

米国ハイ・イールド債券の運用を担当しているハーリー・ランクが今般来日しました。
当資料では、お客様から寄せられるご質問へのハーリー・ランクによるメッセージをご紹介します。



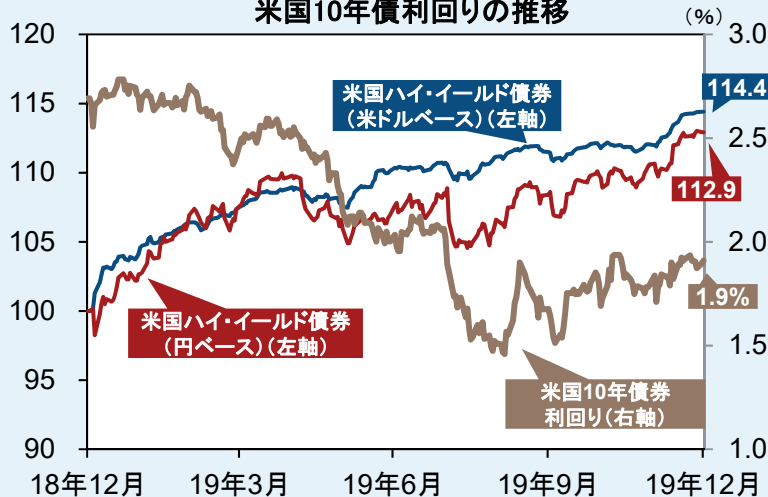
ポートフォリオ・マネージャー
ハーリー・ランク

- Q1 2019年の米国ハイ・イールド債券はどのように推移しましたか？
- Q2 投資環境 1.米国ハイ・イールド債券の発行状況は？
- Q3 投資環境 2.米国ハイ・イールド債券の価格水準は？
- Q4 2020年の米国ハイ・イールド債券の見通しは？
- Q5 足元の投資戦略は？
- Q6 現状想定されるリスクは？

Q1 2019年の米国ハイ・イールド債券はどのように推移しましたか？

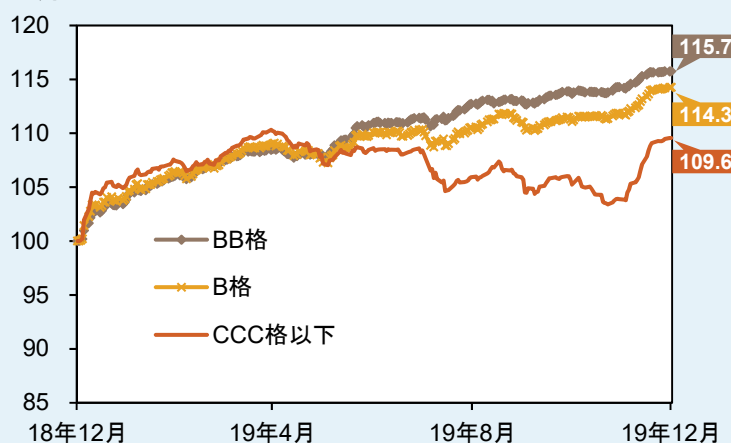
A 投資家の利回りを追求する動き等を背景に、米ドルベースで+14.4%と堅調に推移しました。一方で、格付け間の格差が広がった1年になりました。

米国ハイ・イールド債券指数(米ドル・円ベース)と
米国10年債利回りの推移



- 2019年は世界的な景気減速懸念が高まったものの、米連邦準備制度理事会(FRB)の3回の利下げ等によって投資家心理が好転した結果、一年を通して米国ハイ・イールド債券は概ね右肩上がりで堅調に推移し、米ドルベースで+14.4%上昇しました。
- 企業の健全な財務状況に加え、世界的な低金利環境を背景とした投資家の利回りを追求する動きが、米国ハイ・イールド債券を下支えしました。なお、米国10年債利回りが年央から1%台後半で推移する中、**米国ハイ・イールド債券は12月末時点で6.0%の利回りを維持**しています。

