

米欧ハイイールド社債市場を再点検

米国ハイイールド社債市場の対国債スプレッドは年明け以降やや縮小していますが、昨年以降の拡大トレンドはしばらく継続すると考えられます。米国経済が2020年にも景気後退に向かうと仮定するならば、当面はクレジット市場に警戒的なスタンスで臨む必要があると思われます。一方、利上げが早期に打止めとなり米国景気拡大の持続性が増せば、クレジット市場も戻りを試す展開に移行する可能性があると考えています。

スプレッド拡大は初期段階

米国におけるハイイールド社債（以下HY）の国債に対する上乗せ金利（スプレッド）は年明け以降やや縮小していますが、中期的には昨年秋以降に始まった拡大トレンドはしばらく継続すると思われます（図表1）。現時点ではチャイナ危機など過去のスプレッド拡大期の水準には達していませんが、米国経済が2020年以降に景気後退に向かうと仮定するならば、当面はHY市場に対して警戒的なスタンスで臨む必要があると思われます。本邦の投資家も米欧のHY市場に加えて同等の格付が付与されるローン商品（レバレッジローン、バンクローン）への投資を拡大している模様です。この機会に、米欧のHY市場を取り巻く環境を4つの観点から再点検してみたいと思います。

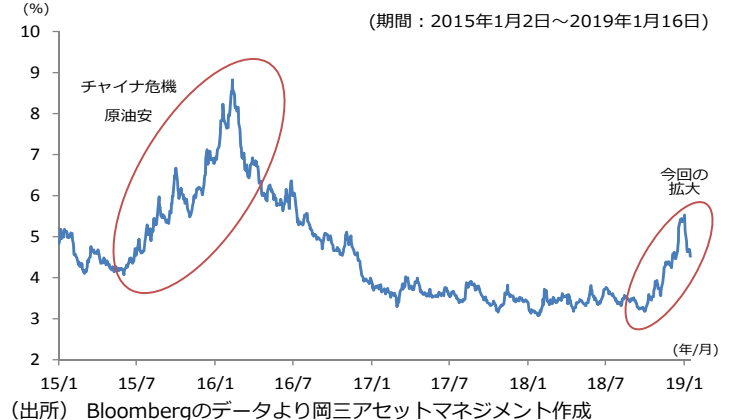
1. 非金融法人部門の負債

まず、マクロ面から見てみましょう。これまでHYの利回りはリーマン危機、アジア危機など世界的な金融危機のたびに急激に上昇（価格は低下）してきました（図表2,3）。同時に、米欧で「非金融法人部門の負債（借金）がGDPに占める割合」が一定程度上昇するとHYの利回りも急上昇しました。現在、この割合は欧州では安定していますが、米国ではリーマン危機前の水準を上回って上昇を続けています。足元の米欧の景気減速がITバブル崩壊後やリーマン危機時のような景気後退に結びつくかどうか今後の利回り上昇の鍵を握ると考えられます。

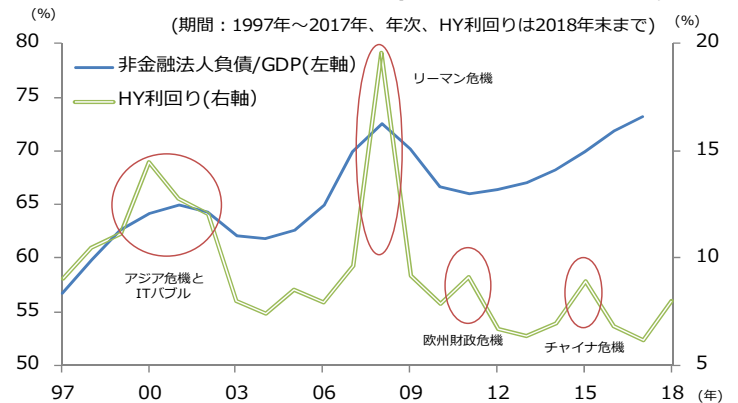
2. 政策金利

過去においては、政策金利が上がると一定期間においてHY利回りが上昇し、さらに一定期間において企業のデフォルト率が上昇しました（次頁図表4,5）。この関係は米国よりも欧州でより明確に観察されます。

