

## 社債投資の好機か？

ルーミス・セイレス・アンド・カンパニー

マクロストラテジーグループ

2020年4月



以下は、ルーミス・セイレス・アンド・カンパニーの上記の著者が作成した資料をもとに、ナティクシス・インベストメント・マネージャーズ株式会社が作成、掲載したものです。

クレジット市場は急速に動いています。2019 年末以降、ハイ・イールド社債のスプレッドは 330bps から 1100bps まで、投資適格社債は 94bps から 373bps まで拡大しています。

今がクレジットにとってのプライムタイムなのでしょうか？

COVID-19 は世界経済を棄損し、経済活動と金融市場がいつ正常時に戻るのかは不明です。不確実性が市場を動揺させています。

しかしながら、最も不確実な期間は、しばしば最も魅力的なエントリーポイントにもなりえます。何故でしょう？

1. 市場のバリュエーションは不確実性が高い期間には過剰に反応する傾向があり、実現する可能性よりもはるかに多くの痛みを価格に織り込みます。不確実性が薄れると、価格は大きく回復することがよくあります。
2. 回復期は多大な収益をもたらしました。景気後退期を通じてポジションを維持ないしは追加投資することで大きく報われてきました。
3. 銘柄固有の投資機会が出現します。恐怖、強制売却、その他の要因によりクレジット投資家が潜在的に付け込むことができるばらつきが生じます。

各ポイントの詳細は次のとおりです。

## 1. 過剰反応する市場

- クレジット・スプレッドは、デフォルト率よりもはるかに変動性が高くなりがちです。おおよそ過去 20 年、ハイ・イールド社債のデフォルト率(12 か月)の標準偏差は 3.3%ですが、リターン(12 か月)は 12.7%でした。
- 今回の危機が、このデカップリングの新たな一例になる可能性があります。現在までのところ、ハイ・イールド社債にとっては過去 3 番目に、投資適格社債にとっては過去 2 番目に大きなドロダウンとなっています。楽観的な見方をすれば、私たちは統計上のテールに位置していることとなります。今回の巨大な動きは歴史的にもまれです。悲観的な見方をすれば、今回の危機が世界金融危機時よりも悪化すると考える場合、市場はまだその途中にあることとなります。

### ブルームバーグ・バークレイズ 米国ハイイールド社債インデックス トップ 10 ドロダウン

RANK	EVENT	PEAK	TROUGH	LENGTH (MONTHS)	DRAWDOWN (TOTAL RET %)
1	GLOBAL FINANCIAL CRISIS	Jun-07	Nov-08	18	-33.3
2	1990 RECESSION	Aug-90	Oct-90	3	-17.2
<b>3</b>	<b>COVID-19 PANDEMIC</b>	<b>Feb-20</b>	<b>Mar-20</b>	<b>2</b>	<b>-15.3</b>
4	WORLD COM	Mar-01	Jul-02	17	-12.0
5	ENERGY CRISIS	Jun-15	Jan-16	8	-9.7
6	TECH BUBBLE BURST	May-99	Nov-00	19	-8.9
7	SAVINGS & LOAN CRISIS	Sep-89	Feb-90	6	-8.0
8	US DEBT CEILING DEBACLE	Aug-11	Sep-11	2	-7.1
9	LONG-TERM CAPITAL MGMT PANIC	Aug-98	Oct-98	3	-7.0
10	BLACK MONDAY	Apr-87	Oct-87	7	-6.9

Source: Bloomberg Barclays, Loomis Sayles calculations. July 1, 1983, through March 23, 2020.

