



米国ハイイールド社債市場の定点観測

2000年以降の米国ハイイールド社債（以下HY）は米国株式とほぼ同程度のリターンを上げてきました。コロナ禍を受けた昨年の景気後退期にHYの対国債スプレッドは大幅に拡大しましたが、その後は急激に縮小し、足元では歴史的な低水準で推移しています。今後、実体経済が腰折れせず、企業の支払い能力が大きく悪化しなければ、HY市場はもうしばらく堅調な推移を続けると予想しています。

HY：魅力的なリスク・リターン

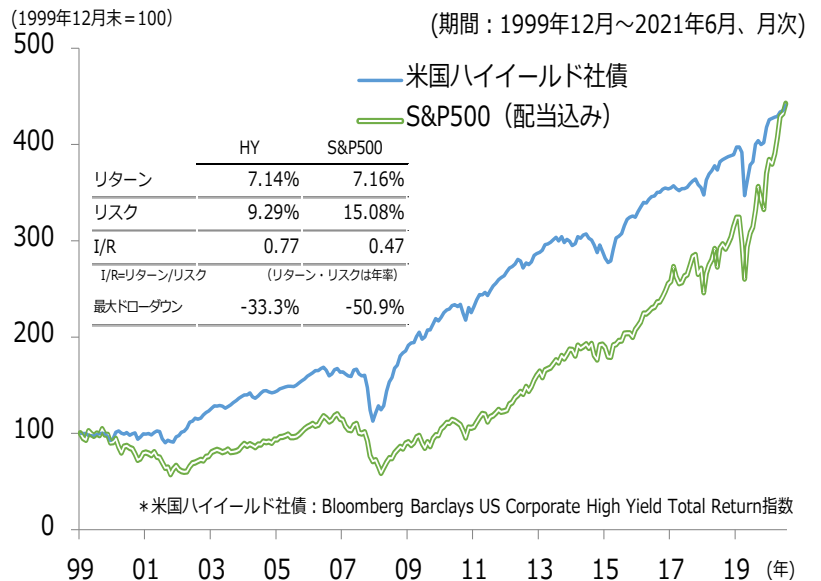
2000年以降のHYは米国株式とほぼ同程度のリターンを上げてきました。リスク（値動きの大きさ）は株式を下回っていることからリスク調整後のリターン（I/R）は株式を上回っています。また、年金基金等が重視する直近高値からの最大下落率（ドロウダウン）も株式を大幅に下回っています（図表1）。

この期間、HYは株式にも増して魅力的な投資対象だったと考えることもできそうです。

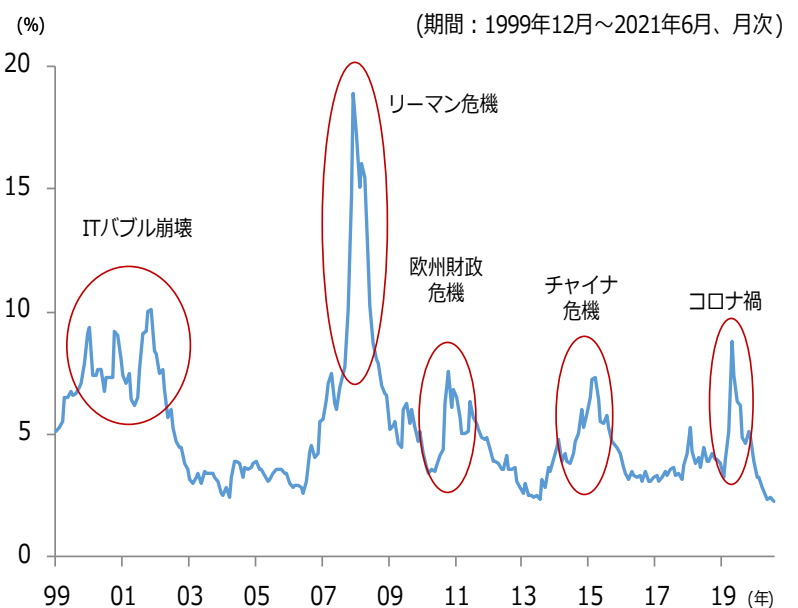
これまでHY金利の国債金利に対するスプレッド（上乗せ金利）は、ITバブルの崩壊やリーマン危機などの大きなイベントが発生すると急激に上昇（価格は下落）しましたが、それらの期間を除けば概ね安定的に推移してきました（図表2）。コロナ禍を受けた昨年の景気後退期にHYのスプレッドは欧州財政危機やチャイナ危機を上回る水準まで拡大しましたが、その後は急激に縮小し、足元では歴史的な低水準で推移しています。HYはバリュエーション上、割高な水準まで買われていると言うことができそうです。

