

# インフレ圧力と景気後退リスクの板挟み

- ・ 市場は根強いインフレ圧力と景気後退リスクの板挟み状態に
- ・ 中央銀行はインフレ対策として景気の減速を甘受せざるを得なくなることも
- ・ ロベコは引き続き押し目買い（および戻り売り）のアプローチを選好

市場では1年以上前から、米国経済の景気後退入りに関する議論が続いています。ロベコも過去数四半期にわたって、景気後退入りリスクの高まりについて詳細に論じてきましたが、いまだに景気後退局面を迎えていません。一方、欧州では、足元でドイツのGDP成長率が2四半期連続でマイナスとなり、テクニカルな景気後退局面に入りました。成長率の低下を主導しているのは製造業セクターであり、失業率が依然として低いため、消費者は悪影響を実感していません。

欧米ともに、経済成長は消費者によって下支えされています。個人消費の底堅さを背景に、サービス・セクターはパンデミック前を上回る水準まで回復しています。その結果、インフレ圧力は予想以上に根強いものとなり、これを緩和するためには、極めて逼迫した労働市場の需給を冷やす必要があります。FRBとECBはいずれも、タカ派的なスタンスを維持しつつ、利上げを継続することを余儀なくされてきました。

## 「このような速いペースでの利上げには、必ず代償が伴います」

このような速いペースでの利上げには、必ず代償が伴います。英国のLDI（債務連動型運用）危機や米国の地銀セクターにおける危機は、利上げサイクルに付随するダメージの例と言えるでしょう。前回の四半期アウトルックでは、貸出基準がさらに厳格化する可能性を指摘しましたが、既にその方向に進んでいます。

金融環境はさらに逼迫し、多くの製造業セクターでは悪影響が顕在化しつつあります。変動金利型の貸し出しの比率が高く、影響が迅速に波及しやすい欧州においては、この傾向が顕著に見受けられ、新規貸し出しの動きは明確に鈍化しています。先進国市場では、インフレ削減法などの政策プログラム

や、ITセクターのオンショアリング（国内回帰）といった長期的な下支え要因が存在するものの、設備投資は経済成長に寄与していません。

仮に景気後退入りしても、バランスシート型の深刻な景気後退には発展しないという見方が、コンセンサスとなっています。また、景気後退入りしなくてもクレジット市場は脆弱になりうることで、そしてその反対の関係が成立しうることに、留意が必要です。今回のケースでは、金利上昇の影響が波及する領域を特定することが、さらに重要になります。今回のサイクルにおいて、米国と欧州では金利が4%引き上げられました。その結果、財務レバレッジの高い企業がリスクにさらされるようになり、特に不動産セクターは深刻な状態に陥っています。このような市場環境においては、リスクと投資機会がともに表面化するため、運用においては保有資産を理解することが成功のカギを握ります。

マクロ経済とインフレの見通しの不確実性は、ボラティリティの上昇につながります。今年3月の米国の地方銀行とクレディ・スイスの経営危機に際しても、ボラティリティは上昇したため、ロベコは金融債が大幅に割安化した好機を捉えてリスクを積み増しました。その後、市場は3月前の水準へと概ね正常化していますが、一部には割安感が残存しています。

ロベコは引き続き、保守的な観点からの押し目買い（戻り売り）のアプローチを選好しています。今回のサイクルでは、金利の動きと景気後退に対する懸念が、市場の主要な変動要因となっています。また、米国10年国債利回りはサイクルのピーク近くまで上昇したと見られるものの、ボラティリティと不確実性は残存しています。バリュエーションは長期的な平均に近い水準で推移していますが、金融環境がさらに逼迫する中で、今年の早い時期と比べて割高になっています。このため、足元ではリスクを抑制する方針を採用しています。

金利の上昇か景気後退入りのいずれかが予想される中で、バリュエーションには不透明感が存在するなど、市場は板挟み状態にあると言えるでしょう。

#### ファンダメンタルズ

第2四半期に入っても、基本的に第1四半期の流れが続きました。旺盛な消費需要を背景に、経済成長は予想を上振れました。その一方で、インフレ率に関しては、緩やかに低下しているとはいえ、依然として高止まりしています。また、金利の上昇が続く中で、貸出基準は引き続き厳しさを増しています。なかでも製造業セクターには、利益率の低下という形で影響が波及しつつあります。一部のセクターでは、繰り延べ需要が追い風となって、利益率は循環的に高い水準近辺で推移しているものの、受注残が減少するにつれて、いずれは確実に正常化に向かうと予想されます。