## ブルームバーグ・バークレイズ 米国投資適格社債インデックス トップ 10 ドローダウン

RANK	EVENT	PEAK	TROUGH	LENGTH (MONTHS)	DRAWDOWN (TOTAL RET%)
1	GLOBAL FINANCIAL CRISIS	Mar-08	Oct-08	8	-15.4
<b>2</b>	<b>COVID-19 PANDEMIC</b>	<b>Mar-20</b>	<b>Mar-20</b>	<b>1</b>	<b>-9.3</b>
3	CONTINENTAL ILLINOIS BANK FAIL	Feb-84	May-84	4	-6.9
4	FED RATE HIKE SURPRISE	Feb-94	Jun-94	5	-6.8
5	BLACK MONDAY	Mar-87	Sep-87	7	-6.2
6	FED "TAPER TANTRUM"	May-13	Jun-13	2	-5.0
7	IRAQ WAR/SARS	Jun-03	Jul-03	2	-4.6
8	RISING RATES	Feb-96	May-96	4	-4.2
9	RISING RATES	Feb-99	Aug-99	7	-4.0
10	CHINA TRADE/ RECESSION FEARS	Jan-18	Nov-18	11	-3.9

Source: Bloomberg Barclays, Loomis Sayles calculations. July 1, 1983, through March 23, 2020.

弊社は楽観的な見方に組んでいます。

- この景気後退をできるだけ浅く短いものにするため、前例のない世界的な財政および金融刺激策が発表されています。主要な中央銀行と政府がコミットしています。モラルハザードは今回の危機の要因ではなく、政策当局は全面的に支援をする決定を行っています。たとえ回復に時間がかかったとしても、債券投資家はプロセスの過程で魅力的な利回りを獲得できる可能性があります。回復過程で価格が変動しあるいは、回復プロセスが長期化したとしても、利回りのクッションがバッファとして機能します。
- 銘柄選択が重要です。デフォルト懸念から格下げが増え始めました。過去 10 年間で BBB 格社債のユニバースはおよそ 3 倍の 2.6 兆ドルに達し今回の危機の前に史上最高額に達していました。非投資適格への格下げの波がくるかもしれません。この危機に向かって、レバレッジや他の低水準の信用指標は過去平均に比べて悪化していました。しかし企業は低金利を利用し債務の長期化を行ってきました。貸借対照表上のインタレストカバレッジと現金水準は比較的良好でした。十分な流動性(バランスシートの現金、与信枠、債券市場へのアクセス)を備えた発行体は不況を乗り越える準備ができています。投資適格および一部のハイ・イールド企業は、中央銀行の流動性供給プログラムを利用することもできます。最近発表された景気刺激プログラムの内容とその対象範囲と同様に、発行体のクレジット・ファンダメンタルを深く理解している投資家は、魅力的なリターンを獲得できる可能性があります。

## 2. 回復による大きな収益がもたらされます

- 過去のドロダウンを振り返ってみると、多くのケースでリターンはプラスで非常に大きいものでした。

### ブルームバーグ・バークレイズ 米国ハイイールド社債インデックス 事後リターン

SUBSEQUENT PERFORMANCE (TOTAL RETURN%)										
RANK	EVENT	PEAK	TROUGH	LENGTH (MONTHS)	DRAWDOWN (TOTAL RET %)	1 YEAR	2 YEAR	3 YEAR	4 YEAR	5 YEAR
1	GLOBAL FINANCIAL CRISIS	Jun-07	Nov-08	18	-33.3	65.0	92.6	100.6	134.8	154.8
2	1990 RECESSION	Aug-90	Oct-90	3	-17.2	48.7	71.3	102.0	104.5	136.5
<b>3</b>	<b>COVID-19 PANDEMIC</b>	<b>Feb-20</b>	<b>Mar-20</b>	<b>2</b>	<b>-15.3</b>	<b>??</b>	<b>??</b>	<b>??</b>	<b>??</b>	<b>??</b>
4	WORLDCOM	Mar-01	Jul-02	17	-12.0	27.0	43.6	59.7	66.2	77.0
5	ENERGY CRISIS	Jun-15	Jan-16	8	-9.7	20.8	28.7	31.0	43.3	21.3
6	TECH BUBBLE	May-99	Nov-00	19	-8.9	7.8	4.3	33.4	49.4	54.5
7	S&L CRISIS	Sep-89	Feb-90	6	-8.0	7.5	46.3	67.2	90.5	94.0
8	US DEBT CEILING	Aug-11	Sep-11	2	-7.1	19.4	27.9	37.1	32.4	49.3
9	LTCM PANIC	Aug-98	Oct-98	3	-7.0	4.3	2.7	2.5	-3.1	29.6
10	BLACK MONDAY	Apr-87	Oct-87	7	-6.9	17.3	19.6	4.2	55.0	78.6
<b>Average Period Return</b>						9.4	19.7	30.3	41.3	53.2

