



**John Maxwell**

プリンシパル / クレジット・アナリスト

ハイイールド・クレジット・リサーチ・チーム

2019年10月

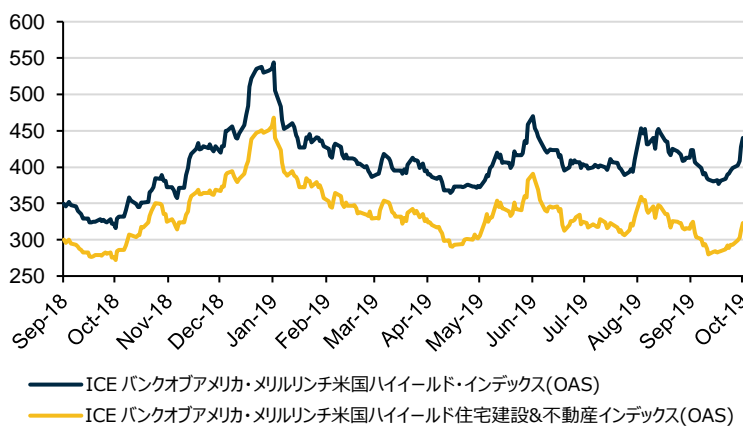
## 景気サイクル後期におけるハイイールド債の事例として、住宅建設セクターを検証する

ハイイールド債の投資家にとって、米国の住宅建設セクターは、高格付の債券とそうでない債券の分岐点に位置する代表的なセクターであろう。2019年10月初旬までの同セクターのトータル・リターンは14.22%で、ハイイールド債全体およびBB格債を着実に上回った(それぞれのトータル・リターンは11.02%、および12.79%)。<sup>1</sup>しかし、景気減速の懸念が高まる中で、投資家にとって同セクターは景気敏感的で上昇余地は限定されており、場合によっては景気減退の危険性に晒されているセクターということになるのかもしれない。

景気サイクル後期において、景気に敏感な性質を持つセクターに投資を行う一例として、住宅建設セクターの主な動向について検証する。これまで、同セクターのアロケーションをオーバーウェイトとしてきたが、景気サイクルが成熟期を迎える中、アロケーションはどのように調整されるべきだろうか。

2018年後半、世界経済の不確実性が高まる一方、連邦準備制度理事会(FRB)は依然として金融引き締めスタンスを維持したことで、米国ハイイールド債のспレッドは228bps、住宅建設セクターは196bps拡大した(図1参照)。当時、主にBB格で構成される住宅建設セクターのハイイールド債は売られ過ぎの状態、市場全体のспレッドから僅か27bps下回る水準で取引されていた。<sup>2</sup>

**図1：2018年後半以降、住宅建設セクターのспレッドは拡大し魅力的な水準にある**



出所：ICE インデックス・プラットフォーム、2019年10月4日現在

さらに、過去の水準と比べ抑制された事業活動、変化する市場ダイナミクスへの適応、安定化したレバレッジ水準などのファンダメンタルズにも関わらず、同セクターは売りに晒された。我々は、主として同セクターにおける信用力の高い発行体による長期債(イールド・カーブは比較的スティーブ化していた)、および信用力は低いながらも改善が見られる発行体をオーバーウェイトしていた。

<sup>1</sup> トータル・リターンは、2019年10月4日現在のICEバンクオブアメリカ・メリルリンチ・インデックスに基づく。

<sup>2</sup> 2018年10月25日現在。

## 抑制された事業活動の中での回復

低金利、世界金融不況後の反動需要、可処分所得の改善といった追い風がありながら、ここ数年の住宅建設セクターの事業活動は著しく低調に推移してきた。こうした低調ぶりは、2005 年に見られたような住宅価格の上昇が見られなくなっているという観点だけでなく、より長期にわたる歴史的なサイクルからも見てとれる。2018 年の竣工戸数も 120 万戸を下回る中、近年の住宅竣工戸数は、1990 年代前半や 1982 年といった過去のサイクルの谷と同様の水準にある (図 2)。<sup>3</sup> より広範な経済データでも同様の状況となっており、米国 GDP に占める住宅の割合は、前回の景気後退期の水準をわずかに上回る 4%に留まっている (図 3 参照)。

