

グローバル・ハイイールド債の投資環境

2020年7月

マーサー・インベストメンツ株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第454号
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会

welcome to brighter

ダイナミック・アセット・アロケーション見通し

主要資産クラス 2020年1-3月

マーサーの現在の
ポジション/ビュー



前回のポジション/ビュー
(変化があった場合)



上場株式



グロース債券



ディフェンシブ債券



キャッシュ*



オーバーウェイト推奨



ニュートラル推奨



アンダーウェイト推奨

* キャッシュの代わりに、アルファ志向で株式・クレジット・デュレーションに対する感応度の低い戦略を検討するケースもあり得る

ダイナミック・アセット・アロケーション見通し

グロース債券 2020年1-3月

マーサーの現在の
ポジション/ビュー



前回のポジション/ビュー
(変化があった場合)



新興国債券
(米ドル建)



新興国債券
(現地通貨建)



グローバル・バンク・ローン



グローバル・ハイイールド

● オーバーウェイト推奨

● ニュートラル推奨

● アンダーウェイト推奨

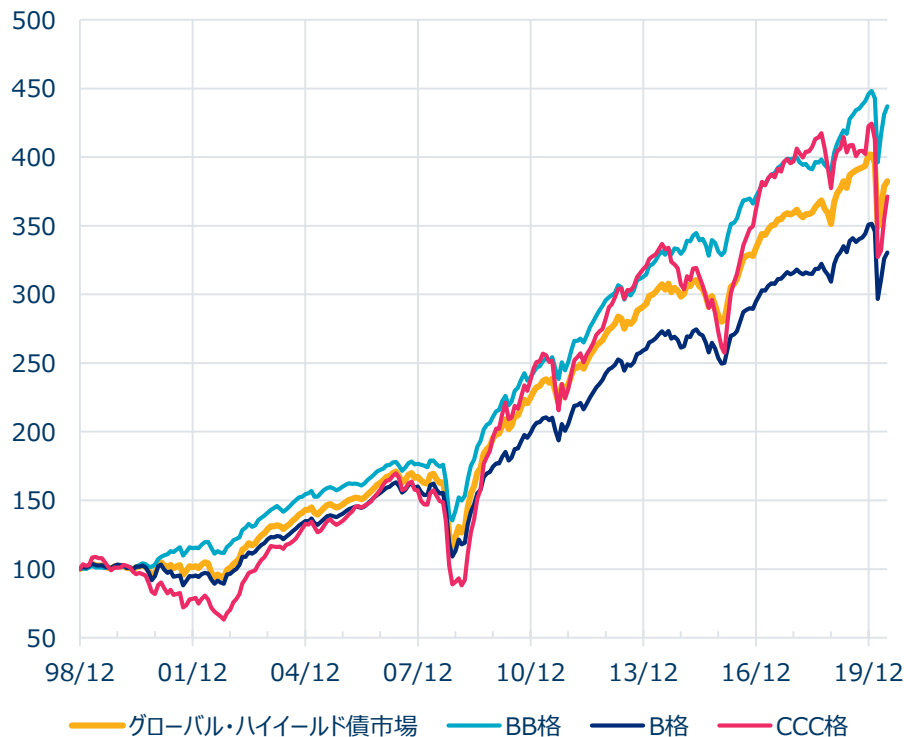
マクロ経済環境のポイント

- グローバル経済の成長期待は底打ちし、これまでに発表された経済指標も市場コンセンサスを上回るペースでの景気回復を示唆しているものの、新型コロナウイルスによる危機が本格化する前の水準まで景気が回復するのは、2021年10-12月期ごろになると予想しています。
- 新型コロナウイルスの感染拡大に対する懸念は高まったものの、主要経済圏には明らかな資産バブルが見られなかったことから、金融危機もしくは紛争といった要因で発生する不況よりも、景気回復は早くなるものと思われる。
- グローバルに前例のない規模で実施されている財政ならびに金融政策から、社債発行も直接的もしくは間接的に恩恵を受けました。こうした政策の効果によって、政策がなかった場合よりもデフォルトの発生は低く抑えられるものと見ています。
- 中央銀行による資産買い入れ、低金利下における相対的な利回りの高さ、および、為替ヘッジコストの低下を受けた欧州および日本等の投資家からの需要増を背景に、グローバル・ハイイールド債市場のスプレッドは、新型コロナウイルスによる危機が本格化する以前よりも低い水準まで縮小することが期待されます。

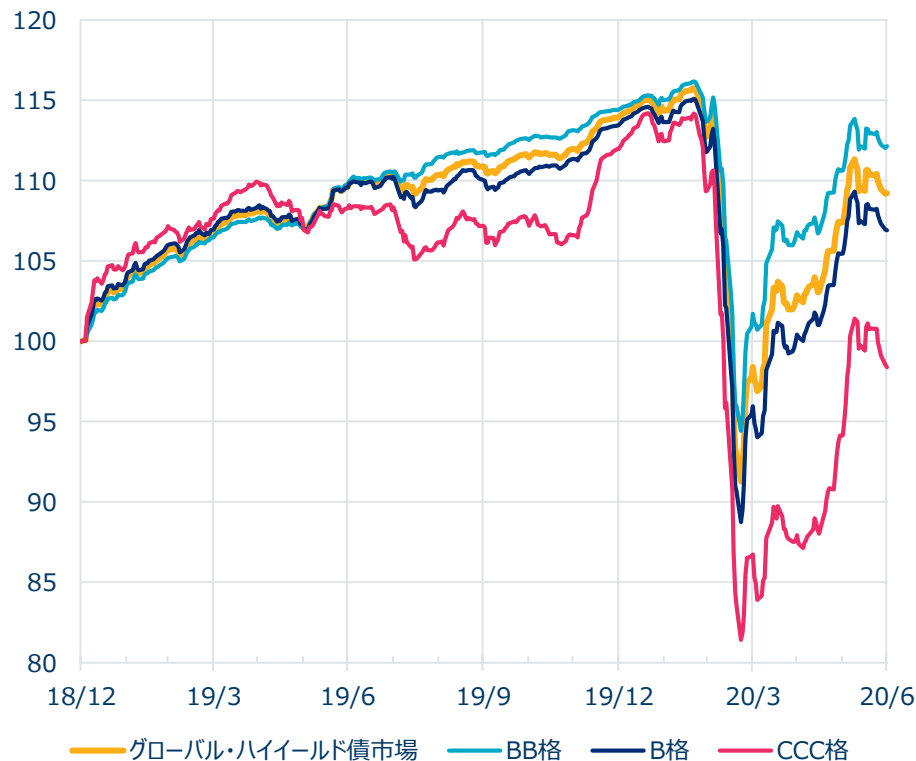
グローバル・ハイールド債市場のトータル・リターン推移

- グローバル・ハイールド債市場は、2月下旬から調整を始め、3月中旬に底値を付けた後、反発しています。
- 2020年3月以降の反発局面においては、格付け間で反発の度合いに差が見られます。

