

2021年10-12月期

クレジット四半期アウトック

中国の共同富裕政策

- 中国の変化は世界全体にとって何を意味するのか
- クレジットのバリュエーションに失敗の余地はない
- 金融抑圧政策が終了するタイミング

前回のクレジット四半期アウトックでは、経済活動再開のプロセスがもたらす混乱の大きさと予測の難しさを踏まえて、経済の予想に関連して「謙虚」という言葉を使いました。その後3カ月が経過しましたが、引き続き謙虚さの必要性を感じています。足元の環境では予想が困難であることに加えて、予想の意味合いにも疑問が残ります。金融および財政の政策当局が舞台裏から操る金融抑圧の環境下で、ファンダメンタルズは意味を持つのでしょうか。市場では、長年にわたってファンダメンタルズの役割が過小評価されてきたようです。1つのシナリオとして、中央銀行が市場に対する統制を弱めるタイミングにおいて、ファンダメンタルズと相場の関係性が復活するという展開が想定されます。したがって市場にとっては、統制はいつ弱まるのか、中央銀行からのシグナル、流動

性のストックやフロー、およびその変化率(デルタ)に注目すべきかどうか、というポイントが重要になります。割高なバリュエーションや過密状態のポジショニングを踏まえると、市場はフローの変化率に対して脆弱であるとも考えられます。

Outlook
機関投資家向け
2021年9月

Victor Verberk & Sander Bus
クレジット・チーム共同責任者

Jamie Stuttard
クレジットストラテジスト

インフレに関する議論は決着していませんが、テーパリング(量的緩和の縮小)の見通しが幅広く共有されたため、他の問題にも留意すべきでしょう。相対的に注目度は低いものの(したがってサプライズ要因になりうる)、クレジット市場においてリスク・プレミアム正常化の動きを後押しするようなテーマに備える必要があります。前回のクレジット四半期アウトルックでは、先進国市場が長期的に新自由主義から距離を置く可能性について議論しました。新自由主義の下で、労働者よりも資本家の利益が優先され、社会的格差が拡大してきました。8月に中国の習近平国家主席は、正にこの問題に対処する「共同富裕」政策を発表しました。格差やサステナビリティの問題への対応として、中国政府は一方向の経済成長からバランスのとれた経済成長へと軌道修正を図るとみられます。焦点が絞られる結果、特定のセクターには大きな影響が及ぶこととなりますが、不動産市場における規制強化や新型コロナウイルス関連の行動制約と相まって、グローバルな経済成長を下押しする可能性が高いでしょう。

クレジット・スプレッドが歴史的に最もタイトな水準まで縮小したことを踏まえて、慎重な姿勢でポジショニングに臨むことが肝要であると考えます。ロベコでは、他のセクター対比で金融機関のクレジットを嗜好しています。

ファンダメンタルズ

市場全体がインフレ見通しにフォーカスしているため、その他の潜在的に重要な市場の変動要因が見過ごされる恐れがあると感じています。ここ15年余りの間、中国は世界経済の重要な成長エンジンでした。足元で転換点に差し掛かったようであり、中国国内の動向を注意深く見守ることがこれまで以上に重要になっています。中国では、ゼロ・コロナ戦略、不動産の投機的取引への規制の強化、政策転換といった要素が不透明感の高まりに寄与しているため、今回は、政治経済情勢を議論するために追加的な時間を設けました。

この政策は「共同富裕」政策と呼ばれ、段階的に施行される見通

しです。一部のセクターに対する統制は強まるとみられますが、だからといって中国から民間市場が消滅するわけではありません。経済にとって民間市場は極めて重要な存在です

ゼロ・コロナ戦略は昨年こそ効果を発揮したものの、現時点では両刃の剣のように思われます。ウイルス感染は今後も顕在化するはずであり、その都度、厳格な封じ込め措置によって人の移動や個人消費が打撃を受けることとなります。もっとも、ロックダウンの影響を受けやすいのは製造業よりもサービス業であり、景気減速の要因が新型コロナウイルスに限定されるのであれば、世界経済にはそれほど大きな影響が及ばないと考えられます。中国のサービス・セクターは大部分が国内で完結されるため、関連商品が取引されることはありません。とは言え、不動産市場への規制強化の対応を迫られる中国経済にとって、ゼロ・コロナ戦略の長期化は好材料にはなりません。

