

2022 年 10-12 月期 クレジット四半期アウトック

貿易と信頼関係

- 金融政策、財政政策、地政学政策に転換点が到来
- クレジット・サイクルとビジネス・サイクルはもう少し進行が必要
- 中央銀行はこれまで以上に市場を動かす存在に

先日、ロベコのマルチ・アセット・チームは「混迷の時代」というタイトルの 5 年見通しレポートを公表し、市場参加者として対応が求められる、多くの短期的、長期的、地政学的な転換点について考察しました。クレジット・チームも同様の見方をしています。

転換点を迎えているものの 1 つとして、グローバル・サプライチェーンが挙げられますが、これは平時においてのみ正常に機能することが確認されています。「EU ロシア (Eurussia)」の関係は破綻しました。今後は、世界で最も重要な二国間関係である「中国アメリカ (Chimerica)」の関係を、注意深く見守る必要があります。貿易期待理論によると、貿易は信頼関係が存在する場合に円滑に行われます。私たちは今、新しい軍事同盟の枠組みに沿った“脱グローバル化”(グローバ

ル・マクロ・チームが好んで用いる言葉を使えば“再グローバル化”)の局面を迎えています。

このような長期的なトレンドと並行して、中央銀行が“インフレとの戦い”という自らの戦いを続ける、短期的

Outlook
機関投資家向け
2022 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

なトレンドが進行しています。当面は、インフレ(あるいはインフレ期待)を正常化するためには経済に痛みが伴うという発言を額面通りに解釈して、2つのマンデートの達成を期待しないことにします。つまり、企業収益、投資、レバレッジド・ローンのデフォルト率、市場全体のボラティリティなどの観点から、景気後退に伴う痛みがさらに発生することになります。パリュエーションは割安になりましたが、現時点では十分に広がりを見せていません。

今回の景気後退局面の入り口においては、過去のサイクルの同じようなタイミングと比べて企業セクターは健全であり、実際、企業収益が非常に堅調であることは十分認識しています。しかしながら、本格的な景気後退入りのシナリオが織り込まれたことを示す証拠が、さらに必要になります。テクニカル面に注目すると、中央銀行はさらに利上げを進めると見られ、また、多くの国では量的引き締め(QT)の開始が避けられないでしょう。総合的に判断して、サイクルが底打ちするタイミングの予想を、今年の遅い時期へとわずかながら先送りすることとします。

ファンダメンタルズ

政策当局はこの10年あまりの間、経済成長とインフレのトレンドを大幅に見誤ってきました。この10年間、物価がほとんど上昇しない中で量的緩和(QE)が実行された結果、資産価格のインフレが発生しました。その後、インフレは一過性の現象であるとの見方が示されました。そして足元では、賃金や企業の価格決定力を通じてインフレが経済に定着することを、中央銀行が懸念する段階に入っています。これまでの経緯は、インフレを予想すること、そしてインフレを管理するプロセスが、本質的にいかに難しいものであるかを物語っています。中央銀行には教科書がありません。つまり、政策判断ミスを想定しなければならないこととなります。

インフレ期待を抑制するためには、経済の需要サイドに痛みを生じさせなければならぬと、中央銀行は考えています

インフレ期待を抑制するためには、経済の需要サイドに痛みを生じさせなければならぬと、中央銀行は考えています。当面の間は、FRBが2つのマンデートの

1つである完全雇用の目標に対応することを、期待するべきではありません。むしろ、その反対を想定すべきでしょう。インフレ率の低下、景気的大幅な減速、金融環境のさらに大幅な逼迫化という、3つの条件の1つが満たされるまでは、FRBは利上げを停止しないと見られます。このため、今回のサイクルのボトムが到来する時期の予想を、幾分先送りすることとします。

どのような性質の痛みが生じ得るのか、来るべき景気後退のタイミングと潜在的な深刻度について何がわかるのかについて、判断材料を得るために、ロベコはヒストリカル分析を行いました。そのうちのいくつかを紹介しましょう。

第1に、歴史的に米サプライマネジメント協会(ISM)の景況感指数が60から50に低下すると、クレジット・スプレッドは拡大する傾向があります。景気後退入りが認識されると、同指数や購買担当者景気指数(PMI)は47~48といった水準を下回ることが一般的ですが、そうやって初めて、通常は市場価格に織り込まれるようになります。今回もまた、この2つの指数が有益な指標であるとすれば、まだその段階には至っていません。ちなみに、平均的な景気後退局面においては、GDP成長率は5%ほど落ち込むこととなります。この数字も注目に値するでしょう。