クレジット市場は通常、投資適格社債（格付けBBB以上）と非投資適格のハイイールド（BBB未満）に分けられますが、次ページ以降では、マクロ経済や市場のセンチメントをより敏感に反映すると思われるHY市場の先行きを考えます。

図表1 米国のハイイールド社債（HY）と株式



図表2 HY金利の対国債スプレッド



(図表1-2の出所) Bloomberg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。

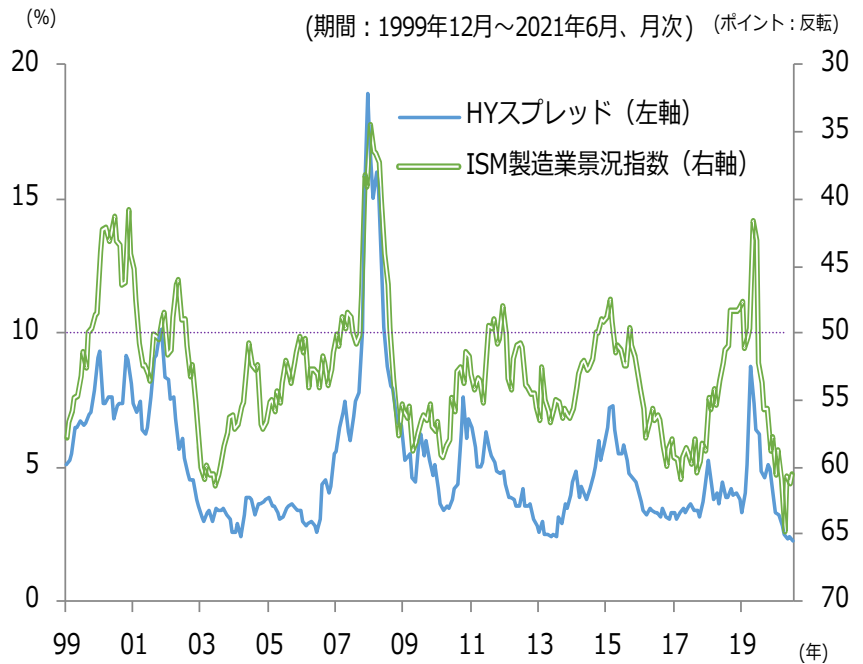
外部環境

先ず、HY市場を取り巻く外部環境を眺めてみましょう。2000年以降、HYの спреッドは企業の景況感を示すISM製造業景況指数の動きとほぼ連動してきました（図表3）。この指数はこれまでも景気拡大と後退の分かれ目となる50を一度下から上に抜けると、その後2、3年は高い水準で推移してきました。今回も2020年6月に50を上を抜けたので、今後1、2年は高水準を続け、HYの спреッドも低水準で安定的に推移すると思われます。

