

米国非投資適格クレジットへの投資について (バンクローンとハイイールド社債)

目次

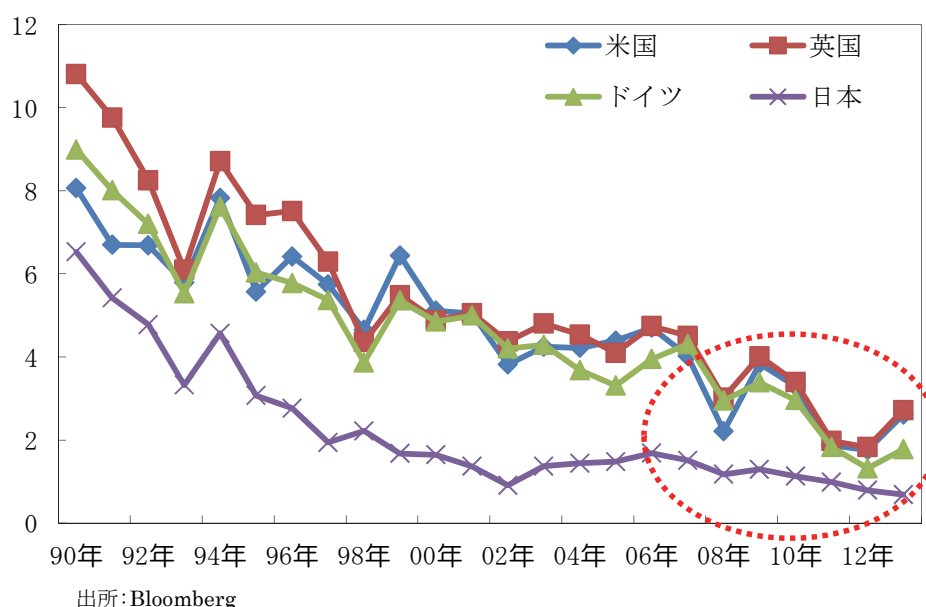
- I. はじめに
- II. バンクローンとハイイールド社債の特性
- III. 足許の投資環境
- IV. 終わりに

運用商品開発部 プロダクト企画グループ プロダクトマネージャー 和井田 信
米国三菱 UFJ 信託銀行 ファンド分析課 マネージャー 齋宮 義隆

I. はじめに

世界の国債市場に目を向けると、図表1の通り、金利水準は歴史的にみても過去と比べて引き続き非常に低い水準にあり、金利の更なる低下余地は極めて限定的なものとなっており、国債市場からのインカム収益が非常に獲得しにくい環境になってきている。

図表1：主要国金利のグラフ



このような市場環境下で、少しでも高く、安定的なインカム収益を求める投資家の動きが続いている。その中でも、国債運用に比べて高いインカム収益が期待できるクレジット運用において、より高いイールド(利回り)を求めて非投資適格クレジットへの旺盛な投資が続いている。

一方で、中央銀行による前例の無い金融緩和、インフレリスクへの懸念、また、膨大な財政赤字などを背景に、金利上昇への懸念など不透明感も高まっており、実際に本年5、6月に量的緩和縮小の観測を背景に、金利が急上昇したことは記憶に新しい。このように金利上昇リスクが強く意識される中、変動金利という性質を備えたバンクローン投資への関心も続いている。

そこで、本稿では、今後の金利動向が最も注目される米国に着目し、非投資適格クレジットの主たる投資資産であるバンクローン、及び、ハイイールド社債について、その特性を比較し、定量的に検証した上で、足許の投資環境についてみていきたい。

Ⅱ. バンクローンとハイイールド社債の特性

1. 「クレジット投資」について

クレジット(信用)とは「資金の借り手が貸し手に対してスケジュール通りに利息の支払、及び、元本の返済を行なう」ことへの信用であり、これらの債務が履行されない事態をデフォルト(債務不履行)と呼ぶ。米国債に代表されるような安全資産に比べて、一般的に企業のデフォルト・リスクの方が高いため、貸し手に対してこのリスクに見合った高いイールドを提供することが求められ、安全資産とのイールドの差をクレジット・スプレッド(上乗せ金利)と呼ぶ。