第2に、引き締めサイクルの最終盤には、非農業部門雇用者数の平均増加幅は20万人未満に減少します。足元では、この水準をはるかに上回っています。

第3に、歴史的に、景気後退局面における平均的な金融環境は、現在よりもはるかに逼迫しています。この指標を見る限り、金利、原油価格、株価に対する影響はさらに強まる余地があります。

第4に、賃料などの粘着性の強いインフレ項目は、引き続き上昇傾向にあります。また、アトランタ連銀の賃金上昇トラッカーは、明確に落ち着く兆しを示していません。

第5に、住宅ローン金利の上昇を受けて、住宅市場は減速傾向にあります。現時点では、この傾向は住宅価格よりも住宅販売の指標において明確に表れていますが、耐久財消費にも相応の影響が波及すると見られます。

上記は、ロベコが実施した数多くの分析の一部に過ぎません。大方の指標を見る限り、サイクルの中で景気後退局面には達していないというのが、ロベコの全体的な結論になります。

次に、市場サイクルに注目しましょう。景気後退に関連するクレジットの弱気相場は、歴史的に少なくとも1年半は続きますが、まだ9カ月しか経過していません。また、クレジット・スプレッドは150bp以上拡大することが一般的ですが、現時点ではその半分にも達していません。楽観的な立場から、キャリー収入が増加していること、スプレッドのピークは長続きしないケースが多いことを踏まえ、この先1年間のいずれかの段階で超過リターンがプラスに転じる、と見ることも可能でしょう。

また、これまで幾度も繰り返されてきたように、中央銀行には、過剰に引き締めを行った後に、その大部分を元に戻さざるを得なくなる傾向があることを、指摘しておかなければなりません。引き締めサイクルの終了に近づくとタイミングを正確に見極めることはできませんが、金融環境が中立金利(推計値)対比でインフレ抑制的になった時点で、過剰な引き締めの段階に入ったことがわかります。

金利のピークがクレジット・スプレッドのピークに先行することは、歴史的に確認されています。また、平均的には、最後から2番目の利上げの時期に、金利がピークに達することもわかっています。ロベコはこの前提に基づいて、今年11~12月に金利はピークに達する可能性があるとの結論に至りました。この予想が外れるとすれば、それより前ではなく、後になる公算が大きいです。一方、市場には、来年第1四半期に金利のピークが到来する見通しが、織り込まれています。

冒頭で指摘したように、企業のバランスシートは総じて健全であると思われます。景気の後退局面において、企業収益が20~30%程度減少することは、言うまでもなく認識していますが、ここ数週間の業績修正において、前期のかなり低い水準からの回復が確認されていることは、注目に値します。

今回の四半期アウトルックのセッションでは、名目経済と実質経済の違いについても議論しました。米国の物価連動国債(TIPS)市場を見ると、実質利回りがかなり速いペースで上昇している様子が見えがえ。この場合、住宅、株式、クレジット、コモディティなどのリ

スク資産の市場から、資金の流出が進むことが一般的です。したがって、投資の観点からはネガティブなシグナルになります。これに対して、企業収益や政府収入が、実質経済よりも名目経済にリンクしている可能性があることを、受け入れる必要があります。企業収益や政府収入は、物価水準の上昇や税収の増加によって押し上げられると、名目債務残高対比で膨らむこととなります。

現在の企業財務の健全性について別の角度から考察すると、パンデミック危機が発生して以来、強気相場において一般的なバランスシートのレバレッジ拡大に取り組む時間を確保できなかったと、シンプルに説明することも可能でしょう。おそらくこのことは、「ライジング・スター(投資適格階級に格上げされる銘柄)」の方が「フォールン・エンジェル(投機的階級に格下げされる銘柄)」よりも依然として多い理由と考えられますが、ロベコはこの運行指標をそれほど重視していません。

グローバル経済を牽引する古い機関車が、今回もその役割を果たすと想定するべきでないことは明らかです

今回の四半期アウトルックのセッションにおいては、中国に関する議論はほとんど行われませんでした。グローバル経済を牽引する古い機関車が、今回もその役割を果たすと想定するべきでないことは明らかです。例えば、経済成長見通し、債務残高、非常に高い水準の若年失業率などは、懸念すべき深刻な問題です。また、経済活動を抑制する新型コロナウイルス政策も、プラスには作用しません。

