

無謀な利回り追求に要注意

アッシュ・チャー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
グローバル・クレジット運用責任者



米連邦準備制度理事会 (FRB) は5月初旬に量的緩和縮小の可能性を示唆したが、それには利回りを求めてリスクの高いローンに殺到する投資家をけん制する狙いもあった。ところが、ハイイールド債市場では当局の意図とはまったく逆の効果があった。

市場の非効率性に乗じてアルファを獲得

量的緩和の縮小観測が強まったため、5月と6月に金利は上昇した。債券投資家は金利上昇による損失を避けるため、長期債から低格付債へ乗り換えた。ハイイールド債の投資家はクーポンの高いCCC格の「ジャンク債」を購入し始めた。

そして、彼らはこれまでのところ成果を上げている。しかし、ジャンク債は発行した企業がデフォルトに陥ると、元本を全て失うことも少なくないため、投資が裏目に出た場合、投資家は大きな打撃を被る恐れがある。

では、最近の動きを振り返ってみよう。5月初めにFRBが債券購入を段階的に減額する意向を示した途端に、投資家は債券を売り始めた。6月下旬には、投資家が一段と動揺したことから、FRBは市場の混乱を鎮めるため「米経済が本格的な強さを見せるまで行動を起こさない」と明言した。

CCC格債が積極的に買われ始めたのはこの時である。現在、投資家がCCC格債を購入する際に要求する利回りは低下し、CCC格債はBB格債に比べて値上がりした。6月24日までは両者の価格は接近していたが、それ以降は大きな格差が生じており、CCC格債は8月中旬までに1.5%も多くトータルリターンを上げている(次ページの図表)。皮肉にも、ハイイールド債市場で最も安全なBB格セクターが現在は最も割安な状態にある。

投資家は明らかに、景気が良くなると低格付債は全般に地合いが改善し、金利感応度が下がると考えている。そして実際、CCC格債は最近の債券安局面において利益が出ている数少ないセクターの一つである。

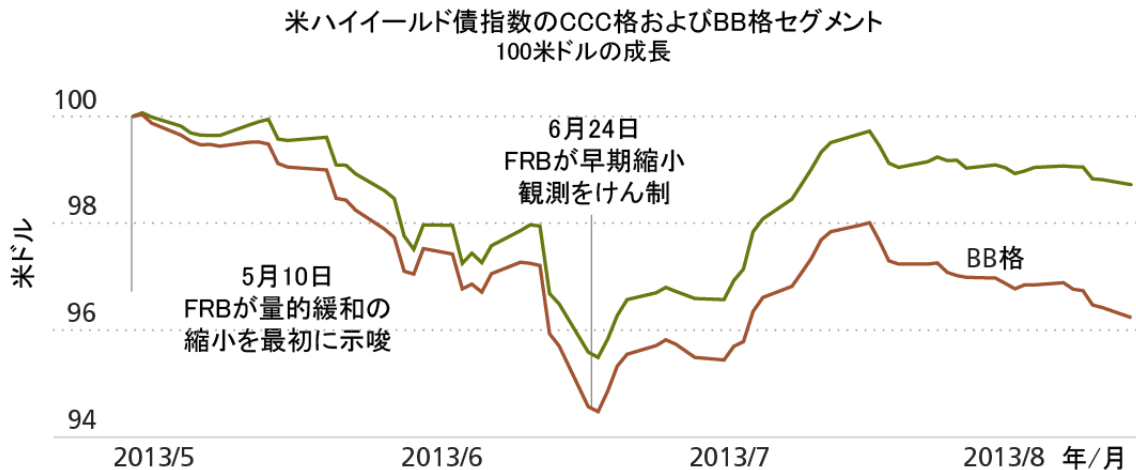
しかし、長期的な観点に立つと、こうした最も格付の低い債券を大量に買うことは近視眼的な行動である可能性もある。そう考えるのは、以下の理由からである。米企業は2008年の金融危機後にスリム化を図り、コストを積極的に削減した。景気が回復軌道に乗っても、米企業は経費抑制を続けた。しかし、景気が引き続き順調に推移すると、米企業はこれまでの反動で支出を過度に増やし始める可能性が高く、その結果として経営難に陥るところも出てくるだろう。このため、サイクルの現段階では、企業の信用リスクに対してはより慎重な姿勢を取り始めるべきだと考えている。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<http://blog.alliancebernstein.com/index.php/2013/08/29/beware-the-dangerous-stretch-for-yield/>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン・ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンス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。当資料は、2013年8月29日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもと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。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。

