

2018年3月



金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第301号
一般社団法人 投資信託協会会員 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会会員

経済サイクル後期におけるハイイールド債投資

マルチセクターフルディスクレションチーム ポートフォリオマネジャー
イレーヌ・ストークス/マット・イーガン/ブライアン・ケネディ
マルチセクターフルディスクレションチーム インベストメントストラテジスト
ジョン・デボイ

重要ポイント

- ・ 投資家はハイイールド債の低いスプレッド水準に神経質になっており、現在が信用サイクル上、どの地点に位置するかを考えた場合、そのバリュエーションに対し疑問を持っています。
- ・ 我々は、ハイイールド市場は経済サイクルのほとんどの段階で魅力的な投資機会を提供することが可能であり、このエクスポージャーを持たない投資家には機会費用が生じるかもしれないと考えています。
- ・ クレジットサイクルの後期段階では、リスクプレミアム、キャッシュフローの安定性、企業の資本構造面での信用力向上にフォーカスした規律ある戦略を用いることが、ハイイールド投資家の利益に繋がります。

我々は、ハイイールド市場は経済サイクルのほとんどの段階で魅力的な投資機会を提供することが可能であり、このエクスポージャーを持たない事がポートフォリオに対する機会費用を生じさせると考えています。2017年11月の当社レポート『ハイイールド債市場の状況』(“The State of High Yield”)では、この市場が典型的に持つ利回りの優位性、テクニカル、ファンダメンタルの状況を評価することにフォーカスしました。当レポートでは、経済サイクルの後期段階でもなお、魅力的なハイイールド債投資を求める我々のアプローチについて議論します。

リスクプレミアム

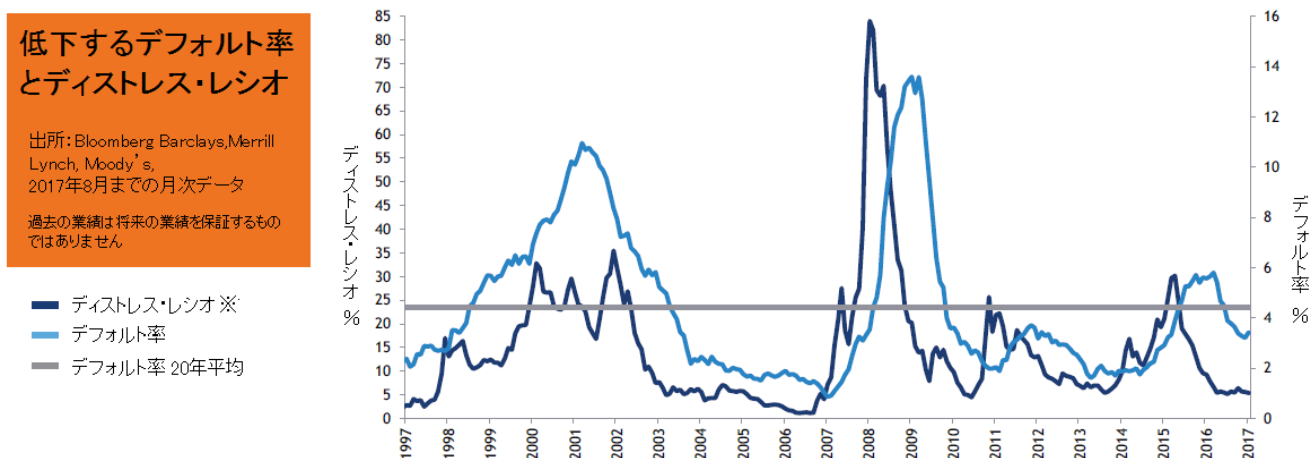
我々は、ハイイールド市場において、最近の水準から広範に価格が上昇していくことが起きそうもないということは認識しています。しかしながら、根本的なファンダメンタルは、企業収益に対するポジティブな見通しや、デフォルトや景気後退に関する可能性の低さに引き続き支えられるはずだと考えています。

加えて、我々は全体的な市場のバリュエーションにかかわらず、ミスプライスに見えると我々が評価する価値のある銘柄を探し求めています。全体的な市場のバリュエーションを判断する方法のひとつとしては、リスクプレミアムを分析する方法があります。

ハイイールド債のスプレッドは比較対象となる米国債に対するリスクを表していますが、デフォルトや格下げから生じる潜在的な損益がどの程度かを投資家に伝えてくれるわけではありません。これを洞察す

るため、ルーミス・セイレス社は、利回りスプレッドに基づきハイイールド債のリスクプレミアムモデルを構築し、ブルームバーグ・バークレイズ・米国・ハイイールド・インデックスにおいて今後 12 カ月で見込まれるデフォルトや格下げがどの程度かを高い精度で予測すると見られる追加の変数を組み込んでいます。全体的な市場評価の一部として、こうした損失見込みを差し引くと、今後 12 カ月のハイイールド債への投資で得られそうな収益を見積もることが出来ます。

たとえば、このモデルが過去 2 カ月にわたり、リスクプレミアムの範囲を 175~250bp (250bp は過去の中央値) と予測していたとします。過去にモデルがその範囲を予測している期間を見ると、ハイイールド債はそれらの期間の 45%から 65%においてポジティブの 12 カ月超過リターンを得ています(ブルームバーグ・バークレイズ・米国・ハイイールド・インデックスによる計測)。