図 2 と 3 : 住宅竣工件数、米国 GDP に占める住宅の割合 (依然として不況時と同水準にある) の推移

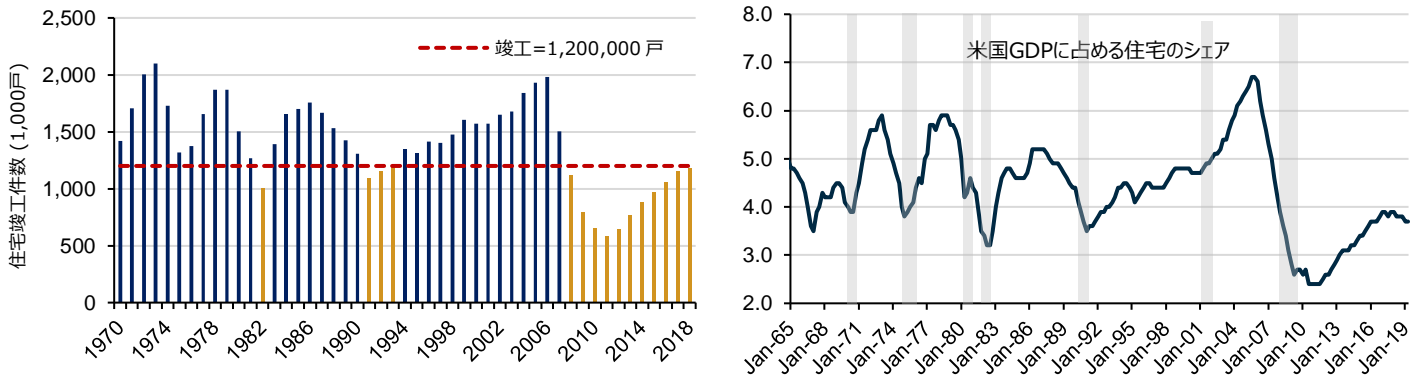


図 2 の出所：米国住宅・都市開発省、および個人所有住宅の竣工戸数。図 3 の出所：米国経済分析局、およびセントルイス連銀。灰色部分は景気後退期を表す。

ここ数年、住宅建設セクターの事業活動はいくつかの要素による制限を受けてきた。過去 10 年にわたって米国の住宅市場が回復するにつれ、住宅価格の中央値は 50%近く上昇し、30 万 7,000 米ドルに達し(図 4 参照)、これにより潜在的な住宅購入者層は減少している。住宅ローンの審査基準が厳格化されたことも、潜在的な住宅購入者層のさらなる減少に寄与している。<sup>4</sup> これに加えて、住宅建設業者が世界金融不況時に手に入れた比較的安価な土地を使い切るにつれ、足元では地価が上昇している。労働面では、建設業の求人率が着実に増加して、業界全体の新規採用率(図 5 参照)とほぼ同水準となっている。これは、足元で移民が減少傾向にある中、確保できる労働力が枯渇する可能性があることを示唆している。労働力の逼迫により、業界全体の中で建設業の賃金は上昇している。