格付別トータル・リターンの長期推移
(月次、1998年12月末～2020年6月末)



格付別トータル・リターンの短期推移
(日次、2018年12月末～2020年6月末)

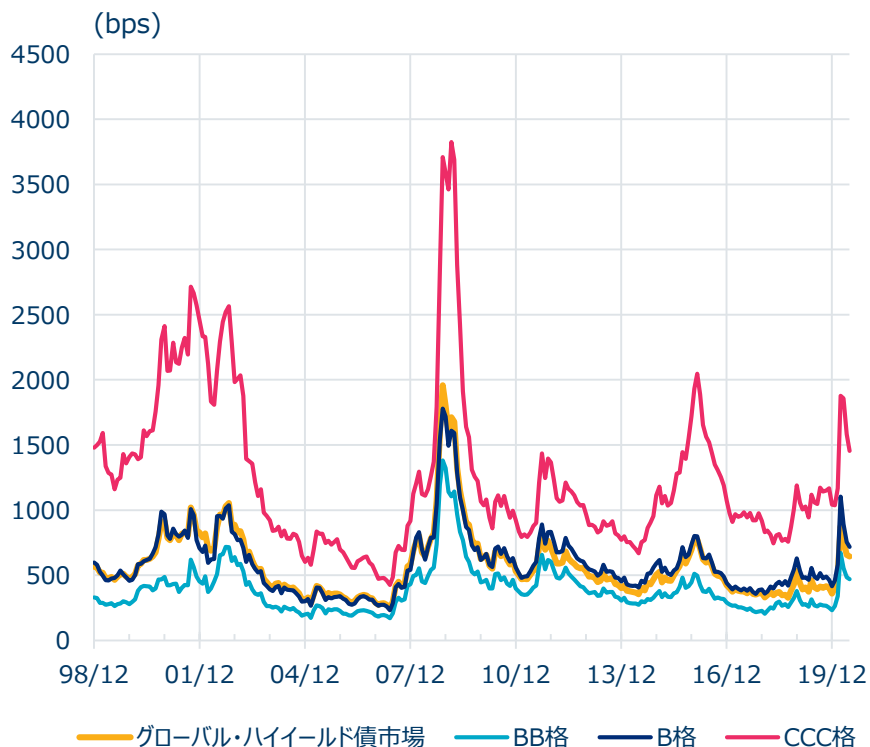


(出所) ICE BofA. 1998年12月末、2018年12月末を100として各々指数化。

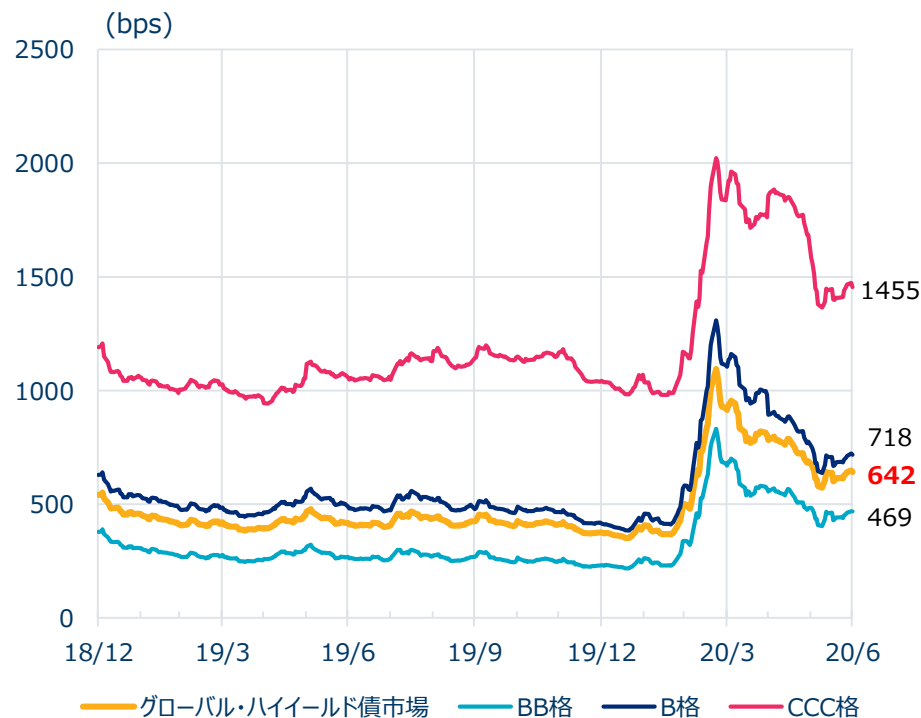
グローバル・ハイールド債市場の対国債スプレッド

- 2020年2月以降、新型コロナウイルスの感染拡大に関する懸念の高まりから、グローバル・ハイールド債市場のスプレッドも大きく拡大しました。
- 2020年6月末現在、グローバル・ハイールド債市場の対国債スプレッドは642bpsとなっています。

格付別スプレッドの長期推移
(月次、1998年12月末～2020年6月末)



格付別スプレッドの短期推移
(日次、2018年12月末～2020年6月末)