Source: Bloomberg Barclays, Loomis Sayles calculations. July 1, 1983, through March 23, 2020.

### ブルームバーグ・バークレイズ 米国投資適格社債インデックス 事後リターン

SUBSEQUENT PERFORMANCE (TOTAL RETURN%)										
RANK	EVENT	PEAK	TROUGH	LENGTH (MONTHS)	DRAWDOWN (TOTAL RET%)	1 YEAR	2 YEAR	3 YEAR	4 YEAR	5 YEAR
1	GLOBAL FINANCIAL CRISIS	Mar-08	Oct-08	8	-15.4	31.1	46.3	55.3	71.1	68.7
<b>2</b>	<b>COVID-19 PANDEMIC</b>	<b>Mar-20</b>	<b>Mar-20</b>	<b>1</b>	<b>-9.3</b>	<b>??</b>	<b>??</b>	<b>??</b>	<b>??</b>	<b>??</b>
3	CONT'L ILLINOIS BANK	Feb-84	May-84	4	-6.9	35.5	62.6	73.7	86.4	109.4
4	FED HIKE SURPRISE	Feb-94	Jun-94	5	-6.8	15.1	21.0	31.7	46.6	49.4
5	BLACK MONDAY	Mar-87	Sep-87	7	-6.2	15.0	28.6	36.5	59.8	82.5
6	FED "TAPER TANTRUM"	May-13	Jun-13	2	-5.0	7.7	8.5	17.2	19.8	18.8
7	IRAQ WAR/SARS	Jun-03	Jul-03	2	-4.6	6.1	12.2	12.4	18.5	20.8
8	RISING RATES	Feb-96	May-96	4	-4.2	8.8	22.0	25.9	25.9	43.9
9	RISING RATES	Feb-99	Aug-99	7	-4.0	6.4	21.0	27.3	39.2	49.9
10	CHINA TRADE / RECESSION FEARS	Jan-18	Nov-18	11	-3.9	15.9	9.3	9.3	9.3	9.3
<b>Average Period Return</b>						8.1	16.6	25.4	34.7	44.8

