

【ご参考資料】

2014年12月4日

## ノムラ・コーポレート・リサーチ・アンド・アセット・マネージメント・インク※1による 米国ハイ・イールド債券市場の見方

※1以下、NCRAM社

### 最近の市場環境について

欧州や中国を始めとする世界経済の減速懸念やFRB(米連邦準備制度理事会)による利上げ観測を巡り、金融市場のボラティリティが高まる中、米国ハイ・イールド債券は11月末現在、年初来で+4.04%と堅調なパフォーマンスとなっています。利回りは6.15%、スプレッド※2は3.96%です。FRBによる早期利上げ観測の後退や、安全資産需要の高まりから米国債利回りは低下しましたが、昨年末からスプレッド※2は1.30%拡大し、米国ハイ・イールド債券利回りは0.48%上昇しました。リターンの内訳を見ると、価格変動部分が同-2.14%、利子収入部分が同+6.18%となっており、引き続き高いクーポン収入がリターンを支えています。

※2 スプレッドは米国ハイ・イールド債券と米国10年国債との利回り差

夏場以降、米国ハイ・イールド債券市場は一進一退の状態が続いており、11月は-0.71%と下落しました。米10年国債利回りは0.14%低下しましたが、スプレッドが0.43%拡大しました。米株式市場が最高値を更新する中、米国ハイ・イールド債券は原油安の影響を受け、エネルギー・セクター、金属・鉱業セクターなどが市場全体を下回るパフォーマンスとなりました。ボラティリティが高かった10月までと比較すると、11月は全体的に穏やかな雰囲気ではあったものの、原油安で一部のセクターが大きく下落しました。

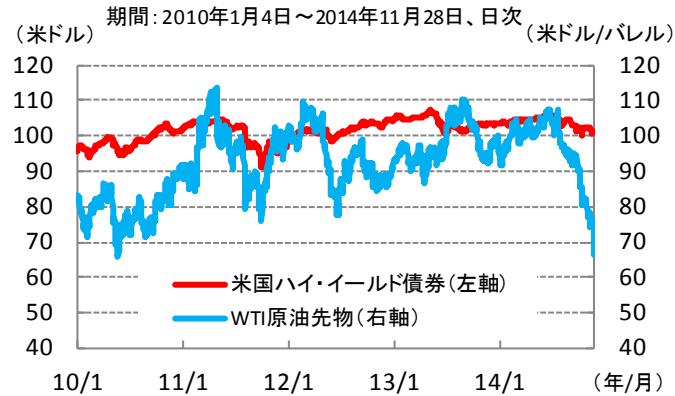
### 原油価格下落の影響

今般の原油価格下落を受けて、米国ハイ・イールド債券のエネルギー関連銘柄は下落基調となっています。11月にBofA・メリルリンチ・USハイ・イールド・エネルギー・インデックスは-3.4%と下落し、原油価格が下落していた8月末以降では-7.5%となっています。11月27日に開かれたOPEC(石油輸出国機構)総会で減産が見送られたことを受け、翌日には原油価格が10%以上下落し、米国ハイ・イールド債券のエネルギー・セクターは下げ幅を拡大しました。WTI原油価格は、7月23日の107米ドル/バレルをピークに、11月末には66米ドル/バレルへ下落しています。

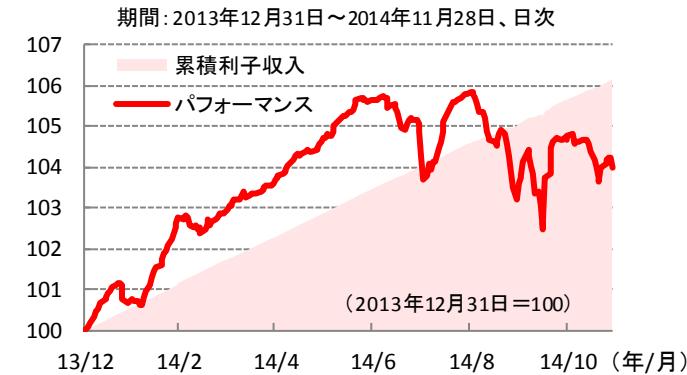
米国ハイ・イールド債券インデックスの約15%をエネルギー・セクターが占めていますが、そのうち約5%を占めるパイプライン(4%)と精製・販売(1%)の銘柄は、原油価格の変動による影響を受けにくい収益構造となっています。原油安が特にマイナスに働いているのは、残りの約10%に当たる掘削・生産(8%)と油田サービス(2%)の企業です。

BofA・メリルリンチ・USハイ・イールド・コンストレインド・インデックス、BofA・メリルリンチ米国10年国債インデックスは、バンクオブアメリカ・メリルリンチが算出する指数です。当該指数に関する一切の知的財産権その他一切の権利はバンクオブアメリカ・メリルリンチに帰属しております。

### 【図1】米国ハイ・イールド債券と原油の価格推移



### 【図2】米国ハイ・イールド債券の年初来リターン



米国ハイ・イールド債券: BofA・メリルリンチ・US ハイ・イールド・コンストレインド・インデックス  
(出所) バンクオブアメリカ・メリルリンチ、BloombergデータよりNCRAM社作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると想われる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

