

# 2023年4-6月期 クレジット四半期アウトルック 押し目買いのスタンス

ROBECO  
The Investment Engineers

- ・ 経済情勢は依然良好ながら与信の状況は急速に逼迫
- ・ 昨年11月のピークと同様、今年3月のピークは買いの好機だった
- ・ 政策介入と銀行セクターのストレスは投資機会を提供

ロベコは過去数四半期にわたって、サイクルの最終盤におけるポートフォリオ戦略を策定する手段として、FRBの最後から2番目の利上げのタイミングを見極めるというテーマを掲げてきました。FRBの引き締めサイクル完了に関する市場のプライシングを見ると、ロベコが当初から認識していたように、これは容易なテーマではないことがわかります。

昨年末の時点では、FRBのタカ派的な発言や労働市場関連の底堅い指標を根拠として、先行きの金利見通しが上方修正されました。一時は、最大6回の追加利上げが織り込まれていましたが、最近では、2023年末までに2回の利下げが織り込まれるようになりました。このような市場の調整は、非常に高い水準の債務残高(対GDP比率)、記録的水準に達した企業利益率、安価なマネーの供給が過度に長期化したとの見方に象徴される、経済の不均衡の大きさを反映する動きと言えるでしょう。

昨年10月には、市場の警戒感が行き過ぎであるとの見方から、ある程度押し目を拾うべきと判断しました。投資適格債については1を若干上回る水準に、ハイイールド債についてはほぼ中立的な水準に、それぞれベータを引き上げました。その結果、ベアマーケット・ラリーに該当するかどうかはさておき、正しい選択だったことが証明されました。その後、2023年第1四半期に、このポジションを削減しています。

直近では、米国とスイスにおける銀行セクターの動向が、市場のプライシングに影響を与えています。この点については、後ほど詳述します。前書きにおいては、シリコンバレーバンク(SVB)とクレディ・スイスを巡る混乱を受けて、金融セクターに投資の好機が再来したとの見方を述べておくだけで十分でしょう。ロベコは押し目買いを再開しています。

**“「景気後退シナリオの確実性」と「軽度な景気後退にとどまることへの期待」の間で、相場は揺れ動いています**

FRBが利上げを継続するという基本シナリオに、変化はありません。インフレを始めとする経済指標は、依然として十分に抑制されていませんでした。また、そのような状況において、アクシデントが発生することも理解しています。アクシデントは、ドットコム・バブル崩壊、サブプライム危機、英国のLDI(債務連動型運用)危機など、何らかの形で常に発生します。FRBの利上げサイクルの最終盤では、ブラックスワン・イベント(深刻な結果をもたらす予期せぬイベント)が生じます。長期にわたる過剰なマネーの供給と、FRBとECBによる劇的な方向転換の後であれば、なおさらのことです。

最近の銀行セクターのストレスによって、1つ変わったことがあるはずですが、銀行の貸出基準は既に厳格化の傾向にありましたが、そのプロセスは加速する見通しです。その結果、最後から2番目の利上げの時期が近づき、景気後退シナリオがより確実なものになるでしょう。その過程では、さらなるアクシデントが発生するかもしれません。クレジットの下降局面においては、リファイナンスが

## ARTICLE

機関投資家向け

2023年3月



Victor Verberk  
クレジット・チーム  
共同責任者



Sander Bus  
クレジット・チーム  
共同責任者

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。

1 | 押し目買いのスタンス 2023年3月

Sustainable Investing Expertise by  
ROBECOSAM

重要な要素となりますが、一部の企業にとってはさらに困難になるでしょう。

ロベコが最後から 2 番目の利上げに注目したのは十分な根拠がありました。今回のサイクルでは、利上げに対する懸念が市場の重要な変動要因となりました。歴史的に 10 年国債利回りは、最後から 2 番目の利上げのタイミングでピークに達する傾向があります。もっとも、現在はファンダメンタルズに回帰しているように見えるため、ゆっくりと押し目買い戦略に入ると見られると確信しています。