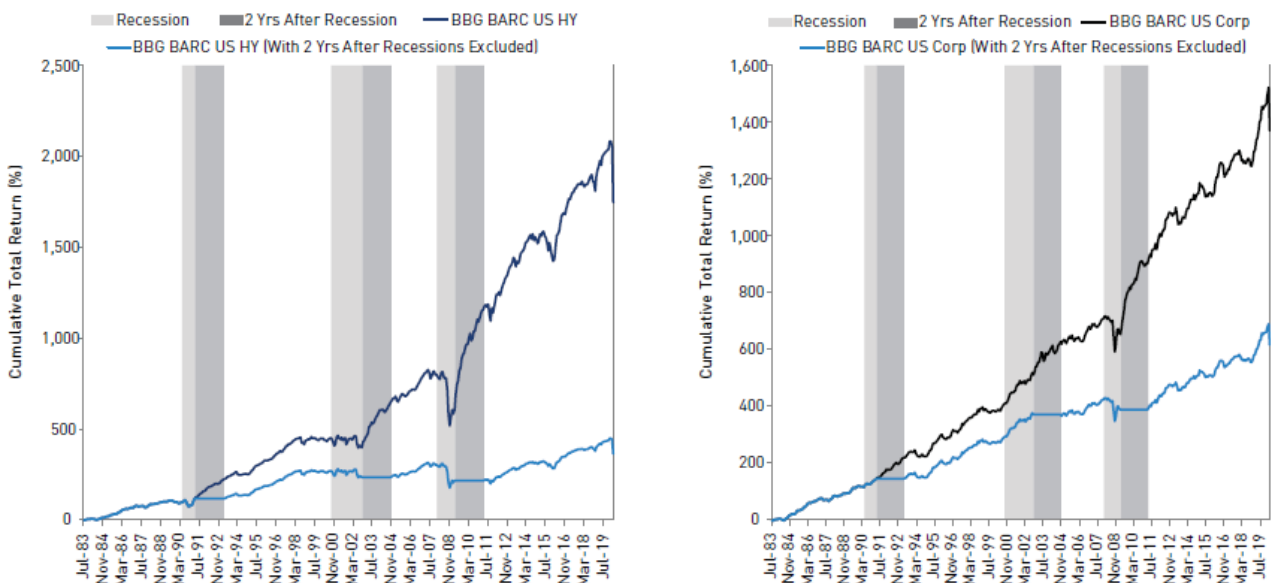
Source: Bloomberg Barclays, Loomis Sayles calculations. July 1, 1983, through March 23, 2020

- 過去の経験では、景気後退から回復の早期を通じて傍観していた(投資を見送っていた)投資家には、高い機会費用になっていました。これらの期間がトータルリターンにとってどれほど重要であるかを確認するに、以下をご参照ください。不況後の2年間に市場に参加していなかった投資家のリターンは参加していた投資家のそれを大幅に下回りました。

### リターンの回復への参画：長期パフォーマンスに重要な影響

	CONTINUOUS INVESTING* 7/1/83-12/31/19		EXCLUDING 2 YEARS AFTER RECESSIONS 7/1/83-12/31/19	
	CUMULATIVE RETURN	ANNUALIZED RETURN	CUMULATIVE RETURN	ANNUALIZED RETURN
BBG BARC US HY	2,083%	8.8%	447%	5.7%
BBG BARC US CORP	1,465%	7.8%	661%	7.0%

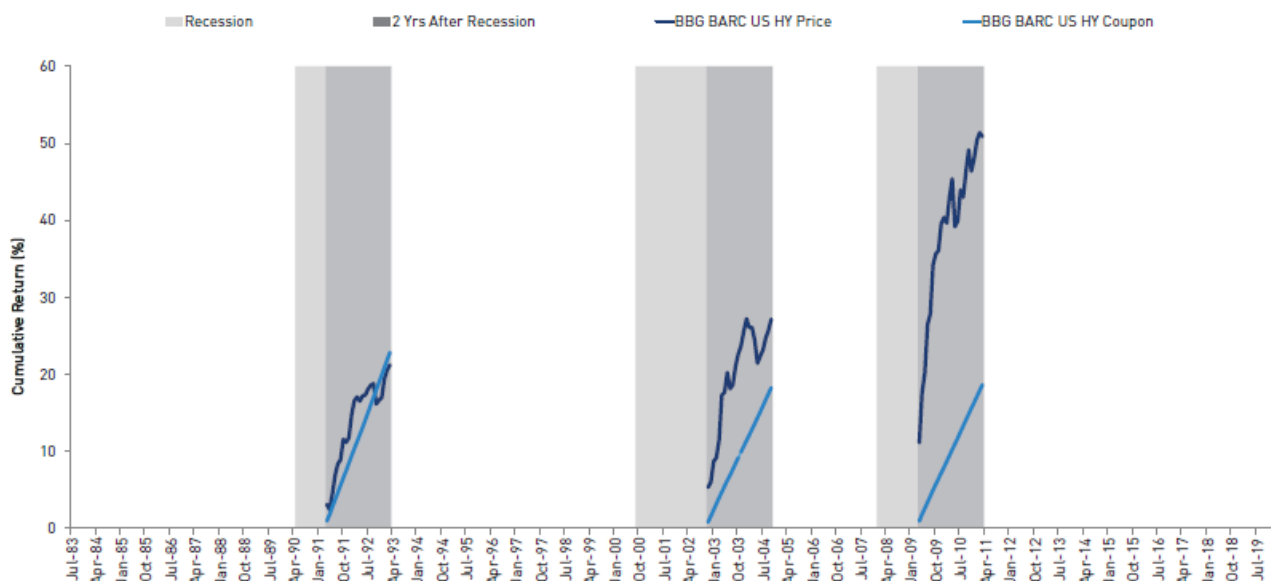
Source: Bloomberg Barclays, Loomis Sayles calculations.



