

米国ハイイールド債の投資環境と今後の見通し

1. 米国ハイイールド債の直近3ヵ月（2014年7月～9月）の市況推移

2014年7月から9月にかけて米国ハイイールド債市場は下落しました。下落要因としては、好調なパフォーマンスが続いてきた米国ハイイールド債市場の過熱感に対する警戒が高まったことや、地政学リスクの高まりを受け、リスク回避的な市場環境になったことなどが挙げられます。

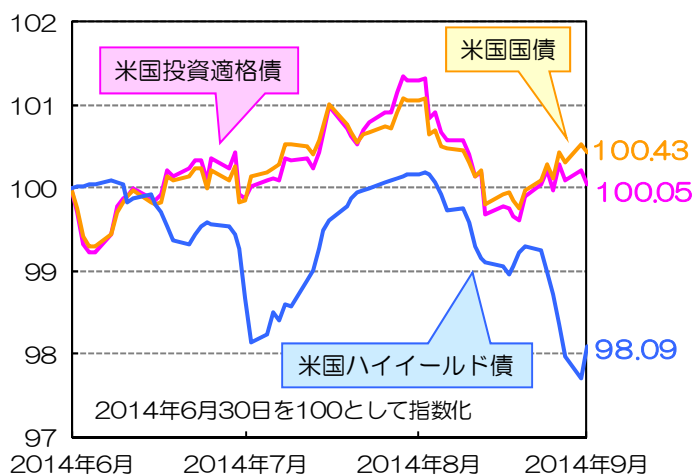
7月 米国ハイイールド債市場は下落しました。月前半は、地政学リスクの高まりによりリスク回避的な市場環境になったことなどを材料に、対米国国債スプレッドが拡大し、市場は下落しました。中旬、イエレン米連邦準備制度理事会（FRB）議長が米国ハイイールド債市場の過熱感を警戒する発言をしたことや、米国においてハイイールドファンドが大幅な資金流出となったことなどから、月後半にかけて対米国国債スプレッドは一層拡大しました。

8月 米国ハイイールド債市場は上昇しました。月初、米国国債金利は低下したものの、米国ハイイールド債市場の需給環境の悪化などを材料に対米国国債スプレッドが拡大し、市場は下落しました。その後は、需給環境の悪化が一服し、株式などのリスク資産が堅調に推移する中、対米国国債スプレッドが縮小したことなどから市場は上昇基調をたどり、月を通じては上昇となりました。

9月 米国ハイイールド債市場は下落しました。下落要因としては、中旬にかけて、米連邦公開市場委員会（FOMC）でフォワードガイダンス（事前に示す金融政策の指針）変更の観測が高まり米国国債金利が上昇したことや、下旬にかけて、中東情勢の悪化などを材料にリスク回避的な市場環境になったことを受け対米国国債スプレッドが急拡大したことなどが挙げられます。

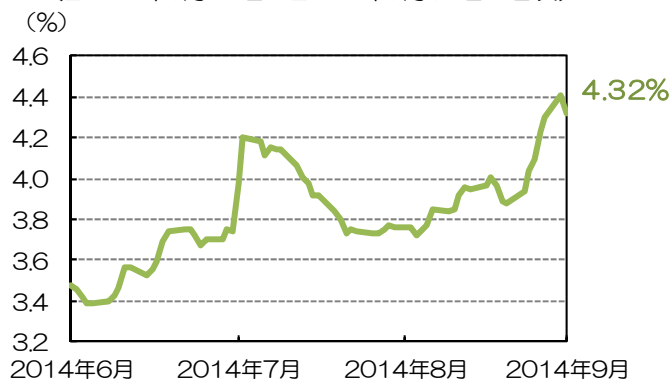
【図表1】米国主要債券のトータルリターン推移

（2014年6月30日～2014年9月30日：日次）



【図表2】米国ハイイールド債の対米国国債スプレッド：OAS*

（2014年6月30日～2014年9月30日：日次）



*OASとは、オプション・アジャステッド・スプレッドの略。満期償還前に繰上償還があり得る債券が、繰上償還をする場合を考慮した米国国債との利回り格差のこと。BofAメリルリンチが独自に開発した手法に基づき算出した値。

