



Robert Cignarella, CFA

マネージング・ディレクター
レパレッジド・ファイナンス・チーム責任者

2019年2月

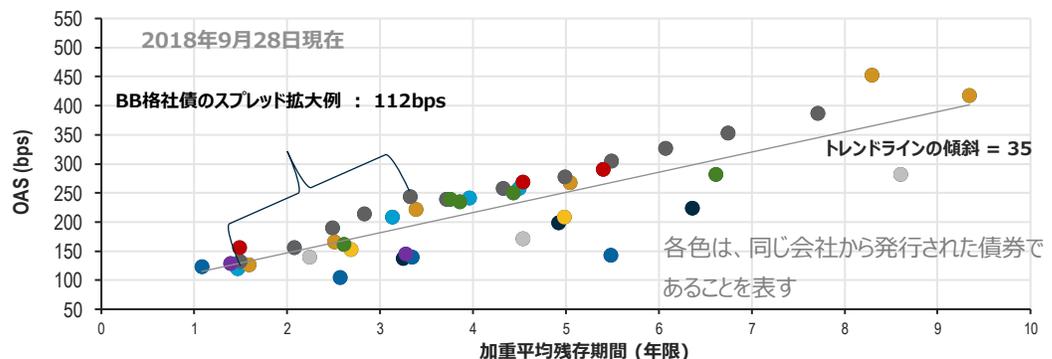
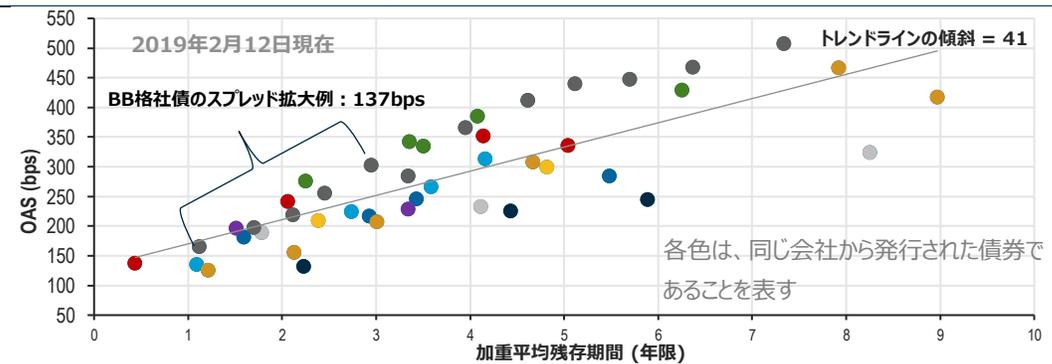
スティープ化したハイ・イールド・カーブ上でのスプレッド追求

2018年12月の市場ボラティリティの高まり以降、一定の回復を見せているセクターも少なくない中、米国レパレッジド・ファイナンス市場は、引き続き魅力的な投資機会を提供している。これまで十分にスプレッドが縮小した短期債を売却し、とりわけスティープなスプレッド・カーブ上で僅かに年限を長期化すれば、依然として安定した経済環境下においても投資家は大幅に厚いスプレッドを獲得できる。実際、このスティープなスプレッド・カーブは、景気後退や経済不況の可能性を、我々の予測よりも過度に織り込んでいるようだ。

米国ハイ・イールド短期ゾーンのスプレッドは、12月の市場ボラティリティ上昇期に著しく拡大。これには、最終投資家の解約によって現金化を余儀なくされた運用会社が、比較的流動性の高い債券を売却したことも一因と考えられる。しかし、その後は連邦準備制度理事会(FRB)による利上げの一時停止を受けて投資家が市場に回帰し、比較的拡大したスプレッドと、根強い経済の不確実性の両方を勘案して、短期ゾーンを物色した。市場に資金が戻り、2月中旬には週次としては4番目の大きさととなる39億米ドルの資金流入が見られる中、短期ゾーンのスプレッドは圧縮され、カーブは大幅にスティープ化した。

図1：BB格債のスプレッド・カーブの変化に関するサンプル調査

(2019年2月12日、2018年9月28日)