クレジット投資では、デフォルト・リスクのほかにも、発行体の信用力の変化、投資家のリスク回避姿勢、また、需給バランスなどを背景にしたクレジット・スプレッドの動向によりパフォーマンスが大きく左右される傾向がある。市場に大きなストレスがかかった2008年のリーマン・ショック時に、投資家のリスク回避姿勢が急速に高まったことによりクレジット資産も含めた多くのリスク資産が投げ売られた。これにより、たとえ企業のクレジットが悪化しなくても、クレジット投資のパフォーマンスは大きな影響を受け、大幅なマイナス・リターンとなったことは多くの投資家の記憶に残っているところであろう。

2. バンクローン、ハイイールド社債の特性

「クレジット投資」はその投資対象となる債務、発行体の質によって様々なものに分類される。債務の主な種類としては、資金を借りるために借り手が発行する「社債」、また、借り手が銀行から借入れた「バンクローン」に分かれる。また、発行体のクレジット・リスクが相対的に低いものは投資適格、また、リスクが高いものは非投資適格もしくはハイイールド(高利回り)と呼ばれる。以下では、代表的な非投資適格クレジット資産であるバンクローンとハイイールド社債のそれぞれの定性面の特性について図表2に沿ってみていきたい。

図表 2 : バンクローン、ハイイールド社債の特性

	バンクローン	ハイイールド社債
発行体	投資適格未満(非投資適格)の企業	
金利	変動金利	固定金利
担保	有り	通常は無し
平均デフォルト率	3.8%	4.2%
平均回収率	70%	30%
償還期限	5年程度	7～10年程度
期限前償還	新規発行直後にでも償還可能	原則、発行後5年間は償還不可
決済までに要する期間	中～低(T+7～15程度)	中(T+3程度)

出所:PIMCO、Highland Capital Management からの情報等により三菱UFJ信託銀行作成

発行体が共に非投資適格企業であるバンクローンとハイイールド社債であるが、幾つかの点で違いがみられる。

第一に、ハイイールド社債は多くのものが固定金利債である一方で、バンクローンは短期金利に連動する変動金利であり、このため、バンクローンは金利上昇時にクーポンが上昇する。

第二に、ハイイールド社債の多くは担保が無い一方、バンクローンは担保が付いている。このように担保を有していることから、バンクローンはデフォルト時の回収率が相対的に高くなる傾向があり、これらの2点がバンクローン、ハイイールド社債の最も顕著な違いといえる。

また、これ以外の相違点としては、相対的にバンクローン市場規模はハイイールド社債のそれと比べて小さいことなどから、一般的にバンクローンの方が流動性が低いといえる。

また、バンクローンは発行直後から満期前の途中償還が可能であるため、期限前償還リスク¹がハイイールド社債と比べて高いといわれる。

3. バンクローン、ハイイールド社債のリスク・リターン特性

これまで、バンクローンとハイイールド社債の特性の大きな違いとして、①担保の有無、また、②金利の違い(変動金利と固定金利)による金利上昇時のリターン特性をみてきたが、ここではこれらの点を踏まえながら、そのリスク・リターン特性を検証する。

まずは担保の有無の観点についてみていきたい。バンクローンは担保が付いており、デフォルト時の回収率はハイイールド社債を上回る。実際のリターンをみていくと、図表3の通り、単年度ベースではハイイールド社債が相対的にリターンの振れ幅が大きいといえる。特に、2003年度、2006年度のように利下げ観測などを背景として投資家のリスク選好度が高まるような状況では、ハイイールド社債は二桁のリターンを記録している。一方で、中長期的にみ