一方、「景気後退シナリオの確実性」と「軽度な景気後退にとどまることへの期待」の間で、相場は揺れ動いているように思われます。

## ファンダメンタルズ

SVB とクレディ・スイスに何があったのでしょうか。ここでは詳細に立ち入りませんが、基本的に、サイクルの最終盤には(政策金利がこのように大幅に引き上げられた後には特に)犠牲者が出る、という経験則と関連します。例外はありません。ただし、景気サイクルのその時点で、どのセクターや地域が最も脆弱であるのかは、必ずしも明確ではありません。

ロベコの見解では、今回が発生した 2 つの特定の銀行のケースは特異なものであり、一連のシステム的なイベントの始まりを意味するものではないと思われます。2 つのイベントには、預金の流出という共通のきっかけがありました。銀行システムからは、総額 4,000 億ドル程度の預金が流出したと推計されます。これは、「TINA(他に選択肢はない: There is No Alternative)」の環境が急速に後退して、銀行の資金調達や収益性にストレスが生じた事例と言えるでしょう。クレディ・スイスのケースでは、信頼の喪失が預金の流出につながったことは明らかです。

地方銀行である SVB は、不備のある米国の銀行規制の下で営業していました。(バランスシートの規模が 2,500 億ドル未満の)小規模な銀行には、大規模な銀行に適用されるような厳格な規制は適用されません。また、流動性プールと位置付けられる「売却目的保有資産」のポートフォリオにおいて、未実現損失を計上する必要はありません。SVB のケースでは、従来型の預金ではなく運転資本であることの多い、ベンチャーキャピタルからの預金の流出が、ことの始まりでした。その結果、同行は流動性の高い「売却目的保有資産」を売却し、損失を実現せざるを得なくなりました。

米国の他の地方銀行がさらに同じような問題を起こすことも十分考えられます。不動産関連の損失、コモディティ向けエクスポージャー、その他の地域の火種となるセクター向けエクスポージャーなどが引き金となる可能性があります。

一方、大手の米銀や欧州の銀行に適用される規制に、このような不備が存在しないことは、重要なポイントです。

## “欧州では、クレディ・スイスが立ち遅れた唯一の銀行でした”

これに対して欧州では、ドイツ銀行が立ち直った後、クレディ・スイスが立ち遅れた唯一の銀行でした。しかしながら、ひとたび市場が血の匂いを嗅ぎつけると、人間の足で歩み寄ってきた銀行に対する信頼は、馬に乗って去って行くものです。クレディ・スイスが経営上の問題を抱えていたことは明らかでした。健全な与信文化は崩壊し、これを修復するのに時間が必要でした。残念なことに、信頼が揺らぎ、資本基盤に問題を抱えるタイミングにおいては、銀行は必ずしも時間的な余裕を確保できるわけではありません。

ロベコの見解によると、銀行セクターはデレバレッジを進め、自己資本比率は上昇し、バランスシート・リスクはかなり保守的になっています。バランスシートから非流動性資産が大幅に減少するなど流動性が改善し、市中銀行間での“LIBOR”に基づく信用ではなく、中央銀行からのクレジットラインが整備されたことにより、今回は、銀行セクターはシステムリスクの要因にはならないと考えられます。

中央銀行には自らの行動の影響を常に過小評価する傾向があることを、歴史は証明しています。それは次のような経緯をたどります。はじめに、中央銀行はバブルを形成します。今回のケースでは、安価なマネーの供給が過度に長期化したことによります。次に、規制や政策運営の変更に伴う副作用を否定します。その後、あらゆる問題を流動性の供給によって解決しようとしますが、後になって、問題は流動性ではなく資本であることに気づきます。したがって、脆弱な銀行が資本基盤を強化して初めて、システムの劣化が止まるのです。

わずか 2 週間の間に、このような政策対応がすべて実行されました。これは好材料であり、2008 年の教訓の恩恵でもあります。政策当局は、より迅速に対応するようになりました。