Source: Bloomberg Barclays, Loomis Sayles calculations. July 1, 1983, through March 23, 2020.

- なぜ回復期中の投資がそれほど重要なのでしょうか？ 回復の初期には、債券には2重の追い風が吹きます：プラスの価格上昇トレンドと利回りのアドバンテージです。この2点により回復期はクレジット投資のスイートスポットになります。景気の底を正確に探ろうとすると、回復の一部を失う可能性があります。市場の流動性が改善しリスク選好度が回復するにつれて、投資家は希望する債券の配分を実現することが難しくなります。

## 2 重の追い風：力強い価格上昇と増加したインカム収益



Source: Bloomberg Barclays, Loomis Sayles calculations. July 1, 1983, through March 23, 2020.

### 3. 銘柄固有の投資機会の出現

- 市場の過剰反応は、インデックスレベルより個々の企業レベルでより顕著になる傾向があります。フォーリンエンジェル(非投資適格に格下げされた元投資適格企業)はこの現象の代表的な例です。この市場セグメントは、多くの債券のリスクプレミアムを上昇させる機関投資家の制約とガイドライン(抵触)による強制売却に左右されます。
- ルーミスでは、この投資機会を歓迎し利用するよう努めています。今回の急激な経済及び市場の低迷の前、クレジット・スプレッドは縮小していました。投資家は利回りを追い求め、いくつかのケースではそれを得るために過大なリスク引き受けていました。2019年12月現在、第1四分位と第4四分位の債券のオプション調整後スプレッドの差は、投資適格社債は70bps、ハイ・イールド社債は300bpsでした。2020年3月23日現在、その差はそれぞれ175bps、800bpsに拡大しています。新型肺炎ウィルスの影響として、短期的にグローバル成長が悪影響を受けると見えています。

## OAS（オプション調整後スプレッド）の四分位水準

	INVESTMENT GRADE OAS		HIGH YIELD OAS	
	12/31/19	3/23/20	12/31/19	3/23/20
TOP QUARTILE	122	430	465	1,470
MEDIAN	86	327	237	929
BOTTOM QUARTILE	53	257	155	680
TOP QUARTILE - BOTTOM QUARTILE	69	173	310	790

Source: Bloomberg Barclays.

## クレジットの投資機会

間違いなく当面の間、クレジット・スプレッドは変動性が高く、さらに拡大する可能性もあります。しかしながら、弊社は現在の投資環境はここ最近の中でも優れたクレジットの投資機会であると考えています。ボラティリティを調査し、経済指標と企業のファンダメンタルズを分析し、長期的なポートフォリオの価値と将来の高いパフォーマンスを享受するために慎重にエントリーポイントを選択します。

著者:

Michael Crowell,

Director of Quantitative Research & Risk Analysis, Co-Director of Macro Strategies