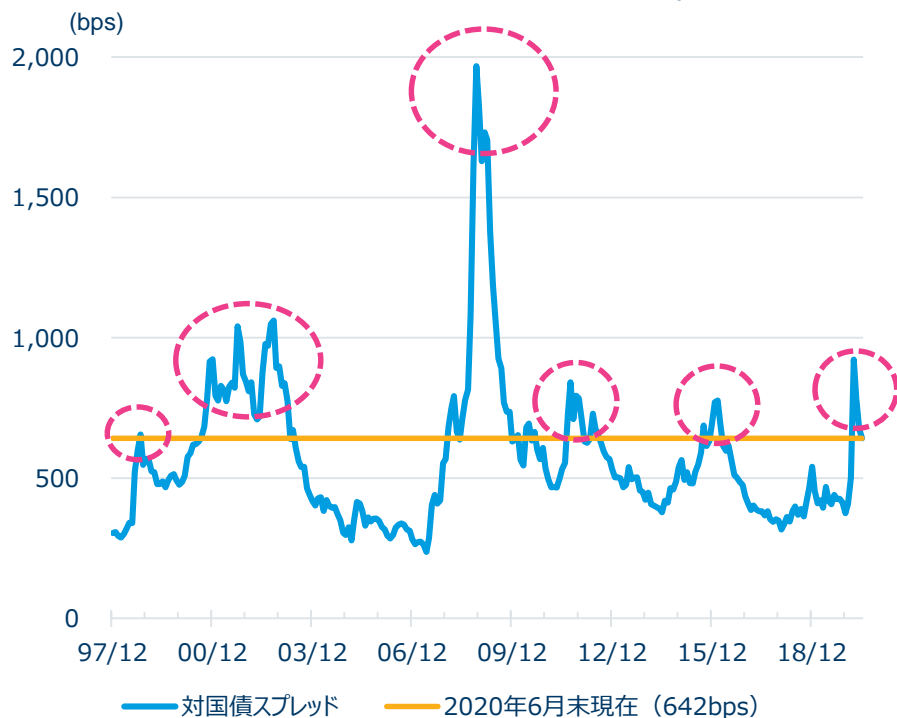


(出所) ICE BofA。対国債オプション調整後スプレッドを利用。

スプレッド水準とその後のリターンの関係

- 過去のグローバル・ハイイールド債市場で、スプレッドが現在の水準を上回ったのは5局面のみです。
- スプレッド水準が600bpsを上回った時点で投資すれば、その後1年間の平均リターンは13%、リターンがプラスとなる確率は75%でした。2年間であれば、平均リターンは27%、リターンがプラスとなる確率は92%まで上昇しました。

グローバル・ハイイールド債市場のスプレッド推移
(月次、1996年12月末～2020年6月)



グローバル・ハイイールド債市場の将来リターン
(月次、1997年12月～2020年6月)

スプレッド水準	リターン (その後1年間)	リターンがプラスとなる確率 (その後1年間)	リターン (その後2年間)	リターンがプラスとなる確率 (その後2年間)
500bps以下	4%	77%	7%	80%
600bps以上	13%	75%	27%	92%
700bps以上	17%	75%	33%	95%
800bps以上	22%	78%	41%	100%
1,000bps以上	42%	92%	65%	100%

(出所) ICE BofA

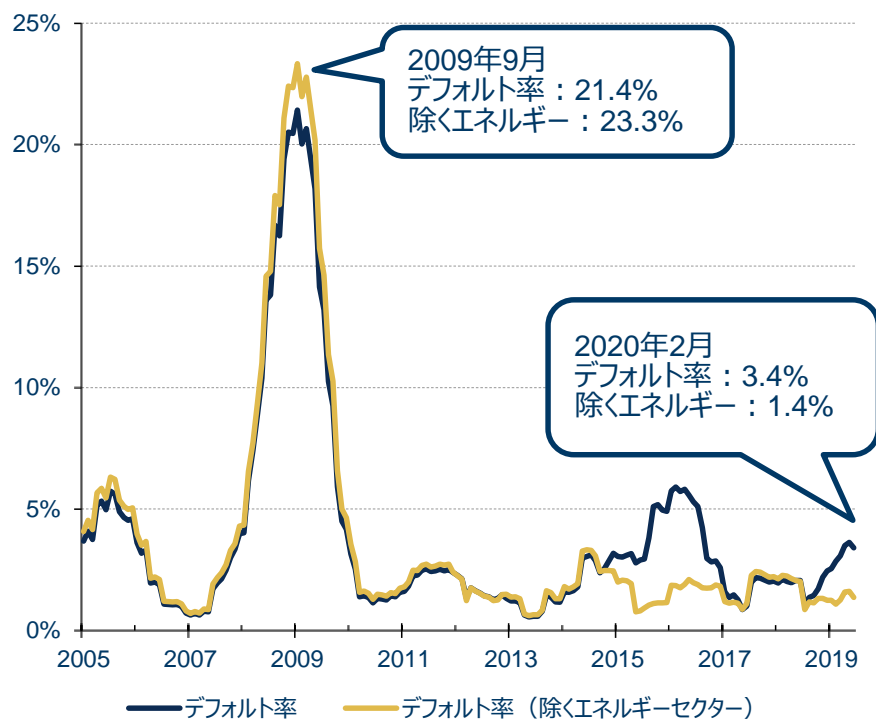


Copyright © 2020 Mercer Investments (Japan) Ltd. All rights reserved.

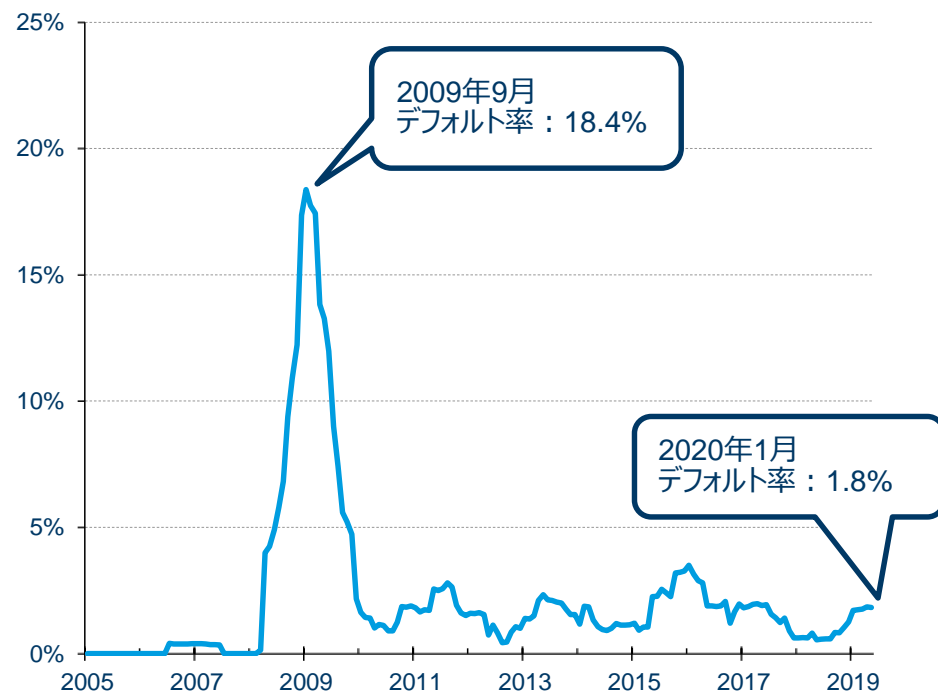
米国および欧州市場のデフォルト率

- デフォルト率が最も高い水準まで上昇したグローバル金融危機時には、米国ハイ・イールド債市場のデフォルト率は21.4%、除くエネルギーセクターで23.3%まで上昇しました。欧州市場は18.4%まで上昇しました。
- 2020年2月末時点の米国のデフォルト率は上昇傾向にありますが、除くエネルギーセクターでは1.4%と低位を維持しています。エネルギーセクターの比率が相対的に低い欧州市場のデフォルト率は1.8%（2020年1月末時点）にとどまっています。