図 4 と図 5 : 米国住宅価格の上昇(上昇に転じてからの推移)と逼迫する建設労働市場

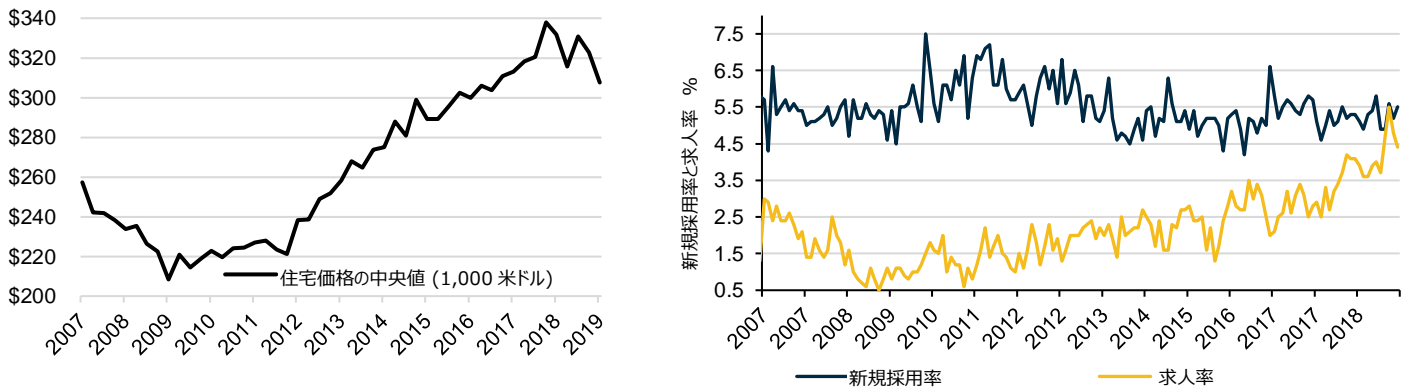


図 4 の出所：米国国勢調査局。図 5 の出所：労働統計局。図中で示された数字は、総雇用数に現在の求人数を加えたものに対する比率となっている。

<sup>3</sup> 2001 年の景気後退期にはテクノロジー・セクターが大きな役割を果たしたことで、住宅市場は以前の景気後退期に比べて高水準で推移した。

<sup>4</sup> Ability-to-Repay および Qualified Mortgage (ATR/QR)に関する規則の下では、貸し手は少なくとも 8 つの特定の引受基準を検証した上で、貸し手が貸付を行う前に、または貸し手が貸付を行う際に、借り手は抵当権付き住宅ローンを返済することができるという合理的で誠実な決定を下すことが要求される。これは、FICO のスコアが低く、所得、職業、資産のない借り手が、時として住宅購入価格の 100%までの資金を確保できた金融危機以前とは明らかに対照的な状況である。

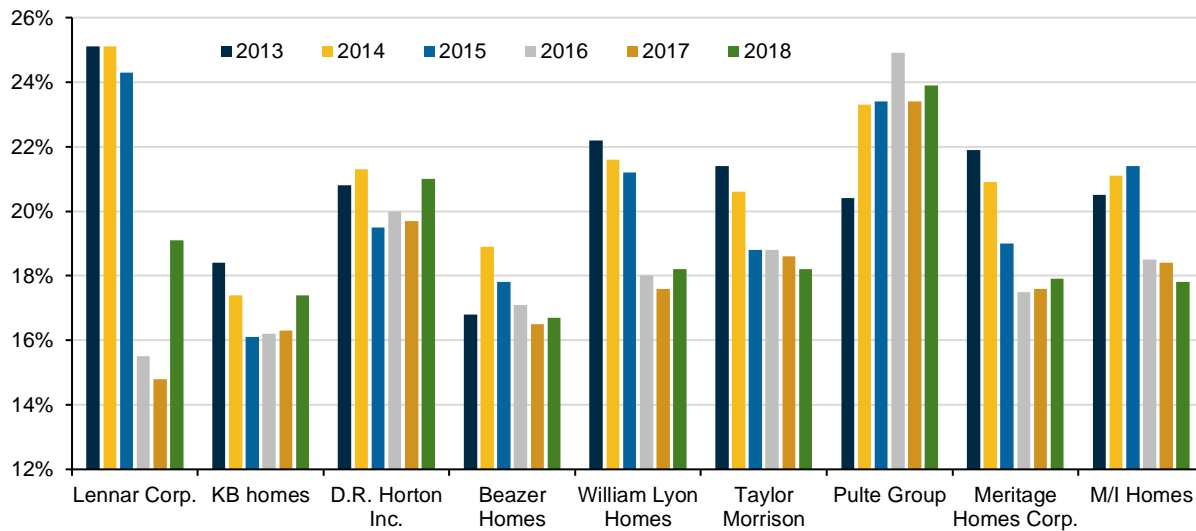
## ファンダメンタルズへの影響

住宅価格の上昇、および購入者層の需要が比較的停滞していることを受け、多くの住宅建設業者は平均販売価格を引き下げた。例えば、Meritage Homes 社の 2018 年第 2 四半期の平均販売価格は 408,000 米ドルだったが、平均販売価格は四半期ごとに低下し、2019 年第 2 四半期には 383,000 米ドルだったと報告されている。一方で、同社の新規住宅販売戸数は前年同期比 5.3%増の 2,253 戸となった。<sup>5</sup>

住宅販売価格の値下げ路線にシフトすることは、住宅建設業者にとって両刃の剣となる。ベビーブーム世代を抜いて米国最大の世代となりつつあるミレニアル世代の最初の層が、いよいよ住宅市場に参入しようとしていることを考慮すると、需要を下支えすることは重要なステップである。しかし、ほとんどの業者において、ここ数年にわたる販売価格の下落とコストの上昇が利益率を圧迫している。公開市場で債券が取引されている住宅建設業者の平均売上総利益率は、図 6 が示す通り 2013 年の約 21%から 2017 年には約 18%に低下した。