Tom Fahey,

Senior Global Macro Strategist, Co-Director of Macro Strategies

当資料は、ルース・セレス・アンド・カンパニーが2020年4月8日に公表した“Is it Prime Time for Credit?”を、ナティクス・インベストメント・マネージャーズ株式会社（以下、「当社」といいます。）が翻訳し掲載したものであり、日本国内の機関投資家に対する当社グループの戦略および投資環境等に係る情報提供を目的としています。当社グループとは、Natixis Investment Managers を最終親会社とするグループをいい、ルース・セレス・アンド・カンパニーを含みます。当資料は、投資助言の提供、有価証券の取引の勧誘を意図するものでも、法務・会計・税務の助言の提供を意図するものでもありません。当資料は、過去のパフォーマンスや将来のリターンを示唆するものでもなく、当資料の内容の正確性、完全性及び適合性は保証されていません。したがって、当資料に基づきとられたいかなる行動の結果についても当社及び当社グループは一切責任を負いません。契約の締結や投資判断の際には、必ず該当する契約書・説明書類等の関連書類を熟読の上ご判断下さい。当資料の記載内容、データ等は執筆者に入手可能であった情報に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。当社グループの運用チームは執筆者と異なる見解を持ち、異なる意思決定を行う可能性があります。当資料の複写、転載及び第三者への提供については、当社グループの事前の書面同意なくこれを行うことは固くお断りいたします。



#### ご留意いただきたい事項

商号等： ナティクス・インベストメント・マネージャーズ株式会社（金融商品取引業者）

登録番号： 関東財務局長(金商)第 425 号

加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

#### 運用報酬等：

当社の投資一任サービス（投資一任契約に係る運用財産が私募投資信託を取得する場合を含みます。以下同じ。）をご利用になる場合の当社の報酬については、投資一任契約において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

また、当社の投資助言サービスをご利用になる場合の当社の報酬は、助言の前提（投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等）により異なりますので、その上限又は計算方法を表示することが出来ません。

#### ご負担頂く費用等：

当社の投資一任サービスをご利用になる場合、上記の運用報酬の他、有価証券等の保管に係る費用、売買委託手数料等をお客様にご負担いただくことがあります。ファンド形態の有価証券（投資信託の受益証券等）を組み入れる場合には、当該ファンドにおける運用報酬や有価証券保管費用・売買委託手数料等もお客様のご負担となります（複数階層のファンド組入れとなる場合も同様。）。これらの費用については、投資一任契約において実施される投資戦略、投資対象などの組み合わせ及び運用資産の規模等により異なりますので、各費用の上限額又は計算方法並びに運用報酬を含めた合計額又は計算方法を表示することが出来ません。

なお、お客様にご負担いただく運用報酬・費用等に消費税が課税される場合、当該課税額もお客様のご負担となります。

#### リスク情報：

投資一任契約に基づく運用は、主に国内外の株式や債券などの値動きがある有価証券を投資対象（投資一任契約に係る運用財産が私募投資信託を取得する場合において、当該私募投資信託による投資の対象となるものを含みます。以下同じ。）としており、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や評価価格の変動や為替の変動及び金利水準の変動等により、運用資産の価値が変動します。従って、当社がお客様から受託した資産の当初の元本額を下回ることがあり、さらに元本を超えて損失を被るおそれがあります。投資一任契約の投資対象は、個別の投資一任契約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。

株式の価格は株式相場の変動等により変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。

債券の価格は、一般に、金利の変動により上下します。また、発行者の信用状況・市場・経済の状況の変化等によって変動することがあります。この結果、取得・換金のタイミング次第で元本欠損となることがあります。

外貨建ての株式、債券、投資信託等は、一般に取得時にその外貨を買付け、換金時などに取得外貨を売却し円貨を取得します。その間、為替相場の変動によっては、外貨額に変動がなかったとしても、取得・換金のタイミング次第で円貨において元本欠損となることがあります。

上記に記載しているリスクや費用項目については、一般的な投資一任契約及び投資助言契約を想定しております。投資一任契約及び投資助言契約に係るリスクや費用は、個別の投資一任契約及び投資助言契約により異なりますので、ご契約にあたっては、契約締結前交付書面及び契約締結時交付書面をよくお読み下さい。