

クレジット四半期アウトLOOK

## 変わらない本質

- ・ スプレッドは歴史的に見て割高に見えるが、利回りは高い水準で推移
- ・ 経済の基本シナリオの下でテールリスクが過小評価されるおそれも
- ・ クレジット市場では少なくとも当面はテクニカル優位な地合いに

少なくとも投資適格の領域においては、2024年4～6月期は社債投資家にとって非常に退屈な時期であったと、歴史的に評価されることになるかもしれません。すでに歴史的にタイトな水準に達していたスプレッドは、債券市場におけるボラティリティの上昇、地政学的な緊張関係の継続、新規債券発行の増加といった悪材料にもかかわらず、この期間の大部分を通じて、さらにじりじりと縮小を続けました。

状況を一変させたのは、フランスのマクロン大統領が突如として解散総選挙を発表したことでした。この発表は、ルペン氏率いる極右政党に政権の座を与えかねない、危険な賭けであると捉えられました。これまでのところ、ボラティリティの上昇が目立つのはフランスの銀行債とソブリン債の市場であり、市場の主な懸念は「Frexit(フランスのEU離脱)」よりも、すでに限界に近づきつつある政府債務指標をさらに悪化させかねない財政拡大の可能性に注目が集まっているようです。

本稿の執筆時点において、選挙の最終的な結果は確定していませんが、今回の出来事は、予期せぬイベントがボラティリティの大幅な上昇要因になりうることを、タイムリーに示しています。バリュエーションが割高な水準に達し、市場のコンセンサスが一方に傾斜しているタイミングにおいて、影響が特に大きくなることは明白です。

現在、投資適格債と新興国市場のポジショニングをより中立的な水準に据え置きつつ、発行体の選別を通じたアルファの創出に注力しています。ハイイールド債に関してはクオリティ重視の姿勢を堅持し、ベータをベンチマーク未満としています。

### ファンダメンタルズ

米国の経済指標は、引き続き景気の底堅さを示しています。実際に、ほとんどの評論家は、ここ数年間の急激な利上げサイクルの影響によって、米国経済はいずれ破綻を避けられないという見方を撤回しています。経済成長の鈍化、インフレの沈静化、近い将来の利下げ見通しという「ゴルディロックス」シナリオが、

クレジット四半期アウトLOOK 2024年6月

機関投資家向け



Sander Bus  
ハイイールド債



Reinout Schapers  
投資適格債



Matthew Jackson  
投資適格債

引き続き市場全体のコンセンサスとなっています。このシナリオ通りの展開となれば、ファンダメンタルズの観点から、債券投資(金利およびクレジット)は強力な追い風を受けると予想されます。

しかしながら、上記の基本シナリオから大きく外れる見通しを、完全に否定することもできません。ダウンサイド・シナリオ、すなわちハードランディング・シナリオを検討すると、消費者が金利の上昇の痛手を被っていることを示すエビデンスが増えていることに注目しました。ここ最近のミシガン大学消費者信頼感指数の悪化は、企業の決算発表時に耳にする逸話的なエビデンスの増加と相まって、この点を裏付けています。同じように、雇用全体の約 40%を占めるとされる中小企業の間で、楽観的な見方が依然として欠けていることにも注目しました。市場の想定以上に経済成長が急激に悪化すれば、より踏み込んだ利下げが実施される可能性はあるとしても、クレジット・スプレッドに対してプラスに作用する可能性は低いでしょう。これに対して、インフレの粘着性が強まれば、米連邦準備制度理事会(FRB)が複雑な政策運営を強いられることは明らかであり、最近の貨物運賃の上昇は、その意味で歓迎できない動向と言えます。市場において、利下げのさらなる先送りや追加利上げのシナリオが現実味を帯びるようになれば、リスク資産にとって好ましくない展開になると考えられます。

欧州における議論はさらに複雑であり、6月初め、初回の利下げが正式に実施されましたが、ラガルド欧州中央銀行(ECB)総裁は、今後の政策は経済指標に依拠する(data dependent)というスタンスを強調しました。年初来、経済成長見通しは改善傾向にあり、消費者信頼感も目に見えて上向いているものの、最近の政治的混乱(および進行中の地政学的混乱)によって、将来の見通しに関する不透明感が増えています。

一方、堅調な米ドル相場は今後も新興国通貨の下押し要因となり、新興国市場における利下げの余地を制約する見通しです。中国はその典型的な例であり、景気見通しが極めて低調であるにもかかわらず、政策当局は人民元安を懸念しています。また、インド、メキシコ、南アフリカなどでは市場にサプライズが生じていますが、地政学リスクに引き続き注目が集まり、企業のファンダメンタルズは比較的安定的で、ヒストリカルにタイトな水準のスプレッドを下支えています。