米国ハイ・イールド債券指数の推移(格付け別)



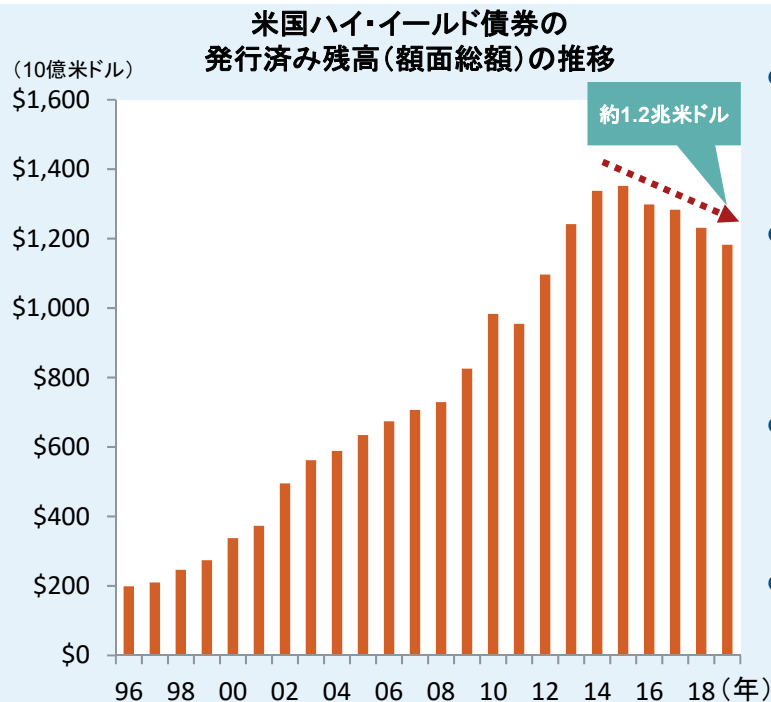
- 投資家は、より高い利回りを求める一方で、一定のリスク回避の姿勢を崩しておらず、米国ハイ・イールド債券の中でもCCC格以下の銘柄より、BB格・B格といった相対的に高格付けの銘柄に資金が集中しました。
- この結果、右図のように格付け間の格差が広がりましたが、Q5で触れる通り、CCC格以下の格付けでも多くの過小評価された銘柄への投資機会があると考えられています。

(注)上: RIMES、Refinitivよりフィデリティ投信作成。期間は2018年12月末～2019年12月末。米国ハイ・イールド債券は期間初を100として指数化。

下: RIMESよりフィデリティ投信作成。期間は2018年12月末～2019年12月末。期間初を100として指数化。

Q2 投資環境 1.米国ハイ・イールド債券の発行状況は？

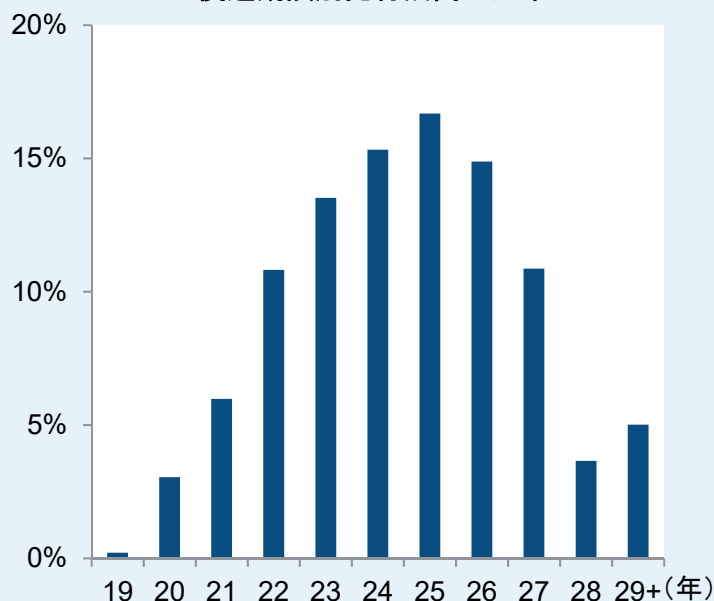
A 米国ハイ・イールド債券の発行済み残高は近年減少傾向にあります。借り換えによって償還期限が長期化され、今後数年間に償還を迎える債券は限定的です。