## 【ご参考資料】

## 米国ハイ・イールド債券市場のエネルギーセクターに対する見方

エネルギーセクター（特に掘削・生産と油田サービス）の銘柄は売られ過ぎであり、現在の価格は割安感があると考えています。まず、米国ハイ・イールド債券のエネルギー企業における原油価格の損益分岐点は60～70米ドル/バレルですが、各エネルギー企業は2015年売上高の約半分を原油価格85～90米ドル/バレルでヘッジしており、原油安によって被る損失は限定的です。

二点目に、各エネルギー企業は債務削減や収益性向上に取り組んでおり、ファンダメンタルズは改善傾向にあります。エネルギーセクターの平均レバレッジ・レシオ（負債/EBITDA）は約2.5倍となっており、米国ハイ・イールド債券全体の平均3.6倍を大きく下回っています。多くの企業は、原油安を耐えしおぎながら、設備投資の削減や資産流動化によってデフォルトを避けることが出来ると考えています。

三点目に、過剰供給によって需給が緩んでいることが原油安に繋がっていますが、第4四半期に向けて需給の引き締まりが期待出来ます。OPECの減産を巡る行方や米シェールオイルの生産動向に懸念は残りますが、米経済成長が今後の原油需要を高めると予想しています。

市場では原油安のネガティブな影響が注目を浴びていますが、原油安は米製造業にとってコスト削減に繋がり、結果として米経済の発展が見込まれます。また、エネルギー業界ではM&Aが活性化しており、不採算資産の売却などを含め、経営の効率化が期待されています。NCRAM社はエネルギーセクターについて慎重に銘柄選択を行なうと共に、売られ過ぎている銘柄の反発を期待しています。

## 今後の見通し

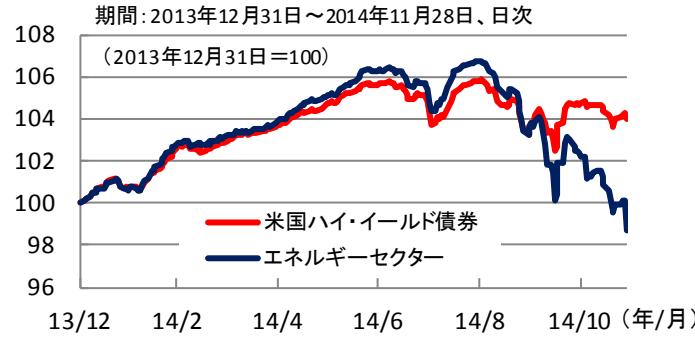
米経済成長は引き続き安定的な見通しとなっているものの、各証券会社は米国ハイ・イールド債券のデフォルト率予想を引き上げています。JPモルガン社は、一部のエネルギーセクターとカジノセクターのファンダメンタルズ悪化を理由に、今後3年間のデフォルト率予想を従来の2.0%から2.5%へ引き上げました（原油価格80米ドル/バレル想定）。

しかしながら、NCRAM社では今後デフォルト率が大幅に上昇することは見込んでおりません。短期的に厳しい環境下にあるセクターはあるものの、米国ハイ・イールド債券発行企業の金利コストは低下し、粗利は安定しています。また、積極的な借換えによって債務償還を先延ばししていることから、デフォルトに陥る可能性は低くなっています。足元では売られ過ぎと思われる銘柄も多く、長期的に見れば現在のスプレッド水準は割安であると考えています。

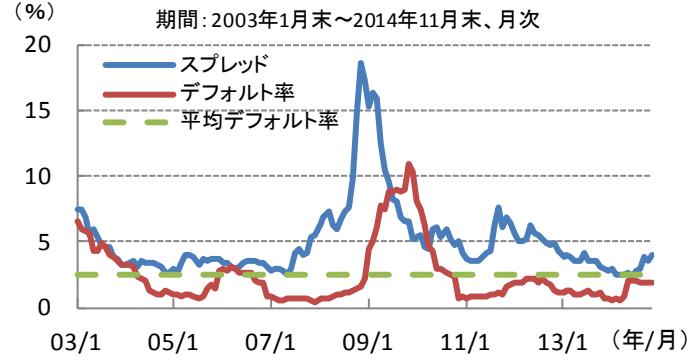
【図3】米国ハイ・イールド債券におけるエネルギーセクターの価格と構成比率（2014年11月末）

	平均価格（米ドル）	構成比率
エネルギー	91.7	15%
サブセクター		（内訳）
掘削・生産	88.4	8%
パイプライン	101.9	4%
油田サービス	85.1	2%
精製・販売	100.3	1%

【図4】エネルギーセクターの年初来リターン



【図5】米国ハイ・イールド債券のスプレッドとデフォルト率の推移



（注）スプレッドは米国ハイ・イールド債券と米国10年国債との利回り差

（出所）バンクオブアメリカ・メリルリンチ、JPモルガンデータ等より  
NCRAM社作成

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると想われる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更されることがあります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆しない保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。



【ご参考資料】

## 【野村アセットマネジメントからのお知らせ】

## ■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に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格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、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投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

## ■投資信託に係る費用について

2014年12月現在

ご購入時手数料 《上限4.32%(税込み)》	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。 投資信託によっては、換金時(および償還時)に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用(信託報酬) 《上限2.1816%(税込み)》	投資家がその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 *一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 *ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 《上限0.5%》	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。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ができません。

上記の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される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。

《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、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、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。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれ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、事前によく投資信託説明書(交付目論見書)や契約締結前交付書面をご覧下さい。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。

**商号:野村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373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**

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします投資信託説明書(交付目論見書)の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。