

2022 年 7-9 月期

クレジット四半期アウトルック

## 大盤振る舞いに伴う混乱

- インフレ圧力が高まる中で、経済成長に対するリスクも増大
- 年初来の調整を受けて、バリュエーションは大幅に改善
- 債務残高が過去最高の水準に達する中で、セーフティーネットは除外された

米国債市場では、1月～4月期に、1788年以降で最も大きな調整が見られました。その上、クレジット・スプレッドも拡大しました。債券市場におけるリプライシング（価格水準の調整）の動きは、あらゆる評価基準において非常に大きなものでした。世界情勢には厳しさがにじみ、弱気相場入りも容易に想定されます。その一方で、パニックやボラティリティが投資機会に結びつくこともあります。既に投資機会が生じるようになった市場も散見されます。足元の水準で投資適格債市場には割安感が存在するため、ボラティリティに耐えられる投資家、長期的な投資のホライズンに備えることができる投資家にとっては、購入を始めるタイミングかもしれません。一方、ハイイールド債市場はその段階に

至っていませんが、同市場の中でも信用力の高い銘柄は既に魅力的であると判断しています。信用力の低

Outlook  
機関投資家向け  
2022 年 6 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

いB格～CCC格の銘柄は依然として脆弱であるとみられ、景気後退入りの懸念が強まる中で、さらにアンダーパフォームする可能性があります。

足元の混乱に至った経緯を振り返ると、パンデミック危機下においては、政策対応の効果は高い対処療法であると考えられましたが、大規模な財政政策と金融政策がセットで行われることによって、インフレという病の重要な要因の1つである「大盤振る舞い」の時代が、さらに延長される結果となったのです。

## ファンダメンタルズ

経済においては、過熱状態が続く分野も数多く存在しますが、先行指標は景気後退入りのリスクを一段と示すようになっていきます。消費者景況感指数、生産者景況感指数、イールドカーブの逆イールド化、住宅取得能力指数などは、軒並み状況の悪化を予兆しています。インフレ高進への対応として、金融政策が積極的に引き締められている現状を踏まえると、これは意外なことではありません。

## 中央銀行にとって、需給バランスを改善しインフレ抑制を図るためには、金融環境をさらに引き締める以外の選択肢はありません

現在、中央銀行にとって、需給バランスを改善しインフレ抑制を図るためには、金融環境をさらに引き締める以外の選択肢はありません。引き締め政策を終了する前に、インフレが低下に向かう明確な証拠を確認する必要があります。このため、インフレ局面が長引くほど、市場が被る痛みが強まることとなります。インフレ圧力がわけもなく自然に消滅する可能性は低いようです。昨年、政策当局は「一過性(transitory)」という単語を用いて、自然に消滅するシナリオを期待していましたが、この単語もずいぶん前に否定されてしまいました。1955年以降の歴史が参考になるのであれば、ラリー・サマーズ氏とアレックス・ドマツシュ氏が初めに想定したように、インフレと労働市場が現在のように過熱する状況において、FRBが金融政策を引き締めると、確実に景気後退につながると結論付けざるをえません。

インフレは欧米諸国においてはオーバーシュートしていますが、中国では概ね抑制された状態が続いて

います。米国の場合、インフレ高進を後押しした主要な要因が、需給ギャップが既に解消された段階において過剰な財政刺激策が実行されたことであることは、極めて明白です。一方、欧州においても、過剰な財政支出という側面が存在しますが、それに加えて、ロシア・ウクライナの軍事衝突に起因する食品・エネルギー価格ショックと、外国為替のチャネルを通じたインフレの輸入という要因も存在します。

米国では、インフレが実質所得に対して1970年代以降で最大の打撃を与えています。中国のマクロ情勢が脆弱な状況において、急激な金融引き締めと相まって、景気後退に陥る真のリスクが存在するとロベコでは考えています。1970年代の事例とは、他にも類似点が存在します。当時の政策当局も、インフレは外的ショックに端を発したものであり、一過性のものと主張していました。1つ1つが一過性のショックであったにもかかわらず、総合的に個人のインフレ期待を押し上げる要因となり、インフレのダイナミクスを一段と定着させ、賃金と物価の自己強化的な上昇スパイラルを招く結果になりました。現時点でインフレが制御不能に陥る様子は見受けられませんが、そのような種類のインフレは対応が極めて困難になりうるため、中央銀行は必死に回避しようとしています。