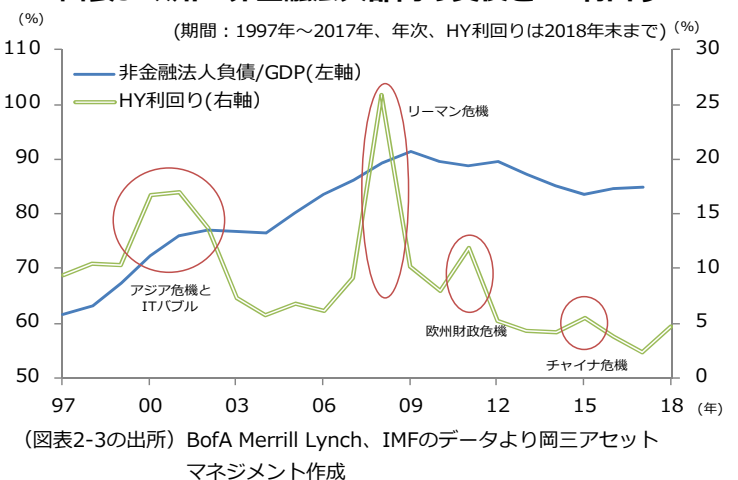
図表1 米国HYの対国債スプレッド



図表2 米国：非金融法人部門の負債とHY利回り

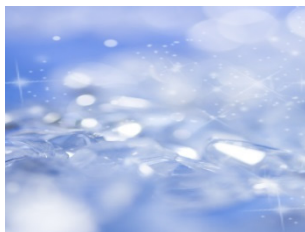


図表3 欧州：非金融法人部門の負債とHY利回り



＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

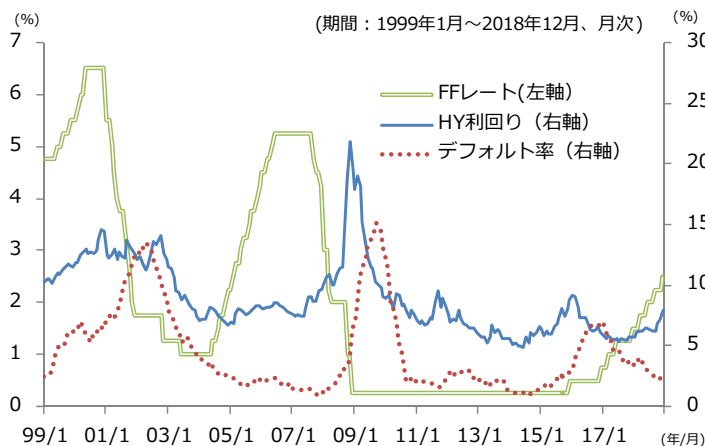


企業の負債が拡大してきたところで金利が上昇すれば、企業の支払い能力は悪化します。米国では2015年12月以降既に9回利上げを行っていることから、足元で米国のHY利回りが上がり始めても特に違和感はありません。一方、欧州ではマイナス金利が続き、政策金利の上昇がHY利回り上昇のきっかけになることは当面想定していません。