¹ 期限前償還リスク：ローン資産が満期前に償還(＝期限前償還)することで、事前に見込まれた収益と実際の収益に差が発生するリスク。

ると図表4の通り、バンクローンとハイイールド社債の間では、リスク・リターン特性(リターン÷リスク)という観点では、それ程大きな差異がないともいえる。

図表3：年度別リターン

	バンクローン	ハイイールド社債	米国債
1998年度	3.42%	1.81%	6.65%
1999年度	4.90%	-0.98%	2.79%
2000年度	6.35%	2.04%	11.95%
2001年度	3.47%	0.48%	3.39%
2002年度	2.48%	3.32%	13.88%
2003年度	9.43%	(*)22.21%	4.34%
2004年度	5.00%	6.94%	0.04%
2005年度	5.74%	7.23%	1.95%
2006年度	6.78%	11.61%	5.87%
2007年度	-5.68%	-3.53%	12.21%
2008年度	-17.41%	-20.28%	7.48%
2009年度	44.49%	57.22%	-1.18%
2010年度	7.80%	14.18%	4.53%
2011年度	2.83%	5.64%	8.57%
2012年度	7.90%	13.11%	3.14%
2013年度(～9月)	1.42%	0.87%	-1.83%

出所：Bloomberg

バンクローン：S&P/LSTA Leveraged Loan Index、ハイイールド社債：BofA Merrill Lynch US High Yield Index、米国債：Barclays Live ジェネリック。全てドルベース。

(*)2003年度のハイイールド社債は、20%超のプラスリターンとなっているが、2001年の世界同時多発テロに大きな打撃を受けた航空セクター、また、2002年にワールドコムが破綻した通信セクターが当年に大幅反発したことが主要因となっている。

図表4：リターン、リスクの比較

過去3年(年率)(2010年10月～2013年9月)

	バンクローン	ハイイールド社債	米国債
リターン <a>	5.95%	8.87%	2.24%
リスク(標準偏差) 	3.89%	6.62%	3.59%
リターン/リスク <a>/	1.53	1.34	0.62

過去5年(年率)(2008年10月～2013年9月)

	バンクローン	ハイイールド社債	米国債
リターン <a>	8.20%	13.35%	4.03%
リスク(標準偏差) 	10.44%	13.16%	4.84%
リターン/リスク <a>/	0.79	1.01	0.83

過去 10 年 (年率) (2003 年 10 月～2013 年 9 月)

	バンクローン	ハイイールド社債	米国債
リターン <a>	5.33%	8.71%	4.25%
リスク (標準偏差) 	8.04%	10.35%	4.37%
リターン/リスク <a>/	0.66	0.84	0.97

過去 15 年 (年率) (1998 年 10 月～2013 年 9 月)

	バンクローン	ハイイールド社債	米国債
リターン <a>	5.13%	7.25%	4.92%
リスク (標準偏差) 	6.71%	9.97%	4.61%
リターン/リスク <a>/	0.76	0.73	1.07

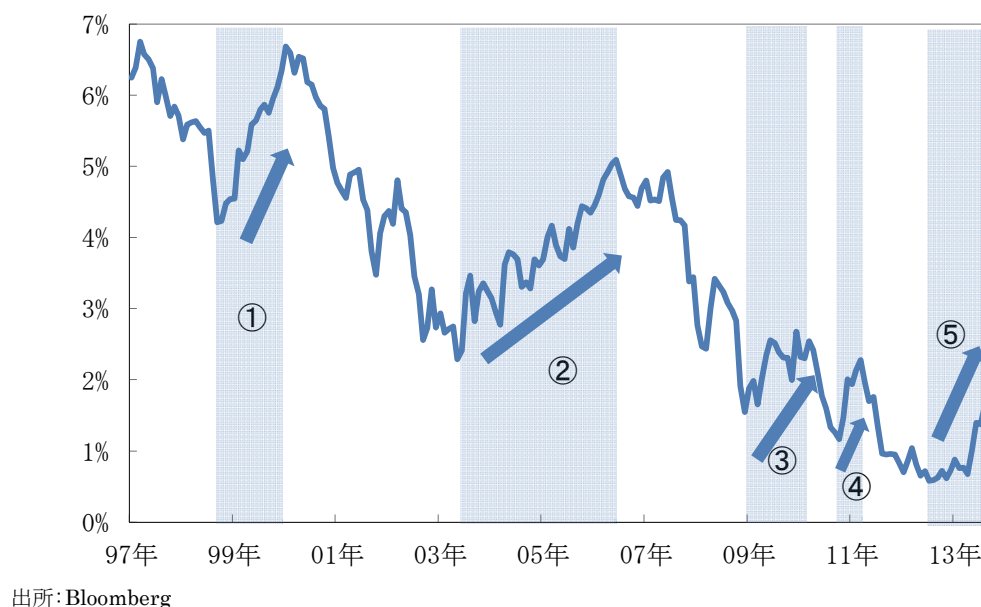
出所: Bloomberg

バンクローン: S&P/LSTA Leveraged Loan Index、ハイイールド社債: BofA Merrill Lynch US High Yield Index、米国債: Barclays Live ジェネリック。全てドルベース。