出所：ブルームバーグおよびBofAメリルリンチ（使用許諾済）が提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※米国ハイイールド債：BofAメリルリンチ・US・キャッシュ・ベイ・ハイイールド・インデックス

米国投資適格債：BofAメリルリンチ・US・コーポレート・インデックス

米国国債：BofAメリルリンチ・US・トレジャリー・インデックス

※上記グラフは、将来における米国主要債券のトータルリターンおよび米国ハイイールド債の対米国国債スプレッドを示唆、保証するものではありません。

・BofAメリルリンチは同社の配信するインデックスデータを現状有姿のものとして提供し、関連データを含めて、その適合性、品質、正確性、適時性、完全性を保証せず、またその使用においていかなる責任も負いません。またみずほ投信投資顧問およびそのサービスや商品について、推奨、後援、保証するものではありません。

2. 米国ハイイールド債の変調について

米国ハイイールド債市場は、2009年以降数年に渡り上昇基調をたどりました。この間を振り返ると、2008年から実施されたFRBによる非伝統的金融緩和政策の継続を受け米国国債利回りが低位で推移したことや、対米国国債スプレッドが大きく縮小したことが、米国ハイイールド債利回りの大幅低下に寄与しました。しかし直近では、前述の投資環境（P.1ご参照）を背景に対米国国債スプレッドが拡大したことを主因に、米国ハイイールド債利回りが上昇し、2014年7月および9月の月間騰落率はマイナスになりました。

ここ数年の米国ハイイールド債市場の上昇相場の中においても、一時的に下落する局面が幾度かありましたが、対米国国債スプレッドが拡大した局面は、大きく以下の2つの局面に分けることができます。

①米国の金融政策が転換する局面

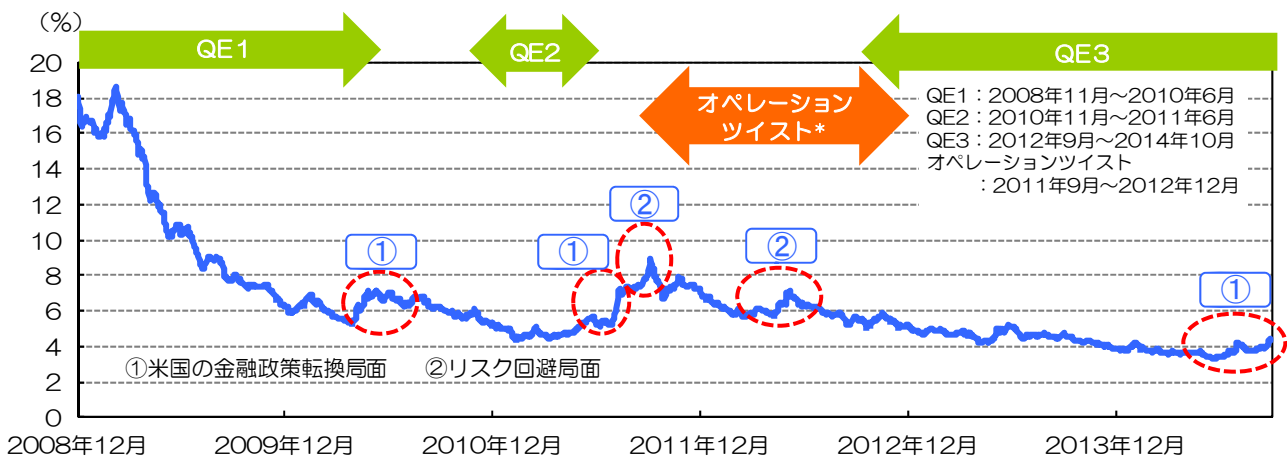
量的金融緩和策第1弾（QE1）の終了直前や、同第2弾（QE2）の終了時などのFRBの金融政策が転換する局面においては、対米国国債スプレッドが拡大しました。金融政策の行方を巡る思惑から債券市場のみならず金融市場の変動性が高まったことなどが背景の1つに挙げられます。各QEが終了した2010年や2011年には、対米国国債スプレッドが一時的に拡大しましたが、FRBがフォワードガイダンスを導入するなどし、金融政策の先行き見通しを示したことなどから再び縮小しました。