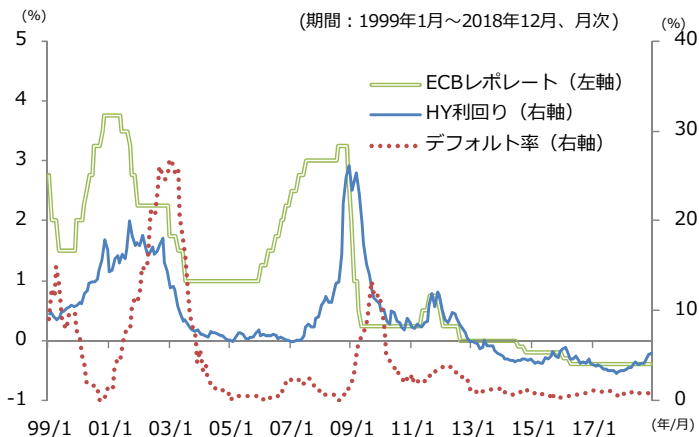
3. 銀行の貸出態度

銀行の貸出態度指数とHY市場のデフォルト率にも深い関係があります。米欧ともに銀行が貸出態度を引き締めると、数年後にデフォルト率が上昇に転じました（図表6,7）。銀行が企業への貸出しに消極的になれば、新規融資の機会が狭まるとともに既存融資の借換え時に金利が上昇することで企業の支払い能力は悪化します。デフォルト率は利回りの上昇に遅行するので、HY市場の悪化はその前に発生することになります。足元では米欧ともに銀行の貸出態度は緩和傾向を示していることから、貸出態度の引締まりに起因するHY市場の軟化は当面先になると考えられます。しかし、米欧ともに中央銀行がQE（量的緩和）からQT（量的引締め）に大きく舵を切るとともに、景気拡大にも陰りが見え始めたことから銀行の貸出態度が急激に引締めに向かう可能性も否定できません。

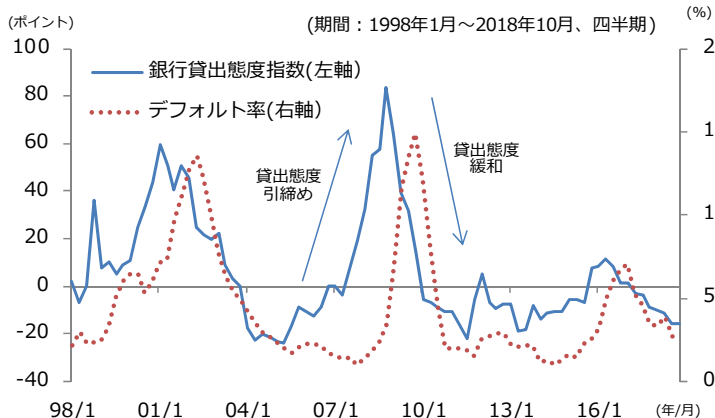
図表4 米国：政策金利・HY利回り・デフォルト率



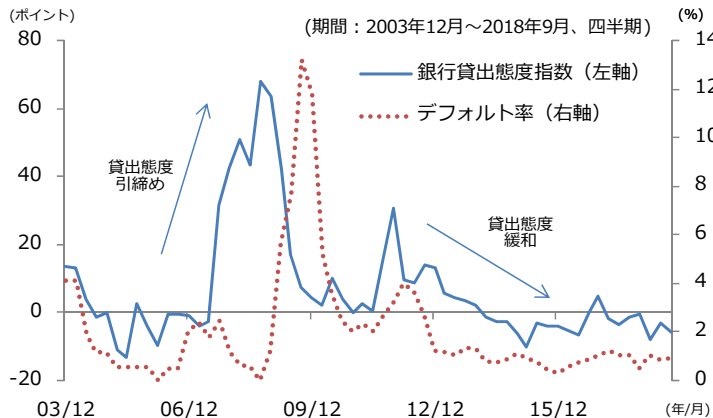
図表5 欧州：政策金利・HY利回り・デフォルト率



図表6 米国：銀行の貸出態度指数とデフォルト率



図表7 欧州：銀行の貸出態度指数とデフォルト率



（図表4-7の出所） Bloomberg、BofA Merrill Lynchのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

4. 個別企業の財務レバレッジ

一方、個別企業の財務レバレッジ（負債依存度）の高さを示す「純負債の経常利益に対する倍数」は、米国ではここ数年上昇してきましたが、欧州では安定的に推移しています（図表8）。もともと欧州HY指数に含まれる発行体（企業）の格付は米国の指数よりも高いこともあり、欧州企業のバランスシートは米国企業よりも相対的に強いことがわかります。