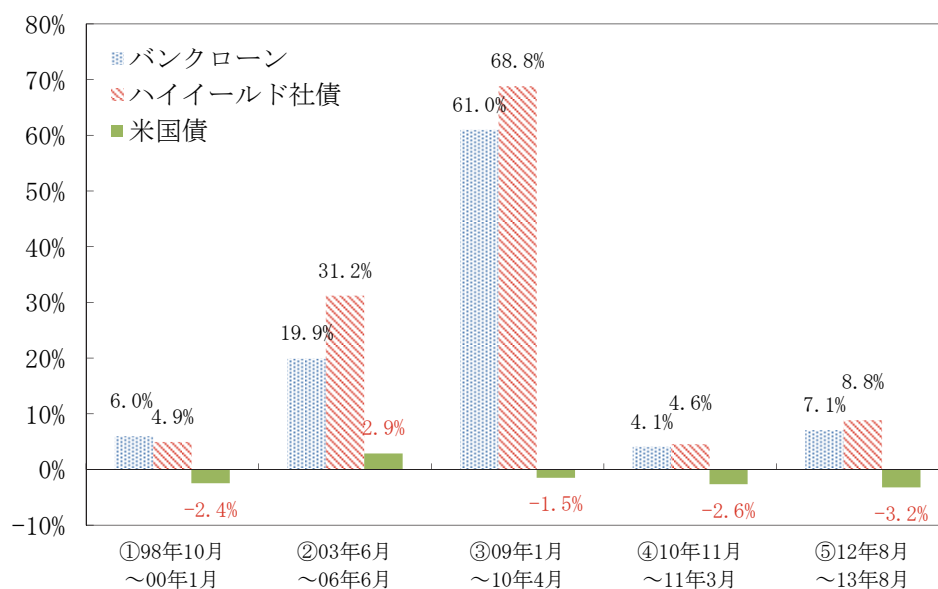
また、再び図表 3 の年度別リターンをみた場合、金融危機という市場に大きなストレスが発生した 2007 年度、2008 年度をみると、バンクローン、ハイイールド社債共に、下落幅はほぼ同程度であったということが分かる。前述の通り、担保の有無といった点で両者には差があるが、市場にストレスがかかった市場環境下では、デフォルトの有無、ファンダメンタルズの状況に関わらず、投資家のリスク回避姿勢の高まりなどのマクロ要因、需給バランスの悪化等から売り圧力が高まり、バンクローン、ハイイールド社債は、ほぼ同水準の損失を被っている。両者ともに、非投資適格企業のクレジット・リスクをとっており、クレジット環境が堅調な局面では良好なリターンを残すものの、クレジット環境が悪化した場合には相応のマイナス・リターンとなることがわかる。

次に、金利の違い(変動金利と固定金利)による金利上昇時のリターン特性についてみていきたい。米国、欧州、日本では歴史的な金融緩和が続いており、短期金利が引き続き低水準で推移するなか、長期金利の上昇に対する懸念の声が投資家から聞かれている。そこで、ここでは過去の金利上昇局面でのバンクローンとハイイールド社債のリターンをみる。図表 5 のグラフは米国 5 年債金利の推移であり、グラフ中の①から⑤の各期間はバンクローンのインデックスが組成された 1997 年以降での主な金利上昇局面である。また、図表 6 のグラフは、この①から⑤の各金利上昇局面における、バンクローン、ハイイールド社債、米国債のリターンである。