- 世界的な企業債務の増大が人々の関心事項となっていますが、米国ハイ・イールド債券については2015年をピークに発行済み残高は減少傾向にあります。
- 米国ハイ・イールド債券の発行目的を見ると、近年では低金利環境を利用した既存債務の借り換え目的が約6割を占めており、企業は債務を増大させるのではなく財務体質の強化に注力しています。
- また、2019年はCCC格の企業による発行が非常に限られ、かつ企業買収を狙うLBO(レバレッジ・バイアウト)目的の発行が実質的にゼロであったことは健全な傾向と言えるでしょう。
- なお、一部低格付け企業が、足元で財務制限の緩いローンによる資金調達に軸足を動かす流れもあり、フィデリティではローンの状況も綿密に分析し銘柄選択を行っております。

(注)FMR Co、ICE Data Services、S&P/LSTAよりフィデリティ投信作成。2019年は2019年10月末時点。

米国ハイ・イールド債券の償還期限別発行残高の比率

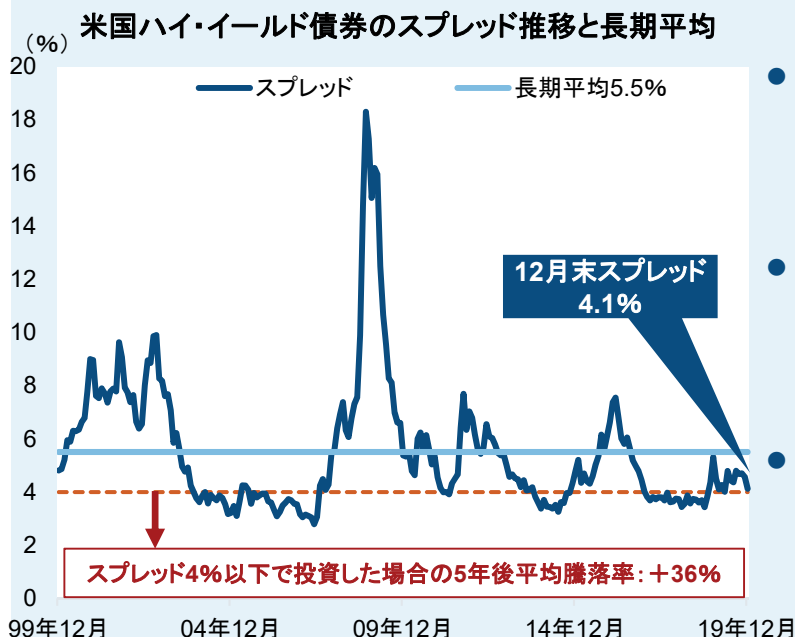


- 上で述べた通り、企業は既存債務の借り換えを積極的に進めているため、債務全体の償還期限は長期化されています。
- さらに、左図の通り、発行残高の償還期限は分散されています。
- 償還時には、企業は債務の元本を一括で返却する、つまり返済資金を捻出するか借り換えを行う必要がありますが、今後数年間はその必要性が限られることを表します。こうした背景が今後のデフォルト(債務不履行)率の低位での推移につながるかと考えられます。

(注)FMR Co、ICE Data Servicesよりフィデリティ投信作成。2019年9月末時点。今後償還をむかえる債券残高全体に対する、各年の残高割合を表す。29+とは29年以降を表す。

