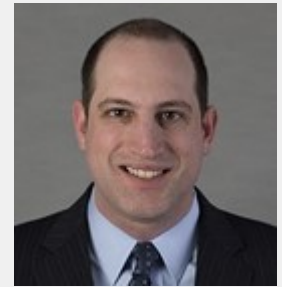






流動性低下がもたらすクレジットの投資機会



 **ガーシオン・ディステンフェルド**
アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
ハイールド債券担当ディレクター

 2015年11月25日

債券投資家が現在抱えている最も大きな悩みは、一言で言えば「流動性」であろう。しかし、流動性についてきちんと理解し、取るリスクを厳選すれば、流動性が低い環境から投資機会を見出すことができるかもしれない。

アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)が重要視していることは、流動性に関する投資家の懸念をなくすことではなく、流動性リスクをどのように管理すべきかという点である(以前の記事『[あなたの債券ポートフォリオの運用マネジャーは流動性をうまく管理できているか？](#)』ご参照)。リスクを過小評価している、もしくはリスクに対する注意が足りない運用マネジャーは、流動性が干上がった際に損失覚悟で売却しなければならないリスクを負うことになる。

例えば、足元でのクレジット市場の下落について見てみよう。この下落は、新興国市場の成長の失速、コモディティ価格の低下、世界経済への懸念などいくつかの理由によって起こった。

これにより投資家は保有していた投資信託を売却した。解約の注文が殺到し、運用マネジャーは損失を被ることを知りながらも資産を大量に売却せざるを得な

かった。こういった一斉売却によって、クレジット市場が過剰に反応し、証券の信用力を正しく反映しない市場になってしまう可能性がある。

忘れられたファンダメンタルズ

最近大きく下落した製薬業界の債券がよい例となる。いくつかの企業により薬の値段が一晩で爆発的に釣り上げられたことや、処方薬にかかるコストの削減が提案されたことなどが理由となり、多くの証券の価格が10ポイントも下落する事態が発生した。

注目すべき点は、こういった企業の株価は下落圧力にさらされるのに対し、債券の信用力には恐らく影響が及ばないことである。製薬事業の資本集約度はあまり高くないため、運営コストは比較的低い。それにより製薬会社が発行する社債のデフォルト率は低水準に保たれてきた。さらに、議会による監視の強化で製薬業界のM&A活動が抑制されれば、当業界の信用力は上昇するだろう。

では、なぜ製薬業界の債券は急落したのか？ 今回もほとんどの運用マネジャーが債券を購入したかったに

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。

<https://blog.abglobal.com/post/en/2015/10/in-credit-low-liquidity-can-spell-opportunity>

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AB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、2015年10月20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。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

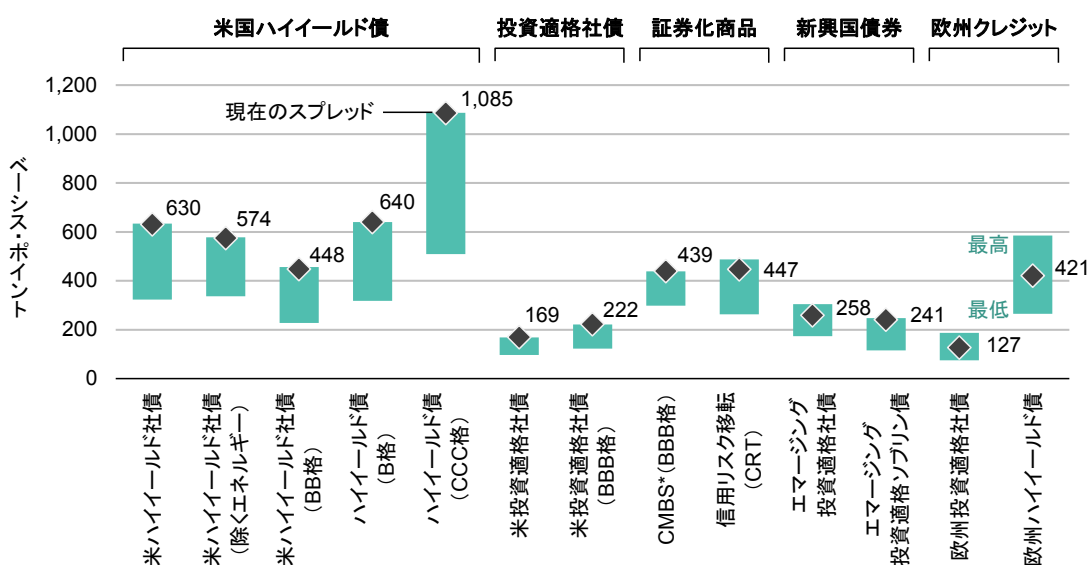
もかわらず、そうすることができなかった。その理由は、投資家による解約に対応するために流動性を使い果たしてしまったからだ。

