



米ハイールド社債を中心にクレジット市場を定点観測

NBER（全米経済研究所）は米国経済が今年2月に景気後退入りしたと発表しましたが、2～3月にコロナ禍で大幅に売られたクレジット市場の回復が続いています。足元で企業の財務内容やそれに対するクレジット市場の評価が悪化していることには警戒が必要ですが、米国経済の早期回復期待、FRBの支援策を背景にクレジット市場はしばらく上昇を続けると予想しています。

急回復したクレジット市場

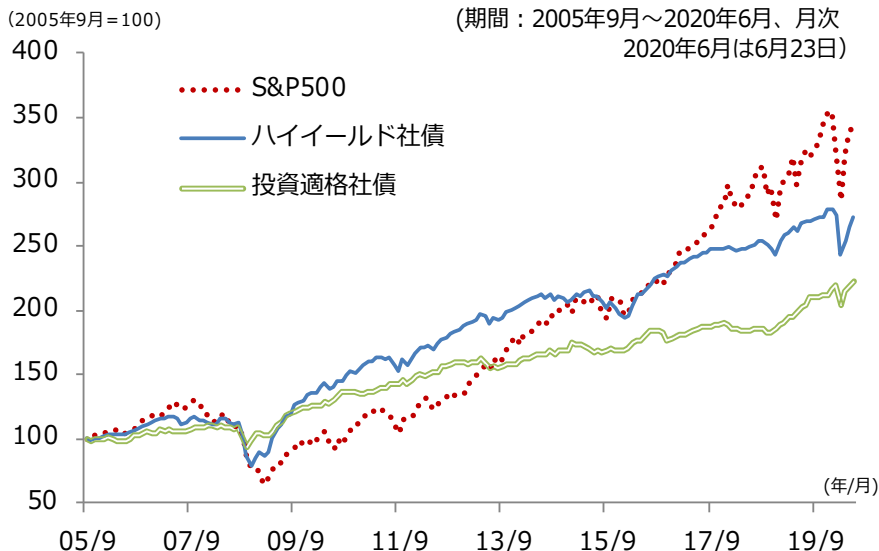
NBER（全米経済研究所）は米国経済が今年2月に景気後退入りしたと発表しましたが、クレジット市場や株式市場では2009年に始まった息の長い上昇相場に終止符が打たれたようには見えません（図表1）。クレジット市場のピークは株式市場のピークに先行すると考えられていることから、株式市場の先行きを占うためにもクレジット市場の先行きは重要な「鍵」になると思われます。

足元のクレジット市場は、コロナ感染が早晚収束に向かい、7-9月期には米国経済がプラス成長に戻り、企業収益も早期に回復するシナリオを織り込んでいると思われます。一方、これまでにクレジット市場の戻り（対国債スプレッドの縮小）が急速に進んだ背景にはFRB（連邦準備制度理事会）の政策があったと考えています（図表2）。FRBは4月に企業への資金支援を念頭に投資適格社債等を買入れるPMCCF、SMCCF(*)を発表しました。実際の買入れが始まったのは5、6月でしたが、4月以降のクレジット市場の改善に大きく貢献しました。また、FRBが市中銀行から中堅企業向けのローン債権を買い取るMSLP(*)も企業の資金繰りを助け、デフォルト（破綻）の回避を通してクレジット市場の安定に寄与したと思われる。