不動産市場にはバブルの兆しが芽生え、モラルハザードの広がりを踏まえると、規制強化が必要であることは明白です。現在、市場では、当局の規制が過剰であるかどうか、Evergrande(中国恒大集団)の再編によってどのような影響が生じるのかが、不確定要素となっています。高レバレッジの住宅市場においてバブルが発生すると、システム的なショックに発展しかねないことは、記憶に新しいところです。中国銀行保険監督管理委員会(CBIRC)は、失敗が許されません。リスク・プレミアムは拡大していますが、リスクを反映する動きとして正当化されるべきであり、目先の投資機会を意味するものではありません。ロベコの見解として、Evergrande(中国恒大集団)が中国の「リーマン」になると予想しているわけではないことを、ここでは強調したいと思います。システム的な危機を回避するために、中国政府は権限の範囲で可能な措置をほぼ全面的に講じると想定されるからです。とは言え、何らかの余波が広がる公算は非常に大きく、実際、モラルハザードを解消するには、1~2社の企業破綻というヘッドライン・ニュースが必要になるかもしれません。

また、危機においては常に、サプライヤーや資金調達ルートが介在する形で、想像を超えるような相互作用が生じます。情報開示には一貫性がなく、地方政府債務、富裕層向け運用資産、開発業者向けエクスポージャー、コマーシャル・ペーパーの残高が不透明なため、事前に規模と詳細を正確に把握することはできません。管理されたリストラが計画的に実施され、金融・財政政策が追加的に緩和される可能性が濃厚です。結局のところ Evergrande (中国恒大集団) の事例は (Huarong (中国華融資産管理)、Baoshang (包商銀行)、HNA Group (海航集団) などの事例のように)、過去最大の名目クレジット・ブームへの対応としての、数年にわたる政策主導型のレバレッジ解消プロセスにおける、1つのエピソードに過ぎません。

中国では、政策の転換も波乱要因の1つとなっています。中国政府は一方向の経済成長から、持続可能性と社会的平等に配慮したバランスのとれた経済成長へと、軌道修正を図りたいと考えています。この政策は「共同富裕」政策と呼ばれ、段階的に施行される見通しです。一部のセクターに対する統制は強まるとみられますが、だからといって中国から民間市場が消滅するわけではありません。経済にとって民間市場は極めて重要な存在です。

とは言え、政策の転換によって、大手テクノロジー、ゲーム、学習塾などのセクターには深刻な影響が及ぶとみられます。低所得者の賃金引き上げや、所得に占める労働者への配分比率の引き上げという政策目標が実現した場合、世界の製造業のハブとしての中国の役割にどのような変化が生じるのかは不透明です。その一方で、ロベコでは、この変化が国連が定めた持続可能な開発目標 (SDGs) の1、2、8、(特に)10に貢献する点に注目しています。サステナブル投資の運用会社として、2060年までのカーボン・ニュートラルを目指す公式な政策目標は、賞賛に値すると考えます。

いずれにしても、資本市場では、気候変動との戦いが重要なテーマとなっています。国際エネルギー機関 (IEA) の推計によると、排出量ネットゼロを実現するには、年間5兆ドル規模の投資が必要になります。このように大規模な投資が実行されれば、経済成長率とインフレ率は押し上げられるため、セキュア

ー・スタグネーション (長期的停滞) からの脱却につながるの見方も、エコノミストの間には存在します。また、ミクロ・レベルで見ると、企業の経営戦略において気候政策はますます重要な役割を果たすようになっていきます。

当面の危機は克服されたようですが、サプライチェーンのさらなる混乱などを通じて、景気回復が阻害される可能性は残ります

中国経済減速のほかにも、不確実性の源泉は世界中に数多く存在しています。何よりも、パンデミック危機は終了したわけではありません。ウイルス感染の見通しを楽観視した、3カ月後には正常化するとの見方も引き続き見受けられます。新型コロナウイルスの時代において、本当にデルタ株は経済に影響を与える最後の変異株なのでしょうか。そうかもしれませんし、そうではないかもしれません。当面の危機は克服されたようですが、サプライチェーンのさらなる混乱などを通じて、景気回復が阻害される可能性は残ります (その場合でも、中央銀行が刺激策を継続することによって、クレジット市場に動揺は生じないかもしれません)。また、コロナ前と比べて労働力の供給は引き続きタイトであり、賃上げ圧力を下支えする可能性があります。