むしろ、CLO、不動産、ベンチャーキャピタルといった、金利変動の影響が生じるレバレッジの高いセクターについて、ロベコは懸念しています。質の高い資産と低い資産がさらに二極化する動きに備えて、注意が必要になります。

銀行のリスクに関する議論は終わりにして、簡単に实体经济に目を向けましょう。

米国経済が過熱状態から正常化に向かう兆しは、数多く見受けられます。雇用の削減が進む見通しの中で、時間当たり賃金は減少しつつあり、労働時間も安定的に推移しています。昨年 10 月以降、市場の見方が再び楽観的に変わっていることが、足元で主要な懸念材料となっています。リスク資産は上昇軌道に乗り、キャタピラーや欧州のシーメンスといった景気循環株は、50%以上も上昇しています。

一方で興味深いことに、過剰在庫の初期症状も見受けられます。在庫は高い水準に積み上がり、直近の事例としては、ナイキが在庫削減のため値下げを行っています。

ひとつ指摘しておきたい点として、景気後退期において 1 株当たり利益は平均 23%減少するところ、足元の株式市場のバリュエーションはこれと整合的ではありません。リスクフリーレートが大幅に低下するようになって初めて、楽観論は復活します。なお、景気後退入りを控えてリスクフリーレートが低下する中で、グロース銘柄がバリュエーションを再びアウトパフォームする可能性があります。

一方、欧州の情勢は低調であり、これまで繰り返されてきたように、欧州経済は低迷を続けています。子細に検討すると、鉱工業生産が特に打撃を受けていることは明らかです。これに対して消費者行動は、雇用の伸び、賃金の伸び、インフレの低下見通しを背景に、はるかに安定しています。実際、個人所得の伸び率はいくぶん上昇する見通しです。

総じて言えば、ファンダメンタルズ関連では、企業が逆風にさらされるという見通しが、主要なテーマとなっています。大きな悪材料として、賃金の上昇を受けて、利益率は非常に高い水準から低下する見通しです。

現在の状況において、予想を正確に行うことが、重要な課題となります。GDP や金利の予測は極めて難しいため、ロベコはバリュエーションのポジショニングにおいて逆張りの戦略を選択しています。

以下では、サイクルの理解に資するよう分析した時間を、いくつか紹介します。

- 貸出基準の厳格化が信用や GDP の伸びに与える影響が顕在化するまでに、5~6 四半期の時間を要する（最近の動向の影響によって、貸出基準の厳格化を受けて、GDP はさらに 0.5%縮小する可能性があります）。
- 金利のイールドカーブが逆イールド化してから景気後退入りするまでに、平均 5 カ月を要する。
- クレジット市場が上昇するのは最後の利上げ終了後。

結論として、今年後半に伝統的な景気後退局面に入ると予想しています。問題は、そのシナリオが市場に織り込まれているかどうかです。織り込まれる場面もあれば、そうではない場面もあるようです。

## バリュエーション

市場における主なボラティリティ上昇要因として、リスクフリーレートである T-Bill (米財務省短期証券) とリスク資産が同じ土俵で評価されていることが挙げられます。短期市場金利と預金金利の間に大きな開きが生じた結果、TINA の環境は消滅することになりました。この現象は二極化の動きを招き、ストレスの発生やプライシング (価格水準の調整) につながることもあります。

## “TINA よ、永遠に”

一般に、投資適格債のオプション調整後スプレッド (OAS) が現在の水準 (160~170bp) に達した場合、景気の減速が何らかの形で織り込まれていると主張することが可能です。また、昨年 10 月にも指摘したように、OAS が 200bp 近辺まで拡大すれば、通常の景気後退局面においては投資機会となります。

一方で、ハイイールド債市場では、OAS は基本的に 300bp 程度であり、景気後退シナリオが反映されていると主張するのは難しいでしょう。例えば CCC 格と BB 格のクレジットの間には、二極化の動きが見受けられます。ここ数カ月間、BB 格は BBB 格などと比べても、堅調に推移しているように思われます。