図表5：米国5年債金利の推移



図表6：金利上昇局面の各資産のリターン



出所: Bloomberg、Barclays Live

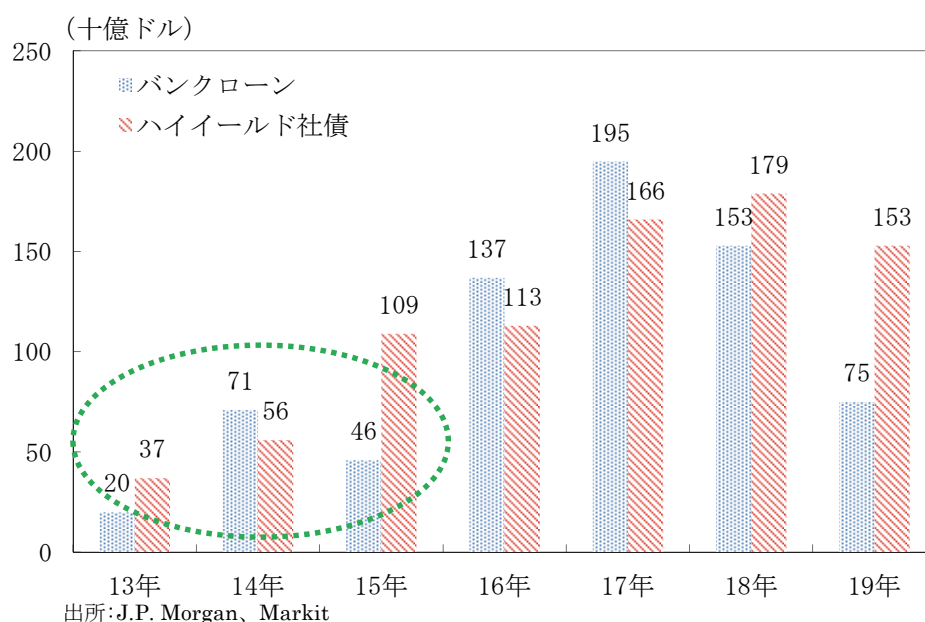
バンクローン：S&P/LSTA Leveraged Loan Index、ハイイールド社債：BofA Merrill Lynch US High Yield Index、米国債：Barclays Live ジェネリック。全てドルベース。

金利上昇局面においては、一般的に景気が良く、クレジット環境も良好であるため、バンクローン、ハイイールド社債の双方とも米国債と比べて堅調なパフォーマンスとなっている。さらに、バンクローンからの金利収入は短期金利に連動しており、ハイイールド社債も投資適格社債に比べて金利感応度が低いため、両資産とも、長期金利の上昇から影響を受けにくいことも金利上昇局面で堅調なリターンとなっている要因といえる。

Ⅲ. 足許の投資環境

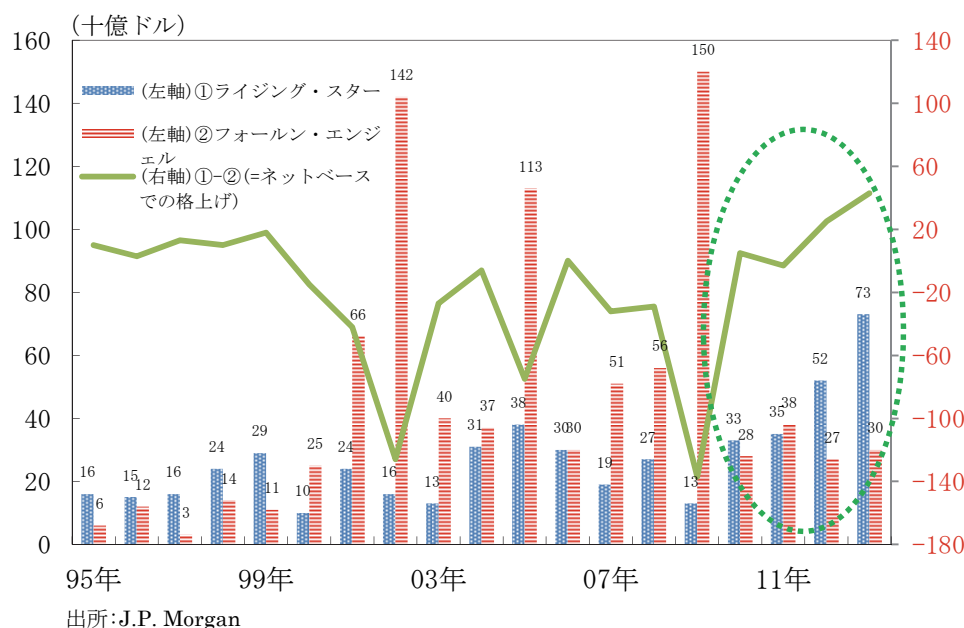
最後にバンクローンとハイイールド社債の足許の投資環境について、ファンダメンタルズ、テクニカル、バリュエーション(割安・割高感)のそれぞれの観点からみていきたい。まず、ファンダメンタルズの観点からみてみたい。図表7は市場におけるバンクローン、ハイイールド社債の証券の満期償還スケジュールであるが、向こう数年間に亘って償還を迎えるものは比較的低水準になっており、企業が借り換えなどで資金繰りに窮して結果的にデフォルトするリスクは低いとみられる。加えて、潤沢なキャッシュを保有する財務状況なども好材料となり、総じてファンダメンタルズは堅調であり、間接的に両資産のリターンを上昇させる要因となり得る。