市場ではインフレの動向が重要なテーマであり、グローバル債券マクロ・アウトルック「[トンネル・ビジョン \(視野狭窄\)](#)」においても幅広く議論されました。ここで指摘したいことは、インフレに関する議論がこの先数カ月程度で決着することではなく、今後も時として白熱した議論に発展する見通しであることです。インフレには双方向のリスクが明確に存在するため、ボラティリティを上昇させる要因になります。インフレの持続性と労働市場の逼迫状況を示す指標として、賃金インフレの動向には注目する必要があります。これは欧州と米国の両方に当てはまることであり、構造的な賃金上昇の兆しが生じれば、FRBとECBに金融引き締めを加速を促す重要なシグナルとなりえます。他方では、エネルギー価格の上昇は支出に対して「課税」効果をもたらしています。また、2008年夏 (原油価格

は1バレル=150ドル近辺)と2011年(同100ドル近辺)に利上げを行ったECBの政策判断ミスは、機関投資家の記憶に焼き付いています。

サプライチェーンの制約が多くのセクターに打撃を与える状況は、インフレの議論とも密接に関連しています。当初は、半導体の供給不足が自動車業界に与える影響が注目されていましたが、足元では、コンテナからトラック運転手、電気、マットレスの製造原料に至るまで、多くの投入資源が不足しています。それぞれ状況は異なりますが、端的に言うと、供給不足によって需要が満たされていません。需要が総じて底堅いため、多くの場合、企業は投入コストの増加を価格に転嫁することが可能です。ロベコのセクター・アナリストも、企業の収益性は堅固であり、利ざやが十分に確保されていることを確認しています。一方、コモディティ市場が発する多様なメッセージ(木材価格の暴落、ガス価格の急騰など)を踏まえると、原材料価格の上昇がピークに達したかどうかは不透明な状態と言えます。投入物価格の変動を背景に、個別性のリスクはおそらく高まる見通しであり、動向を注視する必要があります。

バリュエーション

第3四半期には、クレジット・スプレッドは非常に狭いレンジで推移しました。例外は中国のハイイールド債券市場であり、Evergrande(中国恒大集団)の問題と中国経済の軟化の兆しを受けて、スプレッドは大幅に拡大しました。ロベコでは、ベータをアンダーウェイトとするタイミングを早まったことは認めざるを得ませんが、このポジションを継続保有することに違和感はありません。現在のスプレッド水準では、ベータを小幅にアンダーウェイトとするコストは限定的です。

利回り追求の動きはスプレッドの大幅な縮小につながり、問題を抱えたクレジットでさえパフォーマンスは良好に推移しています。「負けないことによって勝つ」という格言にしたがって投資するボトムアップの運用者にとって、現在は決して容易な運用環境ではありません。ロベコでは、市場が転機を迎え、優良な銘柄とそうでない銘柄が差別化されるようになった段階で、これまでのクレジットの分析作業が報われるという信念を抛り所としています。これまでのところ、ほ

とんどのポートフォリオでは、銘柄選択の結果は良好と言えます。

現在の低スプレッド環境がさらに長期化するシナリオも想定されますが、テール・リスクを評価することも我々受託者の責任です。現在のスプレッド水準には先ほど指摘したようなリスクが織り込まれていないため、失敗の余地が存在しないことは明らかです。このように、低スプレッド環境が永続するのではないかという認識が広がった直後に、音楽が急に止まって状況が一変する事例は、これまでも経験しています。きっかけとなるイベントを事前に特定することは難しいのですが、事後的には容易に説明がつくケースがほとんどです。ロベコでは現在、潜在的な波乱要因が満ちあふれた世界において、市場から適切な見返りが獲得できないという結論に至っています。

相対価値の観点からは、投資機会は常に存在します。欧州クレジットの中では、引き続き金融銘柄にバリューが見受けられます。EUが周縁諸国に対して大規模な財政支援を行ったことにより、システミック・リスクは後退し、国内行の信用力は下支えされています。また、今後インフレ圧力が強まったとしても、銀行に対する影響は比較的軽微と言えるでしょう。

投資適格債に格上げされたライジングスターに割安感が見受けられます。ライジングスターのバリュエーションには、格上げの事実が完全には反映されていません。投資適格債とハイイールド債の両方のポートフォリオにおいて、このテーマに注目しています。