②リスク回避的な局面

欧州債務問題が緊迫化した2011年8月など、市場環境がリスク回避的になる局面では、リスク資産とされる株式や米国ハイイールド債が下落する局面もみられました。リスク回避局面では、相対的に安全とされる資産への需要が高まることなどから米国国債の利回りが低下（価格は上昇）する一方、リスク資産とされる米国ハイイールド債は利回りが上昇（価格は下落）し、対米国国債スプレッドが拡大する傾向があります。しかし、2011年8月のケースではユーロ圏各国で政策対応がとられ、リスク回避的な動きが徐々に後退するのに伴い、米国ハイイールド債などのリスク資産は回復し、対米国国債スプレッドは再び縮小しました。

【図表3】米国ハイイールド債の対米国国債スプレッド（OAS）の拡大局面

（2008年12月31日～2014年9月30日：日次）



出所：BofAメリルリンチ（使用許諾済）が提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

*オペレーションツイストとは、短期国債を売却しつつ、長期国債を購入し、長期金利の低下を意図する政策のこと。

※上記グラフは、将来における米国ハイイールド債の対米国国債スプレッドの拡大局面を示唆、保証するものではありません。

足もとの市場環境は、FRBが2014年10月にQE3を終了したことから、①と同様の局面にあると考えられます。FRBによる利上げ開始時期を巡って市場参加者の思惑から市場の変動性が高まるのが想定されますが、QE3の終了は米国経済の景気が緩やかに拡大していることが背景であることを考慮すると、対米国国債スプレッドが拡大基調をたどる公算は小さいと考えます。

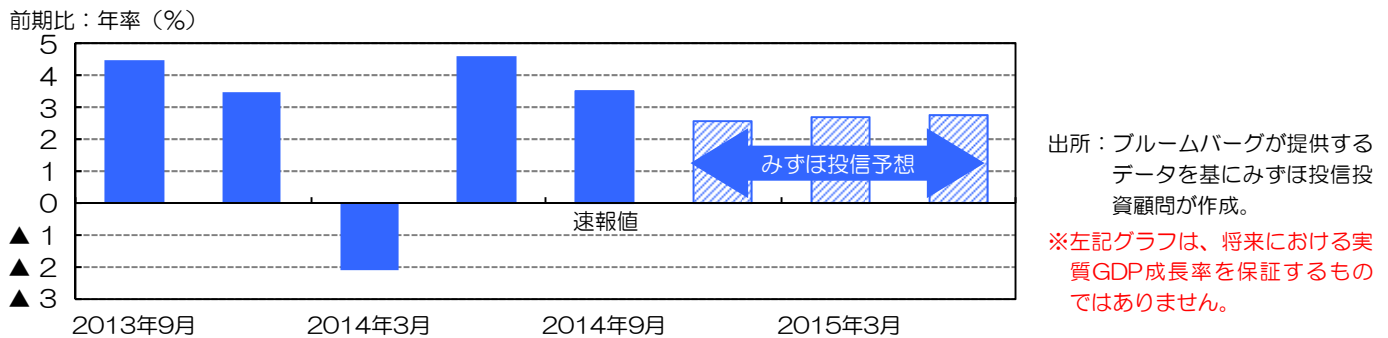
3. 米国経済の見通し

①米国経済は自律的な回復軌道へ

米国の家計部門のバランスシート調整が進展し、住宅市場は回復基調をたどっています。また、2014年9月の失業率は、5%台まで低下するなど雇用環境の改善も続いており、米国経済は自律的な景気回復基調をたどると考えます。

今後のGDP成長率は、2014年が2.1%、2015年については2.9%（図表4は四半期予想）と予想します。

【図表4】 実質GDP成長率の推移
(2013年9月～2015年6月：四半期)