景気後退入りの確率が上昇しているというコンセンサスが形成されつつある一方で、コモディティ価格には下落の兆しが確認されています。例えば木材価格は3月初旬の半値以下となり、米国の住宅市場において、30年物住宅ローン金利が3%から6%へと2倍の水準に上昇した影響が生じている様子を示しています。また、他の複数のコモディティ、例えば原油でさえも、上昇基調から外れるようになったとみられます。このことは、市場が想定する金融引き締め政策が物価上昇を抑制する十分な効果を発揮することを示す、好材料として受け止められます。対照的に、賃金の上昇圧力が高まり続けると同時に、インフレ期待も引き続き上昇傾向にあります。

企業の収益率は循環的に高い水準にありますが、これは景気減速直前の現象として珍しいことではありません。2020年から2021年にかけては、供給の制約と政策支援がマージンの拡大に寄与するなど、企業は堅固な価格決定力を確保していました。主要な地域においては、企業収益は2019年を20～40%上回る水準に軒並み達しました。ポジティブに考えると、この先厳しい環境に向かう前に、企業は基盤の強化に成功した

と捉えられます。一方、ネガティブに考えると、事態はこれから悪くなる一方ということになります。企業の健全性を判断する上で、金利感応度に注目することは重要なポイントの1つになります。金利感応度は、負債比率と負債返済スケジュールの関数として決定されます。バランスシート上で財務レバレッジが高く、変動金利型の負債が大きい企業の方が、脆弱性が高いことは明らかです。B格～CCC格のLBO(レバレッジド・バイアウト)銘柄が典型的ですが、買収に際しては、レバレッジド・ローン市場が利用されてきました。この指標においては、投資適格企業の方が健全性は高いと見られます。多くの場合、負債が低金利で長期間固定化されているからですが、投資適格のユニバースの中でも、脆弱性の高い不動産や小売り関連の企業など、例外は存在します。

ガスの供給が逼迫していることや、交易条件ショックを受けて電気やガスのユーロ換算価格が非常に高い水準に押し上げられていることを踏まえると、欧州の方が状況は厳しいようです。プーチン大統領は欧州各国に圧力をかけるために、ガス市場を利用していることは明らかです。ロシアが供給量を削減するたびに、市場価格は反応します。その結果、欧州各国のロシアに対する支払いが増える一方で、ガスの供給量は減少します。痛みを被るのはイタリアとドイツを中心とする欧州企業であり、競争力は悪化します。ロシアへの依存度を引き下げることが絶対的に重要であり、また、代替資源や再生可能エネルギーへの投資を加速させる必要もあります。エネルギー危機は欧州諸国にとってマイナス要因ですが、同時に、ECBがFRBのように積極的に利上げを行う動きが抑制されることにもつながります。

ロベコは欧州の銀行をオーバーウェイトとしています。(2007～2009年の)世界金融危機が脳裏に焼き付いているお客様も多いため、同セクターについてコメントしておくべきでしょう。パンデミック危機の下で、公的保証付き融資という形で、大量の中小企業の信用リスクが銀行のバランスシートから政府系機関に移転されました。主に南欧諸国で多く見られ、イタリアでは残高がGDPの10%を上回る水準に達しています。このため、デフォルト率が上昇した場合でも、損失の一部は政府が負担することから、銀行は部分的に保護されていることとなります。銀行が難局を乗り切る上で、自己資本の健全性と、信用損失が過去の景気悪化時を下回るという見通しが、プラスに作用するであろうと判断しています。次の景気後退局面において、銀行がスト

レスの震源地になることはないという安心感が存在します。

## 銀行が難局を乗り切る上で、自己資本の健全性と、信用損失が過去の景気悪化時を下回るという見通しが、プラスに作用するでしょう

中国の経済情勢は米欧とは異なります。インフレが比較的抑制されているため、「ゼロコロナ政策」や現在も続く不動産セクターの苦境に伴う痛みを和らげるために、中国政府は追加的な財政刺激策を講じることも可能です。中国において与信推進力(クレジットインパルス)がプラスに転じたことは、先行きの状況改善を示唆する初期のシグナルであるとも考えられます。

## バリュエーション

今年に入って、米国債は1788年以降で最悪の下げを記録しています。加えて、クレジット・スプレッドは拡大しています。足元の金融引き締め局面においては、国債とクレジット資産の間に正の相関が明確に確認されるため、分散投資のメリットが失われています。どの程度の金融引き締めが必要になるかがはっきりしないため、金利のボラティリティは上昇基調にあり、スプレッド拡大の要因になっています。