歴史的な立ち位置から眺める

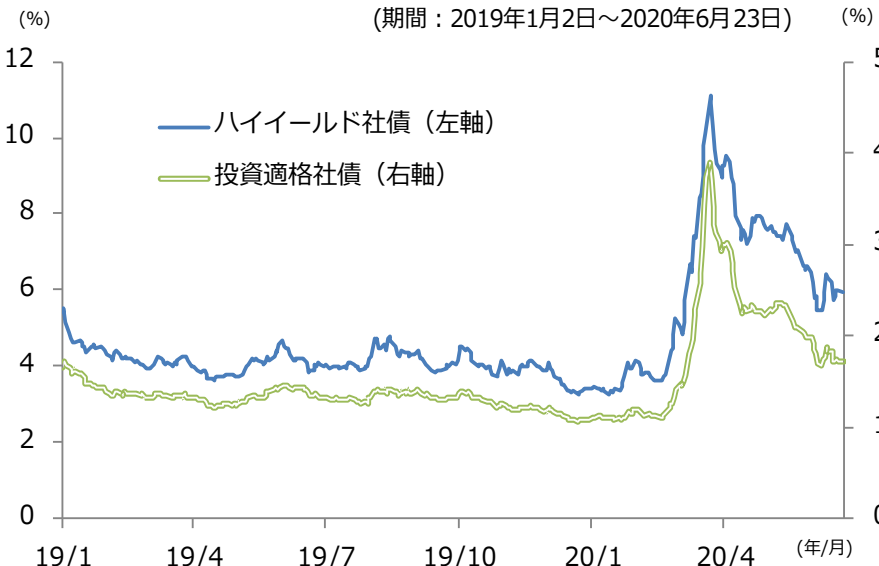
コロナ禍のクレジット市場の混乱を歴

図表1 株式市場とクレジット市場（トータルリターン指数）



ハイールド社債：Bloomberg Barclaysハイールド社債指数
投資適格社債：Bloomberg Barclays投資適格社債指数

図表2 社債イールドの対国債スプレッド



(図表1-2の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

(*) PMCCF：プライマリー市場・コーポレート・クレジット・ファシリティ
SMCCF：セカンダリー市場・コーポレート・クレジット・ファシリティ
MSLP：メインストリート融資プログラム

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



史的な立ち位置から眺めたのが図表3です。ハイイールド社債の対国債スプレッドの拡大規模を比較すると、今回は欧州財政危機や中国危機時は上回るものの、ITバブル後やリーマン危機時には及びません。企業部門の動向を示すISM製造業景況指数（以下ISM）の今回の悪化も、欧州・中国危機とITバブル後・リーマン危機の間に位置付けられます（図表4）。

しかし、これをもって今回のクレジット市場が既に最悪期を脱したと判断するのは時期尚早だと考えます。今回の景気後退はリーマン危機を上回り、1929年に始まった「大恐慌」に匹敵するとの意見も聞かれます。FRBの支援策がクレジット市場を支えたことに疑問の余地はなく、今後、FRBの支援が打ち切られた後に市場がどう反応するかは予断を許しません。また、今回のISMは米中通商摩擦で低下してきたところにコロナ禍が追打ちをかける形となりましたが、米中摩擦が今後すぐに消えてなくなるとは考えられません。

企業のバランスシート

3月以降、企業は資金繰りの窮状をしのぐために銀行からの借入れや社債の発行を急速に拡大させてきました。足元の低金利やFRBの買入れも手伝って、1月以降の投資適格社債の発行額は既に2019年通年を上回っています。

負債を積み増した企業のバランスシートは従来以上に脆弱になり、ソルベンシー（支払い能力）は低下しています。その結果、足元のハイイールド市場では信用格付けが引き下げられる企業が大幅に拡大し、格上げされた企業を上回っています（図表5）。さらに投資適格から投機的格付（ハイイールド債）に格下げされた「フォールン・エンジェル：墮天使」