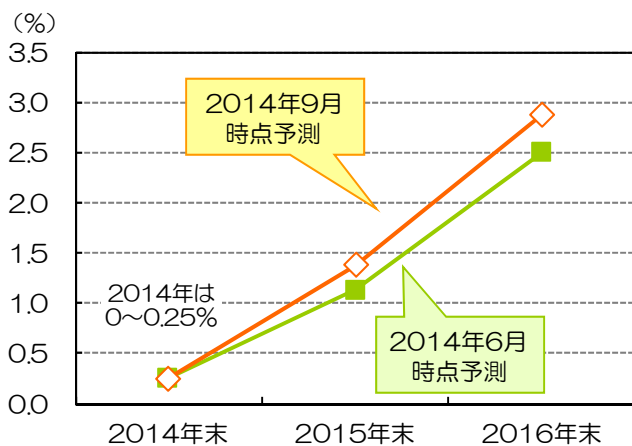
②FRBは2015年後半に利上げへ

2014年9月に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）では、10月のFOMCで資産購入プログラム（QE3）を終了する方針を示すとともに、政策金利の見通しが上方修正されました。同時に発表されたインフレ見通しは、FRBが目安とする2%以下で推移するとしています。

その後10月に開催されたFOMCでは、労働市場に対する見方が改善したことを指摘したうえで、方針通りQE3を終了するとともに、当面は低金利政策を維持する姿勢を示しました。

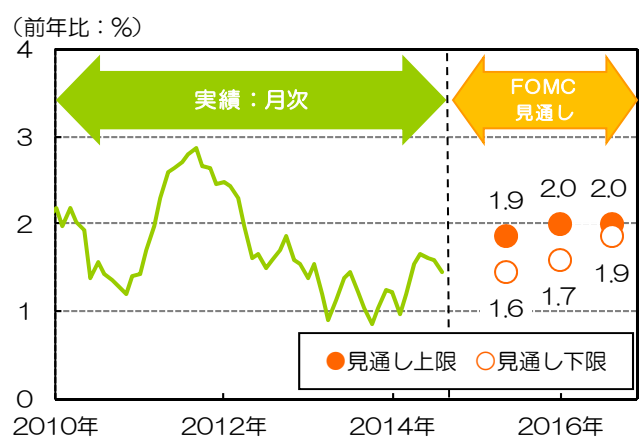
FRBによる政策金利の引き上げ開始時期は、経済指標などマクロ経済環境次第ではあるものの、2015年後半になると予想します。

【図表5】 FOMCメンバーによるFF金利見通し
(2014年～2016年)



*FF金利とは、FRBが短期金融市場を操作する目的で調整する政策金利のこと。金利の変更はFOMCで決定されます。

【図表6】 インフレ率（PCEデフレーター）の推移と見通し
(過去の実績：2010年1月～2014年8月：月次)
(FOMC見通し：2015年～2017年)



*PCEデフレーターとは、名目個人消費支出（名目PCE）を実質個人消費支出（実質PCE）で割ったもの。

出所：米国商務省およびFOMCのデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記のFF金利見通しはFOMCメンバーの予測中央値。インフレ率見通しはFOMCにおける中心傾向値。

※上記グラフは、将来におけるFF金利の見通しおよびインフレ率（PCEデフレーター）の推移と見通しを保証するものではありません。

4. 米国ハイイールド債の信用力

米国ハイイールド債の信用力は、① **財務の健全性**、② **収益性**、③ **デフォルト(債務不履行)率**、④ **発行債券の格付け**の観点から見て、良好な状況にあると考えられます。