米国ハイ・イールド債市場のデフォルト率
(月次、2005年12月末～2020年2月末)



欧州ハイ・イールド債市場のデフォルト率
(月次、2005年12月末～2020年1月末)

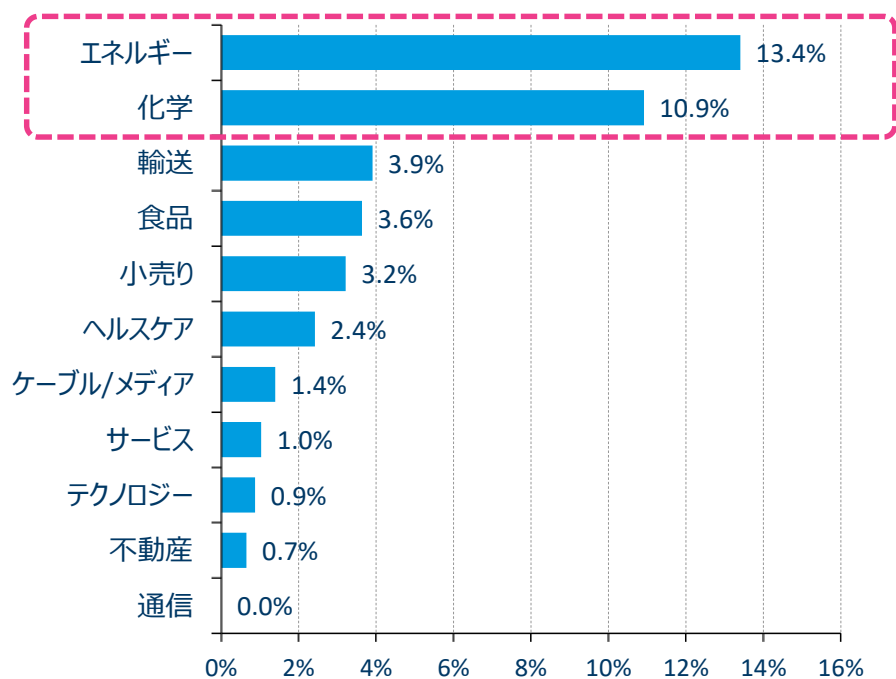


(出所) ICE BofA

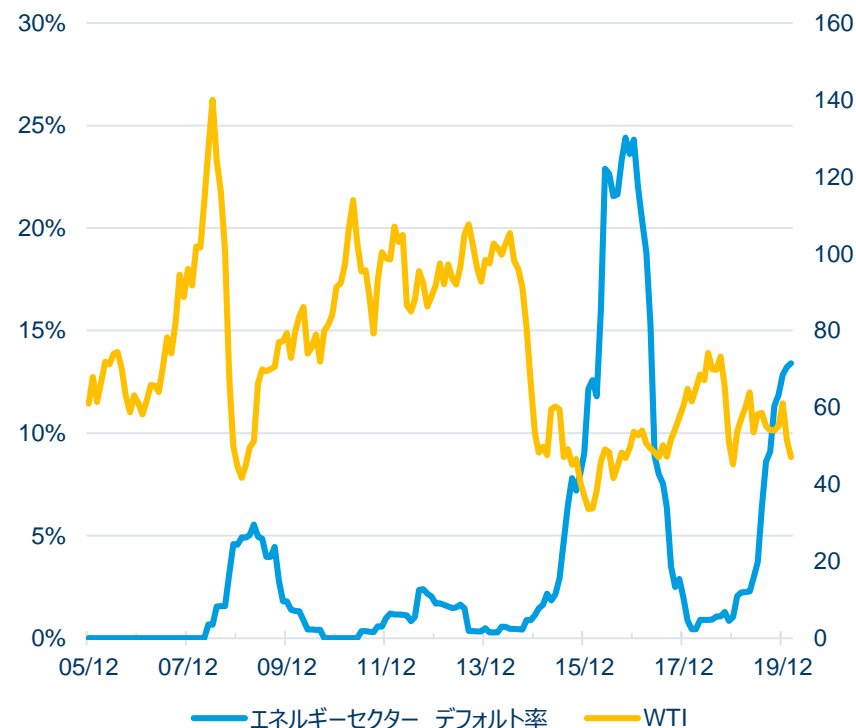
米国セクター別のデフォルト率

- セクター別デフォルト率は、原油価格の下落の影響を強く受けるエネルギーおよび化学で上昇しています。
- エネルギーセクターのデフォルト率は、2016年10月には24.4%まで上昇しました。

米国セクター別のデフォルト率
(2020年2月末時点)



原油価格とエネルギーセクターのデフォルト率
(月次、2005年12月末～2020年2月末)

