

2022年1-3月期

クレジット四半期アウトルック

## 不完全な情報に基づく 不完全な予測

- 新型コロナウイルスの影響による厳しい冬を経て、季節的な景気回復に期待
- バリュエーションが小幅に割安となる一方、企業の信用力は堅調
- FRBはテーパリングに着手し、他の中央銀行はインフレ懸念に対する適切な政策対応に二の足を踏むなど、テクニカルは脆弱

経済アドバイザーにとって、不完全な情報は不完全な予測につながり、経済活動の予想プロセスを複雑にします。特に現在は、そのような状況にあります。グローバル・サプライチェーンの深刻な混乱など、歪みを生じさせる要因が数多く作用しているため、シンプルな答えを求めて経済理論を拠り所とするわけにはいきません。企業の価格決定力、景気刺激策、個人消費の傾向に関連するあらゆる証拠を踏まえ、2022年第1四半期には、米欧のファンダメンタルズはクレジット市場を動かす大きな要因にはならないと考えています。

Outlook  
機関投資家向け  
2021年12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

バリュエーションに注目すると、スプレッドは拡大に転じています。この傾向は欧州のクレジット市場から始まり、米国のクレジット市場ではいくぶん遅れがみられますが、新型コロナウイルスに関しては全世界が同じ立場にあるとの認識が共有された段階で、欧州に追いつくと予想しています。また、ロシア関連の地政学リスク、中国の不動産市場の崩壊が経済成長に及ぼす影響、新興国市場全般のボラティリティなど、市場に十分織り込まれていないと考えられるリスク要因も数多く存在します。リサーチを主軸とする逆張りの姿勢でこれらのリスクを管理することが、(仮に適切な水準が存在するとして)ベータの水準を適切に見極めることよりも重要になるでしょう。

何年もの間、アセットオーナーはリスク量を積み増してきましたが、中央銀行の行動やコミュニケーション(FRB からの「一過性という表現の使用中止」とのメッセージなど)をはじめとするテクニカル要因によって、一連のリスク回避の動きが誘発されることも想定されます。このため今回の議論においては、テクニカル面の評価が特に重要な意味を持つこととなり、しばらくは慎重な姿勢を維持すべき最大の理由になると考えています。

## ファンダメンタルズ

景気の先行きを評価する上で、「謙虚さ」という言葉が最も適切な用語と言えるでしょう。現在及び将来の実現可能性の高いシナリオを見極める際に、多くの当事者が直面する困難を物語るものとして、株式市場の日中ボラティリティが挙げられます。

もっとも、比較的無難な評価もいくつか存在します。最近、経済成長見通しは下方修正されたものの、世界の製造業の成長率は堅調です。消費財に対する需要が、引き続き成長を下支えしています。実際、経済成長の大部分は消費需要によって実現しています。これまでのところ、設備投資と在庫の積み増しは成長にほとんど寄与していません。これは、明るい未来を示唆しているのかもしれませんが。

企業の業績は概ね堅調であり、利益は増加傾向にあります。投入コストの上昇がテーマとして重みを増していますが、全般に利ざやは持ちこたえており、ほとんどの企業が投入物価格の上昇を価格に転嫁できることは明らかです。その一方で、米国の労働市場は逼迫傾向にあります。欠員の補充は難しく、労働参加率は

コロナ前よりも大幅に低下し、早期退職の傾向が強まり、2020年の初頭以降約250万人が失職するなど、全体像はいくぶん不明瞭ですが、重要な点として、労働力不足が顕在化しつつあります。いずれにしても、低所得者層を中心に賃金が上昇する中で、労働力は足りない状況にあります。

市場にとって物価動向が大きな懸念材料であることは、言うまでもありません。インフレ率は上昇傾向が続いています。足元の動きは一過性の現象であると中央銀行は強く主張していますが、市場参加者の間では懐疑的な見方が増えています。FRBのコミュニケーションも問題の解決にはつながっていません。パウエル議長は最近、「一過性」という表現の使用を中止するか、定義を変更するべきであるとコメントしていますが、生産的な結果は生じていません。FRBはここ数年間にわたって、意図的に後手に回る姿勢を市場に理解させるよう努めてきましたが、ここ数カ月間、インフレが高水準で推移したことによって、その試みも失敗に終わりました。

また、市場が新型コロナウイルスのオミクロン株の動向について消化を試みるタイミングにおいて、パウエル議長がこのコメントを発したことにも違和感が残ります。さらに、「テーパリング(量的緩和の縮小)」の開始を表明するタイミングにおいて、FRBは他の英語圏の中央銀行に半年ほど遅れていましたが、最初の表明のわずか6週間後にペースを加速する意向を示したことも、同じように不可思議なことでした。中央銀行とその行動がもたらす影響に対して、ロベコが懐疑的な見方をする背景には、このような動きが存在します。