Q3 投資環境 2.米国ハイ・イールド債券の価格水準は？

A 良好なファンダメンタルズを考慮するとバリュエーション(割高/割安の度合い)は適切な水準と考えられます。

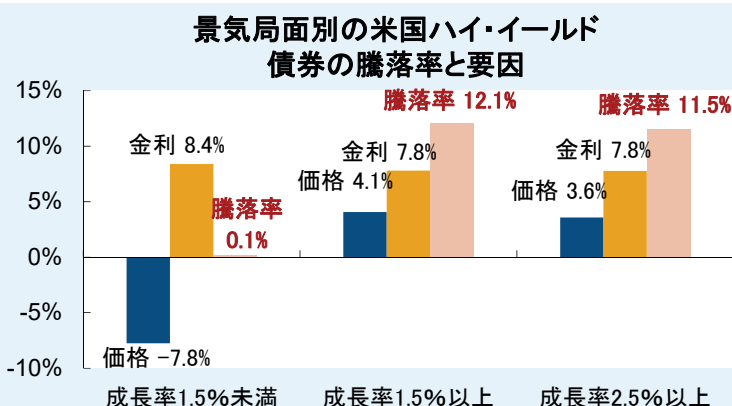
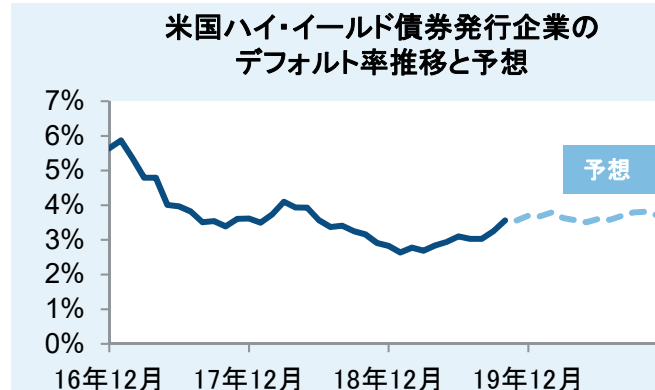


- 米国ハイ・イールド債券の足元のスプレッド(国債金利に対する上乗せ金利幅)は過去の長期平均を下回っていますが、企業の財務状況の改善、低金利環境、緩やかな経済成長といった**良好なファンダメンタルズを考慮すると適切な水準**と考えられます。
- なお、足元の水準からさらに進んで4%以下までスプレッドが縮小した過去の局面を分析すると、**スプレッド4%以下の水準で投資した場合、平均でその後の5年間騰落率は+36%(米ドルベース)**になりました。
- 米国ハイ・イールド債券は長期的には収益の大部分が金利収入によってもたらされているため、どのようなスプレッド水準であれ、金利収入の蓄積がリターンの下支えになると言えるでしょう。

(注)RIMESよりフィデリティ投信作成。期間は1999年12月末～2019年12月末。スプレッドはICE BofA USハイ・イールド・コンストレインド・インデックスの利回りと、ICE BofA USTレジャリー(10年)・インデックスの利回りの差で計算。平均騰落率はICE BofA USハイ・イールド・コンストレインド・インデックスに基づく。米ドルベース。