一部の米国とスイスの銀行にストレスが生じたことで、銀行銘柄のスプレッドには強烈なプライシングの動きが発生しました。その中心は AT1 (その他 Tier1) 債市場であり、同市場の機能に関する疑問さえ浮上しています。クレディ・スイスの AT1 債の目論見書には、存続不能 (non-viable) と認定された際の恒久的な損失吸収条項が



明記されています。市場のリスク回避姿勢と与信文化の脆弱性を背景に、同行はそのような状況に陥りましたが、ドイツ銀行のケースのように、事業再編を実行する時間的猶予は与えられませんでした。その意味において、事業再編を実行するための資本に不足していた同行は、クレジット・クランチ（信用収縮）の犠牲になったと言えるでしょう。

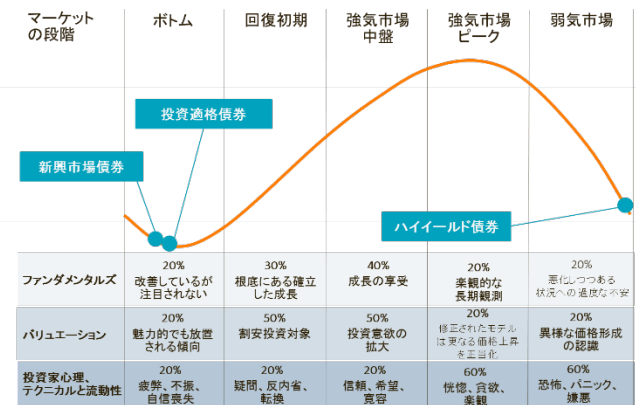
ロベコの債券戦略では、クレディ・スイスの AT1 債、SVB や他のカリフォルニアの銀行の債券を保有していませんでした。

直近のイベントを受けて非常に大きなリスク・プレミアムが上乗せされたため、現時点では AT1 債を選好しています。8%を超える利回り水準はもちろんのこと、スプレッドが大幅に拡大した現在の水準についても、通常はこれらの債券を前向きに評価します。これらの AT1 債からは、株式に近いリターンを獲得することが可能です。また、株式に類するリスクが生じるのは、極端にネガティブで、希有で、特異な状況に限られることも示されています。AT1 債はシニア債権者を保護したという意味で、まさに想定通りの役割（破滅的状況（パーフェクト・ストーム）における損失吸収）を果たしたと言えるでしょう。株式保有者の損失は 95%ではなく、理想的には 100%とするべきでしたが、ロベコにとってこれはそれほど重要なポイントではありません。

ロベコのバリュエーション・シートを見ると、金融銘柄とコーポレート銘柄の間で、明確な違いが確認されます。ハイールド債、投資適格債の両方について、コーポレート・セクターはいくぶん割安ではあるものの、昨年 10 月のように景気後退シナリオに耐えうるような水準ではありません。

引き続き、CCC 格のクレジットやハイブリッド事業債などリスクの高い債券への投資を抑制する方針です。金融セクターへのエクスポージャーをある程度含む、質の高いポートフォリオを選好しています。不動産や小売り、金利や景気後退の影響を受けやすいセクターに関しては、特に慎重な姿勢で臨んでいます。

図 1 | 市場サイクル



出所：ロベコ、2023 年 3 月現在

興味深いエピソードとして、T-Bill の利回りが米国の投資適格債の利回りを束の間上回ったとの話を耳にしました。繰り返しになりますが、リスク資産がリスクフリー資産（実質利回りベース）と同じ土俵で評価されていることとなります。最後から 2 番目の利上げを目前にして、スプレッドのピークはもう少し先になるかもしれません。