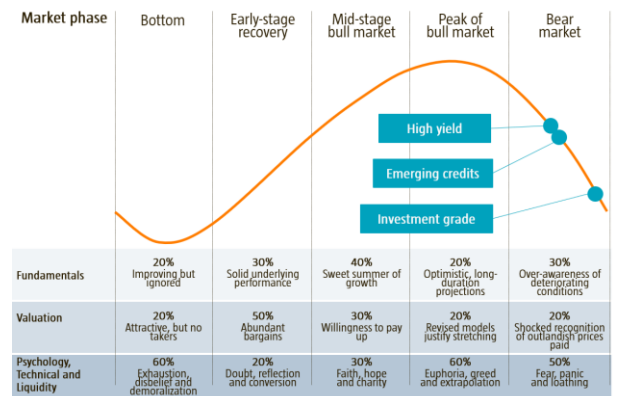
クレジット市場では、あらゆるセグメントのスプレッドが、明らかに中央値の水準を上回っています。ユーロ建ての投資適格債とハイイールド債に関しては、第1四分位に達しています。全面的な景気後退シナリオにおいては、スプレッドはさらに拡大するでしょうか。その可能性はあるとみています。それでは、最もワイドな水準に達するまで、全面的にアンダーウェイトとすべきでしょうか。それは賢明な選択とは言えません。景気後退入りのリスクが高いことは認識していますが、そのシナリオ通りとなる確率が100%ということはありません。市場において、リプライシングが急速に進んでいることを踏まえ、現時点で一部のクレジットを買い始めるのが賢明と言えるでしょう。

投資適格債については、ポートフォリオのベータが 1 を若干上回っても問題ない水準に達しています。なかでも、ユーロ建ての投資適格債には、ドイツ国債対比で割安感がありますが、スワップ・スプレッドの拡大によるところが大きいと言えます。スワップ・スプレッドとクレジット・スプレッドを別々に管理することのできる洗練度の高い投資家は、金利スワップか SSA(ソブリン、国際機関、政府機関)債のポジションを通じて、スワップ・スプレッド部分のエクスポージャーを優先すべきでしょう。

ハイイールド債と新興国債券のポートフォリオにおいても、ベータのアンダーウェイト幅を縮小していますが、全てのポートフォリオにおいてプラスにしているわけではありません。特に「幻の利回り」を多く含むベンチマーク対比で運用するポートフォリオについては、ベータを 1 以上に引き上げるのは容易なことではありません。「幻の利回り」とは、ディストレスト企業について観察される利回りと定義されます。デフォルトの危機に瀕しているため、真のクレジット・インカムが実現する可能性は極めて低く、中国の不動産企業や米国の一部の CCC 格の企業がこれに該当します。

ハイイールド債については、投資適格債よりも慎重な見方をしています。歴史的な基準で見ると、現在のハイイールド債と投資適格債のスプレッド比率はタイトであり、リスク調整後ベースでハイイールド債がアンダーパフォームする余地が残されます。とりわけ、信用力の低いセグメントが脆弱であるとみています。このセグメントでは、景気後退局面において、銘柄固有のリスクが高まり、ボラティリティが拡大する見通しですが、そのリスクは十分に織り込まれていません。通常の景気後退局面において、デフォルト率が年率 10%に達することは珍しくありません。ここでは、デフォルト率が遅行指標であることを強調したいと思います。したがって、デフォルトが顕在化し始めた段階では、既に市場をオーバーウェイトしているべきなのです。

## 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、2022 年 6 月

## テクニカル

年初来、中央銀行の政策が資産価格の主要な決定要因となっていることは明らかです。物価を安定させ、(オーバーシュートしてデフレを引き起こさない範囲で)インフレ率を政策目標まで引き下げのために、金融政策をどの程度引き締めるべきかについては、大きな不確実性が存在しています。債券市場では、この不確実性を背景にボラティリティが大幅に上昇し、リスク・プレミアム、すなわちクレジット・スプレッドの拡大につながっています。

市場参加者は、量的緩和(QE)政策の実施を見越して下落局面で買いを入れることが賢明であった、過去 10 年間の行動パターンを払拭しなければなりません。「FRB プット(悪材料が出て FRB が緩和姿勢で相場を支える状況)」が消滅し、欧州でも「社債買い入れプログラム(CSPP)」が終了したことを踏まえると、それはもはや賢明な戦略とは言えません。とは言え例外も存在します。ECB はユーロ圏における分断(fragmentation)リスクに対する懸念と対応へのコミットを表明しており、市場の分断化を防止する新しいツールの策定を進めています。コア国と周縁国の国債利回りの格差が ECB にとって許容できない水準を超えた場合に介入を可能とするような制度が、整備される公算が大きいようです。したがって、欧州のソブリン・リスクを対象とする、ECB の「プット」が新たに誕生することも考えられます。

