

市川レポート (No.14)

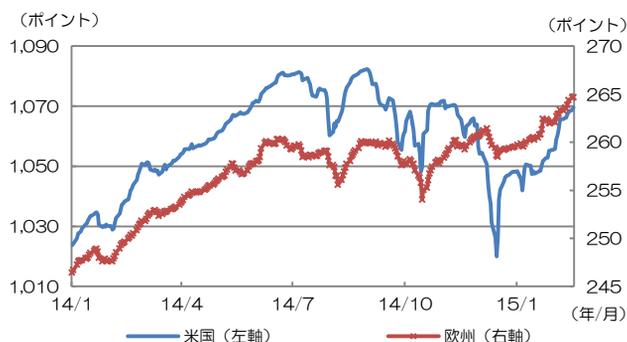
イールド・ハンティング～利回りを求めて (その3)

前回、前々回のレポートで、世界的な金融緩和を背景に投資マネーが高い利回り求めて「イールド・ハンティング」の動きを強めていることを確認しました。具体的な資産クラスでは、国債対比で割安な水準にある米国株のうち高配当銘柄が良好なパフォーマンスを示しているほか、相対的に高い配当利回りに加えて良好な市場環境を主因に、多くの国でリート市場が堅調に推移しています。今回は他の市場についても投資マネーの影響度合いをみていきたいと思います。またこのところ原油価格と米長期金利の動きに変化がみられますので、これらがイールド・ハンティングの巻き戻しにつながるのかについても検証し、投資マネーの今後の展望について考察します。

欧州ハイイールド債券指数は概ね上昇トレンドを維持

まずハイイールド債券市場に目を向けてみます。図表1は米国と欧州のハイイールド債券指数の推移を示したのですが、欧州の指数はいくらか変動がみられるものの、概ね上昇トレンドにあること

【図表1：米国と欧州のハイイールド債券指数】



(注) データ期間は2014年1月2日から2015年2月17日。米国はBofAメリルリンチ米国ハイイールド指数、欧州はBofAメリルリンチ欧州ハイイールド指数。
(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

が確認できます。上昇の理由としては、欧州中央銀行（ECB）が1月22日に量的緩和の導入を決定し、ドイツなど一部の欧州諸国で期間の短い国債利回りがマイナスで推移するなか、利回りを追求する投資資金が継続的にハイイールド債券市場に流入していることが考えられます。参考までに2月17日時点における同指数の最低利回り（期限前償還を考慮して計算された利回りのうち最も低いもの）は3.87%と、欧州リート指数（ユーロネクストIEIFリート欧州指数）の予想配当利回りである3.47%を上回っています。

米国ハイイールド債券指数は足元で上昇に転じる

一方、米国ハイイールド債券指数は欧州の指数よりも変動が大きく、昨年12月には大幅な下落を経験しました。これは原油安の進行でエネルギー企業の収益が減少するとの見方から、債務不履行（デ

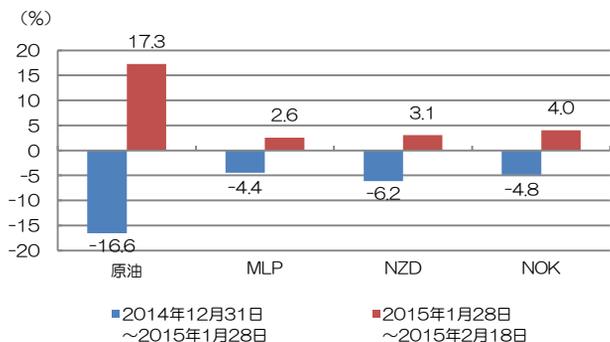
フォルト) 懸念が強まったことが一因と考えられます。また米国ハイイールド債券市場におけるエネルギー企業のシェアは16%程度であるのに対し、欧州は5%程度とみられていますので、これも米国と欧州で指数の動きが乖離した理由と思われる。しかしながらその後、原油価格が持ち直しの動きを見せ始めると、極端なデフォルト懸念は後退し、米国ハイイールド債券指数は上昇に転じています。参考までに2月17日時点における同指数の最低利回りは6.11%と、米国リート指数 (FTSE/NAREITオールエクイティリート指数) の予想配当利回りである3.60%を大幅に上回っています。

高利回り資産を原油安の影響に基づき2つのタイプに分類

このようにみえてくると、高利回り資産は原油安がメリットになるタイプとデメリットになるタイプに分類できます。前者には、原油安が長期金利の低下を促して恩恵を受ける「高配当株式、リート」が該当し、後者には原油安のダメージを直接受ける「ハイイールド債券、MLP (※)、資源国通貨」が

該当すると考えられます。図表2は原油価格が直近の安値をつけた1月28日を基準として、その前後の原油価格、MLP、高金利・資源国通貨の値動きを示したものです。いずれも原油価格の低下とともに下落し、原油価格の反発とともに上昇していることが分かります。まとめますと、イールド・ハンティングの動きは、高利回り資産全般に追い風となり、特に高配当株式やリートは選好されやすくなりますが、ハイイールド債券、MLP、高金利・資源国通貨は原油価格の動向に影響を受けやすい性質があるため、注意が必要ということになります。

【図表2：原油価格と高利回り資産の変化率】



(注) 原油価格はWTI原油先物、MLPはアレリアンMLPトータルリターン指数、また高金利通貨としてNZD (ニュージーランドドル)、資源国通貨としてNOK (ノルウェークローネ) を使用。
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

※MLPとは、Master Limited Partnershipの略称で、米国で行われる共同事業形態のひとつです。エネルギー・資源関連が多くを占め、株式と同様、米国の金融取引所などで取引されています。

原油反発は懸念材料ではないと思われる

最後に、足元で下げ止まりつつある原油価格と上昇しつつある米長期金利について若干の考察を加え、投資マネーの今後の動きを展望してみたいと思います。これから先、原油価格が明確な上昇トレ

ンドに転じれば、期待インフレ率の上昇につながり名目金利を押し上げる要因となります。ただし足元で直ちに世界経済の成長が加速し、緩和的な金融政策が終了するとは思えないため、実質金利やリスクプレミアムが急速に上昇する展開にはなりにくいと考えています。原油価格が持ち直して、長期金利がそれほど上昇しないという状況下では、投資家のリスク許容度が高まりますので、これまで不安定な動きが続いていたハイイールド、MLP、高金利・資源国通貨にはむしろ良い市場環境と言えます。

米金利の急激な上昇には要注意

米長期金利の上昇は、期待インフレ率の上昇や利上げ観測が背景にありますが、上昇スピードが加速した場合は、米国でリートやハイイールド債券の下落につながる可能性もあり、イールド・ハンティングの動きにとって最大のリスクになります。しかしながら米連邦準備制度理事会（FRB）は慎重なペースで利上げを開始すると予想され、利上げ後もしばらく総資産残高を維持する見通しです。また日銀は金融緩和を継続しており、ECBも3月から量的緩和を開始するため、世界全体では流動性が増加すると考えられます。そのため米国が利上げを開始しても、今回は長期金利の急激な上昇にはつながりにくいと考えており、投資マネーのイールド・ハンティングは当面続くと予想します。それでも米国の金融政策は世界の投資マネーの行方を決めるカギを握っていることから、利上げ開始時期について何らかのヒントが示される可能性もある来週24、25日のイエレンFRB議長の議会証言には注目したいと思います。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき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。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会