そのような傾向は、半導体セクターにおいて確認されています。パンデミック期には、消費者が電化製品を始めとする商品への支出を拡大したため、最高益を記録しました。各社とも最終製品を確実に納品するため、不足していたマイクロチップの購入に努めました。需要の正常化に伴い、在庫整理の必要性が生じたため、マイクロチップに対する需要は激減し、価格は大幅に下落しました。足元で同セクターの企業が発行する社債は、景気後退期の水準で取引されています。

在庫ショックの兆候は、他のセクターにおいても見受けられます。在庫の水準は高く、消費財企業が在庫削減のため値下げに踏み切る初期段階の動きが確認されています。

結局のところ、景気後退とは、投資、生産、消費が落ち込む結果に過ぎず、不均衡に注目することがより重要になります。過去10年間の超低金利環境か

ら最大の恩恵を享受したのは、どのセクターでしょうか。過剰投資はどの分野において確認されるのでしょうか。利益率が多少悪化しても、財務レバレッジが過大でない限りは、企業の運命が変わるとは限りません。

明るい材料として、大方のセクターでは、過剰投資に類する動きは確認されていません。企業は総じて収益性の最適化に注力してきたため、多くの場合は、売上高の伸び悩みと、対応可能な程度の利益率の悪化にとどまるでしょう。そのような動きは、化学を始めとする景気循環セクターにおいて、既に見受けられます。

もっとも、財務レバレッジは過去10年間にわたって上昇傾向にあります。ハイイールド債市場およびレバレッジド・ローン市場では、利益率がピークに達し金利負担が小さい環境において、企業は負債を積み上げてきました。さしあたり、EBITDA有利子負債倍率とインタレスト・カバレッジは問題なさそうですが、負債総資本比率は既に高い水準に達しているように思われます。金利の上昇と利益率の低下を受けて、バランスシートの調整が求められています。

不動産セクターの状況も同様であり、ポートフォリオの再評価を通じて負債を増やした結果、保有資産のバリューでは維持できない水準の負債を、多くの企業が抱えるようになりました。このため、企業の破綻や債務再編の件数は、さらに増加する可能性が高いと見られます。

対照的に、サービス・セクターの状況は良好です。パンデミック後に、サービス関連の消費は上向きつつあります。支援材料としては、低水準の失業率、住宅価格の上昇、（パンデミックおよび欧州エネルギー危機対応としての）消費者保護の各種政策

#### ARTICLE 2023

機関投資家向け

2023年6月クレジット



Sander Bus  
ハイイールド



Reinout Schapers  
投資適格

が挙げられます。もっとも、サービス・セクターは、パンデミック前のトレンド成長率を上回る水準に既に達しているため、この先の上昇余地はほとんどありません。また、住宅価格はピークに達した後、下落に転じています。

## 「中国は足元で不動産市場の危機を経験し、パンデミック関連の危機も長期化しています」

今回のサイクルにおいて、新興国市場は異なる段階にあります。新興諸国はインフレを封じ込めるために、より積極的に利上げを進めてきました。その後インフレが低下したため、利下げを行う余地が広がっています。ブラジルでは、実質利回りが5%近くと、歴史的に非常に高い水準に達しています。

中国は足元で不動産市場の危機を経験し、パンデミック関連の危機も長期化しています。若年層の失業率は高く、消費マインドは悪化しています。このため、景気浮揚策として、預金準備率が引き下げられました。ロベコでは、中国がこれまでのサイクルと同じように、世界全体を支える役割を果たすとは考えていません。過去のサイクルにおいては、中国政府は経済成長を喚起するためインフラと不動産に多額の投資を行い、諸外国はその恩恵を享受してきました。今回、仮に同じことが可能であったとしても、新しい投資サイクルをスタートさせる意欲はほとんどないと思われる。中国政府は消費とハイテク関連の産業に重点を置き、対外貿易への依存を減らしています。

これは欧州の製造業にとっては悪材料であり、対中貿易から多大な恩恵を享受し、欧州におけるエネルギー価格の低下によって競争力が回復したドイツ企業にとっては、特に深刻な問題です。ロシアからの安価な天然ガスは、もはや欧州には届きません。極端な暖冬の影響で、ガソリン価格は下落したかもしれませんが、ロシア・ウクライナ戦争が始まる前の水準を依然として大幅に上回ります。このためロベコでは、欧州企業に対してやや慎重になっています。

