

ハイイールド債バブルの心配はないだろう

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
ハイイールド債券担当ディレクター



バブルがはじけた後にバブルに気づくのは簡単である。それは一目瞭然で、投資家にとって惨憺たる結果をもたらす、時には財産をすべて失うこともある。バブルを事前に察知することは容易ではない。しかし、多くの人がハイイールド債について投機的色彩を強めていると確信している。

ハイイールド債は最近少し高すぎるかもしれないが、我々はバブルが発生しているとは考えていない。実際、債券の構造的特性と債券投資家の行動がバブルの発生をほぼ不可能にしていると考えている。

何がバブルを作るのか？ 金融バブルの生成においては欲望が大きなファクターである。かつてオランダではチューリップ・バブルが発生し、1637年にそれが破裂した時、最高値でそれを買った投資家は全財産を失った。2000年には急騰するIT株を買った投資家がバブルの崩壊により大損をした(次頁の図表1)。そして、米国の住宅バブルがはじけた時も、購入者が大きな損失を被った。チューリップも、IT株も、不動産も値上がりを期待

して借金で購入した人が多かったため、被害はさらに大きくなった。

バブルには幻想の要素もある。後で振り返ると、投資家は自分たちが投資しているもののファンダメンタルな特性を誤解したり、単純に無視しているように思える。これらの資産が生むキャッシュフローでは、その異常な高値を正当化することはできない。唯一の望みは、利益を得るため誰か他の人により高い値段でそれを売ることである(投資の世界では、これは「ババぬき」理論として知られている)。

ハイイールド債市場は実際どのくらい投機的色彩を帯びているのだろうか？ 我々の分析によると、ハイイールド債市場はそれほど投機色が強くない。確かに、ハイイールド債はここ数年リターンが高く、利回りは過去最低水準にある。しかし、大半の他の債券と同様、ハイイールド債は最終的な価値がすでに分かっている。発行体が倒産しない限り、投資家には償還時にすべて額面で返済される。

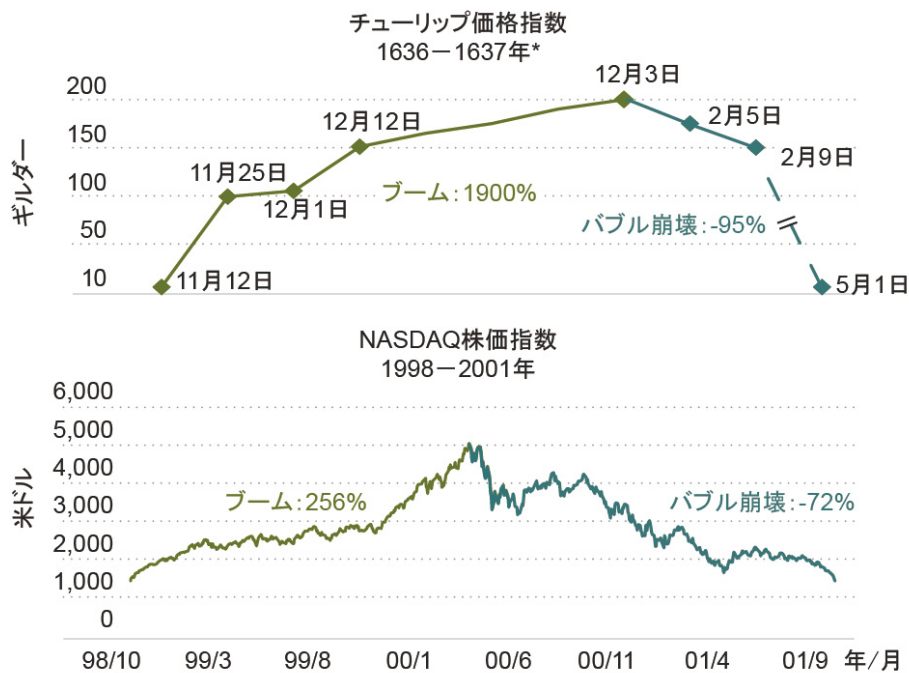
2013年2月14日

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/2013/01/23/high-yield-wont-bubble-over/>

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1月23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1】欲望と幻想がかつてのバブル発生につながった…



*2月9日から5月1日の期間については価格データがないため、この間の下落の形状は不明。

出所: NASDAQ株式市場、Earl A. ThompsonとJonathan Treussard著 "The Tulipmania: Fact or Artifact?", Public Choice (January 2007)、アライアンス・バーンスタイン