企業のファンダメンタルズには、全般に底堅さが見受けられます。投資適格債市場では、パンデミック後に超低利回りで積極的に償還期限を延長したことで、当然ながら、多くの発行体には金利上昇の影響が及んでいません。また、投資適格債、ハイイールド債のいずれの市場においても、財務レバレッジは最近の低い水準から小幅に上昇しているものの、大きな懸念材料とは見なされていません。同様に、インタレスト・カバレッジ・レシオは低下したとは言え、健全な水準を維持しています。全体として、利益率と流動性は堅調に推移しています。ハイイールド債市場では、最近数四半期にわたってデフォルト率が上昇しているものの、比較的低い水準にとどまり、また、償還スケジュールに関しても、少なくとも来年末までは問題ないと思われる。一部の企業にとっては、負債コストの上昇が痛手となる可能性もありますが、それが財務レバレッジ削減の強力な誘因になるとも考えられます。

下期入りを控えて、ボラティリティの潜在的な上昇要因を引き続き注視しています。例として、多くの主要国が抱える財政問題、貿易摩擦の再燃、選挙結果に対する懸念など、そうした懸念のほんの一部にすぎません。年初来、いくつかの国では、選挙の結果が国内市場におけるボラティリティの大幅な上昇のきっかけとなっています。米国の大統領選挙も、例外ではないかもしれません。

より広範なマクロ見通しについては、ロベコ・グローバル・マクロ・チームが執筆した四半期アウトルック「財政問題で荒れる季節の到来」をご参照ください。

## 「企業のファンダメンタルズには、全般に底堅さが見受けられます」

### バリュエーション

ロベコはクレジット投資家として市場のバリュエーションを評価する際に、指標として、主にクレジット・スプレッドを分析します。過去 20 年間のデータからは、現在の米ドル建て投資適格債のスプレッドが非常にタイトであるという印象を受けます。なかでも資本財セクターのスプレッドは、4 パーセント程度の水準に達しています。これに対してユーロ建て投資適格債の場合、現在のスプレッドは過去 20 年間の 50 パーセント

ル近辺の水準であり、それほど割高感はありません。いずれの市場においても、金融債の相対価値は非金融債と比べて魅力的であるように思われます。

ハイイールド債市場の構図も同様であり、米ドル建て債にはユーロ建て債と比べて割高感が存在します。もっとも、ユーロ建て債のスプレッド水準は 23 パーセント近辺であり、単独でバリュウを見出すのは難しい状況です。特筆すべき例外は、より多くのディストレスト銘柄が含まれる CCC 格ですが、その多くの銘柄について、リターンが実現しない可能性が高いことから「幻の利回り/スプレッド」という表現をロベコは用いています。

一般的に、ユーロ建てのクレジット市場の方が、米ドル建てのクレジット市場よりもタイトなスプレッド水準で取引されています。これは、ユーロ建てのクレジット市場のデュレーションが相対的に短いことがその主な要因ですが、新たな政治リスクの台頭、近隣地域における不安定な地政学リスク、中国に対する高い感応度を念頭に、当面は両者の一般的な関係に戻らない可能性を意識しています。

投資適格債市場とハイイールド債市場の特筆すべき違いとして、スプレッドのばらつき状況が挙げられます。簡単に言うと、投資適格債市場のばらつきは世界金融危機(GFC)後の最低水準かそれに近い近辺にあるのに対して、ハイイールド債市場のばらつきは最も大きい水準近辺にあります。また、ハイイールド債市場の中では、ディストレスト市場ではこのばらつきが顕著ですが、比較的クオリティの高いハイイールド市場では、投資適格債市場と同様に、ばらつきは小さくなっています。このため、スプレッド水準が全般にタイトな足元の環境では、クレジット投資家は問題を避けることに重点を置くべきであると結論付けられます。

新興国のクレジット市場でも、全般に割高感が存在します。例として、JP モルガン・アジア投資適格債インデックスのオプション調整後スプレッド(OAS)に注目すると、2010 年以降の中央値が 133bp であるのに対して、現在は 85bp に過ぎません。また、より広範な新興国市場インデックスである CEMBI 投資適格債インデックスの場合、2001 年以降の長期的な中央値が 174bp であるのに対して、現在は 125bp に過ぎません。