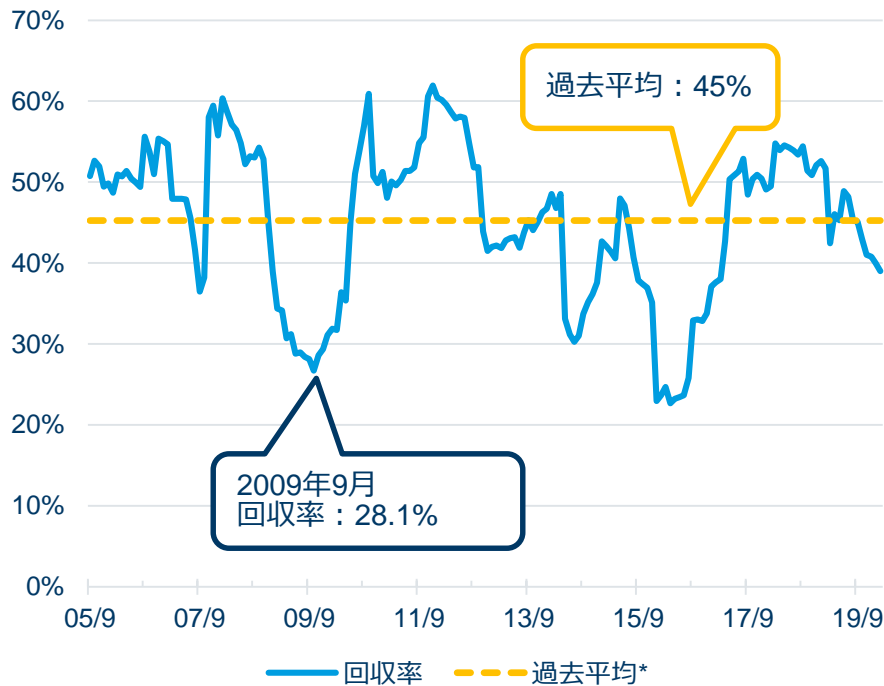


(出所) ICE BofA

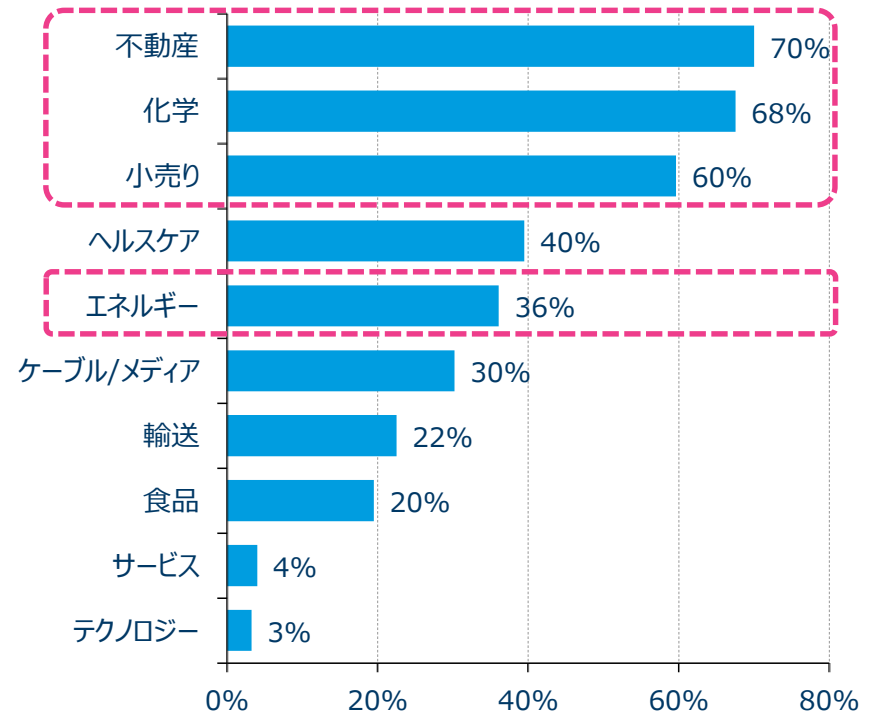
米国市場および米国セクター別の回収率

- デフォルト時の回収率は、グローバル金融危機の2009年9月に過去最低の29%を記録しました。過去平均は45%で、直近では39%と過去平均を下回って推移しています。
- セクター別では不動産、化学、および、小売りといったセクターの回収率が高い傾向にあります。デフォルト率の高まりが懸念されるエネルギーセクターは36%となっています。

米国市場の回収率
(月次、2005年9月～2020年2月)



セクター別の回収率
(2020年2月時点)