### テクニカル

初めに、今回のクレジット四半期アウトルックのセッションの前日に行われた、パウエル FRB 議長の記者会見について触れたいと思います。記者会見では、FRB がこの先数カ月間にわたって引き締め路線を継続する方針が、明確に表明されました。労働統計が堅調であり、既に目標を上回る水準のインフレ率がさらに長期にわたって上昇するとの見方が、主な根拠とされました。

その上で、パウエル議長は、米国の銀行システムにおける最近のイベントが、銀行の貸出基準のさらなる厳格化を促す可能性が高いと説明しました。イベントの影響を評価するには時間を要しますが、この点を考慮に入れる必要があります。

**“サイクルのこの時期は、あらゆる種類のフラッシュ・クラッシュ（瞬間暴落）、調整、激変が生じることで知られています”**

プレスリリースにおける FRB の論調は、前回までの FOMC とは若干異なり、経済指標や銀行システムのストレスとその波及的影響の評価次第では、さらなる追加利上

げが適切になりうると言明されました。その結果、FRB の金利見直しはよりバランスのとれたものになりました。「テクニカル」の項でこの点に言及したのは、FRB の金融政策が市場にとってアゲインストであるフェーズが終了していないからであり、テクニカルは引き続き逆風下にあると言えます。

市場では、サイクルのどの段階にあるのか、いつ景気後退入りするのかを模索する動きが活発であり、非常に特殊な行動につながっています。リスク・オンとリスク・オフを繰り返す環境に陥りやすいことが、データから確認されています。つまり、利回りの低下に伴いスプレッドが拡大する、あるいはその反対の動きが見られるということです。このようにベータ・オンとベータ・オフを繰り返す環境において、ロベコはベータの観点から、市場の動きに対して逆張り思考で対応しようと試みています。

サイクルのこの時期は、あらゆる種類のフラッシュ・クラッシュ（瞬間暴落）、調整、激変が生じることで知られています。先週には、スプレッドが 3 日間の動きとしては記録的なワイドニングを示した後に、1 日の動きとしては最大規模の回復を果たす、という展開が観察されました。また、スプレッドと金利は逆相関の関係に戻ったように思われます。つまり、市場が金利の動きに過度に振り回されなくなったこととなります。

金融政策は依然として追い風ではありません。リスクフリーレートは今後も高水準で推移し、さらに小幅に上昇する可能性もあります。その意味において、過剰な引き締めという政策判断ミスが具体化しつつあります。

## 結論

中央銀行は長年にわたって金融政策による実験を試み、その過程で金融政策の新しい手段と戦略を数多く開発してきました。その結果として、あまりにも長い間、低利回り、マイナス利回りの環境が続いてきました。経済システムは社会の隅々にまで負債を生み出しました。また、NFT（非代替性トークン）や SPAC（特別買収目的会社）などの、奇妙な経済的産物について言及することも可能でしょう。これらは、典型的なサイクルの終わりを表す発明でしょう。急激で大規模な利上げサイクルによって、多くの問題が露呈することは確実です。それが何になるのかは不明ですが、不動産や銀行に関連するアクシデントがいくつか発生しても、不思議なことではありません。

すべての時系列のデータは、年末までに景気後退入りする可能性を示唆しています。これに中央銀行が一役買うことも間違いのないでしょう。前回のクレジット四半期アウトルックに付言すべき主な見解は、銀行の貸出基準は

加速度的に厳格化するという見通しです。次回のクレジット四半期アウトルックでは、景気後退というテーマがさらにフォーカスされることでしょう。

景気サイクルの現在のフェーズにおいて、ロベコは押し目買いの戦略で臨みます。スプレッド市場は、利回りのピーク（米国 10 年国債利回りが 4% に達する可能性）、直近数週間のような金融システムへの懸念、コーポレート・セクターにおける伝統的なクレジット・クランチなどを材料として、景気後退を反映しています。

金融政策は依然として追い風ではなく、現時点で利下げを期待するのは過度に楽観的です。リスクフリーレートが他の資産クラスの非常に信頼性の高い代替となる状況が続くことを想定しておく必要があります。長年にわたるマイナス利回りと醸成されたバブルの見返りのツケを払う時が到来したのです。

