



**Robert Cignarella, CFA**

マネージング・ディレクター  
米国ハイールド責任者

2020年1月

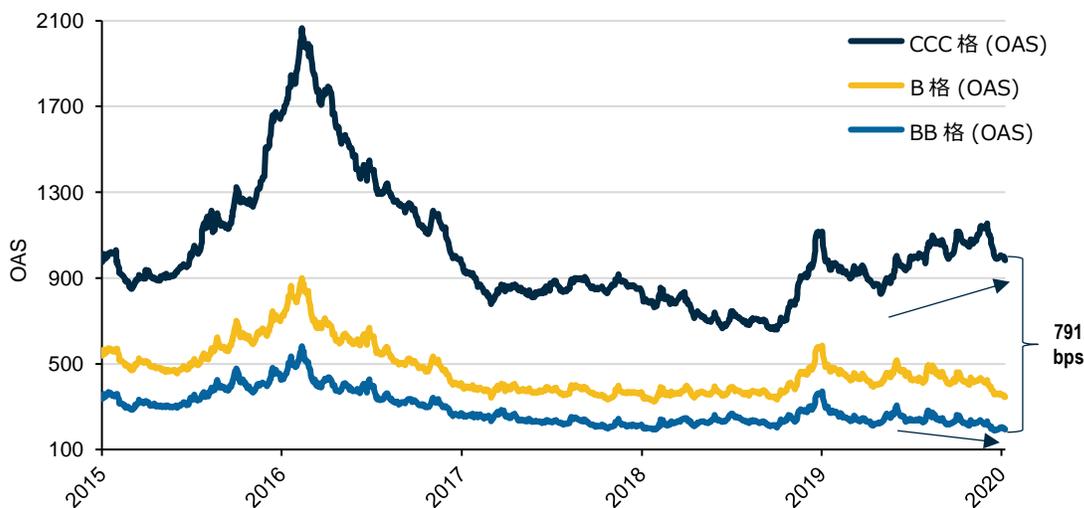
## 低格付米国ハイールド債の投資価値を捉える

景気サイクル終盤において、米国ハイールド債市場でも最もリスクの高い部分をオーバーウェイトすることは、一見したところ違和感を覚えるかも知れない。何故なら、こうした相対的に低格付の発行体は景気後退の影響を最も大きく受けるからだ。しかしながら、世界的に投資家が利回りを希求し続けていること、BB格債が過大評価されていること、世界経済が今後も成長を続ける見通しであること、信用スプレッドが示唆するデフォルト率が我々の予想を著しく上回るものであることを考慮すれば、低位のB格債とCCC格債へのオーバーウェイトが正当化されると我々は考えている。<sup>1</sup>

世界全体で約11兆7,500億米ドルの債券がマイナス利回りとなっている(2019年におけるピーク時の約17兆米ドルからは減少)ことを考えれば、引き続き投資家の利回りに対するニーズは明らかである。米国外の投資家は、米国の資産から得られる潜在的なリターンをヘッジコストが食い潰してしまうことを懸念して為替ヘッジなしの投資を選好したり、あるいは1%未満のクーポンで最近発行された幾つかの欧州BB格債を選好するようになっている。<sup>2</sup> このような投資家の数が増加していることから、利回りを期待できる債券が不足していることが分かる。

BB格債の投資妙味が薄れているのは、欧州だけの話ではない。米国においても、名目利回りがプラスであることに加え、世界的に景気減速の可能性が懸念されるということも手伝って、投資家は低格付のハイールド債よりもBB格債を選好しているように見受けられる。また、米国市場における低格付ハイールド債の発行体の半数が、景気敏感企業あるいは景気循環の影響を受ける企業で構成されており、これが投資家の選好に大きな影響を与えている可能性がある。BB格債とCCC格債のスプレッドは、近年まで概ね同じような動きを見せていたが、2019年半ばには両者に明らかな乖離が見られるようになり、2020年1月半ば現在では800bps近隣のスプレッド較差が生じている。

**図1：米国におけるBB格債とCCC格債のオプション調整後スプレッド(OAS)較差は拡大傾向**



出所：ICE BofA、およびPGIMフィクスト・インカム 2020年1月現在

<sup>1</sup> 本稿の格付は、“Nationally Recognized Statistical Rating Organization”の格付に基づいており、またICE BofAインデックスの比重に基づいている。

<sup>2</sup> 例えば、Crown European Holdingsは最近、2023年2月15日に償還期限を迎えるBB格社債を0.75%のクーポンで発行した。Ball Corp.は2024年3月15日に償還期限を迎えるBBプラス格社債を0.875%のクーポンで発行した。

[WWW.PGIMFIXEDINCOME.COM](http://WWW.PGIMFIXEDINCOME.COM)

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

しかし、米中貿易協定に進展が見られること、世界的に製造業セクターが底打ちした兆候があること、主要中央銀行による緩和政策が継続中であることを考えると、世界経済の拡大が長期化する理想的な状況が整っているように思われる。そのため、米国が2020年に景気後退に陥る確率も、10%程度の低いものであると我々は考えている。