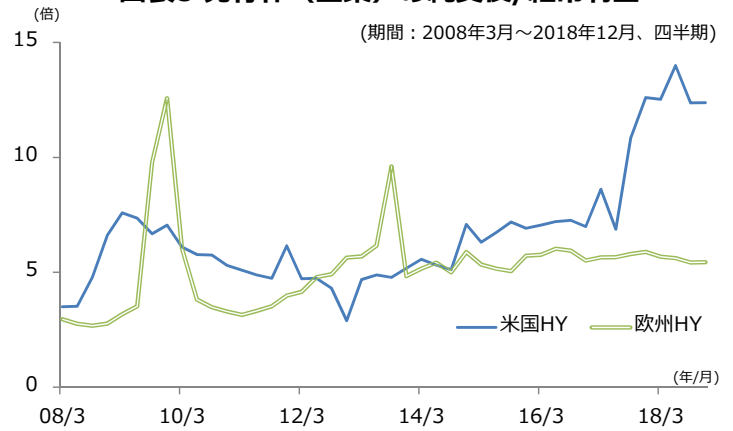
米欧HY市場の見通し

年明け以降、米国HYの対国債スプレッドは安定していますが、今後も継続的に縮小に向かうかどうかは予断を許しません。「非金融法人部門の負債がGDPに占める割合」や発行体の財務レバレッジは米国で警戒的な水準まで上昇してきました。政策金利との関係から、米国のクレジット市場は欧州に先行していると考えられます。一方、銀行の貸出態度は米欧ともに依然として緩和的なことから、貸渋りがクレジット市場を悪化させる段階には至っていないと思われます。全体感としては、目先HYの利回りやスプレッドが過去の金融危機の水準まで跳ね上がる可能性は高くないものの、当面クレジット市場に対して警戒的な姿勢で臨む必要があると考えています。

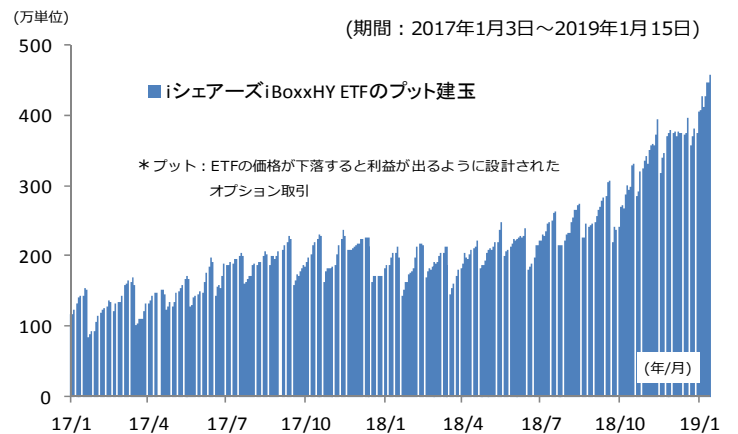
低金利環境で高い利回りを求めて投資家の資金が大量にクレジット市場に流れ込み、投資家よりも発行体に有利な社債発行が増えていること、投資適格債のなかでもリスクが最も高いBBB格の発行が増えていること、世界的な株価上昇に伴って買収資金を社債で調達した割高なM&Aが増えていること、社債で調達した資金を配当や自社株買いの形で株主に還元するケースが増えていることもクレジット市場にとっては警戒材料です。ETF（上場投資信託）を通して米国HY市場に資金を振り向ける投資家は足元で急速に弱気に傾いています（図表9）。流出入に対する制限が緩いETFで解約が相次げば、HY市場の流動性が枯渇し、金融システムリスクにつながるなどの警戒も浮上してきました。さらに米欧中央銀行がQEからQTに舵を切り、中銀からの国債や投資適格債への需要が減退すれば、投資家のポートフォリオのなかで、HY債から投資適格債へ、投資適格債から国債へ「質への逃避」が発生し、限界的なHY市場が割を食うことも想定されます。

今後のHY市場の動きを占う上では、上述したクレジット市場特有の材料に注目するとともに、米国経済がこのまま景気後退に向かうか、逆に安定したインフレを受けて息の長い景気拡大を続けるかを見極めることが重要になってくると考えています。

図表8 発行体（企業）の純負債/経常利益



図表9 米国ハイイールドETFのプット建玉



(図表8-9の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

以上（作成：投資情報部）

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり率が小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入価額×購入口数×上限3.78%(税抜3.5%)
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担

純資産総額×実質上限年率1.991088%(税抜1.8436%)程度

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額×上限年率0.01296%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号: 岡三アセットマネジメント株式会社
事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
登録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号
加入協会: 一般社団法人 投資信託協会 / 一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別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、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)