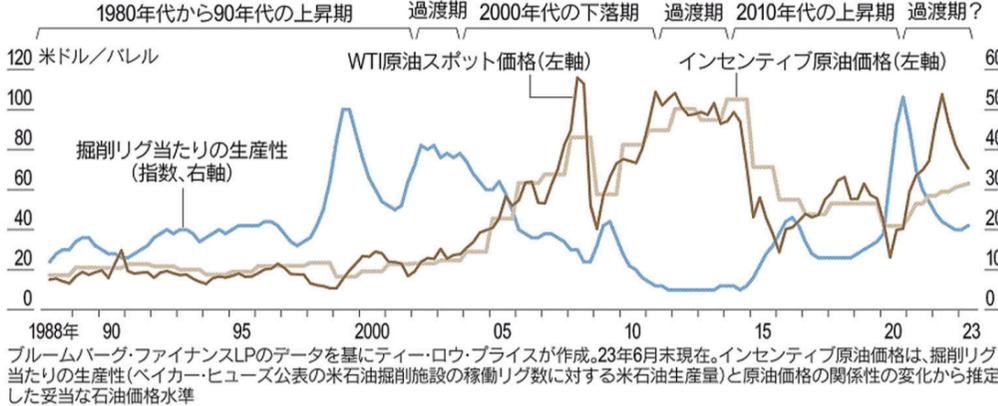


## ハイイールド債投資 魅力を再検証

花井ゆき子 ティー・ロウ・プライス・ジャパン 債券運用戦略部長



(図1) 石油の生産性には大きなサイクルがある



ブルームバーグ・ファイナンスLPのデータを基にティー・ロウ・プライスが作成。23年6月末現在。インセンティブ原油価格は、掘削リグ当たりの生産性(ペイカー・ヒューズ公表の米石油掘削施設の稼働リグ数に対する米石油生産量)と原油価格の関係性の変化から推定した妥当な石油価格水準

米連邦準備理事会 (F R B) の金融政策は昨年秋に転換点を迎え、債券市場ではインフレ率低下に反応して早期利下げを織り込んだり、サービスセクターの景況感の上昇を受けて利回りが再び上昇したりという、目まぐるしい動きとなっています。

2024年は、昨年まで続いた積極的で急速な F R B の利上げの影響がマクロ経済で表面化すると予想されます。先進国の公的負債水準が上昇している中で、中央銀行がどのような金融緩和政策で景気減速に対応するかは市場の注目が集まります。地政学リスクも継続しており、市場の先行き不透明感が高いと言わざるをえません。

23年を振り返ると、債券市場で最もリターンが高かった資産クラスはバンクローンやハイイールド債などの非投資適格級のクレジット債でした。両資産のインデックスは23年に米ドル建てで13%を超えるリターンを記録しました。高いクーポンからのインカムが、金利のボラティリティーが上昇する中でも手堅い収益源となり、クッションの役割を果たしました。昨年後半にリスクセンチメントが改善しスプレッドが縮小したことも高いリターンにつながりました。

またハイイールド債インデックスは、長期のシャープレシオが 0.4~ 0.6%程度と債券資産クラスの中で最も高く、リスクに対するリターンの高い、効率の良い資産クラスと言えます。

### ■「アクティブ」が有効

ハイイールド債は、アクティブ運用が顕著に有効な資産クラスです。株式市場などと比べて、より複雑な構成や特徴を持つ市

場だからです。まずは投資対象の多さと複雑さです。米 S & P 500種株価指数は 500社の株式が投資対象となりますが、代表的なハイイールド債のインデックスには1000近い発行体が発行する2000近い種類の異なる債券が含まれています。同じ発行体 (企業) が、クーポンや満期などが異なる様々な債券を発行しており、それらの魅力度は発行体の企業の信用力をはじめ様々な条件に左右されます。広範かつ複雑な市場構造のため、ハイイールド債はインデックス・リターンを再現することが困難と言えます。

次に、取引コストの複雑さです。株式は主に取引所で売買されますが、ハイイールド債の売買はその多くが相対取引で、相対的にコストが高い傾向にあります。アクティブ運用では通常、経験のあるトレーダーを採用し、小ささまざまな証券会社と構築した信頼関係をもとに有利な取引条件を追求します。常に変化している市場の中で、最適なタイミングを図りながら売買を最良執行します。

一方、インデックス型運用で、何百もの証券をインデックスに合わせてリバランスをする方法では、取引コストが高くなる場合があります。また、ハイイールド債インデックスの構成銘柄の入れ替え頻度は高く、新発や債券の満期、発行体による債券の買い取り提案、格上げ・格下げなども入れ替え要因となります。こうした高頻度の入れ替えに従って自動的に証券の売り買いを実施すれば、取引コスト分だけインデックス・リターンを劣後し続けることになります。

最後に、ハイイールド債市場の裾野の広さもアクティブ運用には有利です。パッシブ型運用の上場投資信託 (E T F) などでは、組み入れる債券の発行規模に下限を設けているケースが多く、小さな発行体や銘柄は投資対象から除外されます。しかし発行規模が大きく、流動性の高い発行体に集中的に投資をすると、トラッキング・エラーが上昇してパフォーマンスの低下要因となります。