従って、市場における低格付ハイールド債のспред拡大は相対的な投資妙味の増加である(図1を再度参照)と考え、我々は年初に低位のB格債およびCCC格債を最大で10%ポイント程度オーバーウェイトした。

世界的に景気サイクルが長期化すると我々の見通しを踏まえると、低格付ハイールド債のспредが示唆する2020年のデフォルト率は、引き続き我々の予想値を大幅に上回っている。例えば、1月中旬のCCC格債オプション調整後спредは(OAS)は図1に示されている通り983bpsであるが、これは11.4%近くのデフォルト率を意味するものであり(図2参照)、CCC格債の過去の年間デフォルト率である7%を大きく上回っている。<sup>3</sup>これに加え、市場全体のデフォルト率は過去の長期的な平均値である約3.5%を引き続き下回ることが予想され、2019年に発生したデフォルトの約半分を占めるエネルギー・セクターとコモディティ・セクターが更に安定するようであれば3.0%を下回るような可能性もある。

図2: CCC格(OAS)のспредが示すデフォルト率は過大であるように見える...

CCC格のспредが示すデフォルト率	
現在のспред	+983
- 過去の超過спред水準	+300
= デフォルトによる損失に相当するспред	+683
÷ (額面価格 - 回収率)	(100%-40%)
= 上記から導き出されるデフォルト率	11.38%

出所: PGIM フィクスト・インカム 2020年1月現在

我々は、B格およびCCC格の独立系発電事業者および米国の消費財関連銘柄をオーバーウェイトしたポジションを選好している。我々は最近、特に天然ガスとそれに関連する燃料の生産事業者と配給事業者を中心として、とりわけ売られ過ぎていると思われるエネルギー・セクターのウェイトを積み増した。

また、状況を見計らいながら選択的にヘルスケア・セクターの発行体についても積み増しを行っている。その一方で、これら高ベータ債のオーバーウェイトの影響を相殺すべく、我々はCDXやAAA格のCLOトランシェを活用している。

また、投資プロセスの一環として環境、社会、ガバナンス要因を考慮するに当たり、ESGに対する懸念が低格付のエネルギー銘柄やコモディティ銘柄にどのような影響を与えるかについても我々は承知している。これらの銘柄でOASが縮小し、魅力的なリスク調整後リターンに貢献することがあるかも知れない一方、結局のところESGに対する懸念が少ない同等の格付の銘柄よりも終始安い値段で取引され続ける可能性があることは認めざるを得ない。

低格付ハイールド債への投資には留意点もある。最も注意しなくてはならないのは、世界経済の全般的な力強さについて目測を誤ることであろう。この場合、景気後退が近づくにつれ、B格やCCC格といった低格付銘柄の多くに重大な影響が及ぶ可能性がある。さらに、さまざまな投資環境において超過収益を生み出すための鍵となるのは銘柄選択であるが、低格付債への投資においては、なおさら景気低迷に耐えうる銘柄選別の重要性が増す。

さらに言うならば、投資妙味のある低格付ハイールド発行体を特定すること、その発行体による適正価格の債券を見つけることは全く別のことである。こうした債券を、特にスティーブ化したハイールド・カーブの中期ゾーンで調達することは困難な可能性があるが、それでも我々は流動性が低下した時期にエクスポージャーを積み増した。ハイールド債の発行量は近年急増しており、投資家が必要に応じて各自のエクスポージャーを調整する機会を提供しているはずである。

結論として、今日の景気サイクル終盤における米国ハイールド債市場の分布を見てみると、市場は割高なBB格債と、大幅に割安なB格債およびCCC格債に二極化された状態が続いている。確かに、相対的に信用力の低いセグメントをオーバーウェイトするにはリスクが伴うものである。しかし、クレジット・サイクルが長期化するという我々の基本シナリオを踏まえると、BB格債へのオーバーウェイトを維持する方が、運用パフォーマンスにとってより大きなリスクとなるかも知れない。特に、低格付ハイールド債のспредが示唆する2020年のデフォルト率が、我々の予想値を大幅に上回っていることを考えれば尚更である。

<sup>3</sup> 1982年1月1日から2018年12月31日までの5年間の市場におけるCCC格の累積デフォルト率は33.9%であった。

留意事項 1

データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム、2020年1月現在。

PGIM フィクスト・インカムは、1940年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社である PGIM インクおよびプルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。PGIM フィクスト・インカムはニュージャージー州ニューアークを本社とし、世界における次の事業も含まれます。(i) ロンドンの PGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) アムステルダムの PGIM ネーデルラント B.V. (iv) 東京の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(v) シンガポールの PGIM (シンガポール) におけるパブリック債券部門 (PGIM Singapore)。プルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするプルデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠地とするプルデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見及び推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

**利益相反:** PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A部をご覧ください。

英国および欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドが情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは英国の金融庁からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）、EEAの様々な法域での正式な営業権を有しています。本資料は英国金融行為規制機構（FCA）の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令（MiFID II）の2014/65/EU に定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）

© 2020 PFI and its related entities.

2020-0231

---

## 留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"Capturing Value in Lower-Rated U.S. High Yield"をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号  
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会  
PGIMJ202001200055