※Merrill Lynch High Yield Master Indexにおける米国債に対する利回りスプレッドが1,000bpを超えているの債券の割合。

安定したキャッシュフロー

投資家は、ハイイールド市場においてレバレッジが大きく高まったことをすでに目の当たりにしています。そしてハイイールド債のネットの発行額がマイナスで、2018年も同様と予想されているものの、発行企業は借入の大きいバランスシートマネジメントに直面しています。資本と負債をマネジメントするために最善のポジションにあるハイイールド企業を見つけるため、我々はキャッシュフローが顕著に安定している企業をアナリストとともにピンポイントで見極める努力をしています。景気の浮き沈みに影響を受けにくいこうした企業は、信用格付が安定しているのと同様に好ましいインタレスト・カバレッジ・レシオを維持することが出来るポジションに位置しています。

資本構造上の質の改善

信用サイクルの拡張が長引いているため、我々は非常に低い格付の債券に対してはより警戒的であり、魅力的なシャープレシオ (リスクリターン比) を持つ BB 格の債券にフォーカスしています。我々は、ハイイールド債の中でも高めの格付を持つ社債は、変動の大きい時期でも回復できる潜在的な力を持っていると考えています。また資本構造上、信用力の向上が見込めるような社

債へ投資する機会(たとえば無担保債券を担保付債券や企業資産への優先請求権を持つ債券と交換する可能性)を見出すためにアナリストと緊密に仕事をしています。こうした場合、通常、全般にスプレッドがタイトな場合でも、ほんの僅かなスプレッドの縮小が見られます。

	全期間	下降期	信用修復期	回復期	拡大／後期サイクル
Bloomberg Barclay 米国ハイイールド CCC 以下	7.71%	-4.28%	18.93%	10.35%	3.23%
Bloomberg Barclay 米国ハイイールド B	8.43%	0.89%	14.13%	11.82%	4.94%
Bloomberg Barclay 米国ハイイールド	9.03%	3.36%	15.05%	12.05%	5.14%
Bloomberg Barclay 米国ハイイールド BB	9.42%	7.49%	11.89%	12.26%	6.46%

出典：Bloomberg、1983年7月31日から2017年10月31日までのデータ。

過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

結論——後期サイクルの環境でも、ボトムアップの投資家は価値を見出すことが出来る

企業収益に対する好ましい見通しや、デフォルトや景気後退の可能性の低さを考えれば、ハイイールドセクターの潜在的なファンダメンタルは引き続き支援的です。クレジットサイクルのこの段階では、債務水準は高いですが、全体的にバランスシートは健全さを保ち、インタレストカバレッジも強いと考えています。

今後12～18カ月、米国クレジットサイクルの後期段階が長引く間は、以下をフォーカスした規律ある投資戦略を引き続き用いていきます。

1. リスクプレミアムとそれが伝えてくれる潜在的な損益状況
2. 景気循環的でない企業や産業で多く見られる安定的キャッシュフロー
3. 魅力的な価格で取引されているより高い信用格付の社債

以 上

本資料は情報提供のみを目的として提供されるもので、運用上のアドバイスを目的としているものではありません。ここに含まれる見解や予測は著者の定性的判断および仮定を反映したもので、必ずしもルーミス・セイレス・アンド・カンパニー社(以下、ルーミス社)の見解を示したものではありません。実際に起きることは予測と違うものになるため、市場が予測通りの動きをすることを保証することはできません。本資料の情報はルーミス社のいかなる投資戦略や運用商品の実際あるいは期待されるパフォーマンスを表すものではありません。第三者から入手したものを含め信頼できると判断した情報を元に作成しておりますが、その正確性を保証することはできません。本資料における見解は今後予告なしに変更することがあります。

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元金が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては投資信託説明書(交付目論見書)をよくご覧ください。

■投資信託に係る手数料等について

[ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。]

■申込時に直接ご負担いただく費用 …… 申込手数料 上限 5.4%(税抜 5.0%)

■換金時に直接ご負担いただく費用 …… 信託財産留保額 上限 0.3%

■投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

…… 信託報酬 上限 1.998%(税抜 1.85%)

■その他の費用 …… 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。

詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)でご確認ください。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率等につきましては、朝日ライフ アセットマネジメントが運用するすべての投資信託が徴収するそれぞれの費用のうち、最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

本資料は、朝日ライフ アセットマネジメントが、提携先であり、運用を委託している以下、ルूमिस社がホームページに掲載した資料を、同社の情報提供を目的として、日本のお客様向けに日本語に翻訳したものです。したがって、特定の金融商品の勧誘を目的としたものではありません。本文中に特定の銘柄についてのコメントがある場合、当銘柄についての投資の助言や取引の推奨を行うものではありません。また、法令に基づく開示資料ではありません。十分な注意を払い翻訳しておりますが、英文と日本語の内容に相違が生じた場合には、英文が優先するものとします。なお、英文につきましては <http://www.loomissayles.com> をご参照ください。資料の記載事項については資料作成時の執筆者の見解であり、将来予告なく変わることがあります。

1803180