### テクニカル

クレジット市場では、2023 年 10~12 月期の段階において、2024 年以降の大規模な利下げの見通しが歓迎され、同時に景気後退入りの懸念が和らいだように思われました。しかしながら、年初来の特徴的な動きとして、そのような見通しは金融緩和のタイミングと規模の点において後退する形となりました。したがって、「長期的な金利の高止まり(higher-for-longer)」というシナリオの実現確率が高まる中で、クレジット・スプレッドが縮小を続けていることは、いくぶん直感に反するよう思われます。それでは、クレジットに対する需要は、スプレッドが縮小し供給が過剰になる中でも、なぜこのように底堅さを維持しているのでしょうか。

カギを握るのは「オールイン利回り(債券全体としての利回り)」であり、多くの投資家にとって、スプレッドの重要性は二次的なものであると考えられます。すでに詳述したように、現在のクレジット・スプレッドの水準は、決して割安とは言えません。その一方で、「オールイン利回り」に注目すると状況は一変し、過去 10 年間のデータに基づくと、世界のほとんどのクレジット市場では、足元で 80 パーセントを超える水準で推移しています。

EPFR のデータによると、現在の魅力的な利回り水準を確保しようとする動きを背景に、投資適格債、ハイイールド債とも、クレジット市場への堅調な資金流入が続いている状況が確認されます。また、LIMRA(米国保険会社の業界団体)の最近のデータによると、米国における年金販売は、1~3 月期としては(1980 年代のデータ作成開始以来)過去最高の水準を記録しました。企業年金基金の積立比率は、株式市場の上昇(資産にとってプラス)と利回りの上昇(割引率にとってプラス)が負債の削減に寄与する形で、引き続き改善しています。年金基金が潜在的な資産負債ミスマッチの削減を図る動きの中で、クオリティの高い債券は強力な追い風を受けています。

**「EPFR のデータによると、投資適格債、ハイイールド債とも、クレジット市場への堅調な資金流入が続いている状況が確認されます」**

為替ヘッジコストの高さと国内市場におけるバリュエーションの相対的な改善を考慮すると、おそらく予想に反して、米国クレジットに対する米国外からの需要は、底堅さを維持しているように思われます。その証拠に、投資家が為替ヘッジを縮小/解消、またはクオリティの目線を下げて利回りを追求する傾向が見られません。

起債市場に注目すると、投資家の需要が非常に高い状況において、企業は積極的に社債を発行しています。その一方で、新規発行時の上乘せプレミアムが全般に縮小していることから、需要が減退している動きも見られます。注目に値するテーマとして、ユーロ市場では「リバース・ヤンキー債(米国の発行体によるユーロ建ての起債)」の発行が高水準で推移しています。これまでのところ、分散効果(発行体が非欧州銘柄)と年限の長さという観点から、市場はこれを歓迎しています。また、今年度の発行は「前倒し型」となり、小康状態となる夏場や米国大統領選挙を控えて、起債の動きは大幅に鈍化すると予想されています。

常にテクニカル要因を理解し、尊重しなければなりません。経験上、テクニカル要因は急激に変化することがあります。需給のバランスが崩れると、スプレッドはファンダメンタルズが示唆するもより大幅に、割高/割安になることもあり、また、その状況が長期化することもあります。

### ポジショニング

全般に、前四半期からポジショニングを変えていません。投資適格債のポートフォリオでは、ベンチマーク対比で中立に近いリスクの水準を目標としています。引き続き、ファンダメンタルズの底堅さと相対価値の魅力を踏まえて、銀行セクターをオーバーウェイトとする方針を掲げています。米国における商業用不動産の問題や、これに関連する地方銀行の問題が終息していない可能性に留意しつつ、当面は米国内の「6大銀行」にポジションを限定しています。一方、欧州における最近の動向を背景に、フランスの銀行が短期的にアンダーパフォームする展開は十分想定されますが、それが真のシステミックな問題に発展すると考える理由はほとんど見当たりません。また、バリュエーションの割高感を理由に、米ドル建てクレジットの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では、CCC 格を大幅にアンダーウェイトとしているため、現在はベータの目標を「1」未満としています。

いずれのポートフォリオにおいても、当面はベータの調整を通じてではなく、精緻なリサーチに裏付けられた銘柄選択に基づいて、アウトパフォームできると考えています。

ポートフォリオ全体のリスクに関しては、保守的なスタンスを維持する方針です。(直近の出来事ほど重視する)最新性バイアスの影響力は強力であり、ボラティリティの低迷とバリュエーションの割高感がいつまでも続くという考えを投資家が無批判に受け入れるケースを、過去 20 年間に何度も目にしてきましたが、実際にそうなることは滅多にありません。忍耐強く、規律の高いアプローチを採用することによって、より魅力的な投資機会が出現した際に、それを適切に捉えることができると考えています。

図1 - 現状のポジショニング

	ポジティブ	中立	ネガティブ
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			✓
新興国債		✓	

出所: ロベコ、2024年6月

## 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