

2020年8月25日

危機下において慎重ながらも積極的なスタンス： なぜ CCC 格債オーバーウェイトを維持するのか？

ロバート・シグナレラ, CFA, 米国ハイイールド責任者兼グローバル・ハイイールド戦略共同責任者

新型コロナウイルスの感染拡大により米国全土で都市封鎖が実施されたが、そうした中でも幅広い市場を対象とした我々のハイイールド債のポートフォリオは概ね CCC 格債オーバーウェイトのポジションで運用されていた。その時点においては、スポーツに例えて言うならば、「間違った方向を向いてボールをキャッチする」ように考えた人もいたかも知れない。しかし、市場のボラティリティが最悪の水準を脱し、経済活動が徐々に再開しつつも、新型コロナウイルスの今後の動向に関する不確実性が燦る中、引き続き CCC 格債オーバーウェイトのポジションによって米国経済およびハイイールド債市場の上振れリスクと下振れリスクの適切なバランスがもたらされると我々は考えている。

デフォルトがピークを打つと、ハイイールド債のトータル・リターンは堅調に推移

多くの市場参加者が 2008/2009 年の前回の景気後退局面において経験したデフォルトについて指摘する一方で、米国ハイイールド債は 2015 年においてもエネルギー・セクターの暴落を背景に、特に低格付債を中心とするデフォルト・サイクルを経験している。こうした 10 年に満たない期間で上下したサイクルを検証してみると、デフォルトの増加に伴うボラティリティの高まりを切り抜けた後、デフォルトがピークを打って横ばいで推移し始めると、一般的にはその後 1 年間にわたってハイイールド債のトータル・リターンが堅調に推移し、デフォルト発生件数が改善に向かうにつれて特に CCC 格債（図 1 参照）が良好なハイイールド債のトータル・リターンを牽引することが多いということが明らかになった。一方で、足元の月別のデフォルト数を見てみると、7 月のデフォルト数が 4 月以来で初めて 20 件を下回ったことから、今後のデフォルトはピークを打った可能性がある。

図 1：CCC 格債は過去 2 回のサイクルにおいて、デフォルトがピークを打った後のリターンを牽引した

ハイイールド債のデフォルトのピーク	デフォルトのピークから 1 年間のトータル・リターン (%)			
	ハイイールド債全体	BB 格債	B 格債	CCC 格債
2009 年 1 月	+41.63	+31.93	+33.65	+69.52
2015 年 8 月	+9.08	+9.50	+7.68	+11.98

出所：PGIM フィクスト・インカム、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、ゴールドマン・サックス・グローバル・インベストメント・リサーチ。ハイイールド全体およびそれぞれの格付のリターンは ICE BofA ハイイールド・インデックスに基づく。インデックスに直接投資することはできない。

デフォルトの初期的な減少傾向は続くと思っており、今後 12 ヶ月以上にわたってデフォルト率は大幅に下落すると我々は考えている。8 月中旬における CCC 格債のスプレッドは年率 13.4% のデフォルト率を織り込んでいるが、この先デフォルト率が低下するとの予想を踏まえると、実際よりも著しく高いデフォルト率を示していると思われる（図 2）。よって、CCC 格債を慎重に銘柄選択することで得られるスプレッドはデフォルト・リスクに対する十分な代償をもたらす、特に景気の「U 字」回復が見込まれる中で、さらなる超過収益の獲得機会が得られると考えられる（結論を参照）。

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。

図2：CCC格債のスプレッドは、デフォルト・リスクに対して十分な代償を提供するように見える

CCC格債のスプレッドが示すデフォルト率	最も拡大した3月のスプレッド	8月中旬のスプレッド
スプレッド	+1962 bps	+1235 bps
- リスク・プレミアム	+300 bps	+300 bps
= 示唆されるデフォルト損失	+1662 bps	+935 bps
÷ (100% - 回収率)	(100% - 30%)	(100% - 30%)
= スプレッドが示唆するデフォルト率 (年率)	23.7%	13.4%

B格債のスプレッドが示すデフォルト率	最も拡大した3月のスプレッド	8月中旬のスプレッド
スプレッド	+1189 bps	+547 bps
- リスク・プレミアム	+300 bps	+300 bps
= 示唆されるデフォルト損失	+889	+247
÷ (100% - 回収率)	(100% - 30%)	(100% - 30%)
= スプレッドが示唆するデフォルト率 (年率)	12.7%	3.5%

出所：PGIM フィクスト・インカム、2020年8月現在。8月中旬のスプレッドは、ICE BofA U.S.ハイイールド・インデックスのCCC格債とB格債を表す。超過スプレッドは、実際のスプレッドと実際のデフォルトによる損失の差異の20年間の月次中央値。インデックスに直接投資することはできない。