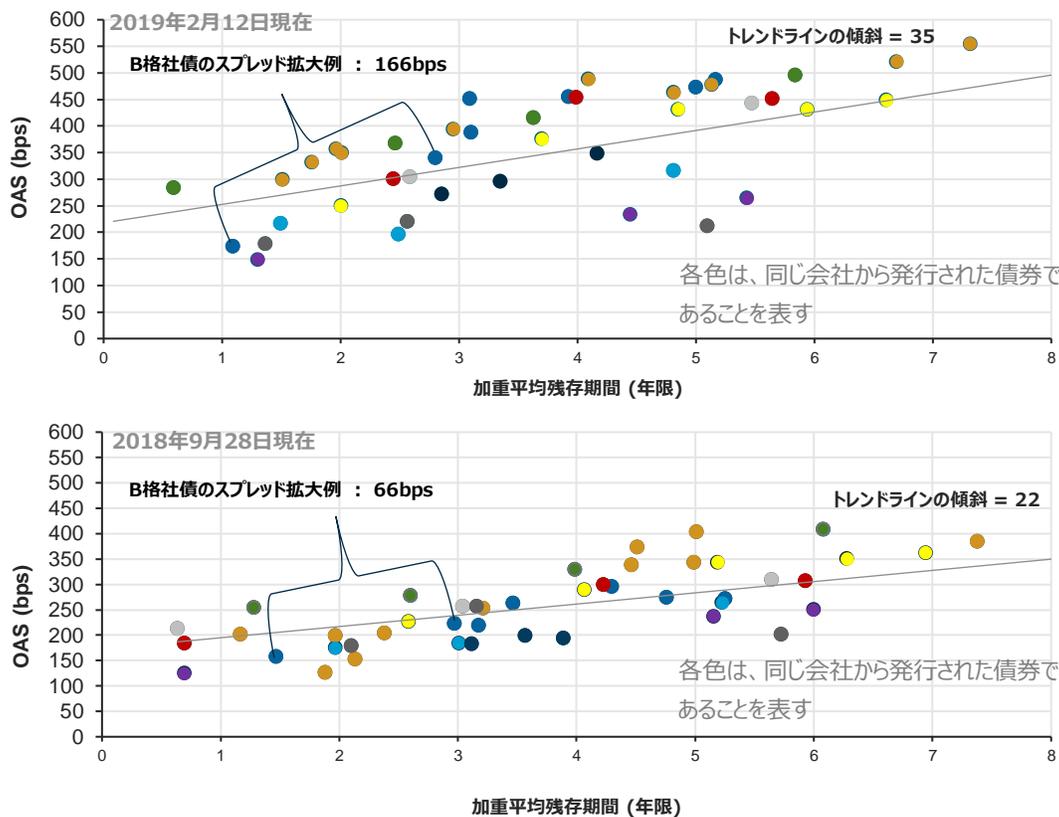


出所:PGIM Fixed Income

年限長期化によるスプレッド獲得機会の例として、産業セクターにおけるBB格発行体の社債に我々は注目している。(図1)2020年3月満期の債券はオプション調整後スプレッド(OAS)が約166bpsで取引されているのに対して、2022年1月満期の債券ではOASが300bps強となっている。これら社債のスプレッド較差は約137bpsで、2018年9月時点の較差から約25bps拡大している。図2においても同様の動きが見て取れる。ある製造会社のB格社債の残存期間を約18ヶ月延長することで、約166bpsのスプレッドを獲得できる。2018年9月下旬でのスプレッド較差は約66bpsであった。¹²³

図2：B格債のスプレッド・カーブの変化に関するサンプル調査

(2019年2月12日、2018年9月28日)



出所:PGIM Fixed Income

もう一つ重要なのは、こうしたスプレッド・カーブの変化と、そこから生じる投資機会が、レバレッジド・ローンや、ローンを含むさまざまな資本構成においても存在していることだ。また、スティープなカーブ上での年限長期化は、満期に近づくにつれてスプレッドが縮小するロールダウン効果を得られるという側面もある。

ハイ・イールド・スプレッド・カーブにおける短期ゾーンのスティープ化は、マクロ経済の不確実性、特に2020年以降の景気後退に関する投資家の懸念をある程度示している。このため、投資家の経済見通しは変化するまでは、スプレッド・カーブの短期から中期ゾーンは相対的にスティープな状態を維持する可能性がある。

米国の比較的安定した経済情勢は、12月以降の市況の回復に寄与してきた。一方で、世界経済への根強い懸念が、米国ハイ・イールド・スプレッド・カーブのスティープ化の一因となっている。投資家がスプレッドや利回りを希求し続ける中、スティープ化したカーブ上で僅かに長期化を図ることで、大きなスプレッドおよび将来のロールダウン効果を獲得できる。

¹ 記載されている信用格付は、PGIM Fixed Income による

² 記載されている OAS 値は、PGIM Fixed Income 独自の OAS モデルに基づく

³ 参考までに、欧州ハイ・イールド市場のスプレッド・カーブは、BB 格社債の年率スプレッドが約 30bps など、これまでと同等の水準で推移している

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2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 インクおよびブルデンシャル・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。ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするブ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、ブルデンシャル・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。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)

留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した" Seeking Spread Along Steep High Yield Curves"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、ブルデンシャル・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ブルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルー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
PGIMJ201902250208