結論として、極端に弱気にはなりたくありませんが、その一方で、クレジット・サイクルの最終段階を迎えるに際して、いくぶん忍耐強くなる必要があります。クレジット市場の参加者には、幾分悲観的な行動バイアスが存在すること、FRBの政策を深読みしすぎる傾向があること、将来の方向性を正確に示すとは限らないヒストリカル分析に基づいて自信過剰になる傾向があることについて、警戒しています。

基本シナリオを変え得るような、ポジティブなテール・リスクもいくつか見受けられます。第 1 に、ウクライナ戦争、あるいは景気後退そのものが予期せぬ形で幕引きとなれば、原油価格がさらに大幅に下落する契機になり得ます。これは、インフレと経済成長にとって好ましいシナリオであり、FRB が引き締めサイクルを中断する理由になるかもしれません。第 2 に、企業の価格決定力は予想以上の底堅さを発揮し、その結果、経営の健全性に好影響を与える可能性があります。総じて見れば、弱気相場のあらゆる側面が確認されたとは思いませんが、徐々にその段階に入りつつあります。

バリュエーション

楽観的な見方をすれば、年初来、クレジット、国債、株式の間に存在する正の相関が、多大な痛みをもたらしてきたものの、その結果、バリュエーションは大幅に改善しています。「株式 60%、債券 40%」から構成される典型的なバランス型ファンドは 18%値下がりし、債券市場にはここ何年もの間で最悪の売り圧力がかかりました(トータルリターン・ベース)。裏を返せば、市場価格がより魅力的な方向に向かうようになったこととなります。社債利回りの構成が複雑化しているため、以下では市場のいくつかの領域を個別に検討したいと思います。

リスクが最も低い領域から概観すると、欧州のスワップ・スプレッドについては非常に前向きに見ています。セクター間の相対価値に注目すると、リスク調整後ベースで、時系列的に最も割安な領域と考えられます。背景要因として、ドイツ国債の希少性とレポ市場における非常に逼迫した需給関係が挙げられますが、これは QE に伴う多くの副作用の 1 つと言えるでしょう。その結果、国債をベンチマークとして参照する投資家にとって、欧州のクレジット・スプレッドは米国のクレジット・スプレッド対比で割安になっています。また、カバードボンドや政府機関債を始めとする、質の高い投資適格債が極めて割安になっています。もっとも、アセット・スワップ・スプレッド(ASW) やスワップ対比のスプレッドに注目すると、いまだ割安感は見受けられません。この先数カ月の間に、ECB が何らかの QT プログラムを実施した場合、ドイツ国債の希少性の問題は、解消される可能性があります。

また、イタリアのスプレッドも、欧州市場において注目すべき領域です。同国の政治情勢や財政の健全性を踏まえると、適切なリスク・プレミアムがスプレッドに

反映されているとは考えられません。ECB は一定以上のスプレッド拡大に伴う損失を限定するかもしれませんが、イタリアの企業向けエクスポージャーに対する慎重な姿勢を据え置きます。

次に、米ドルのハイイールド債市場に注目すると、オプション調整後スプレッド(OAS)の過去平均は 540bp となっています。足元で、その水準に近づきつつありますが、景気後退局面においては、その 2 倍程度の水準に拡大することも珍しくありません。現在のスプレッドには、デフォルト率の上昇やその他の予期せぬリスクのプレミアムが反映されていません。もっとも、市場が弱含む中で、向こう 1 年間の超過リターンがプラスに転じる段階に入る可能性は高いようです。

一方、一般に景気後退局面においては、米ドルの投資適格債の OAS は 200bp を上回る水準に達します。足元の水準は 150bp 近辺であり、その段階には達していません。欧州市場では、スワップ・スプレッドの影響によってクレジット・スプレッドはさらに拡大しているものの、(流動性リスクではなく)クレジット・リスクのプレミアムは、基本的にインデックス・ベースでのベータのオーバーウェイトを正当化するような水準に達していません。もっとも、同市場においても、銀行銘柄や景気敏感銘柄のように、リプライシング(価格水準の調整)が大幅に進んだ結果、オーバーウェイトが正当化されると考えられるセクターも存在します。また、ここでも、向こう 1 年間の超過リターンがプラスに転じるシナリオが存在します。