Q4 2020年の米国ハイ・イールド債券の見通しは？

A 良好な環境下にてデフォルト(債務不履行)率は低位での推移が見込まれます。低金利環境と緩やかな経済の成長は米国ハイ・イールド債券にとって望ましい環境です。



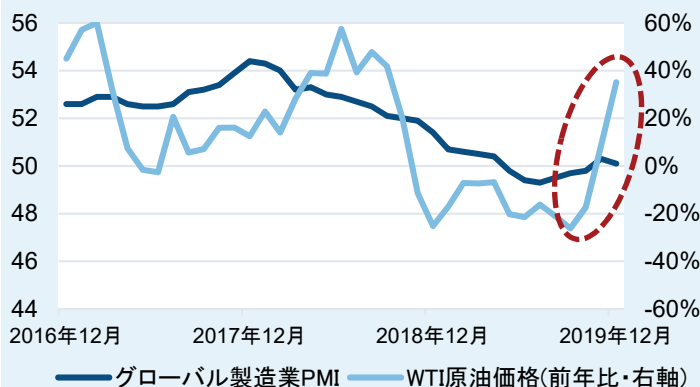
- 上述したような良好なファンダメンタルズのもと、**デフォルト率は今後も4%前後の低位での推移が予想**されています。
- 過去の景気局面別の米国ハイ・イールド債券の収益を分析すると、成長率1.5%以上という緩やかな成長局面で最も高い騰落率であったことがわかります。今年も緩やかな成長局面が予想される中、緩和的な金融政策の継続等が米国ハイ・イールド債券にとって今後の良好なパフォーマンスの支えになるでしょう。

(注)左:FMR Co、Moody'sよりフィデリティ投信作成。2016年12月末～2020年11月末(2019年11月以降はMoody's社予想値)。過去12カ月、発行体ベース。右:RIMES、Refinitivよりフィデリティ投信作成。騰落率は単純平均。米ドルベース。成長率は米GDP成長率(前期比年率)。2003年1-3月期～2019年7-9月期。上記の要因分析において騰落率、価格、金利はそれぞれ年率換算しているため、価格と金利の合計が必ずしも騰落率と一致しません。

Q5 足元の投資戦略は？

A グローバル景気及び原油価格の底入れから、相対的に軟調な推移が続いたエネルギーセクターの巻き返しに注目しています。また、高格付け・低格付けともに銘柄選択がより一層重要になるでしょう。

グローバル製造業PMIとWTI原油スポット価格の推移



米国ハイ・イールド債券のスプレッド推移
(全体及びエネルギーセクター)



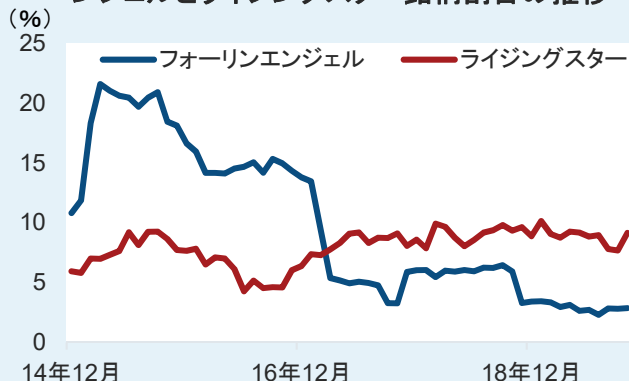
- グローバル景気や原油価格は米中貿易摩擦などを背景に2019年中盤まで軟調な推移が続いていましたが、**足元で底入れの兆しがみられます。**
- そうした中、米国ハイ・イールド債券の中で景気循環の影響を受けやすいエネルギーセクターのスプレッドは拡大した後、足元では反転しており今後さらに縮小(債券価格が上昇)する可能性があるため、注目しています。
- 格付け別にみると、米国ハイ・イールド債券の中で相対的に高格付けの銘柄では足元で幅広くスプレッドの縮小が進んだため、**今後は銘柄選択がより一層重要になると**考えています。
- またCCC格以下の格付けでは、多くの過小評価された銘柄への投資機会が存在していると考えているため、フィデリティの得意とする個別企業調査に基づくボトム・アップ・アプローチが特に効きやすい領域であり、的確な銘柄選択が収益の源泉になるとみています。

(注) 左: Refinitivよりフィデリティ投信作成。期間は2016年12月～2019年12月(原油価格の計算期間は2015年12月末～2019年12月末)。右: Refinitivよりフィデリティ投信作成。期間は2016年12月末～2019年12月末。エネルギーセクターはICE BofAML USハイ・イールド・コンストレインド・インデックスの業種別指数。スプレッドはOASを使用。OAS(Option Adjusted Spread)は、満期償還前に繰上償還があり得る債券において、繰上償還する場合を考慮した米国国債との利回り格差のこと。