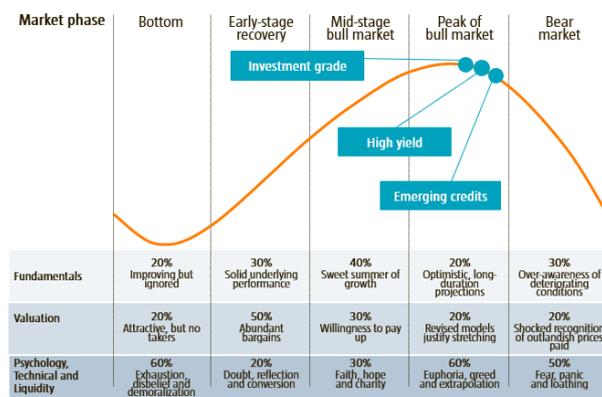
足元の環境では、負け組の企業を避けることが成功の秘訣であると考えます

新興国市場では、スプレッドは当然ながら拡大しています。市場全体と足並みをそろえてワイドニングしている状況が、ファンダメンタルズの観点からは正当化されないような銘柄に、投資機会を見出しています。Evergrande(中国恒大集団)の問題が修羅場を迎えて、関係のないセクターにもワイドニングが波及するようになれば、投資機会は増加すると予想しています。とは言え、ボラティリティがさらに上昇する展開も

十分予想されるため、ここでは「負けないことによって勝つ」戦略が重要になるでしょう。足元の環境では、負け組の企業を避けることが成功の秘訣であると考えています。

ハイイールド債券市場では、CCC 格のセグメントが極めて割高な状態にあります。現在、平均価格は額面を上回っていますが、そもそもこのセグメントにおいて価格に注目することに、違和感を覚えます。CCC 格のデフォルト・リスクは非常に高く(5 年間の平均累積デフォルト率は約 50%)、各銘柄には大きなダウンサイド・リスクが付随しています。生き残る銘柄に価格の上昇余地が存在するのであれば問題ありませんが、早期償還リスクの存在にもかかわらず価格が額面を超える銘柄には、アップサイドは期待できません。つまり、ネガティブ・コンベクシティの度合いが強いということになります。

市場のサイクル | マーケット・セグメントに対する我々の見解のマッピング



出所: ロベコ、2021年9月

テクニカル

長年にわたってクレジット市場を牽引しているのは金融政策であり、その影響度は他の要因を凌駕しています。直感に反することですが、ファンダメンタルズがテーマとなる場合でも、これが悪化するほど政策対応への期待が高まり、結果的にクレジットにはプラスに作用しています。このような最近の経験を根拠に、中央銀行は永遠に支援を続けると思いついてしまうのは、人間の性と言えるでしょう。今回も、中央銀行

の資産買い入れプログラムから何を読み取るべきかという命題について、活発に議論を行いました。市場を牽引しているのは、中央銀行のバランスシートの規模(ストック)なのでしょう。それとも、買い入れの金額(フロー)、あるいはフローの変化率の方が重要なのでしょうか。実務的というより理論的な議論という印象を受けますが、バリュエーションが割高な水準に達し、ロング・ポジションが一見して過密状態にあるクレジット市場においては、中央銀行が金融政策を微調整するだけでさざ波が立つという展開も、考えられなくはありません。

ストック、フロー、フローの変化率に関する議論とは別に、政策変更のアナウンスメント効果についても考慮すべきでしょう。ロベコのグローバル・マクロ・チームは、FRB と ECB の声明をきめ細かく分析することによって、潜在的な政策変更の手がかりを探しています。テーバリングに向けた地ならしが進むなど、正常化路線においてFRB がかなり先行していることは明らかです。一方、「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)」の終了後も、「社債買い入れプログラム(CSPP)」の大元となる「資産買い入れプログラム(APP)」が存続するなど、ECB の支援体制は健在です。ECB が欧州市場における総供給量の実質的に20%に相当する量の買い入れを停止する兆しは見当たりません。

このように、中央銀行による債券の買い入れが近い将来に終了しないことは明らかですが、テクニカル要因を「堅固」ではなく「中立的」と評価する方が妥当であると、引き続き考えています。政策の微調整はネガティブ要因であり、今後は極端に緩和的な政策から非常に緩和的な政策にシフトすることになります。

FRB と ECB の動向と比較すると、その他のテクニカル要因はかすんでしまいますが、それでも、潜在的な市場の変動要因については検討しておくべきでしょう。パンデミック危機の発生当初に確認されたように、レフト・テール側のサプライズが一定以上大きい場合には、量的緩和政策が稼働中であっても、スプレッドは急激に拡大する可能性があります。