一方、欧州の銀行セクターの状況は基本的な不変であり、引き続き安心感がうかがえます。デレバレッジが大幅に進み、自己資本比率は改善し、バランスシートは極めて保守的になったと見ています。また、規制環境がより厳格であることから、米銀が経

験したような金利変動に起因する損失は問題化していません。

経済環境に変化は見られません。米国では、過熱した経済の正常化が進んでいるように思われます。もっとも、経済指標は改善と悪化を繰り返し、債券市場ではボラティリティが高止まりしています。1カ月前の時点では、市場では年末までの利下げシナリオが織り込まれていたものの、ここ数週間にインフレが予想を上振れしたため、このシナリオは市場価格から剥落する結果となりました。FRBのパウエル議長は、タカ派的な発言を繰り返しています。欧州においても、ECBが精力的に根強いインフレ圧力の抑制に努めるなど、経済は脆弱な状態にあります。

## 「前回の四半期アウトルックでは、「TINA（他に選択肢はない:There is No Alternative）」の環境の終焉を宣言しました。」

総じて言えば、マクロ経済指標は年内の景気後退入りの可能性を示しています。かなり前からそのような状況であり、ここ最近の事例では、景気後退入りを予想する期間が最も長期化しています。米欧ともに、足元で消費者セクターとサービス・セクターが経済成長を下支えする一方で、製造業セクターは既に苦境に陥っています。

結論としては、市場は引き続き景気後退入りの懸念と金利上昇の懸念の板挟み状態にある、ということに尽きるでしょう。金利上昇を避けるには、インフレ率を引き下げる必要があり、インフレ率を引き下げるには、景気後退入りを甘受することが条件になると言っても過言ではありません。クレジット市場には、このシナリオが完全には織り込まれていません。

### バリュエーション

リスクフリーレートは第2四半期にさらに上昇し、足元でリスク資産に匹敵する水準に達しました。リスク資産からリスクフリー資産へ、あるいはその反対の資金フローが生じる結果、市場では今後もボラティリティが高止まりする見通しです。前回の四半期アウトルックでは、「TINA（他に選択肢はない:There is No Alternative）」の環境の終焉を宣言しました。



銀行セクター危機に端を発した3月の下落局面を経て、第2四半期はスプレッドが拡大した状態で始まりましたが、その後は大幅なタイトニングに転じています。現在、投資適格債のスプレッド（OAS（オプション調整後スプレッド））は、長期的な平均に近い145bp近辺で推移しています。

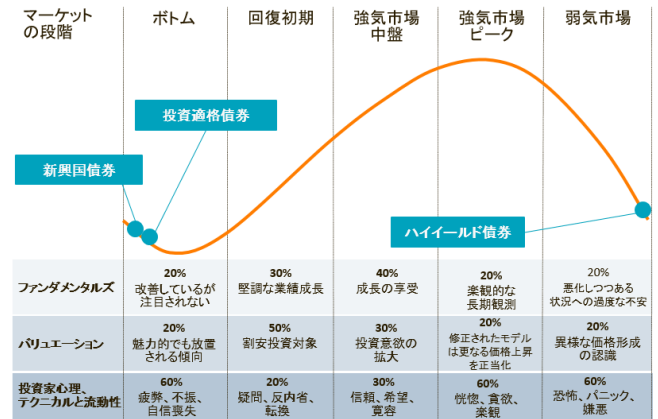
欧州銘柄のスプレッドは、これより若干ワイドな水準で推移していますが、スワップ・スプレッドが通常よりも拡大しているという事実によって、十分説明できます。AAA格の欧州銘柄の平均スプレッドは、引き続き過去最高の水準近辺で取引されているため、カバードボンドや政府機関債など、クオリティが高い資産の投資妙味が増しています。

通常の景気後退期の環境においては、OASで200bp程度が適正な水準であると市場では認識されています。その水準は、投資適格債のポートフォリオにおいてリスクを積み増す好機であると考えられます。必ずしも市場全体がその水準に達するとは限りませんが、今年3月のように、市場の一部が達するケースは考えられます。