一方、ファンダメンタル分析をベースに、将来を見据えて柔軟に銘柄選択を実施するアクティブ運用は、広い投資ユニバースから市場で過小・過大評価されている銘柄や、将来的に信用力の変化が見通せる銘柄などを選別し、収益の源泉として捉えることが可能です。経済見通しや産業の構造変化に先んじて、戦術的なセクター配分をリターンの源泉として利用することもできます。

### ■スーパーサイクルに変化も

例えば米国のハイイールド債市場では、シェールガスの設備投資資金を調達する企業が多く、エネルギーセクターのインデックスに占めるウエートが10%を超えています (24年1月末時点)。このため、同セクターの投資判断はリターンに大きな影響を与えます。

当社のクレジットアナリストは「米国のシェールガス革命がエネルギー産業の生産性を向上させ、長きにわたりエネルギー価格を下落させてきたが、そのトレンドが変わる兆候がある」と指摘しています (図1)。

原油価格は短期では地政学リスクや天候などの影響を受けま

すが、長期的には生産性の変化のような構造要因が価格のドライバーとなります。生産性が向上すると開発業者の損益分岐点が下がり生産量が増えるため、妥当と推定される原油価格の水準 (図1のインセンティブ原油価格) は低下します。生産性が悪化すれば逆のことが起こります。こうした構造的な価格サイクルは周期がより長くなる傾向があり、これを「スーパーサイクル」と呼ぶこともあります。

パンデミックによる混乱が収束してきた今、本来であればエネルギーセクターの生産性の向上トレンドが復活し、原油価格に下落圧力となるはずですが、しかし実際には、原油価格はパンデミック前の水準には戻らず高止まりしたままで、米石油生産者の生産性の悪化を織り込んでいようにも見えます。これは「スーパーサイクル」の転換を意味するものかもしれません。エネルギーセクターの魅力の変化に備え、発行体の事業内容や財務状況などをボトムアップで理解することがパフォーマンスにも寄与するでしょう。

### ■高まる発行体の「質」

足元のハイイールド債市場の利回りは欧州で6~7%、米国で8~9%前後となっています。利回り水準は将来のリターンの指標となることが多く、ハイイールド債は資産クラスとして引き続き魅力的です。

ただし、発行体企業の負債調達コストは借り換えのたびに徐々に上昇して行きます。インフレ動向や先進国の財政状況が、中央銀行の金融緩和策の見通しを不透明なものにしており、市

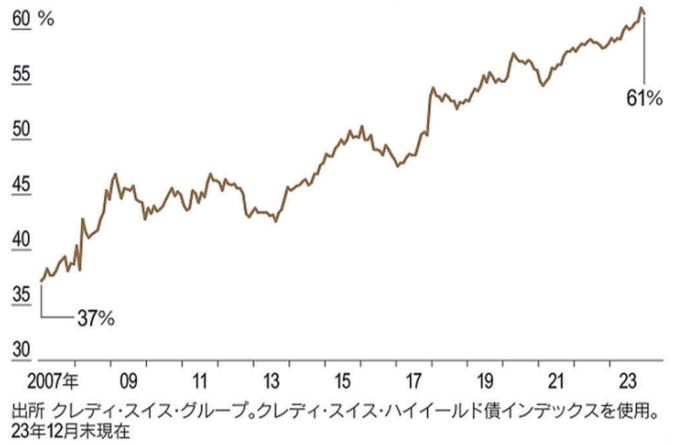
はない・ゆきこ 慶大法卒。オリックス、三井住友信託銀行ロンドン支店、米アライアンス・バーンスタインを経て2017年米ティー・ロウ・プライス入社。債券部門のスペシャリストとして投資戦略を立案。運用経験は27年を超える。

場のボラティリティーが高い状況は継続するでしょう。これに対して、ハイイールド債のスプレッドは昨年来縮小が進み、タイトな状況です。

ハイイールド債市場は全体として満期の短い債券が多く、新規発行やコール・償還を繰り返す中で、産業構造はダイナミックに変化して行きます。シェールガス革命の前は、テレコムやブロードバンドが巨額の設備投資をハイイールド債市場で調達しました。その前は住宅建設会社のウエートが高い時期もありました。

発行体の質にも変化が見られます。ハイイールド債市場の中で最もクオリティーの高いBB格がインデックスに占めるウエートはかつて4割弱でしたが、今は61%に上昇しています (図2)。環境に応じて変化を遂げるこのダイナミックな資産クラスに対し、投資家もしっかりと知見をアップデートし続けることが大切です。

(図2) ハイイールド債インデックスに占めるBB格債の比率



出所 クレディ・スイス・グループ。クレディ・スイス・ハイイールド債インデックスを使用。23年12月末現在

※上記は2024年2月25日号日経ヴェリタスで掲載された記事の複写です。日本経済新聞社の許諾を得て掲載しています。