アジアのクレジット市場は下落したものの、これまでのところ他の地域に影響は波及していません。欧米市場におけるアジア・マネーの重要性、密接な貿易関係、世界の経済成長に対する中国の甚大な影

響力を踏まえると、やや意外な印象が残ります。Evergrande（中国恒大集団）の問題が最終局面を迎える中で、予期せぬ相互作用の影響に起因してリスクが波及する可能性については、注意深くモニタリングしています。以前にも、中国のプライベート・デット市場が活況を呈していることを指摘しましたが、持続不能なプライベート・デットのブームが円滑に収束した事例はほとんどありません。同市場の残高は極めて大きく、Evergrande（中国恒大集団）や Huarong（中国華融資産管理）の問題が表面化するなど、亀裂が深まったようです。中国クレジットのリスク・プレミアムの拡大は正当化される動きであり、他の地域に波及する可能性についても除外すべきではないでしょう。

結論として、テクニカル要因はもはや「堅固」ではなく、変化している事実について懸念しています。

ポジショニング

クレジット市場から得られるのは、クーポンの超過リターン程度になる公算が濃厚です。言い換えると、昨年 12 月に公表したクレジット四半期アウトルック「TINA が支配する環境」において予想したように、退屈な年か軟調な年になるということです。キャリアの一部を失うとしても、保守的なポジショニングを心がけるべきであると引き続き考えています。クレジット市場では、「全てが青信号」という見方が幅広く共有されていますが、逆張り型の投資家であるロベコにとっては赤信号を意味します。既に市場では、テール・リスクに見合ったリターンを確保することは不可能であり、ネガティブ・サプライズに対して脆弱な状態にあります。

DTS（デュレーション・タイムズ・スプレッド、ロベコの“リスクポイント”）の構成という観点からは、一部のポートフォリオでは見かけ上のベータ・ポジションが非

常に小さいように思われますが、アンダーウェイトの方向に極端に傾けているわけではありません。低スプレッド環境における 100 リスクポイントのアンダーウェイトは、高スプレッド環境におけるよりもベータの乖離が大きい一方で、両者のトラッキングエラーの寄与度は共通しています。

市場では銘柄間格差が非常に小さく、リスクの高い銘柄を選択するメリットは限定的です。このような環境においても、銀行セクター、ライジングスター銘柄、一部の個別性の高い案件には、投資機会が見受けられます。このスタンスは、クレジット市場における全てのカテゴリに共通します。

	建設的	中立	慎重
ファンダメンタルズ	✓		
バリュエーション			✓
テクニカルズ		✓	
投資適格債			✓
ハイイールド債			✓
金融債		✓	
非金融債			✓
エマージング債		✓	

出所：ロベコ、2021 年 9 月

謝辞：

この四半期アウトルックにご協力いただいた以下の皆様には貴重なプレゼンテーションとディスカッションを頂き、深く感謝申し上げます。Rikkert Scholten、Martin van Vliet and Jamie Stuttard (Robeco)、Robin Xing (Morgan Stanley)、Matt King (Citigroup)、Michael Anderson (Citigroup) の見解を参考にさせていただきました。(敬称略)

重要事項

当資料は情報提供を目的として、Robeco Institutional Asset Management B.V. (以下“ロベコ”)が作成した資料をロベコ・ジャパン株式会社が翻訳したものです。資料中の個別の金融商品の売買の勧誘や推奨等を目的とするものではありません。記載された情報は十分信頼できるものであると考えておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。意見や見通しはあくまで作成日における弊社の判断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。運用状況、市場動向、意見等は、過去の一時点あるいは過去の一定期間についてのものであり、過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。また、記載された投資方針・戦略等は全ての投資家の皆様に適合するとは限りません。当資料は法律、税務、会計面での助言の提供を意図するものではありません。

ご契約に際しては、必要に応じ専門家にご相談の上、最終的なご判断はお客様ご自身でなさるようお願い致します。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、金融市場の相場や金利等の変動、および組入有価証券の発行体の財務状況による信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動の影響も受けます。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、投資元本を上回る損失を被ることがあります。弊社が行う金融商品取引業に係る手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により異なるため、当資料において記載せず別途ご提示させて頂く場合があります。具体的な手数料または報酬の金額・計算方法につきましては弊社担当者へお問合せください。当資料および記載されている情報、商品に関する権利は弊社に帰属します。したがって、弊社の書面による同意なくしてその全部もしくは一部を複製またはその他の方法で配布することはご遠慮ください。

商号等： ロベコ・ジャパン株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 2780 号 加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会
--