現在の市場価格には、2023年12月までに6回近くの利上げが実行されるシナリオが織り込まれています。この想定の下で、FF金利はロベコが中立的な金利と想定するレンジの下限に相当する1.5%まで上昇することになります。

欧州では利上げに関する議論は時期尚早と言えますが、いずれかの段階で「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)」が終了する展開については、備える必要があります。もっとも、ECBは、必要性が感じられた場合にPEPPを再び導入する選択肢を残すなど、一定の柔軟性を維持したい意向であるとみられます。PEPP終了の影響を相殺する目的により、「資産買い入れプログラム(APP)」が一時的に拡大される可能性さえあります。別の言い方をすると、ECBによるクレジット資産の買い入れは2022年も何らかの形で続くことになり、リ

スク資産を採り入れる形でのグローバル・ポートフォリオのリバランスは終了していないことを意味します。

一方、利上げに関する議論は時期尚早であるにしても、スワップ・スプレッドに関する議論はそうではありません。理由を特定することは難しいものの、欧州のスワップ・スプレッドの拡大は不均衡の存在を示唆しています。例えば、担保資産(ドイツ国債)の不足や、(レバレッジ)エクスポージャーの不適切な積み上がりなどが考えられます。また、単に年末特有の流動性懸念が要因であって、数週間後には解消されているのかもしれませんが、このことに触れたのは、市場の変動要因が完全に明確であるとは限らないことを示すためであり、「不完全な情報」と共存しなければならないこととなります。

ファンダメンタルズ面では、中国情勢が引き続きロベコの最大の懸念になります。GDP の 25%、国内向け融資の 40%が不動産関連であるため、中国の不動産セクターに対しては、過度に楽観的な見方は禁物です。また、欧州の銀行に悪影響が及ぶことも考えられます。長期的なクレジット・ブームの後に発生する全面的な危機は、連続的なパターンに従う傾向があり、深刻さの度合いが一定水準を超えた場合、「ミンスキー・モーメント(長期間続いた投機の結果として信用が失われる現象)」に発展し、リスク・プレミアムの極めて陰しい調整が進む可能性があります。当初、市場参加者は、一見して局地的と思われるイベントの広範な意味合いを過小評価してしまいます。その後、何年にもわたってシステム全体に債務が積み上げられる結果、セクター全体の問題に発展していることが明らかになります。やがて、予期せぬ波及的影響が認識され、市場参加者は流動性の状況を懸念するようになり、最終的には資金流出に伴いパニックに陥ります。政策当局においては影響波及の勢いを緩和することは可能かもしれませんが、根本的な不均衡が解消されるまでに何年もかかることがあります。

結論として、欧米の先進国市場のクレジット投資家にとっては、ファンダメンタルズは問題にならないでしょう。経済成長の推計は困難な作業ですが、FRB が大きな政策判断ミスを犯したり、中国経済の減速ペースが加速したりしない限り、厳しい冬の局面を越えた後には、ファンダメンタルズはクレジット・スプレッドの長期的な変動要因にならない可能性が高いでしょう。健全な回復が中期的に継続する公算が最も大きいと思われます。インフレの動向や中央銀行の行動及びコミュニケーションがセンチメントを規定し、短期的なリスク

サイクルを左右するかもしれません。ロベコのグローバル・マクロ・チームは、欧州のインフレ率は 2021 年第 4 四半期に、米国の消費者物価指数(CPI)は 2022 年上期に、それぞれピークを迎えると予想しています。その後は来年末までに、政策目標をやや上回る水準に落ち着く見通しです。

足元の投資環境は、これまで以上に不完全な情報と不完全な予測に満ちあふれています。その結果、市場ではボラティリティが発生し、アクティブ・マネージャーにとっては投資機会が生まれることになるでしょう。

## バリュエーション

ロベコが少し前から予想していたように、直近ではバリュエーションの割高感はやや薄らいでいます。米欧のクレジット・スプレッド(平均)は、投資適格債で 25bp、ハイールド債で 50bp ほど拡大し、中でも欧州が小幅にアンダーパフォームしています。一例を挙げると、本稿の執筆時点において、欧州のスプレッドは 108bp であり、ヒストリカル・スプレッドの中央値である 122bp までは少し乖離があり、OAS(オプション調整後スプレッド)の第 3 四分位の水準(173bp)とはかなりの開きがあります。端的に言うと、市場には依然として割安感が存在しない、ということになります。