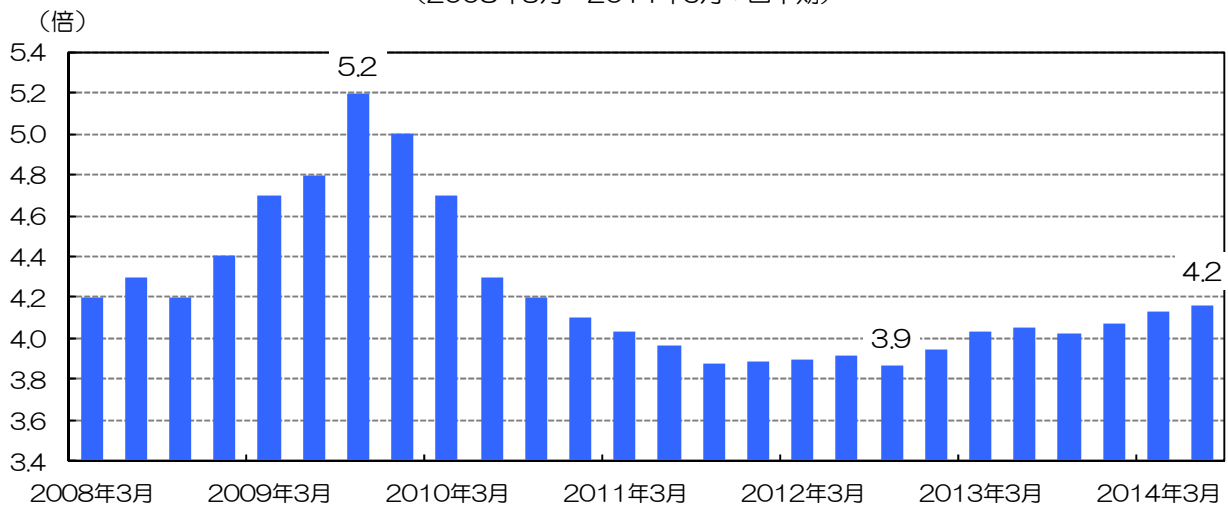
① 財務の健全性

米国ハイイールド債発行企業の債務支払能力を表す有利子負債・EBITDA倍率*は、2011年第3四半期以降、緩やかな上昇傾向をたどっています。しかしながら、2014年第2四半期の同倍率は4.2倍と、直近ボトムである2012年第3四半期の3.9倍から+0.3の増加にとどまっており、財務の健全性は保たれていると考えられます。

*発行企業の債務をEBITDA（税引前利益に支払利息と減価償却費を加算したもの）で除したもので、倍率が低いほど財務が健全とされる。

【図表7】米国ハイイールド債発行企業の有利子負債・EBITDA倍率の推移

(2008年3月～2014年6月：四半期)



出所：JPモルガンが提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

※上記グラフは、将来における米国ハイイールド債発行企業の有利子負債・EBITDA倍率の推移を示唆、保証するものではありません。

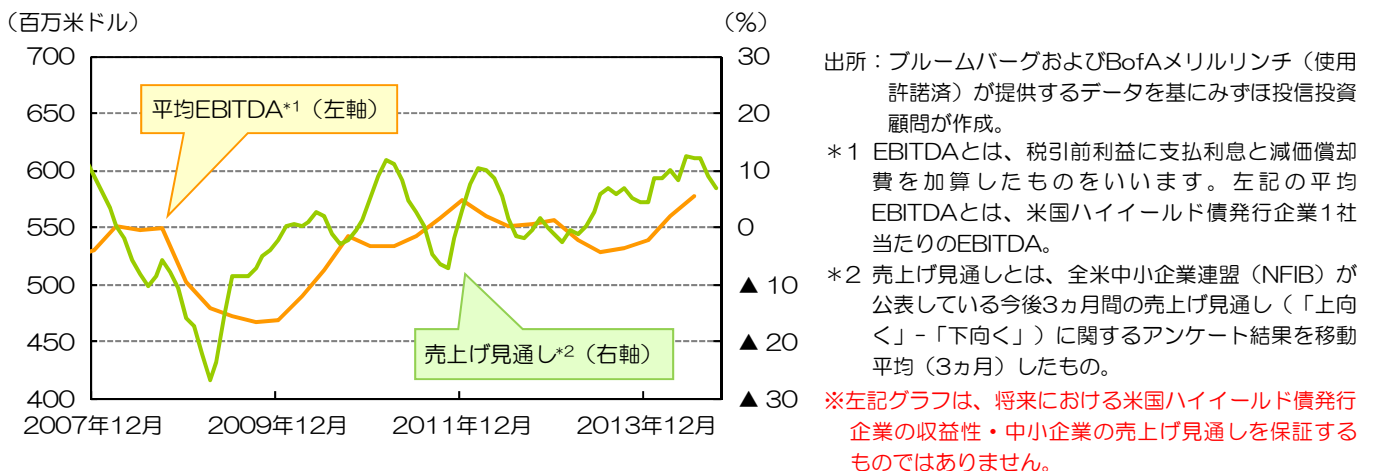
② 収益性

米国ハイイールド債発行企業の収益性や中小企業の売上げ見通しは改善傾向が続いています。

【図表8】米国ハイイールド債発行企業の収益性・中小企業の売上げ見通し

(平均EBITDA：2007年12月～2014年6月：四半期)