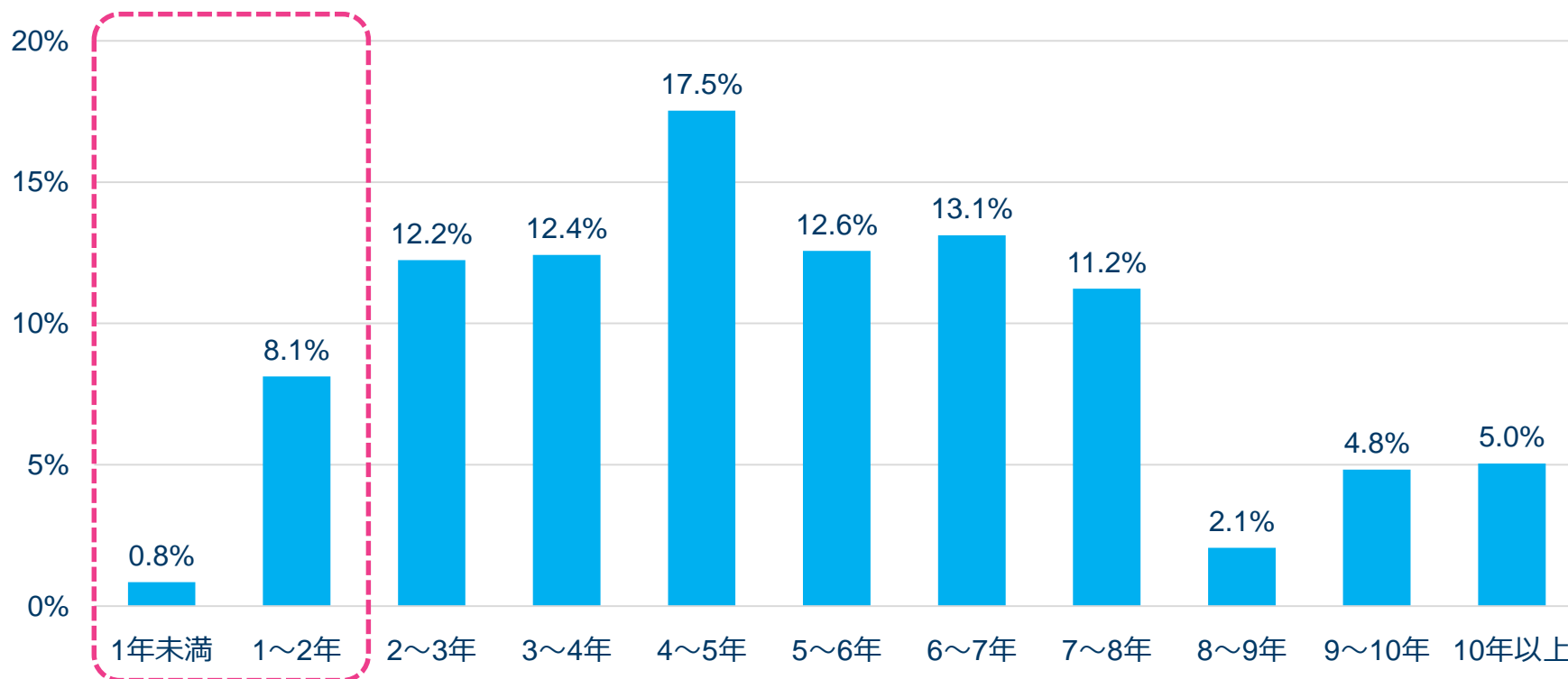
(出所) ICE BofA

* 過去平均は、2005年9月～2020年2月にかけての月次平均。

グローバル・ハイールド債市場の満期構成

- グローバル・ハイールド債市場において、1年以内に満期を迎える債券は全体の0.8%です。2年以内でも全体の8.9%を占める程度です。

グローバル・ハイールド債市場の満期構成

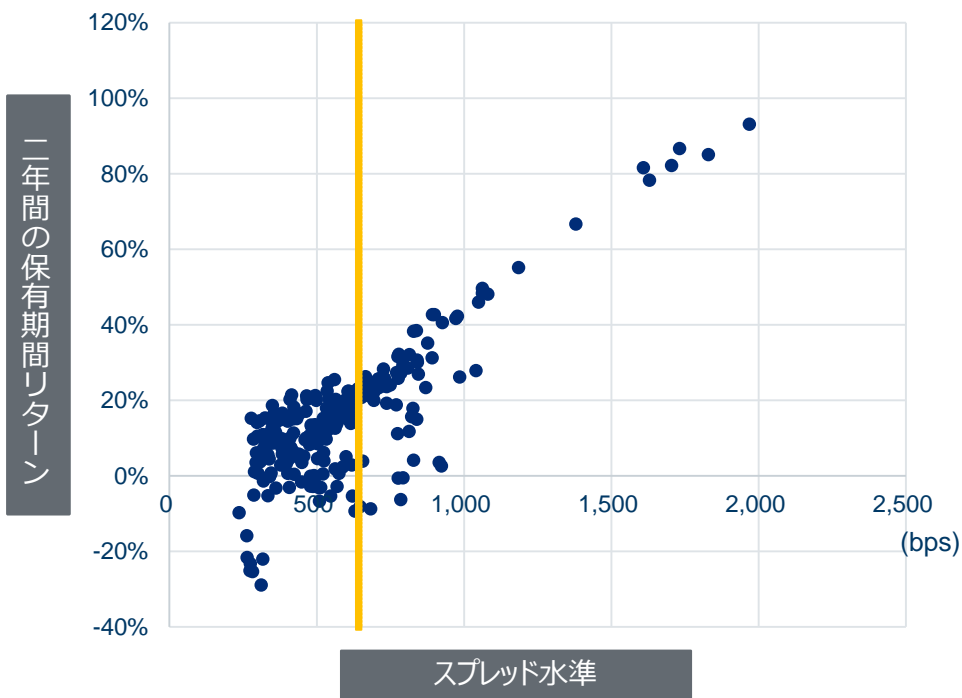


(出所) ICE BofA。2020年3月末時点。

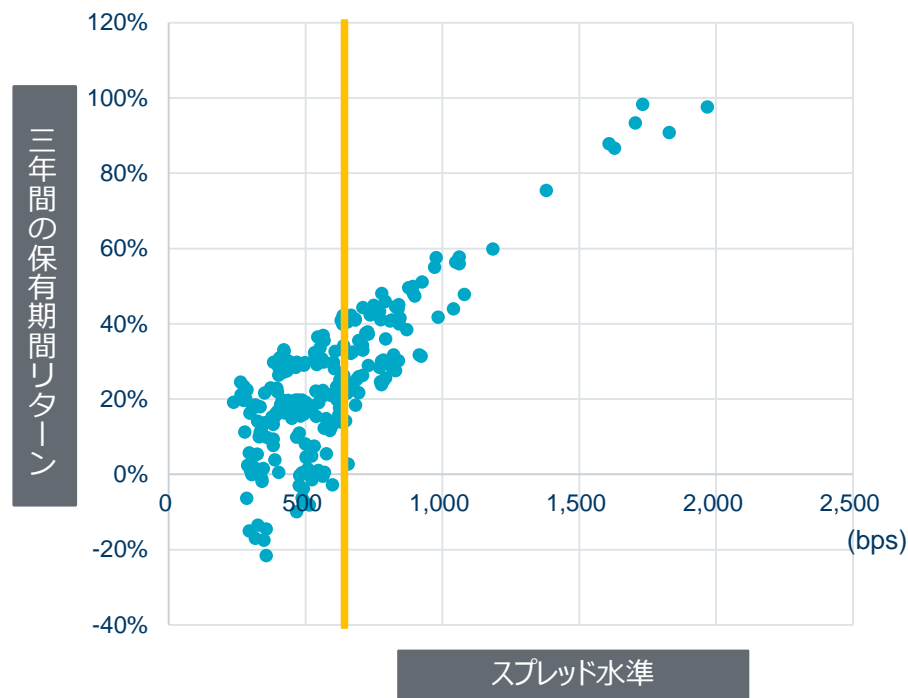
スプレッド水準と2年および3年後のリターンの関係

- 過去のデータによれば、高いスプレッド水準でグローバル・ハイールド債市場に投資すれば、その後の保有期間リターンも高まる傾向が見られました。
- スプレッド水準が、2020年6月末（642bps）を超えた水準で投資した場合、投資時点から2年後に保有期間リターンがマイナスとなったのは5ヶ月（5回）のみで、3年では保有期間がマイナスとなったことはありません。

