

クレジット四半期アウトルック

## FRB の勝利

- ・ 米連邦準備制度理事会 (FRB) の目標達成能力に対する市場の信頼は揺るがず
- ・ 中国の経済的課題がグローバル市場に与える影響は限定的
- ・ 強力なテクニカル要因が引き続きクレジット市場の力強い下支え

賽は投げられました。FRB は大幅な利下げ(50bp)を決定し、インフレとの戦いに公式な勝利宣言をしました。今回の利下げを通じ、金融政策の引き締めによって経済に過度なダメージが生じることがないように、「市場の先を行く(ahead of the curve)」意向を表明したことになります。前四半期に労働市場がさらに弱含んだことに加えて、先行指標は米国経済の減速を示しています。

FRB は、失業率の急増を回避し労働市場のバランスをとることで、首尾良くソフトランディングを実現するというのが市場全体のコンセンサスであり、ロベコも同じ意見ですが、一方で、現在はポートフォリオのベータを引き上げるタイミングではないと考えています。失敗の許容範囲は狭く、8月初旬に経験したように、コンセンサスがわずかでも反対方向に振れた場合、市場は急激に転換する可能性があります。

金融市場の予測とは、景気後退を予測することではなく、コンセンサスの変化の方向性を見極めることです。2022年を振り返ると、コンセンサスは景気後退入りの方向に傾斜したものの、少なくとも米国においては、そのような結果になりませんでした。もっとも、景気後退入りの懸念が存在するだけで、大幅な弱気相場を引き起こすには十分でした。2023年に入ると、コンセンサスの転換に伴い、市場は上昇に転じることになりました。

## クレジット四半期アウトルック 2024年9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

## ファンダメンタルズ

かなり前から、米国経済は一連の利上げに対して強靱性を発揮すると見られてきました。拡張的な財政政策、豊富な固定金利型の企業借入れの存在、パンデミック後の繰り延べ需要といった、お馴染みの要因がすべて影響しました。利上げサイクルの終了に向けて、市場は景気後退入りが回避されるとの確信を深めるようになりました。その後、7月の失業率の発表を受けて「サーム・ルール」への該当に注目が集まり、一時的に不確実性が高まったものの、市場はFRBが使命を果たすと確信していたようで、リスク資産の下落は短期間にとどまりました。

クレジット・スプレッドのタイトな水準と、速いペースでの利下げを予想する見方には、ソフトランディングに誘導するFRBの政策運営能力への高い信頼が反映されています。とはいえ、警戒感が薄れている時ほど、慎重な姿勢が求められます。FRB自身の調査結果においても、予防的な利下げによって首尾良くソフトランディングに誘導した事例は少ないことが示されています。

ロベコは引き続き、労働市場が自己増幅的な下降スパイラルの引き金になるような段階まで悪化していないかどうか、注視していく方針です。基本的にそのようなシナリオを想定していませんが、市場が現在ほとんど織り込んでいないリスクシナリオではありません。

他の国々の状況は、米国ほど堅調ではありません。中国経済は引き続き深刻な問題を抱え、回復の兆しが見られません。製造業セクターの過剰生産能力は大きく、投資促進のためにこれまで実施された大規模な財政刺激策は、逆効果になる可能性が高いようです。この過剰生産能力は、克服するのが難しいデフレ・スパイラルを生じさせています。

一方、個人消費の見通しも明るくありません。住宅市場の下落は、消費者信頼感に深刻な打撃を与えています。従来、中国政府は輸出の促進を通じて困難を乗り越える戦略を採用してきましたが、今回はこれまでに以上に困難になると見込まれています。西側諸国は、自動車セクターの例のように、安価な中国製品との不正な競争を避けるために、関税を課す可能性が高いと考えられます。

米国大統領選挙においてトランプ候補が勝利した場合、大規模な輸入関税引き上げの可能性が高まります。相手国からの報復措置も予想され、グローバル経済に悪影響が及ぶことも想定されます。

中国経済の停滞が、これまで世界の金融市場にほとんど影響を与えてこなかったことは、一見すると驚くべきことと言えるでしょう。ドイツの製造業セクターは苦境に陥っているものの、全体的な影響は比較的限定的にとどまっています。中国が輸出するデフレ圧力は、高インフレに苦慮する欧州諸国にとっては恵みの雨となっています。また、中国経済の低迷がコモディティ価格の下落につながる様子がうかがえるものの、堅固な資本基盤と強靱性を維持する鉱山会社に問題は生じていません。米国、欧州、主要な新興国の状況もおおむね同様であり、現時点ではマクロ経済に目立った不均衡は存在していません。