一方で、銘柄選択の機会はある程度存在しており、ロベコの現在の慎重なポジショニングにも適しています。引き続き、リスク・ファクターは十分に織り込まれていないと判断しています。(ロシア対ウクライナなどの)地政学リスク、インフレ懸念、中国の経済成長に対する懸念、エネルギー価格の変動、名目金利の全般的な変動(2021 年下期におけるイールドカーブの形状変化を受けて、上下双方向の変動)などの要因は、足元のスプレッドが正当化できないことを示唆しています。

一般に利回りの上昇は、クレジット・スプレッドにプラスに作用します。イールドカーブが緩やかにスティープ化する環境は、クレジット市場にとってさらに好ましいと考えられます。足元のようにインフレ期待が上昇する局面では、実質利回りは低下しやすく、それに伴いクレジットの超過リターンがプラスになる傾向がみられます。もっとも、以前にも指摘したように、実質利回りの上昇は異なる状況を反映し、スプレッドの拡大につながる傾向も見受けられます。現時点では、実質利回りは依然として極めて低い水準にとどまっています。

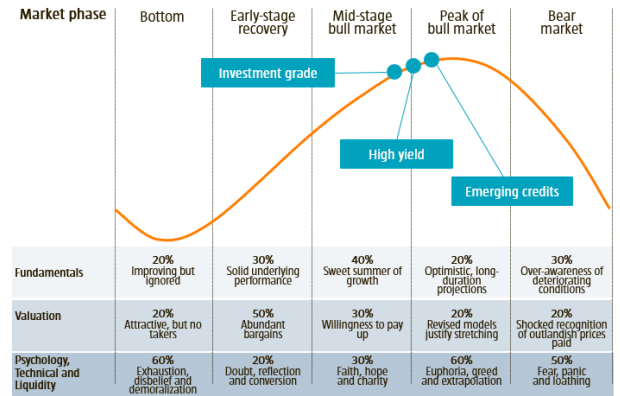
企業財務の健全性が、現在のバリュエーションを下支えしています。利益率は総じて高く、価格決定力も概ね安定的とみられ、また、高水準の手元資金が積み上がっています。実際、大方のクレジット・ストラテジストは、「ライジングスター（投資適格階級に格上げされる銘柄）」が「フォーリンエンジェル（投機的階級に格下げされる銘柄）」を大幅に上回ると予想しています。財務レバレッジはクレジットの観点から好ましい水準に維持され、デフォルト率は過去最低の水準近辺まで低下しています。

ここで、中国のクレジット市場について付記しておきます。ロベコでは、景気減速局面が長期化するという基本シナリオと、情報開示が不十分な中国のハイイールド債市場は総じて投資対象になりづらいとの見方に基づき、極めて慎重なスタンスで臨んでいます。さらに、アジアのクレジット市場では、暗黙の政府保証に対して過度に依存する傾向が以前から見られます。スプレッドが非常に割安な投資機会も散見されますが、対象を選別した上で「割安」と「バリュー」の違いを見極めるために、精緻なクレジット・リサーチが必要になります。市場では全般に、ボトムアップ・リサーチの厳格さが欠落しています。

先進国のクレジット市場では、BB 格のクレジットを選好しています。また、相対的にスプレッドの拡大が進んでいることから、米国のハイイールド債よりも欧州のハイイールド債を選好しています。一方、欧州市場では、スワップ・スプレッドの拡大に連動する形で、高格付け銘柄のスプレッドが拡大しています。ロベコでは、カバードボンドと質の高いクレジットに対するアロケーションを増やしています。また、利回りとインフレ率の上昇は、金融銘柄にとって追い風になると考えています。

バリュエーションに関する結論として、クレジット・スプレッドには引き続き割高感が見受けられます。ここ最近、スプレッドが小幅ながら拡大したことを受けて、新型コロナウイルスからの回復が追い風となる企業、金融債、ハイイールド債などには、デュレーション・リスクの低さを踏まえ、銘柄選択の機会が生じる可能性があります。

## 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 12 月

## テクニカル

先ほど、中央銀行の政策判断ミスやコミュニケーション・エラーに対する懸念について言及しました。その懸念は不変ですが、中央銀行の立場を擁護すると、彼らもまた、不完全な情報と不完全な予測に満ちた世界に直面しています。経済の各分野を総合的に捉えることは容易ですが、誤解を招くおそれがあります。例えば、貯蓄の動向が将来の消費動向に与える潜在的な影響について評価するためには、所得と保有資産の階層ごとに消費者の貯蓄と富の傾向を考える必要があります。また、ECB は従来から、北部の国々と南部の国々に共通の金融政策を、単一の政策金利を用いて設定する責務を負っています。