第2四半期には大方の銀行のAT1債が回復を遂げ、5月から6月にかけて価格は上昇しています。なかでも、欧州コア国の大手銀行の債券が、堅調に推移しています。

ハイイールド債のOASは、450bpから400bpに変動しました。この水準には、経済見通しの不確実性と高金利の環境が反映されていないと、引き続き考えています。仮に景気後退入りしなくても、ハイイールド企業のデフォルト率は上昇すると予想しています。第2四半期を通じて、CCC格の債券とBB格の債券のスプレッド格差はさらに縮小しています。

図1 | 市場サイクル



出所:ロベコ、2023年6月現在

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に、縮小したとはいえ格差が確認されます。引き続き、投資適格のコーポレート銘柄のスプレッドが平均よりややワイドであるのに対して、米国銘柄のスプレッドは平均を下回るようになりました。一方、ここ数カ月間低調だった銀行債は、引き続き過去平均を明確に上回っています。

欧米市場とも、ハイイールド債のスプレッドは平均を下回る水準にあります。米国銘柄の方が欧州銘柄よりもわずかながら割高と考えられます。一方、新興国市場においても、社債のスプレッドは長期平均以下の水準まで縮小しているものの、銘柄間のばらつきが大きいのが特徴と言えます。

引き続き、CCC格およびB格下位のクレジット、やハイブリッド事業債への投資を抑制する方針です。また、価格動向を踏まえて、AT1債のポジションを縮小しています。

ロベコでは、金融銘柄、安定的なコーポレート銘柄、特異な投資機会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。その一方で、不動産、小売り、景気循環セクターに関しては、慎重な姿勢を維持しています。なかでも、小売りを始めとする景気循環セクターには、利益率悪化のシナリオが織り込まれていません。

テクニカル

今後も、テクニカルは厳しい状況が続く見通しです。インフレが望ましい水準を上回っていることから、FRBとECBはタカ派的な姿勢を維持していま

す。両者とも量的引き締め（QT）プログラムを継続することによって、市場から流動性を吸い上げています。もっとも、バランスシートの規模に鑑みると、市場には依然として大量の流動性が残されていると主張することも可能でしょう。ロベコの見解では、買い入れ額の変化に注目する方がより重要ですが、変化率は足元でマイナスに転じています。

FRBは前回のFOMCにおいて、追加利上げの可能性を明確に示唆することによって、市場にサプライズを与えました。その結果、市場では年内のフェデラル・ファンド（FF）金利の見通しが上方修正されました。経済成長とインフレの見通しが引き上げられたことから、足元では年内に2回の25bpの追加利上げが織り込まれるようになりました。

FRBのパウエル議長は、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、これまで説明してきましたが、最近のインフレ関連のデータに後押しされる形で、タカ派色を弱める方向性を残しました。

全般に、テクニカルは改善していません。中央銀行が市場から流動性を吸収する一方で、金利の上昇を背景に、リスク資産からは資金が流出しています。クレジット市場への資金フローがこれまでより中立的になっていることから、市場の明確な方向性を見定めるのは容易ではありません。

経済指標が改善と悪化を繰り返し、先行きの方向性が定まらないのであれば、ボラティリティは高止まりすると見られます。このリスクを吸収するために、スプレッドは拡大する必要があり、相場の短期的な上げ下げに合わせて、ワイドニングとタイトニングを繰り返す展開が予想されます。そのような市場環境において、ロベコは逆張りのスタンスで売買を繰り返す方針です。

引き締めサイクルにおいては、予測困難な問題がさらにいくつか表面化する可能性が高いと考えられます。過去の引き締めサイクルの事例からは、金利が上昇する環境に耐えられないセクターに影響が波及することが、確認されています。

## 「FRBは前回のFOMCにおいて、追加利上げの可能性を明確に示唆することによって、市場にサプライズを与えました」

ここ数週間で、クレジット市場では前向きなセンチメントが後退しました。この先、市場の流動性は季節的に低下し、リターンがマイナスに転じるリスクが高まります。金融市場では、「5月に売れ（Sell in May）」が重要な法則と見なされていますが、ここ数年間は他に選択肢がなく（TINA）、法則とは異なる展開がたびたび見受けられました。リスクフリーレートが大幅に上昇しているため、不透明な市場環境においては、リスクフリー資産へのシフトが投資家にとって選択肢となります。