## 「中国経済の停滞は、これまで世界の金融市場にほとんど影響を与えてきませんでした」

クレジット市場を概観すると、投資適格企業には良好なトレンドが見受けられます。収益性の改善を受けて、財務レバレッジ(負債/EBITDA)は低下傾向にあります。より高い金利での債務の借り換えが進む過程で、利払い負担が増加しているため、インタレスト・カバレッジ・レシオは悪化傾向にあるものの、ほとんどの投資適格企業にとっては大きな問題に発展していません。これに対して、ハイイールド債市場では二極化の傾向が一段と強まっています。相対的に格付けの高い企業が債務を減らす能力と意思を示している一方で、信用力が脆弱な企業は困難に直面しています。後者の企業はリストラクチャリング(債務再編)を通じて債務の削減を余儀なくされる公算が大きく、債権者は元本の部分的な償却を強いられる可能性があります。

長期的に見ると、財政支出の拡大、脱グローバル化、構造的な高インフレ率と金利上昇を特徴とする、新しい体制に移行する可能性が高まっていることを、認識しなければなりません。長年にわたって、2%がインフレの上限と見なされてきましたが、これが下限の水準になると考えるのも非合理的ではありません。クレジット・スプレッドの観点からは、これは必ずしもネガティブな動向とは言えませんが、マクロ経済のボラティリティの高まりがタームプレミアムの小幅な上昇につながる可能性も否定できません。

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「シーズン・フィナーレ～年末に向けてスリリングな展開に」をご参照ください。

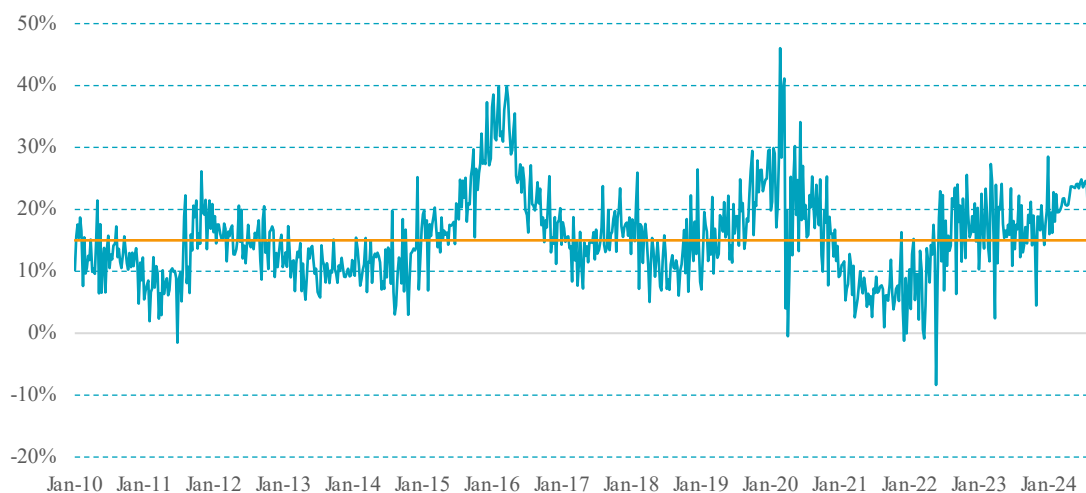
### バリュエーション

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、最も重視する指標は主にクレジット・スプレッドです。過去 20 年間のデータからは、クレジット市場のあらゆるセクターのスプレッドが比較的タイトであり、なかでも米ドル建て投資適格債のスプレッドが際立ってタイトであるという印象を受けます。これに対してユーロ建て投資適格債の場合、足元でスプレッドが過去 20 年間の中央値よりややタイトな水準で推移するなど、米ドル建てと比べて割安感が存在します。米ドル建て投資適格債市場では、特に長期年限が割高な状況です。また、欧米いずれの市場においても、A 格と BBB 格のスプレッド格差は過去最低に近い水準まで縮小しています。このような市場環境において、個別発行体の厳格な選別が非常に重要であると認識しつつ、クオリティ重視の姿勢を堅持しています。また、金融債はこれまで非金融債をアウトパフォームしてきましたが、その傾向がさらに続く余地があると見ています。

## 「ハイイールド債市場の中では、ハイブリッド事業債と銀行劣後債にバリューが見受けられます」

リストラクチャリングに至る確率が高いディストレスト債のスプレッドは、投資家が完全には回収できない可能性が高いため「幻のスプレッド」と呼ばれていますが、その点を考慮した場合には特に、ハイイールド債市場には割高感が存在しています。これらのディストレスト債を除外しても、正常債権扱いのハイイールド債のスプレッドは依然として過去最低の水準近辺で推移しています。そのようなバリュエーションの水準は、ソフトランディング・シナリオが実現すれば正当化されるかもしれませんが、波乱含みのシナリオに対しては脆弱であると考えられます。また、ハイイールド債市場の中では、スプレッドに妙味が残るハイブリッド事業債と銀行劣後債にバリューが見受けられます。

図表 1 - ハイイールド債インデックスのスプレッドに占める「幻のスプレッド」の割合



出所: ブルームバーグ、ロベコ。2024年9月現在

さらに、社債とデリバティブ(CDS)のスプレッド格差を検証したところ、現在、CDS インデックスを用いてロング・ポジションを構築するのは得策ではないとの結論に至りました。