(売上げ見通し：2007年12月～2014年9月：月次)



出所：ブルームバーグおよびBofAメリルリンチ（使用許諾済）が提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

*1 EBITDAとは、税引前利益に支払利息と減価償却費を加算したものをいいます。左記の平均EBITDAとは、米国ハイイールド債発行企業1社当たりのEBITDA。

*2 売上げ見通しとは、全米中小企業連盟（NFIB）が公表している今後3ヵ月間の売上げ見通し（「上向き」-「下向き」）に関するアンケート結果を移動平均（3ヵ月）したものです。

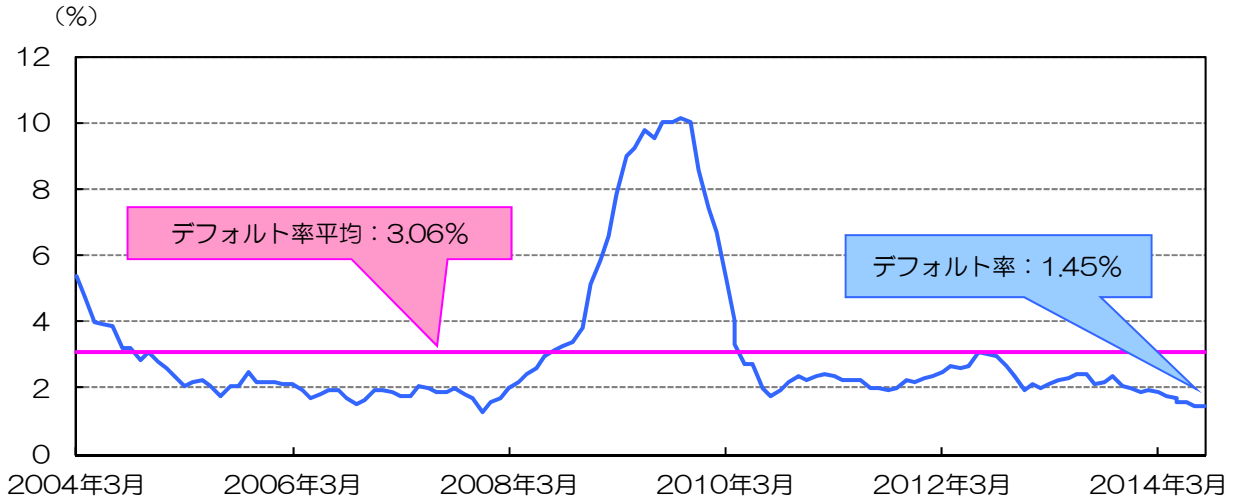
※左記グラフは、将来における米国ハイイールド債発行企業の収益性・中小企業の売上げ見通しを保証するものではありません。

③デフォルト率

米国景気の改善や、米国ハイイールド債発行企業の財務内容の健全化を背景に、引き続きデフォルト率の低位安定が見込まれます。

【図表9】 米国ハイイールド債のデフォルト率の推移

(2004年3月～2014年9月：月次)