図表7：償還スケジュール



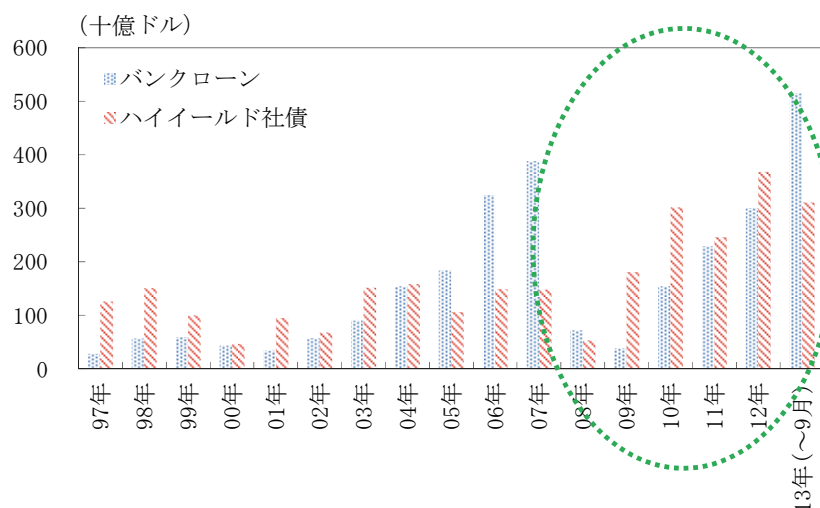
実際に、投資適格と非投資適格の間の格上げ、格下げの推移に目を向けてみると、図表8の通り、足元にかけてはライジング・スター(非投資適格から投資適格に格上げされたもの)がフォールン・エンジェル(投資適格から非投資適格に格下げされたもの)を上回っており、ネットベースで格上げのものが増えており、ファンダメンタルズが堅調であることを示唆しているといえ、バンクローン、及び、ハイイールド社債のリターンにとっては好材料になるとみられる。

図表 8：投資適格-非投資適格間の格上げ、格下げ推移



次にテクニカル面をみていきたい。先ず供給サイドに目を向けてみると、図表9の通り、バンクローン、ハイイールド社債ともに、2008年の金融危機後は新規発行が一時的に落ち込んだものの、足許にかけては大幅に上昇している。市場にとっては、中長期的には規模の拡大に資する一方、短期的には市場の需給の緩みの要因となり両資産のリターンにとってマイナス要因となる可能性もある。