ハイイールド債は平均価格が過去最高の105米ドル近くに達しており、投資家はバリュエーションに十分注意を払う必要がある。しかし、投資家は(デフォルトがなければ)満期時には100米ドルが返ってくることを知っている。ハイイールド債のリターンを予測するのは株式のリターンを予測するよりはるかに簡単である。満期時に額面で、あるいは、しばしばあることだが発行体が期限前償還する場合はおそらくもう少し高い価格で元本が返済されるため、投資家がバブル崩壊時のような極端な損失を被る可能性は低い。しかも、割高な債券を保有している投資家は損失を被るリスクを認識しているので、価格が自然と妥当なレンジ内に収まる誘因が働く。価格が依然として長期平均からそれほど大きくかい離していない時は、リターンが高くてもバブルの前兆とはならないだろう(次頁の図表2)。

もちろん、これらの債券を発行する企業の負債が多く、デフォルトの可能性が高ければ、もっと心配になるが、現在はそうではないと考えられる。実際、ハイイールド債を発行する企業の信用ファンダメンタルズはかなり強く、負債比率やバランスシートは妥当な水準にある。このため、将来のデフォルトは過去平均を大きく下回ると予想している。

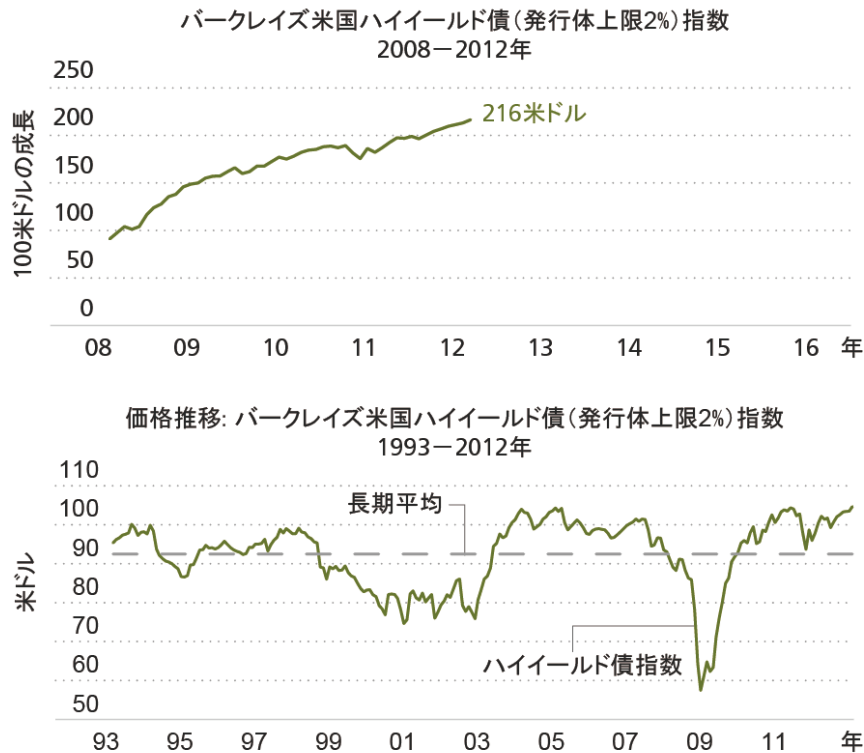
ハイイールド債の価格はなぜこんなに高いのだろうか？ それはハイイールド債が投資家にとって魅力的なインカムを提供するからであり、インカムに対する需要が高いため、インカムを生む資産にプレミアムが付くのは驚くべきことではない。しかし、現在の市場の水準を考えると、2013年は1ケタより高いリターンを期待するのは難しいだろう。

それは欲望に駆られたバブルを生むほど高いリターンではない。

投資家が損をする可能性はあるのか？もちろん、常にその可能性はある。事実、ハイイールド債市場は1990年以降3分の2近くの年において天井から底まで5%以上の下落を経験している。3分の1以上の年においては10%以上の下げを記録している。ハイイールド債の投資家はこの点に留意する必要があるが、この程度のボラティリティは正常なものである。

しかし、これらの債券が多少割高でも、我々はハイイールド債市場ではバブルは発生していないと考えている。そして、人々がバブルについて質問するのは健全と考えている。

【図表2】…しかし、現在のハイイールド債の上昇はバブルではない



2012年12月31日現在
出所: パークレイズ、アライアンス・バーンスタイン

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いただき、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。