「BBB 格と AAA 格のスプレッド格差」や「CCC 格の銘柄間のスプレッド格差」など、ばらつきを示す指標に注目すると、クレジット市場が割安であると判断できるようになるまでに、ばらつきにはさらなる拡大の余地がある様子がうかがえます。例えば BBB 格の OAS は足元で 200bp 程度にとどまりますが、難なく 400bp に届く可能性があります。

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)のスプレッド(iTraxx/ CDX のインデックス・シリーズ)に関しては、過去最高の水準に達するまでに、かなりの距離が存在するように思われます。現物債の市場において強制的な売却の動きが確認されていないため、CDS と現物債はポジティブ・ベシスの状態(CDS > 現物債)で推移しています。いずれにしても、かなりのボリュームのヘッジが行われたようであり、ベータをオーバーウェイトする手段として、CDS が第 1 の選択肢になるでしょう。

欧州市場には米国市場と比べて割安感が存在しますが、より深刻なファンダメンタルズ関連のリスクが欧州大陸に影響を及ぼしている状況を踏まえると、合理的と言えるでしょう

欧州市場には米国市場と比べて割安感がありますが、より深刻なファンダメンタルズ関連のリスクが欧州大陸に影響を及ぼしている状況を踏まえると、合理的な関係と言えるでしょう。政治リスク、後手に回った中央銀行の政策、ウクライナ戦争など、あらゆるイベントが米国よりもはるかに深刻な影響を欧州に与えています。とは言え、これらはいずれも既知のリスク要因であり、市場は追加的なリスク要因や新たなリスク要因に反応するものです。そのためロベコでは、欧州を米国対比でオーバーウェイトとすべきと確信しています。資本構成上の位置付けを問わず、欧州通貨建ての債券はグローバルに割安な水準で取引されています。

また、軟調なトレンドに過度に引きずられることの危険性を認識して、企業収益や株価指標にも参考情報として注目しています。いくつか事実を紹介しましょう。第1に、ナスダック総合株価指数の構成銘柄の半分は50%以上も下落しました。第2に、株価売上高倍率で見ると、世界のフィンテック銘柄の株価下落が行き過ぎであることはほぼ確実です。第3に、(実体のあるキャッシュフローとビジネスモデルを有する)FAANG 銘柄(最大手IT企業群)の株価は、ピークから30~70%下落しました。最後に、欧州の景気敏感株/バリューストック株は、ディフェンシブ株対比で、歴史的に最も安い水準にあります。デュレーションの長い資産が打撃を受けるなど、景気後退シナリオがある程度織り込まれたことは明らかです。

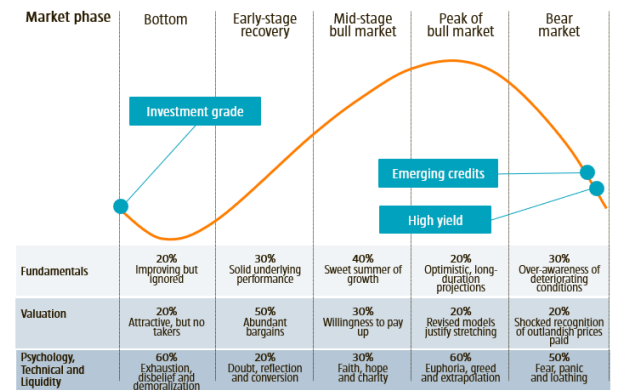
次に、クレジット市場において特殊な領域である、米国のレバレッジド・ローン市場についてコメントしておきます。この市場は1兆ドルを超える規模にまで拡大しています(その大部分(80%)がB/CCC格)。近年、CLO(ローン担保証券)の組成に関連して需要が増大したことを受けて、財務制限の緩い「コベナンツ・ライト」が主流になりました。反対に、ハイイールド債の発行額は低

迷っています。構造上、B格の中でも信用力の低い銘柄が含まれるため、格下げによってCCC格の構成比率が上昇した場合に、強制的な売却(デレバレッジ)の動きにつながる可能性があります。

大方の市場参加者の目に触れることが少ない市場ですが、過大なレバレッジを抱えるバランスシートが潜んでいます。ローンの債務者にはファンダメンタルズ面での影響が及ぶため、金利上昇に伴うアクシデントを想定すべきでしょう。変動金利型の仕組みの場合、参照レートが3カ月ごとにリセットされるたびに、借り入れ金利が段階的に上昇するなど、債務者にとって金利コストの上昇は収益の低下に直結します。