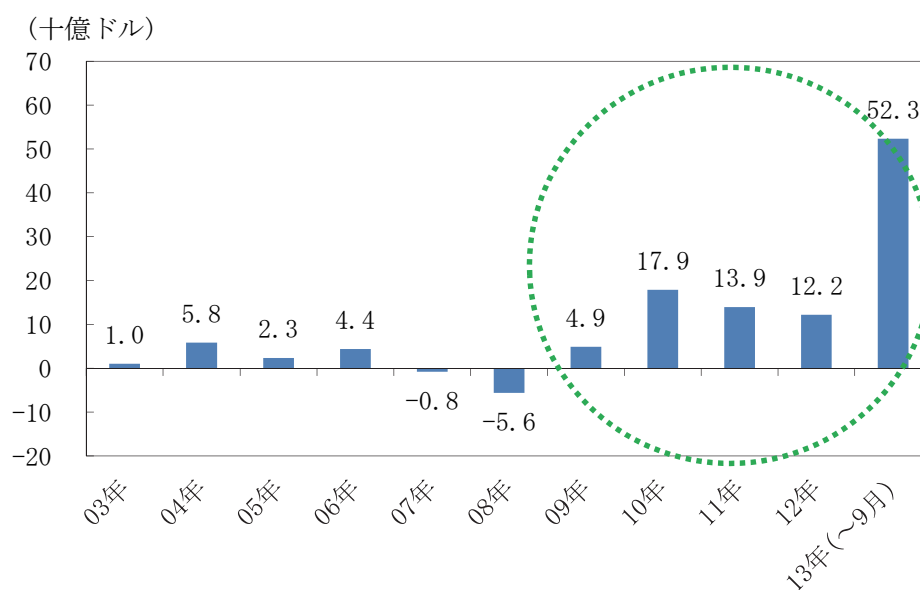
図表 9：新規発行額推移



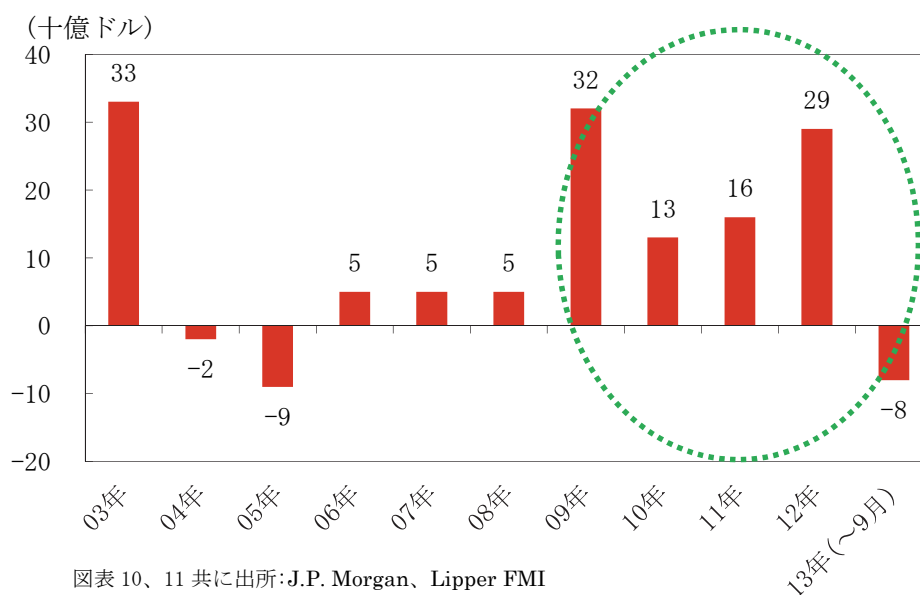
また、需要サイドでは、金融危機が最悪期を脱した2009年以降、バンクローン、ハイイールド社債ともに市場への資金流入が続いており、これが市場全体の拡大、及び、両資産のリターン上昇の一因ともなっている。また、足元の2013年に目を向けてみると、ハイイールド社債がネット・アウトフローとなる一方で、バンクローンはネット・インフローとなっている。

る。2013年5、6月に金融緩和政策縮小を巡る観測から投資家のリスク回避姿勢が高まりリスク性資産が幅広く売られたが、前述の通り、金利上昇リスクが意識される中、バンクローンの変動金利という特性が着目され、引き続き同資産に資金が流入したと考えられる。