【図表】投資家がハイイールド債の中でもCCC格債を積極的に購入し、価格が上昇



2013年8月19日まで
米ハイイールド債はパークレイズ米ハイイールド債(2%発行体上限)指数
出所:パークレイズ

現在は信用リスクに対して慎重姿勢が望ましい

投資家は長期債に代わる投資先としてバンクローンにも注目している。バンクローンは変動金利である点が強みのように見えるが、投資家に対するプロテクションがほとんどない。そして、銀行は高金利商品に対する需要の強さに乗じる動きを見せている。特に、プライベートエクイティ市場では利回りが非常に高いPIK債(利払いに現金の代わりに新発債を充当できる債券)で資金調達した案件が増えている。PIK債は発行体にとって当初、利払いに現金は必要ないが、景気が悪くなると、危険な

構造である。

誰もがデレレーション・リスクを嫌って信用リスクを取ろうとする時は、むしろその逆のことをした方が賢明かもしれない。現在の市場サイクルにおいては特にそうである。

デレレーションが長く格付の高い債券は割安になり、現在は債券の中で最高のリスク/リターンのトレードオフを提供している。それはハイイールド債だけでなく、債券全般にわたって言えることである。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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
<http://www.alliancebernstein.com>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており、勧誘を目的としたものではありません。特定ファンドの取得をご希望の場合には当該ファンドの目論見書をご覧ください、投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。下記の内容は、ファンドをお申込みされる際に、投資家の皆様にご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

■ ファンドのリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用するファンドは株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。ファンドが投資した資産の価値の減少を含むリスクは、ファンドの受益者に帰属します。リスクの要因については、各ファンドが投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各ファンドの目論見書をご覧ください。

■ お客様にご負担いただく費用:ファンドのご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用:申込み手数料 上限3.15%(税込み)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用:信託報酬 上限1.974%(税込み)です。

その他費用:上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的なファンドを想定しています。費用の料率につきましてはアライアンス・バーンスタイン株式会社が運用するすべてのファンドのうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨および登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成および公表・説明書類の公衆閲覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

	スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ	ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク
格付会社グループの呼称等について	■格付会社グループの呼称:スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ(以下「S&P」と称します。) ■グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第5号)及び日本スタンダード&プアーズ株式会社(金融庁長官(格付)第8号)	■格付会社グループの呼称:ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク(以下「ムーディーズ」と称します。) ■グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)、ムーディーズSFジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第3号)
無登録格付について	格付会社グループ「S&P」の付与した信用格付のうち「スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社」及び「日本スタンダード&プアーズ株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。	格付会社グループ「ムーディーズ」の付与した信用格付のうち「ムーディーズ・ジャパン株式会社」及び「ムーディーズSFジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。
信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について	スタンダード & プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(http://www.standardandpoors.co.jp)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」(http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered)に掲載されております。	ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(http://www.moodys.co.jp))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。
信用格付の前提、意義および限界について	S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が「債務不履行」に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。 信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。 S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デュエリジエンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。	ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。 ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

当情報は、2013年6月28日にアライアンス・バーンスタイン株式会社が信頼できると考えられる情報源から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。詳しくはスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社およびムーディーズ・ジャパン株式会社の各ホームページをご覧ください。