グローバル・ハイールド債市場のスプレッド水準
と二年間の保有期間リターン



グローバル・ハイールド債市場のスプレッド水準
と三年間の保有期間リターン



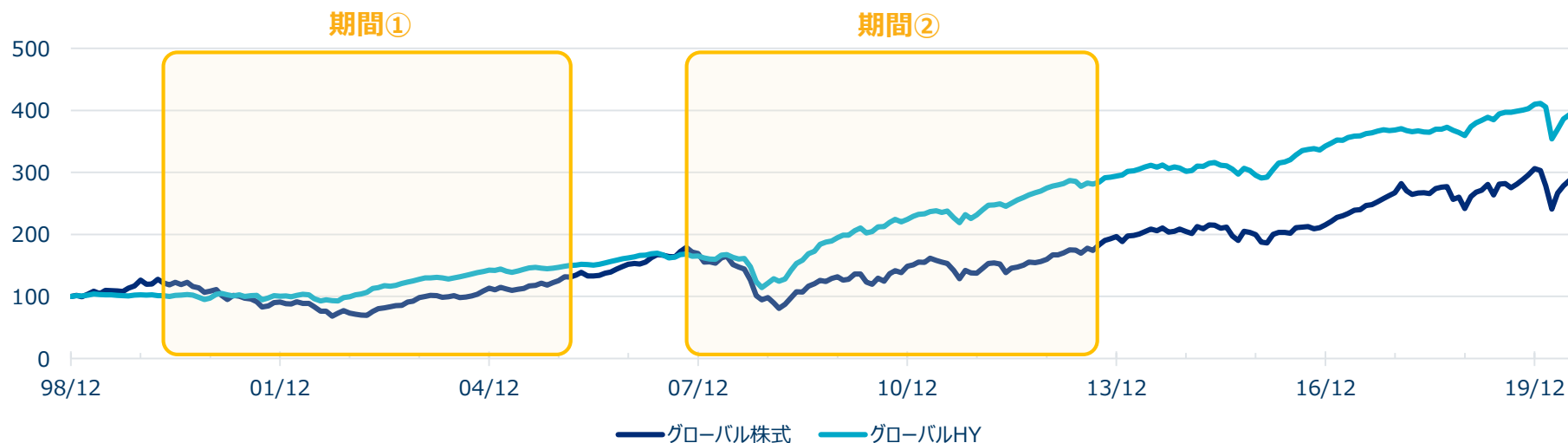
(出所) ICE BofA. 1996年12月～2020年6月の月次リターン・データ（USDベース）を利用。

下落局面での株式との比較

- 過去の2度の大幅なリスクオフ局面において、グローバル・ハイイールド債市場は、グローバル株式市場を上回る反発を見せました。

	グローバル株式 の高値月	グローバル株式 高値の回復月	高値から の下落率	回復に要 した月数	同期間のグロー バルHYの上昇率
期間①	2000/3/31	2006/1/31	-46.7%	69	46.9%
期間②	2007/10/31	2013/9/30	-54.9%	59	68.8%

グローバル株式市場とグローバル・ハイイールド債市場の推移

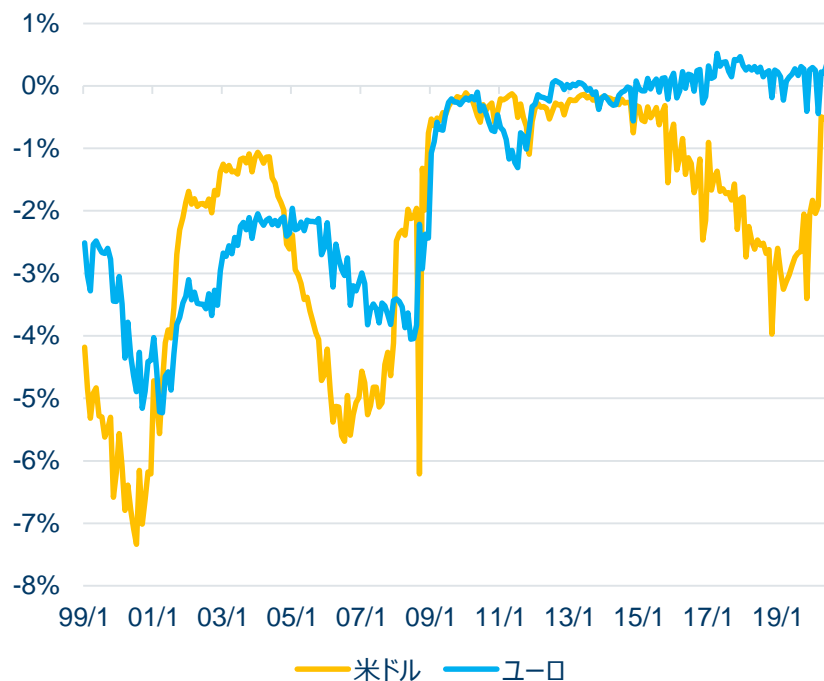


(出所) ICE BofA、MSCI。1998年12月末を100とし、1998年12月～2020年6月にかけて月次データを利用し、各々指数化。

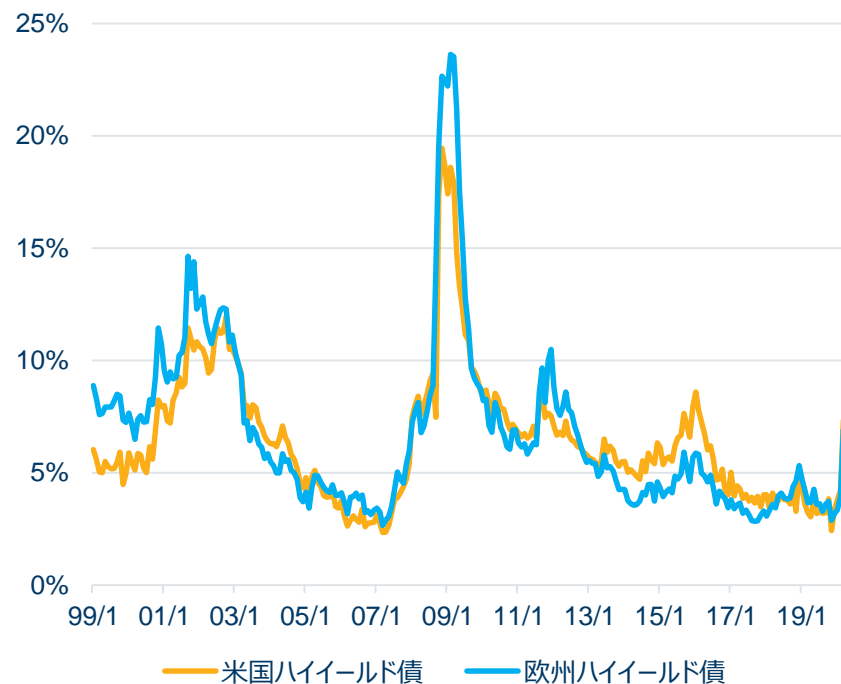
為替ヘッジコストと為替ヘッジ考慮後利回り

- 米ドルの為替ヘッジコストは、2020年3月以降、大きく低下しました。
- ヘッジコストの低下は、為替ヘッジ後の利回りを押し上げました。2020年6月末現在、為替ヘッジ後の利回りは、米国ハイイールド債市場が6.39%、欧州ハイイールド債市場が5.28%となっています。