図表 10: バンクローン投信の資金フロー



図表 11: ハイイールド社債投信の資金フロー

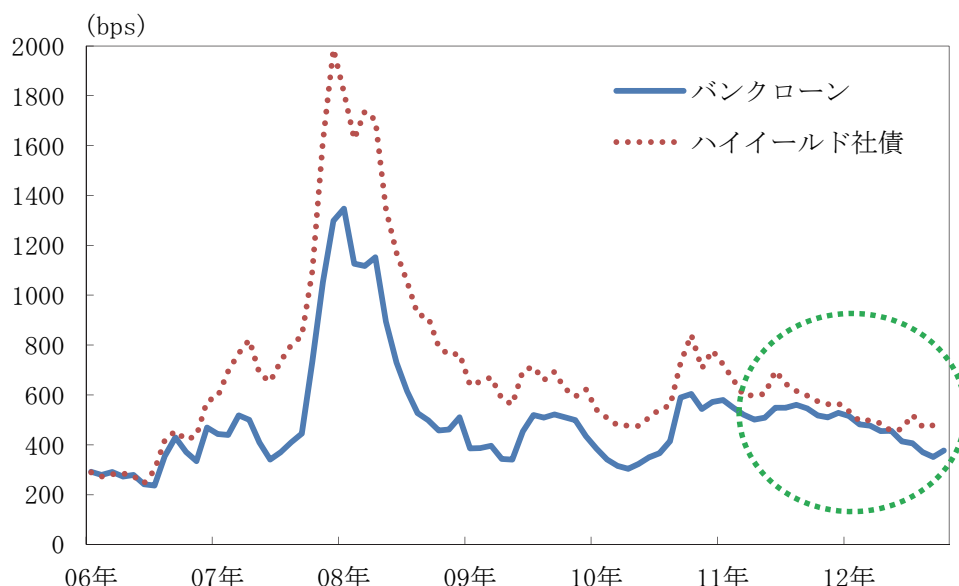


図表 10、11 共に出所: J.P. Morgan、Lipper FMI

最後にバリュエーションであるが、前述の通り、ファンダメンタルズが総じて底堅いこと、また、低金利環境下でイールドを追求する資金の流入などから、図表 12 の通り、スプレッドも中長期的観点から低水準にあり、金融危機前後の水準を考慮しても、更なる縮小の余地は

限定的なものとなる可能性がある。前述の通り、市場へのストレスがかかるような状況となれば、一定程度のダウンサイド・リスクが存在するともみられる。

図表 12 : スプレッド推移



出所: J.P. Morgan, Bloomberg

バンクローン: J.P. Morgan Leveraged Loan Index, ハイイールド社債: BofA Merrill Lynch US High Yield Index

以上のように、発行体の格付け状況の改善などファンダメンタルズが総じて堅調であること、また、テクニカル面をみると市場への資金流入が続いたことなどを背景として、図表 3 にて触れた通り、2009 年以降、足元にかけてバンクローン、ハイイールド社債ともにプラス・リターンを獲得してきた。一方で、足元のバリュエーションという観点では、中長期的にみて高い水準に達しつつあるともいえる。バンクローンとハイイールド社債の両資産に共通して、前述の通り、市場に大きなストレスがかかった場合には一時的に相応のマイナス・リターンを強いられる可能性があるため、安定したイールドを獲得するためには、中長期的な姿勢で投資に臨む必要があるといえる。

Ⅳ. 終わりに

低金利環境下で魅力的なインカム収益が期待されるバンクローンとハイイールド社債であるが、担保の有無などの特性の違い、また、短期的なリターンの振れ幅などの違いはあるものの、中長期的観点からは、リターン獲得の効率性(リターン÷リスク)、金利上昇時のリターンでは左程大きな違いは無いともいえる。

また、繰り返しになるが、投資環境としては、目先では借り換えリスクが低いこと、また、発行体の格上げ・格下げ状況が比較的良好であることを考慮するとファンダメンタルズは良

好であるものの、イールドを求める資金の流出入などのテクニカル要因は市場の短期的な変動要因となり得る。さらに、バリュエーションをみた場合、スプレッドは歴史的に低水準にあるため、一時的に調整局面を迎える可能性もある。このように短期的には市場の変動を受ける可能性がある中で、より高いイールドを獲得するためにこれらのクレジット資産に投資する場合は、中長期的に継続保有することが重要であるといえる。

(平成 25 年 11 月 26 日 記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない

【参考文献】

- ・「Leveraged Loan Market Monitor」(2013年10月)J.P. Morgan
- ・「High Yield Market Monitor」(2013年10月)J.P. Morgan
- ・「High Yield and Leveraged Loan Research」(2013年 1 月)J.P. Morgan

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）