一方で、今後の利益率の維持・向上を目的として、業界の多くの発行体が軌道修正を行った。例えば、建設業者は、フロアプランその他の選択肢を削減し、より多くの部品(フレームやトラスなど)を現場外で建設し、下請業者のスケジュール調整を改善することによって、建設コストを削減してきた。その結果、図 6 の通り、ほとんどの発行体の売上総利益率は 2018 年によく安定して若干の上昇に転じ、平均で約 19%となった。

図 6 : ここ数年にわたり、コスト上昇と販売価格の値下げ圧力が住宅建設セクターの売上総利益率を圧迫している



出所：SECへの申請件数、およびPGIM フラスト・インカムによる推計。2019年3月31日現在。

<sup>5</sup> 同社のウェブサイト (<http://investors.meritagehomes.com/FinancialHighlights?keyReport=-226>) を参照。

バランスシートの観点から見ると、住宅建設セクターの比較的抑制された事業活動と利益率の安定化は、世界金融危機時の経験に関する記憶と相まって、同セクターの回復を下支えしてきた。同セクターの平均総負債/EBITDA 倍率は、世界金融危機時に 20 倍以上であったのに対し、2018 年末には 4 倍にまで低下している(図 7)。一方、図 8 では近年の個別発行体の負債/総資本倍率が概して低下傾向にあることを示しているものの、世界金融危機後の各社のパフォーマンスは大きくばらついていることが見て取れる。ただ 1 つの公募債発行体 (D. R. Horton) だけが、明らかに世界金融危機以前よりも著しく低いレバレッジ水準にあり、このような資本構成のばらつきが、同セクター全体の平均総負債/EBITDA 倍率が 2006 年の水準を上回っている理由を示唆しているかもしれない(図 7)。