一方で、ポートフォリオにおいて流動性にゆとりを持たせていた投資家、つまりグローバルのマルチアセット戦略や慎重なキャッシュ管理を取り入れていた投資家は、よりスムーズに解約に対応し、さらに過小評価されている割安な資産を購入することで魅力的な投資機会を捉えることができたであろう(以前の記事『[流動性リスクを管理する最善のアプローチとは？](#)』ご参照)。

選別眼が引き続き必要

ほんの少し視野を広げれば、現在の環境でも同じような投資機会を発見できるようだ。直近の下落により、現在のグローバル・クレジット市場全体のバリュエーションはここ数年で見て魅力度がより増している。米国ハイイールド債を含む一部のセクターでは、現在のスプレッドが2012年以降、最高またはそれに近い水準にある(図表1)。

【図表1】直近のボラティリティの高まりを受けて、クレジットのバリュエーションの魅力度が上昇
オプション調整後スプレッド:2012年9月30日から2015年9月30日



過去の分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
2015年9月30日現在
CRTはSTACR 2014 DN1-M3証券に基づいており、それ以外のすべての非政府機関証券はパークレイズの指数に基づきます。
*CMBS=商業用不動産ローン担保証券。CMBS(BBB格)はパークレイズにより新規発行されたCMBSIに基づきます。
出所:バンクオブアメリカ・メリルリンチ、パークレイズ、JPモルガン、AB

しかし、例外もある。例えば、欧州投資適格社債のバリュエーションはそれほど魅力的には見えない。欧州中央銀行の資産買入れプログラムによって、利回りスプレッドの拡大が抑制されているからだ。

とは言え、市場の多くのセクターで、投資家はクレジット・リスクを取ることで見返りを得ている。ただし、どのリスクを取るかを見極めることがカギを握る。ABでは、他よりもバリュエーションが魅力的という理由だけで利回りが最も高い証券に飛びつくようなことはない。