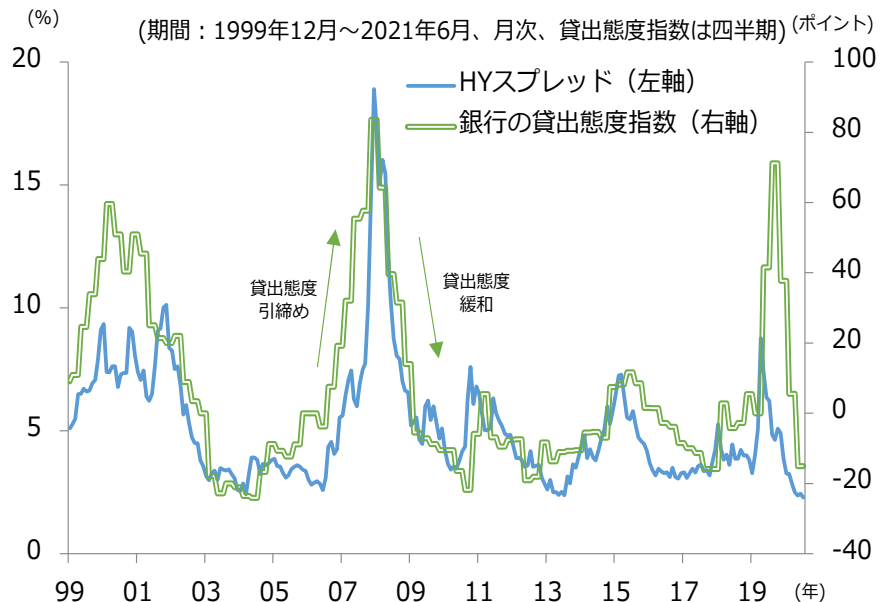
HYの спреッドは銀行の貸出態度と共に連動してきました。貸出態度が引き締まると融資を受けられない企業が増え、債務不履行の可能性が高まり、社債は売られました。貸出態度が緩和されれば、その逆の動きが進みました（図表4）。昨年はコロナ禍を受けて銀行の貸出態度が急激に引き締まりましたが、直近4月のサーベイでは一転して歴史的な水準まで緩和されています。FRB（米連邦準備制度理事会）が様々な方策を用いて金融機関に流動性を供給し、政府の給付金によって預金が拡大し預貸比率が低下する中、銀行は当面、緩和的な貸出態度を続けると思われます。

また、これまでFRBが利上げを本格化させると、金融市場が引き締まり、景気が腰折れし、社債スプレッドが拡大する傾向が見られました。今回、FRBの利上げ開始が2022年になるか2023年になるかはまだ予想できませんが、利上げが本格化するのさらにはその先になります。この点からもHYの спреッドが近い将来に急拡大する可能性は高くないと思われます。

図表3 HYスプレッドとISM製造業景況指数



図表4 HYスプレッドと銀行の貸出態度指数



(図表3-4の出所) Bloomberg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当たっては、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。



内部要因

次に内部要因として、企業のバランスシートの強さを見てみましょう。コロナ禍による資金繰り難を解消するために銀行融資を増やしたり、社債を発行したサービス業を中心にハイールド企業の利益に対する純負債は2020年に大幅に高まりました（図表5）。しかし、2021年に入りワクチン接種が進み、企業や消費者の経済活動が再開すると、ハイールド企業の利益に対する純負債はピークアウトしています。

このような動きを反映し、2020年のHY市場では格下げが格上げを大幅に上回り、債務不履行（デフォルト）も急増しました。しかし、2021年に入るとこの動きも落ち着きを取り戻しています（図表6）。2020年には投資適格から非投資適格（HY）に格下げされた「フォールン・エンジェル」（俗称）の額面金額合計が、逆に格上げされた「ライジング・スター」（同）を大幅に上回りましたが、今年はその動きが反転しています（図表7）。

市場見通し

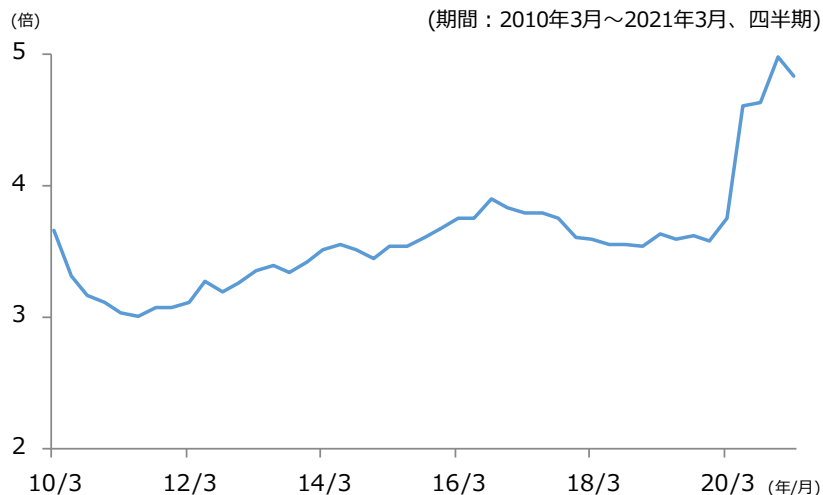
コロナ禍を受けて2020年2月を天井に景気後退入りした米国経済はその数ヵ月後には底を打ったと考えられます。過去の例に倣えば米国経済は一度拡大に転じれば、その後、数年間は拡大基調を続けると考えられます。ハイールド企業の利益に対する純負債は依然として高く、HY市場のバリュエーションも高い水準が続いていますが、実体経済が腰折れせず、企業の支払い能力が大きく悪化しなければ、高いバリュエーションは正当化されると考えます。HY市場で最大のウェイトを占めるエネルギーセクターについても原油価格が70ドルを超える現状で悲観的になる必要はなさそうです。HY市場はもうしばらく堅調な推移を続けるかと予想しています。