新興国のクレジット市場も堅調であり、先進国市場をアウトパフォームしています。同セクターの企業の多くが、中国の景気減速の波及効果の影響を免れているように思われます。一方、中国のクレジット市場は引き続き弱含んでいるため、投資のタイミングは到来していないと考えています。その他の新興国市場では、企業が過去8年間にわたってレバレッジの削減を進めてきたため、バランスシートは健全であり、財務レバレッジは比較的低い水準にとどまっています。このため、現在のバリュエーションは正当化されると見えます。

クレジット市場では多くの投資家が、「クレジット・スプレッド」よりも「オールイン利回り(債券全体としての利回り)」の観点から評価していることは承知しています。その観点から見ると、市場はさらに魅力的であり、特に人気の高い年金関連商品からの投資フローにつながっています。しかしながら、国債利回りの大幅な低下を受けて、フォワード・カーブに織り込まれるターミナル・レート(政策金利の着地点)は米国では2.8%、欧州では2%となり、オールイン利回りの観点からクレジット市場の魅力は低下しています。国債利回りがさらに低下するのは、ソフトランディングよりも波乱含みの展開になった場合に限られる可能性が高く、その際には、オールイン利回りの投資家の利益はスプレッドの拡大によって相殺されると考えられます。

#### テクニカル

年初来、テクニカルがクレジット投資のパフォーマンスの主要な決定要因であったことは明らかです。投資適格債の戦略には、クレジットに対する旺盛な需要を背景に、大量の資金が流入してきました。その主要要因の1つは魅力的なオールイン利回りの水準であり、米国における年金関連商品への高い需要が喚起されました。また、(退職金の長期運用を行う)ターゲット・デット・ファンドからの大幅な資金流入も見受けられました。これに対して、ハイイールド商品への需要は比較的低調だったものの、同市場では堅調なテクニカルが追い風となりました。

ハイイールド債市場では、発行体企業の投資適格階級への格上げ(ライジングスター)に伴い、銘柄数の減少が続いています。また、起債の動きも比較的低調に推移しています。ハイイールド債市場では限られた供給が強力なテクニカルを下支えているのに対して、投資適格債市場では反対に、旺盛な需要が主導的な要因となっています。発行体はこのように良好な環境を活かして、例年は閑散期となる8月においても、多数の新発債が発行されました。新発債は容易に消化され、新発債プレミアム(NIP)を上乗せする必要はほとんど見られませんでした。米国大統領選挙後にボラティリティが上昇する可能性を念頭に、多くの発行体が前倒しでファンディングを確保するシナリオも否定できません。選挙後に起債の動きが鈍化した場合、年末にかけて揺るぎない強力なテクニカルが持続することも考えられます。

### 「要約すると、テクニカルは依然として堅調ですが、慎重な姿勢が求められます」

債券市場の需要を左右するのはリテール投資家だけではなく、年金基金も市場に参入しています。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(割引率の上昇を通じて負債を削減)が寄与する形で、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軽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。

ハイイールド債市場では比較的落ち着いた状態が続いていますが、中央銀行による利下げの開始を受けて、利回り追求型の投資家にとってレバレッジド・ローン市場の魅力が低下し、レバレッジド・ローンからハイイールド債への資金シフトが生じることも考えられます。また、供給面ではハイイールド債市場がより活発になると予想しています。オールイン利回りの低下に伴い、プライベート・エクイティのスポンサーがレバレッジド・バイアウト(LBO)案件に取り組むインセンティブが高まり、案件のファイナンスを目的としてハイイールド債市場に参入する動きが生じる可能性が高まると思われれます。



要約すると、テクニカルは依然として堅調ですが、慎重な姿勢が求められます。歴史的な傾向に鑑みると、8月初旬にも確認されたように、テクニカル要因は急激に反転する可能性があります。

### 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。投資適格クレジットについては、「1」を小幅に上回るベータの水準が適切であると引き続き考えています。当面はテクニカルの堅固さに変化はないと見ており、スプレッドが拡大した場合には、それに応じてベータを引き上げる余地が十分にあります。経済や政治が変化する局面では、すべての企業が成功するとは限らず、クレジットの選別がアルファ創出のカギとなります。

銀行債とハイブリッド事業債の分野には引き続き魅力的な投資機会が確認されるため、オーバーウェイト・ポジションを維持しています。また、グローバル・ポートフォリオにおいては、投資適格クレジットとハイイールド・クレジットのいずれについても、欧州クレジットのオーバーウェイトを据え置いています。

ハイイールド債市場と新興国市場に関しては、ディストレストの領域を引き続きアンダーウェイトとしています。その結果、両戦略のベータは「1」未満となりますが、これはロベコのクオリティ重視のバイアスと合致します。

ポートフォリオ全体のリスクに関しては、クオリティ重視の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2 - 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9月謝辞: この四半期アウトトラ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。Rikkert Scholten, Lauren Mariano, Martin van Vliet, Rogier Hoogeveen (Robeco), Viktor Hjort (BNP Paribas) Dario Perkins (TS Lombard Street), and Michael Anderson (Citigroup) 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. (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