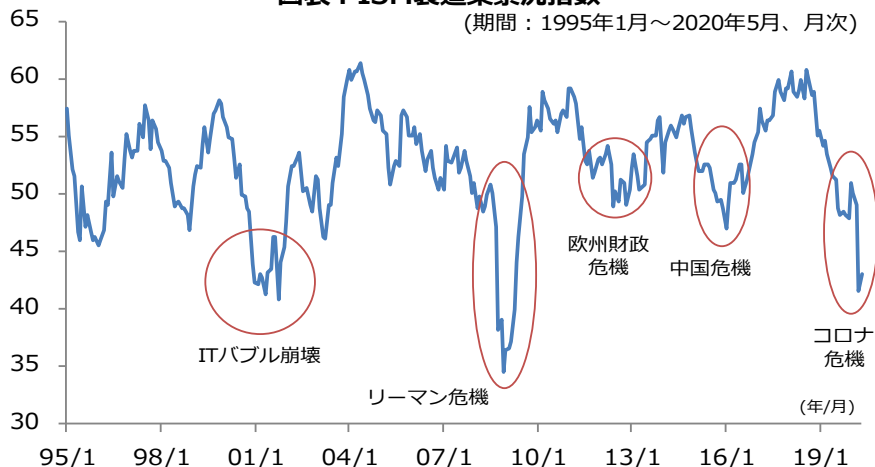
図表3 ハイイールド社債の対国債スプレッド

（期間：1995年1月～2020年6月、月次、2020年6月は6月23日）



図表4 ISM製造業景況指数

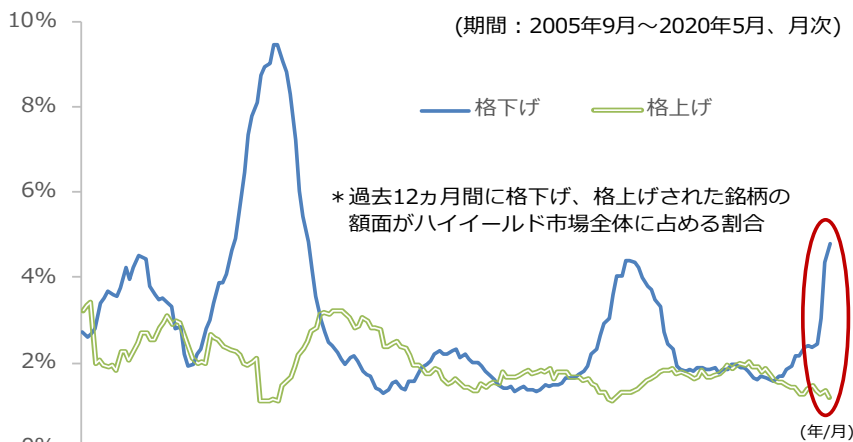
（期間：1995年1月～2020年5月、月次）



（図表3-4の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表5 米国ハイイールド市場における格下げ・格上げ

（期間：2005年9月～2020年5月、月次）



（出所）BofA High Yield Strategyのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



と投機的格付から投資適格に格上げされた「ライジング・スター」の割合を比べると、足元でフォールン・エンジェルの割合が大幅に上昇し、ライジング・スターの割合が低下しています(図表6)。足元で企業の財務内容(バランスシート)やそれに対するクレジット市場の評価が急速に悪化している事実は今後のクレジット市場の動向に大きな影響を与えらると思われま。

クレジット市場見通し

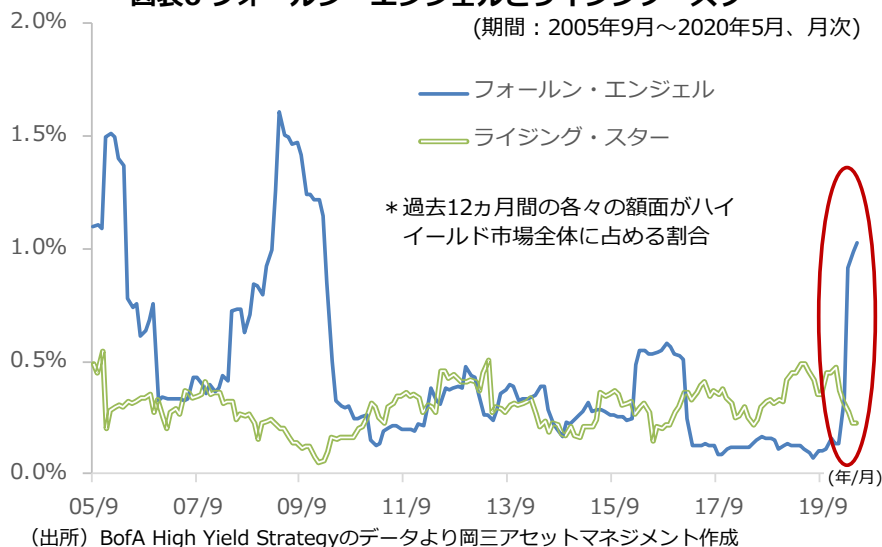
クレジット市場に対する現時点の見通しは株式市場の見通しとほぼ同様です。米国経済が7-9月期にはプラス成長に転じ、企業収益も早期に回復に向かい、クレジット市場の上昇が継続することをメインシナリオとしています。対国債スプレッドもコロナ前の水準に向けて緩やかに縮小すると予想しています。リーマン危機時にはFFレート、対国債スプレッド、デフォルト率が順にピークを打ち、その後の欧州財政危機や中国危機時もデフォルト率のピークは対国債スプレッドのピークにおくれました(図表7)。今回もこのパターンをたどるなら、今後デフォルト率が若干上昇することはあっても、クレジット市場は徐々に安定に向かうと考えられます。一方、リスクシナリオは