緩和の兆しが確認されるとはいえ、供給のボトルネックが当面は解消されないことも、十分想定されます。長期的には、新型コロナウイルスとの共存を余儀なくされるかもしれませんが、経済的な影響は次第に弱まるはずで、その結果、企業はジャストインタイム型の供給体制に対する考え方の見直しを強いられ、政府は財政移転の拡大を迫られ、市場リスクのサイクルが短縮することも考えられます。この問題を「テクニカル」の項で取り上げたのは、インフレに与える恒久的な影響は未知であり、中央銀行の行動に対する不確実性が拡大する可能性があるからです。また、政策判断ミスが生じる可能性や、市場がミスに反応する可能性も高まることになります。

米ドルはロベコがモニタリングする多くの変数の1つですが、実効為替レート・ベースでは上昇傾向にあり、中期的にストレスを生じさせる可能性があります。結

本資料は情報提供を目的としたものであり、何らかの投資に関する助言を目的としたものではありません。

局のところ、国際準備通貨としての米ドルの地位は揺らいでいません。クロスボーダー貸し出しの約 50%、全ての為替取引の約 80%、全ての国際貿易の約 50%、新興国市場における全ての輸出入の約 80%が、米ドル建てで行われています。このため、トルコの企業や中国の不動産開発業者のように、国外からの資金調達に依存する債務者にとっては、米ドル相場の上昇は対外的な負債返済コストの上昇につながります。

また、欧州と米国が直面する地政学リスクについても注視しています。欧州は、ポーランドと EU の関係、ロシアとウクライナの緊張関係、ベラルーシの動向、トルコにおける金融市場の変動激化など、東部国境に沿って幅広い問題を抱えています。いずれも単独では深刻な問題に発展しないかもしれませんが、問題が重なった場合、市場センチメントは弱気に転じる可能性があります。一方、米国では、季節的な問題として、債務上限問題が再び短期的なリスク要因となっています。最終的には解決に至る公算が大きいものの、過去には決着するまでの綱渡り的な展開が度々見受けられました。季節的に流動性の低い年末の市場環境において問題が生じれば、重要なリスク要因を構成する可能性があります。

最後に、重要性が高まりつつあるテーマとして、LBO リスクに触れたいと思います。ここ数半期は取り上げる機会の少なかったテーマですが、野心的な動きが蘇りつつあります。プライベートエクイティ・ファンドの「ドライパウダー（未使用の手元資金）」は潤沢であり、案件のバリューは上昇傾向にあります（テレコム・セクターなど）。

結論として、テクニカルには脆弱な印象が残り、市場価格に十分織り込まれていないリスク・プレミアムも数多く存在しています。最も適切な金融政策の方向性を規定する意思が中央銀行に見受けられないことと相まって、リスク資産からの資金流出につながるおそれがあります。

## ポジショニング

ロベコでは 2021 年は退屈な年か弱気な年になると予想していましたが、結果的に退屈な年となり、ユーロ建て投資適格債の年初来の超過リターンはゼロにとどまっています。もっとも、年末時点において、インフレ上昇懸念を背景に、経済の不確実性は強まっているように思われます。ロベコの立場では、現在アンダーウェイトとしているベータの引き上げを正当化するために

は、何かより大きな動きが始まりつつあることを確信する必要があります。

中国を除く一部の新興国市場、金融銘柄、BB 格のクレジット、ユーロのスワップ・スプレッド、新型コロナウイルスからの回復に関連する各種ポジションには、投資機会が浮上しつつあります。引き続き、現在のバリュエーションを鑑みて、米国のクレジット対比で欧州のクレジットをオーバーウェイトとしていますが、米国のクレジット市場が下落に転じた場合には、この評価を見直す方針です。

リスク・ファクターをポートフォリオ・ベースで管理することも、投資戦略の一部を構成するでしょう。例えば、ハイブリッド債の保有を通じて大規模な早期償還リスクを抱えている場合や、高リスクの個別性が高いポジションを保有している場合には、ノンコール・リスクや全般的な相場下落リスクを管理するために、ベータを抑制するべきでしょう。同じように、米国対比で欧州をロングしている以上、イタリア関連のリスクに注意を払い、オーバーウェイトの構成を慎重に管理するべきと考えています。

全般に、信用サイクルの現段階においては、何を保有する場合でも、リスクをスプレッドに反映させることが重要になります。また、関連の低いポジションを追求することも、合理的な行動と言えるでしょう。

	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 12 月

### 謝辞:

この四半期アウトトラックにご協力頂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。Winifred Cisar (CreditSights)、Robert McAdie (BNPP)、Marco Valli (UniCredit)、Rikkert Scholten (Robeco)、Martin van Vliet (Robeco) の見解を参考にさせて頂きました(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
---