四半期アウトルックのセッションに参加されたゲストの1名は、ECBは次のステップとして、クレジット・スプレッドに上限を設定するような新しいツールを用意する可能性があるとは指摘しました。ロベコでは、その確率が高いとはみていませんが、仮に実現した場合、欧州クレジットにとっては強力な支援材料になるでしょう。現時点では、ECBが社債買入れを終了したことが、欧州の投資適格債の低調なパフォーマンスの一因となっています。

## 市場は脆弱な状況にあります。先進国市場では債務残高が過去最高の水準に達し、中央銀行のサポートがもはや期待できなくなるなど、金融システムには安定性のリスクが存在します

年初来の調整は、流動性が極めて乏しかった2020年3月や2008年9月の状況を連想させるものでした。また、投資銀行のバランスシートが世界金融危機前と同じではないことを、再確認するきっかけにもなりました。金融規制の強化、リスク管理の厳格化、現物有価証券保有の意欲低下といった要因によって、投資銀行は市場が急変した際のショック・アブソーバーとして機能しなくなりました。このため市場では、誰もが出口を求める状況において、流動性が急激に悪化することになりました。このような市場環境において、逆張りのなスタンスを取ることの重要性が改めて浮き彫りになりました。他の誰もが同じ方向を向いているタイミングでは、出口を急ぐべきではありません。市場は脆弱な状況にあります。先進国市場では債務残高が過去最高の水準に達し、中央銀行のサポートがもはや期待できなくなるなど、金融システムには安定性のリスクが存在します。

ミューチュアルファンドの資金フローは流出超過となっていますが、ほとんどの場合、リターンを追従する傾向が見られることから、これは意外なことではありません。したがって、先行指標として捉えるべきではありません。発行市場の動きも低調ですが、これにも同じことが言えるため、前向きな兆しとして考えるべきではありません。供給の減少は、単にクレジットに対する需要の低下を反映するものです。

ここで導かれる唯一の結論は、中央銀行が金融環境を急速に引き締める中で、テクニカルは引き続き脆弱であるということです。この状況が変わるのは、インフレ圧力に緩和の兆しが確認された場合に限られるでしょう。

### 結論

総じて言えば、足元のバリュエーションは、クレジット市場に対していくぶん前向きなスタンスで臨むべきことを示唆していますが、その一方で、ファンダメンタルズとテクニカルは依然として脆弱な状態です。市場はQEの期間中に、FRBと戦うべきではないことを学習しましたが、今回の引き締め局面においても、同じことが言えます。インフレとの戦いに取り組むFRBは、副次的なダメージとして市場環境の悪化を受け入れようとしています。スプレッドが一段と拡大する展開も十分想定されることから、悪化した段階でベータをさらに引き上げることを検討する方針です。景気後退入りのリスクが高まる中で、市場もそのシナリオに向けて変動しています。とは言え、現時点では、パニック売りや正当化されないほどの下落という段階には至っていません。そのような機会が向こう3~6カ月の間に生じることも、十分考えられます。

### ポジショニング

ロベコは前四半期の段階で、投資適格債とハイイールド債のポートフォリオにおいてリスクをいくぶん積み増しています。投資適格債については、過去データに基づくと、スプレッドは魅力的なリターンが期待される水準に達したとみています。だからといって、スプレッドがさらに拡大する可能性がないわけではありませんが、アップサイドとダウンサイドのバランスが改善したことから、先進国の投資適格債に関しては、少なくとも中立的なポジショニングは正当化されるだろうと考えています。

	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、2022年6月

ハイイールド債市場と新興国債券市場では、景気後退局面において弱含むとみられるセグメントが増加しています。そのようなセグメントのスプレッドは、この先6~12カ月の間に想定されるデフォルト率の上昇を織り込む形で、さらに拡大すると予想しています。

エマージング・ポートフォリオにおいては、相対的に魅力ある水準で取引される先進国市場の投資適格債の取引を通じて、ベータを引き上げる機会が見受けられます。中核的な新興国市場のクレジットについては、アンダーウェイトを据え置きます。

ハイイールド債のポートフォリオにおいては、質の高い個別銘柄の選定にフォーカスすることによって、サイクルを通して市場全体をアウトパフォームできることを証明してきました。このスタンスを維持しつつ、好機が到来した段階で、デリバティブ取引を通じてベータを引き上げる方針です。現時点では、ハイイールド債ポートフォリオのベータは1をわずかに下回っています。

一方、欧州の銀行セクターに関しては、今回のサイクルでは弱気相場の震源地になる可能性が低いと考えられることから、オーバーウェイトを据え置きます。欧州の銀行は、パンデミック危機下で設定された中小企業向けの公的保証付き融資プログラムによって、ある程度保護されています。

謝辞:

この四半期アウトル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。Jim Reid (Deutsche Bank)、Mislav Matejka (JPMorgan)、Barnaby Martin (BAML)、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
---