コロナ感染の第2波が第1波より大きくなったり、人々や企業の行動様式がコロナ前に戻るのに時間がかかり、企業や金融市場を取り巻く環境がさらに悪化し、対国債スプレッドが再度拡大に向かうことです。これまでクレジット市場を強力に下支えしてきたFRBの政策からも目が離せません。公式発表によればFRBのPMCCF、SMCCFは9月末までに終了する予定です。実体経済や市場センチメントが十分改善する前にこれらの政策が打ち切られることが当面のリスク要因だと認識しています。現時点ではクレジット市場の上昇が続く可能性を70%、悪化に向かう可能性を30%と見積もっています。このレポートでは米国のクレジット市場を中心に議論を進めてきましたが、欧州のクレジット市場に対しても同じような見通しを持っています。

以上(作成:投資情報部)

図表6 フォールン・エンジェルとライジング・スター

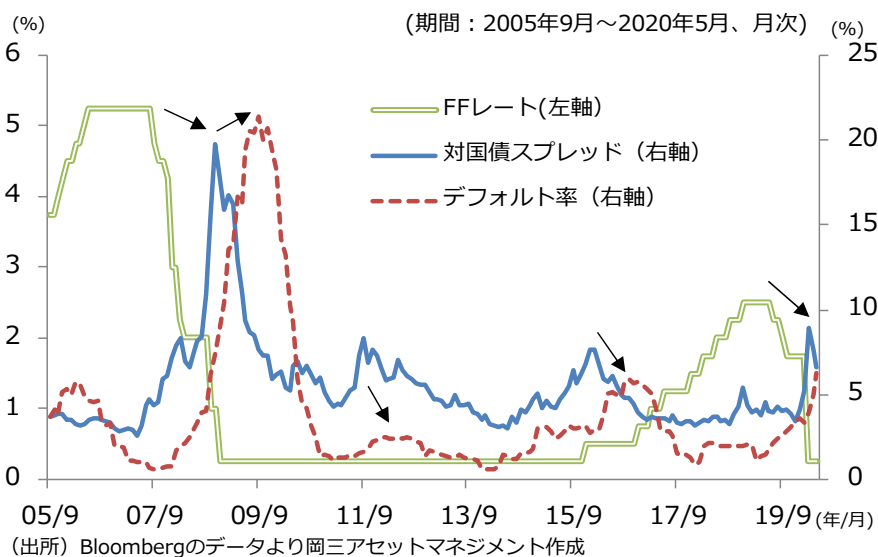
(期間:2005年9月~2020年5月、月次)



(出所) BofA High Yield Strategyのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表7 FFレート、ハイイールド社債の国債スプレッドとデフォルト率

(期間:2005年9月~2020年5月、月次)



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が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、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、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。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料: 購入価額×購入口数×上限3.85%(税抜3.5%)

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額: 換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用(信託報酬)の実質的な負担
: 純資産総額×実質上限年率2.09%(税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用: 純資産総額×上限年率0.0132%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号: 岡三アセットマネジメント株式会社
 事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別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、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)