図 7 と 8 : 多くの住宅建設業者はデレバレッジを行っているが、業界全体のレバレッジは世界金融危機以前の水準を上回っている

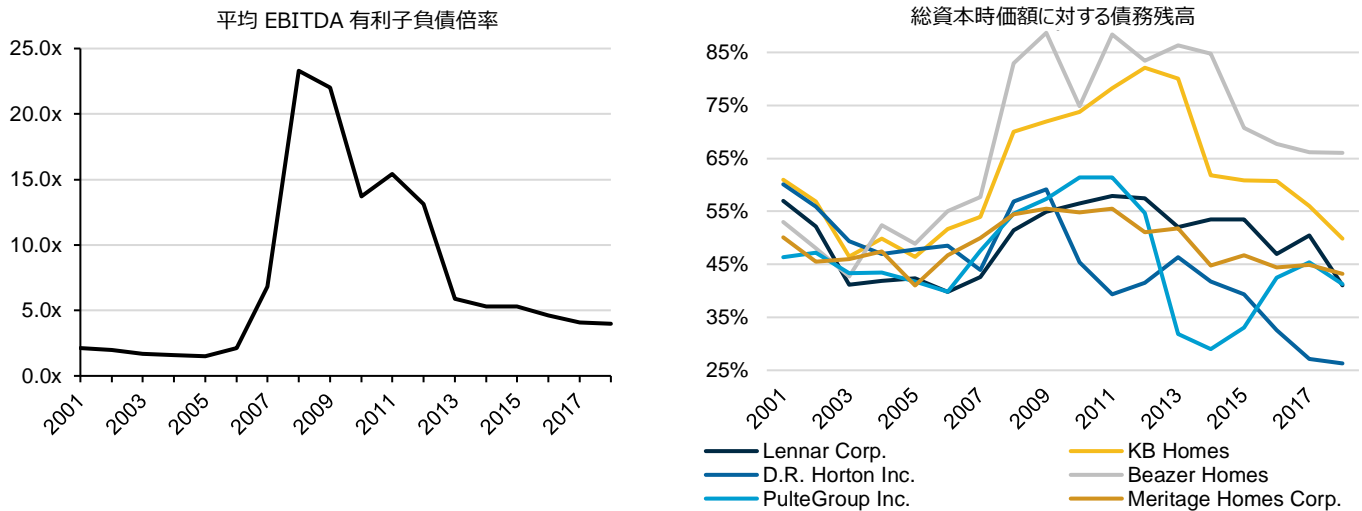


図 7 の出所：SEC への提出書類および J.P.モルガンの推計値。図 8 の出所：SEC への提出資料。

## 依然として大部分はハイイールド債であり、今後もハイイールド債であり続ける可能性が高い

信用力には改善が見られるものの、2 つの相関する理由により、同セクターのほとんどの発行体は引き続き非投資適格に留まるものと我々は予想している。第 1 に、格付機関は、おそらく世界金融危機時に経験した甘い格付に対する揺り戻しを教訓として、住宅建設セクターを投資適格水準に格上げすることには非常に慎重であり、同セクターの格上げにはより厳しい基準を持ち続けているように見受けられる。例えば、2007 年には 8 社がムーディーズ・インベスターズ・サービス社から投資適格と格付されていたが、現在投資適格とされているのはわずか 2 社のみである。第 2 に、こうした事業者のほとんどの経営陣は、投資適格と格付されるための厳しい基準を満たすことに乗り気でないように見受けられる。この基準を満たすためには、更なるレバレッジの引き下げ、配当や自社株買いなどの株主への還元への抑制が求められるであろう。そして、低金利環境を背景として、同セクターのほとんどの企業は、投資適格となることによる僅かな借入コスト引き下げの必要性を感じていない。

しかしながら、現在の事業の状況を踏まえると、Pulte Group (BB+)と Toll Brothers (BB+)については、信用状況の改善基調が引き続き維持されれば格付機関の投資適格基準を満たし、D.R. Horton および NVR Inc.同様に投資適格となる可能性があると考えている。

## サイクルへの適応

2019 年前半のハイイールド市場においては、BB 格債が典型的な「スイート・スポット」であったと考えられる。経済の不確実性が台頭する中で、BB 格債は B 格債や CCC 格債のような追加リスクを取ることなく良好な利回りを提供してきた。その中でも、とりわけ住宅建設セクターは、ファンダメンタルに基づく追い風と足元のビジネスの回復を背景に、BB 格債の中での「スイートスポット」であった可能性がある。しかし、住宅建設セクターの OAS が 2019 年に 129 bps 縮小し 10 月初旬には 322 bps (これと比較して、BB 格債全体の OAS は 100 bps 縮小し 260 bps) となり、一部の住宅建設業者の長期債では上昇余地が限定されているように見受けられる。これは、いくつかの示唆を含んでいる。<sup>6</sup> まず、我々は同セクターへのオーバー・ウェイトを維持する一方で、スプレッド・カーブ短期ゾーンへポジション調整を行った。第 2 に、最初に同セクターをオーバー・ウェイトとした時に実施した低格付債の分析および銘柄選別により、我々は長期ポジションの一部を維持することができた。例えば、Ashton Woods (B-)は、低価格住

<sup>6</sup> 本レポートの発行時点では、BB 格債は概して過大評価されていると考えており、B 格債および CCC 格債の投資機会を追求しているが、これは許容可能な AAA 格 CLO の保有によって相殺される。

宅への転換によって恩恵を受けた業者であり、同社の足元の496 bpsのスプレッドは、市場全体のOASである438 bpsと比べると魅力的な水準になっている。

住宅建設業者が景気循環の逆風を感じ始め、それに応じてスプレッドが拡大するような局面（2018年後半に見られたように、セクターのOASがハイイールド債市場全体の水準に収束するような局面）が到来した際には、我々は改めて同セクターのスプレッド・カーブ長期ゾーンへポジションを変更するであろう。同セクターの事業活動が現在も引き続き節制されていること、業界が抱える課題に取り組む用意があること、ミレニアル世代からの需要が見込めることを根拠として、我々は同セクターが景気循環に対して耐性を持っているものと好感している。こうしたすべての要素を背景として、同セクターには10年前と比較すると景気後退を乗り切るのに十分な環境が整っている。

## 結論

多くの点で、住宅建設セクターは景気敏感なハイイールド債の典型的な代表例であり、今にも景気が下降に向かう局面でバリュエーションがピークに近づいている。こうした状況は、景気サイクルの後期においてはクレジット分析と銘柄選択が重要であることを強調している。2008年以降の同セクターに対する見方を踏まえ、我々は信用力の高い発行体ではスプレッド・カーブ上のポジションを調整する一方、信用力は低いながらも改善が見られる発行体では長期債のポジションを維持することを選好している。

## 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、2019年9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) 東京のPGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iii) 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。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。

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）

© 2019 PFI and its related entities.

2019-5032

---

## 留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"Homebuilders as a Case Study in Late-Cycle 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  
PGIMJ201910301245