### 結論

15年間にわたる低金利・マイナス金利という政策実験が、終わりを迎えました。実験の結果、金融環境は過熱したため、中央銀行は積極的な行動を余儀なくされています。

根強いインフレ圧力と景気後退入りリスクの間で、市場は板挟み状態にあります。両者は相互に関連しています。インフレを封じ込めるためには、中央銀行は経済を景気後退に誘導し、労働市場の需給を冷やす必要があると言っても過言ではありません。政策を実施してから影響が波及するまでの間には、タイムラグが存在するため、オーバーシュートやアンダーシュートを避けるのは事実上不可能と言えます。

結局のところ、緩やかな景気後退であれば、それ自体は大きな問題ではありません。金利の大幅な上昇に対してどの分野が脆弱であるのかを、見極める必要があります。幸いにも、供給過剰につながるような設備投資のサイクルは見受けられません。世界金融危機の発生以降、銀行は保守的な経営を続けています。そうは言っても、アクシデントは起こりうるものであり、実際、既に発生しています。

ビジネスサイクルの現段階において、ロベコは引き続き押し目買いの戦略を採用しています。昨年10月と今年3月に、スプレッドが大幅に拡大してバリュウが生じたタイミングでは、リスクを積み増しました。その後、市場が正常化する都度、リスクを削減しています。

## ポジショニング

過去数四半期において、投資機会が到来するたびに押し目を拾ってきました。昨年10月には、英国のLDI危機に伴い、市場は幅広く下落しました。翌11月には、アジアのクレジット市場において新たな投資機会が浮上し、今年3月には、金融セクターにおいてバリュエーションが顕在化しました。

サイクルの中で、リスクが高まる時期に逆張りのポジションをとるためには、規律を強化してリスクをある程度削減することが必要になります。

このため、投資適格債のポートフォリオにおいて、ベータを引き下げました。もともと、一部には割安感が残存するため、「中立」のカテゴリーには変更していません。また、金融セクターのポジションを増やしてきましたが、バリュエーションが3月前の水準まで回復したため、利益を確定しています。グローバル・ポートフォリオでは、AT1債のポジションを3%近辺まで再び引き下げました。もともと、バリュエーションが潤沢に存在する銀行銘柄を中心に、引き続き金融セクターを選好しています。

一方、2月に積み増していたスワップ・スプレッドのポジションについては、手仕舞うこととしました。このポジションは、量的引き締め開始によってスプレッドがさらに縮小するという見方に基づくものであり、実際に縮小したものの、期待したほどではありませんでした。当面は材料が見当たらないため、ポジションを手仕舞うこととしました。欧州のスワップ・スプレッドの水準には、依然として魅力を感じるものの、今後は政府機関債やカバードボンドなどのAAA格の債券の取引を通じて、ポジションをとる方針です。

ハイイールド債のポートフォリオでは、保守的な見方を据え置いています。CCC格およびB格下位のクレジットの中には、金利上昇と景気減速に対する耐性の乏しい企業が数多く見受けられます。ハイイールド債市場の中でも、格付けが相対的に低い領域では、デフォルト率が上昇する見通しです。ロベコは負け組を回避する戦略の下で、ベータを1以下に抑えつつ、クオリティの高いポートフォリオを構築し、ボラティリティの上昇に伴い投資の好機が到来した段階で、ベータを引き上げる余地を確保しています。

投資適格債のポートフォリオでは、ベータを1.1程度まで引き下げています。一方、ハイイールド戦略では1以下に引き下げました。引き続き、金融セ

クターを選好しています。また、景気後退期の水準まで値を下げた、ITなどのセクター（特に半導体製造企業）にバリュエーションを見出しています。全般に、コーポレート銘柄はポジションを積み増すほど割安ではなく、景気循環セクターは割高であると見ています。

引き続き、銀行セクターを中心に、欧州をオーバーウェイトとしています。コーポレート銘柄についてはやや慎重に評価しています。エネルギー価格の上昇リスクと中国経済の回復という材料が、適切に織り込まれていないと考えています。

米国では、利上げサイクルが終了に近づきつつあるようです。また、エネルギー自給率が高い一方で、中国経済の回復にそれほど依存していません。反面、ハイイールド銘柄を中心に財務レバレッジの水準が高いことから、バリュートラップ（割安のわな）について留意しています。このため、CCC格とB格下位の企業をアンダーウェイトとしています。

	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			✓
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6月

## 謝辞:

この四半期アウトlook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。Rikkert Scholten and Martin van Vliet (Robeco), Dario Perkins (Lombard Street), Robert McAdie (BNP Paribas), Stephen Caprio (Deutsche Bank) 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. (“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をご遠慮ください。

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