今後も景気回復の恩恵を受け続ける余地

投資家による利回り希求の動きが再開されているが、経済回復の道程は長期化するであろうとの懸念から、しばしばCCC格債は見過ごされている。例えば、CCC格債全体においてコール・オプションの行使価格を上回って取引されている銘柄は約23%に過ぎず（図3）、発行体がこうした債券のコール・オプションを行使する可能性は低い。実際、8月には多くの債券の発行および借り換えが行われたが、そのうちCCC格債の占める割合はごく一部であった。また、ハイイールド債の年初来発行総額に占めるCCC格債の割合も9%に過ぎず、こうした傾向が年末まで続けば、CCC格債が占める割合は金融危機後最低の水準となる。¹ CCC格債のコール・オプションが行使される可能性が低いことを踏まえれば、依然として経済の悪化あるいは減速による下振れリスクが拭い去れない中でも、こうしたコンベクシティ特性によってコールされずに景気回復の恩恵を享受し続ける銘柄を選択することが可能なはずである。

図3：CCC格債がコール・オプションの行使価格を上回る価格で取引されている割合は全体の1/4未満



出所：ゴールドマン・サックス・グローバル・インベストメント・リサーチ、2020年8月現在

CCC 格債はその上振れ/下振れの変動によって同セグメントをオーバーウェイトするポートフォリオのベータ値を押し上げるが、我々は通常よりも多めの現金残高、AAA 格の CLO、ハイイールド債のクレジット・デフォルト指数(CDX)を通じたクレジットのショート・ポジション等によって部分的にベータをヘッジしている。さらに、我々は BB 格債については引き続きアンダーウェイトとしているが、一部の墮天使債（フォールン・エンジェル）候補や BB 格債には投資妙味があると考え。こうしたバーベル型のアプローチの結果、我々のシステムティック・リスク（ベータ）は依然としてベンチマークに対して抑制的である。

CCC 格債の適応と今後のシナリオ

CCC 格債は社債の中でも最も脆弱性が高く、よって最も経済リスクに晒されている。しかし、小売、外食、エネルギー、テクノロジーなどのセクターに属するこれらの企業は、新型コロナウイルスという試練の下で新しい環境への適応を続けている。

大規模な財政・金融刺激策がこうしたセクターの適応を下支えしており、米国における追加財政刺激策の実施、世界各国の中央銀行による支援、新型コロナウイルス向けのワクチンの最終的な実用化などにより、米国経済が 50%の可能性で「U 字回復」という我々の見通しに寄与している。「U 字回復」するシナリオでは、1 年以内にハイイールド債のスプレッドが約 85 bps 縮小し、過去の回復期の経験に基づけば、CCC 格債がアウトパフォームする可能性があると考えられている。更に、今後 2 年にわたってどのような軌跡（V 字、U 字、L 字、W 字）で経済が回復するかを生起確率で加重して試算した場合には、同期間内にハイイールド債のスプレッドは 150 bps 強縮小する可能性があると考えられている。²

3 月に市場ボラティリティが最も高まって以来、リスク資産は確かに良好なパフォーマンスを示しており、これにより投資家は相対的価値のある次の投資機会について検討を始めている。過去の回復期における経験、今後の景気回復の恩恵を受け続ける余地、最も大きな打撃を受けたクレジット・セクターにおけるダイナミクスを見定めることが出来る我々の能力を勘案すれば、CCC 格債をオーバーウェイトすることで米国ハイイールド債のポートフォリオにおける上振れリスクと下振れリスクの適切なバランスがもたらされると我々は引き続き考えている。

¹ 内訳は J.P. モルガンによる

² 現時点では、V 字回復の可能性 10%、U 字回復の可能性 50%、L 字回復の可能性 15%、W 字回復の可能性 25%と我々は見込んでいる。

本資料は 2020 年 8 月 25 日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育を目的として作成されたものです。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。

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。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拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iv) 香港拠点の PGIM (香港) における債券運用部門 (PGIM Hong Kong)、(v) シンガポール拠点の PGIM (シンガポール) における債券運用部門 (PGIM Singapore)。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠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とするプルデンシャル・アシアランス・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はありません。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、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、意見および提言について示したものです。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いません。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いません。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。

欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラントが第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して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(FCA)からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)により、MiFIDのトップ・アップ・サービス能力を有するオルタナティブ・インベストメント・ファンド・マネージャーとして認可されています。（登録番号：15003620）PGIMリミテッドとPGIMネーデルラントは、EEAの様々な法域でサービスを提供あるいは正式な営業権に基づき事業することが認められています。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.

留意事項 2

資料はPGIMフィクスト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した"CAUTIOUSLY CONSTRUCTIVE IN A CRISIS: WHY WE'VE MAINTAINED OUR CCC OVERWEIGHT"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

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。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成された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。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"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
PGIMJ76172