## ポジショニング

ロベコでは景気と金利のサイクルに慎重な姿勢をとりつつも、昨年 10 月のように市場が過度に弱気な方向に傾斜した局面や、ここ数週間に発生したような銀行セクターのイベントによってスプレッドが拡大した局面では、投資機会を逃さないように臨みます。このため、市場の特定のセグメントにおいて、押し目を拾っています。少し前まではスワップと質の高いクレジットが押し目買いの対象でしたが、今回は過大なリスク・プレミアムが上乘せられた AT1 債と金融劣後債を対象としています。

全般にそれ以外の市場では、景気後退シナリオを織り込む水準に完全には達していません。このため、ベータ・バジェットの利用をリスク・バジェットの 25% に抑制しています。

投資適格クレジットのポートフォリオでは、金融セクターのエクスポージャーを調整することによりベータを引き上げました。銀行セクターのストレスはシステミックなものではなく特異なものであるとの見方から、欧州の銀行のオーバーウェイトを積み増すべきと確信しました。過去 10 年間に数回、比較的ベータが高い欧州の銀行は、投資の好機を提供してきました。また、クレディ・スイス関連のストレスからリスク・プレミアムが大幅に拡大した AT1 債にも投資を行い、グローバルな投資勘定では最大 5% のエクスポージャーをとる可能性があります。その他では、プレーンなシニア債と期限付き劣後債に投資しました。

上記に加えて、2 月に半分の規模に縮小していたスワップ・スプレッドのロング・ポジションを、小幅ながら積み増しました。総じてスワップ金利対比で取引される高格

付けの政府機関債に類するエクスポージャーを取るための、最善の方法と考えられます。

ハイイールド債のポートフォリオでは、取引の利便性が高い CDS インデックス (iTraxx Crossover および CDX) を用いたオーバーレイ・ヘッジを、部分的に解約しました。その結果、ベータはほぼ中立的な水準まで上昇しました。さらに、金融債を購入した結果、オーバーウェイトに転じました。格付けが相対的に低い資産に対する慎重な見直しを踏まえて、このポートフォリオではさらに用心深く投資を進めています。

昨年 10 月以降に力強く上昇したシクリカル銘柄に関しては、評価を見直す方針です。

投資適格債のポートフォリオでは、リスク・バジレットの 25%程度を利用して、ベータを 1.2~1.3 程度まで引き上げました。一方、ハイイールド戦略では 1 をわずかに上回る水準です。これは金融セクターのエクスポージャーとスワップに的を絞って構築したポジションであり、コーポレート・セクターはポジションを積み増すほど割安ではありません。少なくとも、スプレッド水準で大幅に上回る金融セクターを当面は選好します。

このようにポジションを調整した結果、欧州の銀行のロング・ポジションの影響によって、米国対比で欧州のオーバーウェイトが拡大しました。ハイイールド債のポートフォリオでは、特に CCC 格の債券をアンダーウェイトとすることが、欧州のオーバーウェイトの要因となります。景気後退入りを控えて、この格付けゾーンはさらにアンダーパフォームすると予想しています。

足元では、リスクは米国市場に傾斜していると確信しています。FRB がかなり前倒しで引き締めを進める中で、地方銀行は保有国債のリスク・ヘッジで問題を抱えています。また、コベナンツ・ライトの (財務制限条項が緩和的な) レバレッジド・ローンや CLO などのエクスポージャーに対する懸念も強まっています。

	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			✓
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、2023 年 3 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。Max Kettner (HSBC)、Barnaby Martin (BoFA Securities)、Mislav Matejka (JPM)、Rikkert Scholten、Martin van Vliet、Rogier Hoogeveen (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. (“RIAM”)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 RIAM 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。当資料及び記載されている情報、商品に関する権利は弊社または RIAM に帰属します。したがって、弊社または RIAM 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
---