結論として、バリュエーションの魅力は増えています。ここ数カ月間に見られたような、急激な“ベアマーケット・ラリー”をロベコは警戒しています。この先数カ月の間に、中立的なポジションからオーバーウェイトのポジションへと、慎重にシフトする方針です。

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9月

テクニカル

ポジションがロングであってもショートであっても、テクニカルに関する結論は変わりません。最近では、テクニカルが市場を牽引しています。2021年12月に公表したクレジット四半期アウトルックにおいて予想したように、中央銀行による流動性を巻き戻す動きが、引き続き原動力となっています。株式およびクレジットのリターンと、世界の主要な中央銀行のバランスシートの総額の変化との間には、引き続き正の相関が存在します。QE から QT への移行は、資産価格を大幅に押し下

げる方向に作用します。過去 10 年間の動きが巻き戻されることとなります。

インフレの正常化が重要な優先課題であるというメッセージを、中央銀行は非常に明確に打ち出しているため、近い将来に QE プログラムが再開されて、市場を下支えするという展開は想定されません。むしろ、ボラティリティの上昇を予想するべきでしょう。一方で、バブルが新たに発生しにくくなることは、不幸中の幸いと言えます。

エコノミストのリチャード・クー氏が長年にわたって指摘しているように、利上げを余儀なくされた状況において QE を巻き戻す作業は、極めて困難になります。超過準備金の処理が必要になり、さらには、中央銀行が超過準備金に対する金利を引き上げることによって、民間の銀行を支援する形となるため、政治的な議論に発展する可能性もあります。

このような政策は、金融市場にも重要な影響を与えます。近年、債券市場において中央銀行のシェアが拡大したことを受けて、流通市場における流動性は今年に入って大幅に低下しています。市場が一方向に動くケースも見受けられます。中央銀行の撤退は、市場が新たな均衡点を自力で見出さなければならないことを意味します。それまでの間、ボラティリティに対する緩衝材が消滅することで、とり大きなショックに対する脆弱性が高まることとなります。

「FRB(あるいは他の中央銀行)と戦うな」という古い格言を尊重するべきというのが、テクニカルに関する結論になります。現時点で、最後から 2 番目の利上げのタイミングまでは数カ月間の猶予があり、金利が安定したとしても、利回りの低下とクレジット・スプレッドの拡大という期間の到来が、歴史的に想定されます。

結論

混迷の時代が始まりました。ビジネス・サイクル、金融政策のサイクル、人口動態や地政学に関連する長期的なサイクル(恒久的な労働力不足の時代に向かっているのでしょうか)の転換点の存在が、現状の分析を複雑にしています。

歴史が何らかの教訓を与えてくれるのであれば、ビジネス・サイクルはもう少し進行する必要があると考え

ています。また、中央銀行が過剰に反応するリスクが存在する一方で、市場には本格的な景気後退入りのシナリオが総じて織り込まれていないと見ています。クレジット・スプレッドが拡大したことを踏まえて、一部の市場において買いを入れ始めているものの、ベータのオーバーウェイトを主張するには、引き続き忍耐強くあることが肝要でしょう。

ポジショニング

ロベコは、米国対比で欧州のクレジット・スプレッドを選好しています。この判断は、純粋に上記のリスク要因によるものであり、結果的に欧州市場が米国市場よりも割安になっています。

また、割安なスワップ・スプレッドに注目して、質の高い欧州クレジットを選好しています。

さらに、利回り上昇の恩恵を受ける単純な「貸し出し型」のバランスシートを保有する銀行を中心に、銀行セクターを選好しています。シニア債と無担保シニア債のスプレッドは特に魅力的です。

ハイイールド債市場では、引き続き質の高さを重視しています。ここでも、欧州をオーバーウェイトとしつつ、より安定的なノンシクリカル銘柄を選好しています。また、ポートフォリオのベータをアンダーウェイトの範囲で中立的な方向に戻しました。さらに、次の段階を見据えて、デリバティブ(CDS)の選択肢を検討しています。

	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 9 月

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。Kamil Amin (UBS)、Mislav Matejka(JPMorgan)、Matt King(Citi)、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
--