Q6 現状想定されるリスクは？

A BBB格以上の一部銘柄の格下げがあったとしても、有望銘柄はいち早く投資機会として活用します。また、様々な外部要因の影響は限定的と見込まれます。

グローバル・ハイ・イールド債券におけるフォーリンエンジェルとライジングスター銘柄割合の推移



- 企業債務増大等から今後の企業の格下げを心配する投資家もいますが、フィデリティは株式調査チーム等と共に投資適格債券(BBB格以上)も分析しており、有望銘柄がハイ・イールド債券になった際にいち早く投資機会として活用できます。
- なお、ここ数年では投資適格債券からハイ・イールド債券に格下げとなる銘柄(フォーリンエンジェル)よりもハイ・イールド債券から投資適格債券に格上げとなる銘柄(ライジングスター)の割合が上回って推移しています。
- その他のリスクとして、米中の貿易摩擦、米大統領選、緊迫化する中東情勢といった**外部要因は一時的な影響を与えますが米国ハイ・イールド債券は国内事業を中心とする発行企業が多く最終的な影響は限られると想定**されます。

(注) FMR Co、ICE BofAよりフィデリティ投信作成。2014年12月末～2019年10月末。過去12カ月間の投資適格債への格上げ銘柄、ハイ・イールド債券への格下げ銘柄の額面を累計し、グローバル・ハイ・イールド債券全体の額面から割合を計算。

■ ご注意点

- 当資料は、信頼できる情報をもとにフィデリティ投信が作成しておりますが、正確性・完全性について当社が責任を負うものではありません。
 - 当資料に記載の情報は、作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。また、いずれも将来の傾向、数値、運用結果等を保証もしくは示唆するものではありません。
 - 当資料に記載されている個別の銘柄・企業名については、あくまでも参考として申し述べたものであり、その銘柄又は企業の株式等の売買を推奨するものではありません。
 - 当資料にかかわる一切の権利は引用部分を除き当社に属し、いかなる目的であれ当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
 - 投資信託のお申し込みに関しては、下記の点をご理解いただき、投資の判断はお客様自身の責任においてなさいますようお願い申し上げます。なお、当社は投資信託の販売について投資家の方の契約の相手方とはなりません。
 - 投資信託は、預金または保険契約でないため、預金保険および保険契約者保護機構の保護の対象にはなりません。
 - 販売会社が登録金融機関の場合、証券会社と異なり、投資者保護基金に加入しておりません。
 - 投資信託は、金融機関の預貯金と異なり、元本および利息の保証はありません。
 - 投資信託は、国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価値が変動します。従ってお客様のご投資された金額を下回ることもあります。又、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては目論見書や契約締結前交付書面を良くご覧下さい。
 - 投資信託説明書(目論見書)については、販売会社またはフィデリティ投信までお問い合わせください。なお、販売会社につきましては以下のホームページ(<https://www.fidelity.co.jp/fiji/>)をご参照ください。
 - ご投資頂くお客様には以下の費用をご負担いただきます。
 - 申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限 4.40%(消費税等相当額抜き4.0%)
 - 換金時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保金 上限 1%
 - 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限 年率2.123%(消費税等相当額抜き1.93%)
 - その他費用: 上記以外に保有期間等に応じてご負担頂く費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。
- ※当該手数料・費用等の上限額および合計額については、お申込み金額や保有期間等に応じて異なりますので、表示することができません。ファンドに係る費用・税金の詳細については、各ファンドの投資信託説明書(目論見書)をご覧ください。

ご注意) 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、フィデリティ投信が運用するすべての公募投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しておりますが、当資料作成以降において変更となる場合があります。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く目論見書や契約締結前交付書面をご覧下さい。

フィデリティ投信株式会社

金融商品取引業者: 関東財務局長(金商)第388号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

IM200109-1 CSIS200110-3

資料中グラフの注記に別途記載ない場合は以下の指数を使用しています。
米国ハイ・イールド債券はICE BofA USハイ・イールド・コンストレインド・インデックス。