出所：JPモルガンが提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

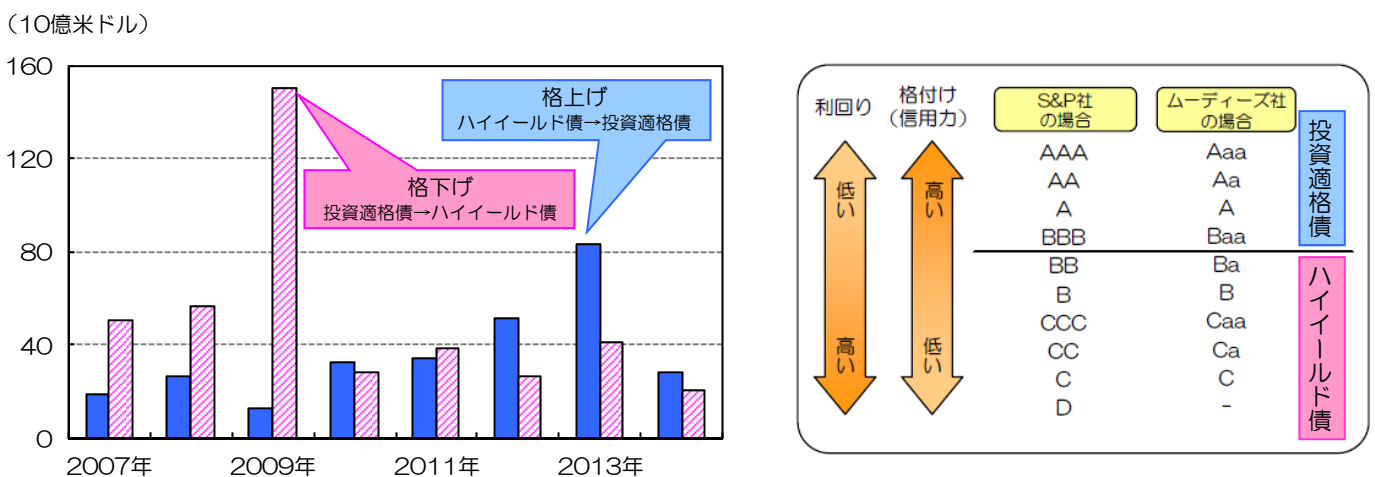
※上記グラフは、将来における米国ハイイールド債のデフォルト率を示唆、保証するものではありません。

④ 発行債券の格付け

米国ハイイールド債発行企業の財務・業績面での健全性が増した結果、2012年以降、ハイイールド債から投資適格債に格上げされる債券額が格下げされる債券額を上回る傾向が続いています。

【図表10】 米国ハイイールド債の格上げ・格下げ債券額

(2007年～2014年*)



出所：JPモルガンが提供するデータを基にみずほ投信投資顧問が作成。

*2014年は9月まで

※上記グラフは、将来における米国ハイイールド債の格上げ・格下げ債券額を示唆、保証するものではありません。

[投資信託のお申込みに際しての一般的な留意事項]

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主として国内外の株式、公社債および不動産投資信託証券(リート)などの値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合には為替変動リスクもあります。)に投資しますので、ファンドの基準価額は変動します。したがって、**投資者の皆さまの投資元金は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元金を大きく割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金と異なります。**

投資信託は、個別の投資信託ごと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、お申込みの際は投資信託説明書(交付目論見書)を必ずお読みください。

● 投資信託に係る費用について

みずほ投信投資顧問株式会社が運用する投資信託については、ご投資いただくお客さまに以下の費用をご負担いただきます。

■ 直接ご負担いただく費用

購入時手数料 : 上限 3.78% (税抜3.50%)

換金時手数料 : 換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額 : 上限 0.5%

■ 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用

運用管理費用(信託報酬)※ : 上限 年2.16% (税抜2.00%)

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

■ その他の費用

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)等でご確認ください。

- 投資信託は、預金商品、保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。登録金融機関が取り扱う投資信託は、投資者保護基金の対象ではありません。投資信託の設定・運用は、投資信託委託会社が行います。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用の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、みずほ投信投資顧問株式会社が運用するすべての公募投資信託のうち、ご負担いただくそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

投資信託をお申込みの際は、販売会社から投資信託説明書(交付目論見書)をあらかじめ、または同時にお渡しいたしますので、必ずお受け取りになり、投資信託説明書(交付目論見書)の内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

【本資料のご利用にあたっての注意事項等】

本資料は、みずほ投信投資顧問(以下、当社といいます。)が投資家の皆さまに情報提供を行う目的で作成したものであり、投資勧誘を目的に作成されたものではありません。本資料は法令に基づく開示書類ではありません。本資料の作成にあたり、当社は情報の正確性等について細心の注意を払っておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料に記載した当社の見通し、予測、予想、意見等(以下、見通し等)は、本資料の作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、本資料に記載した当社の見通し等は、将来の景気や株価等の動きを保証するものではありません。