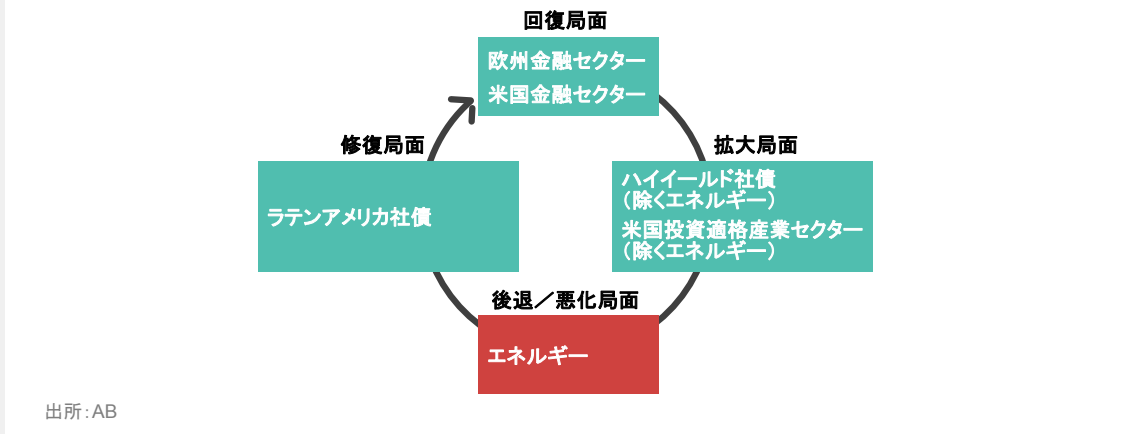
信用サイクルに注目を

例えば、社債を注意深く見ると、投資機会はセクターや国・地域ごとで異なることが分かる。次ページの図表2が示すように、ハイイールド・エネルギー・セクターを

含む一部の資産は後退局面にある。当セクターの企業はエネルギー価格の低迷が続くかぎり厳しい環境に置かれることに加え、さらなる格下げに直面する可能性もある。現在のところ、多くのエネルギー会社や石油会社の価格はリスクに見合うリターンを提供する水準まで十分に下がっていない。

エネルギーを除けば米国ハイイールド社債は依然として拡大局面にあるが、格付が相対的に低い一部の銘柄ではすでにファンダメンタルズが悪化し始めている。例えば、CCC格のジャンク債は現在1米ドル当たり約84セントという安値で取引されているが、デフォルト率が5年累積ベースで44%と歴史的に高い水準にあり(B格は23%、BB格は10%)、価格が安いからと言ってそのリスクを埋め合わせることはできないと考える。

【図表2】社債の投資機会はセクターや国・地域ごとに異なる



出所: AB

ここで重要なのは、バリュエーションが魅力的かつファンダメンタルズが強固な銘柄を探すことだ。そういった銘柄は、住宅ローン市場(商業用と居住用の両方)における信用力が高いハイイールド債や証券化商品のセクターに存在するとABでは見ている。社債とは異なり、住宅ローン・セクターは信用サイクルの中でも比較的初期段階にあり、借り手の信用力は強い。

世界経済や企業のファンダメンタルズに関する懸念がすぐに消え去ることはない。また、潤沢な流動性が近い将来に戻ってくることも見込めない。そのため、ボラティリティがさらに高まり、証券価格の低迷が続く可能性がある。しかし、ファンダメンタルズに注目し、流動性低下がもたらす投資機会を注意深く狙う投資家にとっては、今こそ、厳選したリスクを少しずつ増やし始める時かもしれない。

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、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知し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・説明書類の公表縦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・レーティングス・サービス	ムーディーズ・インベストメント・サービス・インク	フィッチ・レーティングス
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・レーティングス・サービス(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・インベストメント・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)	+ 格付会社グループの呼称:フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」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:フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7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。	格付会社グループ「フィッチ・レーティングス」の付与した信用格付のうち「フィッチ・レーティングス」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(S&P日本語ホームページ(http://www.standardandpoors.co.jp))の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付付与情報」(www.standardandpoors.co.jp/unregistered)に掲載されております。	ムーディーズ・インベストメント・サービス・インクの信用格付は、事業者、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、事業者が契約上・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、これらの格付者も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。	フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性及び市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。
信用格付の前提、意義および境界について	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もありません。信用格付は、業種や外部環境の変化、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活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に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、デュデリシエンスまたは独自の検証を行っており、また、格付付与に利用する情報や、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の従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。	フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性及び市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

当情報は、2015年9月30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、ムーディーズ・ジャパン株式会社およびフィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社の各ホームページをご覧ください。

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／一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<http://www.alliancebernstein.co.jp>

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。特定投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託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。

+ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、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。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託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、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

+ お客様にご負担いただく費用:投資信託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…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)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2.0304%(税抜1.8800%)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。投資信託説明書(交付目論見書)、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、一般的な投資信託を想定しております。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全ての投資信託のうち、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。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって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。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。