以上（調査部 ストラテジスト）

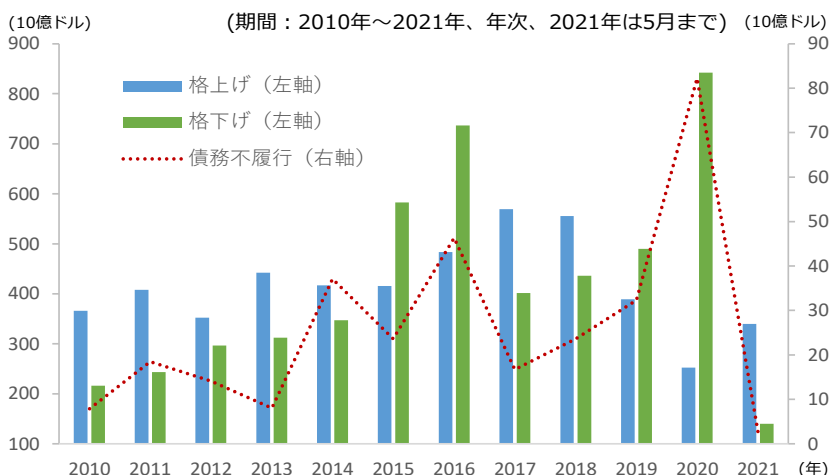
＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■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当たっては、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。

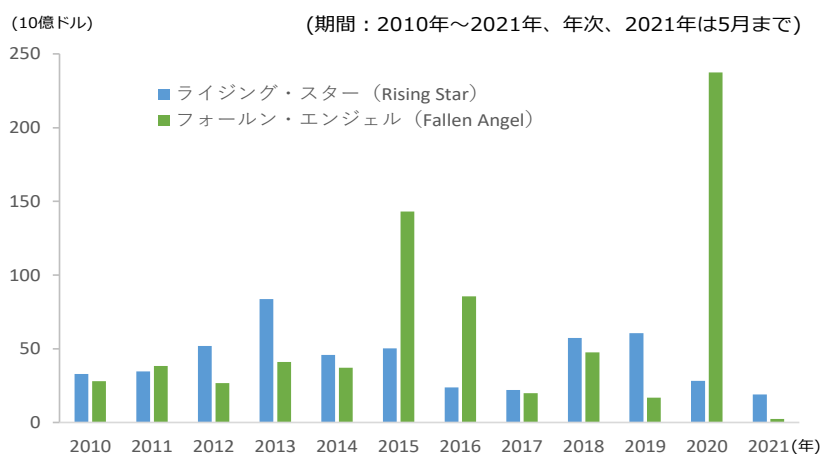
図表5 ハイールド企業の利益に対する純負債



図表6 HY市場での格上げ、格下げ、債務不履行



図表7 「ライジング・スター」と「フォールン・エンジェル」



(注) 図表6-7の金額は、額面金額です。

(図表5-7の出所) J.P. Morgan US HY Indexのデータより岡三アセットマネジメント作成

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: 購入金額(購入価額×購入口数)×上限3.85%(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2.09%(税抜1.90%)

※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0.0132%(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)