのでしょうか。

2020年、市場は大きなショックを受け、二つのことが起きました。

一つ目は、米国におけるかなりのデフォルトです。デフォルト率は7%近くとなりました。この流動性ショックによってハイ・イールド債ユニバースのなかで最も脆弱な発行体が洗い出されることになりました。そのため、格付けの高いクレジットが残り、その一端となったのは多くのフォーリン・エンジェルが見られたことでした。

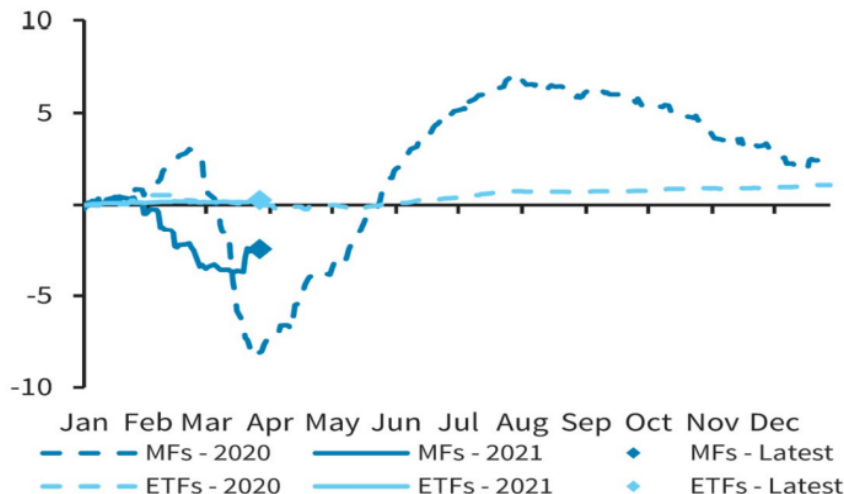
二つ目は、これらのかつて投資適格の発行体であったフォーリン・エンジェルは、最終消費市場が多岐に亘る大企業であることが多く、経済回復と共に回復が見込まれ、投資適格に格上げされる余地を十分に持ちます。「ライジング・スター」となる可能性のあるこれらのクレジットは、ハイ・イールド債投資家にとって魅力的なリターンの源泉となる可能性があります。

### 米国及び欧州ハイ・イールド市場デフォルト率の実績及び予測値



出所: BoA, ブルーベイ・アセット・マネジメント 2021年3月末  
 注記: 青影の箇所は、Moody'sのデータで一回のデフォルト・サイクルの中で見られた底からピークまでの間を示しています。ICE BofA US High Yield Index (H0A0)、ICE BofA Euro High Yield Index (HP00)を参照。デフォルト率の予測値はディストレスト（スプレッドが1000bps以上で取引されている債券）の比率を元にした9ヶ月遅行の予想（米国HY及び欧州HYのR2はそれぞれ0.72及び0.5とする）。

### グローバル・ハイ・イールド債への資金フロー（10億米ドル）



出所: Barclays, Lipper 2021年4月1日 例示のみを目的としており、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

## 4. 政策と政治

政策見通しは米国及び欧州ハイ・イールド市場を切り離すカギになると見えています。

2020年に、米国は早期回復やワクチン接種プログラムで成功すると予想し、実際に2021年春にそれが実を結び、経済再開と経済回復が加速しました。

足下では欧州市場への選好を強めていますが、その理由は政策ショックやインフレ圧力が抑制されており、スプレッドや利回り（やや出遅れ感もあり）が米国よりも魅力的であると考えているからです。

ブルーベイの見方では、中央銀行の正常化は緩やかなペースで行われることから、それが2021年の間にハイ・イールド市場に混乱をもたらすことはないと考えています。

## 5. 個別リスク

現在、経済回復基調による恩恵を受けやすいセクターに投資妙味があると考えています。2020年は苦戦したものの、回復基調が強まる中、今年はスプレッドの縮小や良好なリターンを期待できる個別銘柄のリサーチに注力しています。

より広範に見ると、ハイ・イールド市場では構造的に苦戦を強いられる可能性が高いセクター（ショッピング・モールなど）へのエクスポージャーはそこまで大きくなく、政府の政策の影響で一時的な変動を来した消費関連のビジネスが大半となります。そのため、ペントアップ需要と経済再開テーマを背景に良好なパフォーマンスが期待できると考えています。

### 2021年下半期に対する見方

ハイ・イールド市場は概ね良好な状況にあり、ブルーベイの見方はニュートラルとしています。足下の市場のバリュエーションは非常に魅力的であるとは言えないものの、利回りとスプレッドはそこそこの水準にあり、年後半は徐々に改善が見られると考えています。

実質リターンを獲得出来る機会が限られている厳しい利回り環境の中で、債券セクターの中でハイ・イールド債の魅力は突出していると考えています。

## 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