米ドルおよびユーロの
対日本円為替ヘッジコスト（年率）



米国および欧州ハイイールド債市場のヘッジ後利回り



(出所) ICE BofA, Reuters。為替ヘッジコストは、1ヶ月フォワードが計算した月次データを年率換算。ハイイールド債市場の利回りには最低利回りを利用。

まとめ

- 新型コロナウイルスの感染拡大への懸念の高まりから、グローバル・ハイイールド債市場のスプレッドは大きく拡大した後、反発に転じています。
- 2020年6月末時点のスプレッド水準（642bps）で投資すれば、プラスのリターンに対する期待を高めることが可能と考えます。
- デフォルト率は上昇傾向にあるものの、過去データが示唆する平均的な回収率は高く、デフォルトによる損失の緩和が期待できます。
- ヘッジコストの低下から、ハイイールド債市場の為替ヘッジ後の利回りも高まっており、日本の投資家にとっての投資魅力も高まっています。
- 格付けやセクターによって、デフォルト率およびリターンは大きく異なる可能性があり、選別的な投資がより有効であると考えます。

重要事項

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：〒107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、本資料で触れられている有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 投資にあたっては、契約締結前交付書面を必ずご確認ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は一般的な投資助言、あるいはお客様の状況を考慮した個別の投資助言を含むものではありません。お客様の状況を考慮することなく、また正式な投資助言を受領することなく投資判断をすることの無いようお願いいたします。
- 本資料で使用されているシミュレーションによる運用実績等の分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性や将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料に記載の情報は、信頼できる第三者から提供されたものを含みます。本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではなく、当該情報の齟齬、脱落、不正確さにより発生した損害（間接的損害、付随的損害等）については責任を負いません。"
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性がございます。
- マーサー・レーティングとその意味の詳細な説明については、当社営業担当者にお問い合わせください。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社営業担当者にお尋ねいただくか、又はwww.mercer.com/conflictsofinterestをご覧ください。
- ご案内の投資ユニバースは、一定の時間軸における同様のアプローチにより運用する他の戦略との比較を行いやすくするために提供されているものです。従って、当該投資ユニバースは当該戦略を代表すること、お客様にとって最適であることまたお客様の採用が可能であることを保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。

重要事項

投資一任契約の報酬および手数料について

投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則、以下の料率をご負担いただきます。

弊社グループが運用する外国投資証券等を組み入れ、
ダイナミック・アセット・アロケーションは行わない場合（※）：

運用資産額	報酬料率（年率・税抜）
50億円以下の部分	0.20%
50億円超100億円以下の部分	0.15%
100億円超500億円以下の部分	0.10%
500億円超の部分	0.05%

弊社グループが運用する外国投資証券等を組み入れ、
ダイナミック・アセット・アロケーションを行う場合：

運用資産額	報酬料率（年率・税抜）
50億円以下の部分	0.25%
50億円超100億円以下の部分	0.20%
100億円超500億円以下の部分	0.15%
500億円超の部分	0.10%

※ダイナミック・アセット・アロケーションが外国投資証券等に内包される場合を含みます。

弊社グループが運用しない外国投資証券等を組み入れる場合：運用資産額に対して0.70%（年率・税抜）

投資顧問報酬は原則として上記の料率によりますが、最終的には契約内容等による個別協議に基づき決定いたします。

上記の投資顧問報酬に加えて、外国投資証券等に係る運用報酬が当該外国投資証券等の資産から控除されます。また、運用報酬のほかに、アンダーライニング・マネージャーへの運用報酬、組入資産の売買手数料、保管費用、関係外国法人およびアンダーライニング・マネージャーへの成功報酬等が発生することがあり、その場合はこれらの報酬や手数料等が当該外国投資証券等の資産から控除されることにより、実質的にお客様のご負担となります。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。

重要事項

投資一任契約に基づく投資に係るリスク

当社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより当社の運用戦略の提供を行います。外国投資証券等は価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る運用において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。

また、投資一任契約は預金保険機構や保険契約者保護機構の対象ではありません。

組入対象となる外国投資証券等は外貨建てのため、為替変動により投資元本を割り込み損失を被る可能性があります。なお、為替変動リスクのヘッジが行われる可能性があります。このようなヘッジ取引は完全なものではなく、為替変動リスクに対する十分なヘッジとならない可能性があります。

組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として損失が生ずる可能性があります。該当する指標やその原因は運用手法や運用状況によって異なるため、事前にお示しすることができません。

組入対象となる外国投資証券等においてデリバティブ取引や信用取引（以下「デリバティブ取引等」）を行う場合に、委託証拠金その他の保証金等を預託する可能性があります。当該デリバティブ取引等の額は当該保証金の額を上回る可能性があります。当該保証金等の額及び計算方法については運用手法及び運用状況によって異なるため、事前にお示しすることができません。

外国投資証券等の投資戦略に係るリスク

新興国市場への投資に係るリスク：新興国市場（含むフロンティア市場投資）は一般的に小規模で流動性が欠如しています。また、経済・政治状況が概して不安定なことから、当該市場の有価証券の価格は激しく変動することがあります。

金利リスク：確定利付証券の場合は、金利動向やスプレッドの変化に伴い価格が変動するリスクがあります。

信用リスク：発行体の返済能力に応じた信用リスクが伴います。発行体の信用リスクの変化に伴い価格が変動するリスクがあります。

デリバティブ投資に係るリスク：有価証券・金利・指標・為替等のデリバティブ取引を行うことがあります。デリバティブ商品は特定の市場のリスクを増大させるため、価格変動が大きくなる傾向があります。また、デリバティブ取引では証拠金を担保として証拠金を上回る取引を行うことがありますので、証拠金の額を上回る損失（元本超過損）が生じることがあります。

流動性リスク：組入対象となる外国投資証券等が投資する戦略の中には、解約に制約があるものがあります。組入対象となる外国投資証券等の流動性は、当該投資する戦略の流動性に依存します。



welcome to brighter