

クレジット四半期アウトLOOK

クレジット・スプレッドが再び拡大することなどだろうか

- ・ クレジット・スプレッドが過去最低の水準近辺で推移していることは事実
- ・ だが、オールイン利回りの上昇が潤沢な需要を生み出す
- ・ 第2次トランプ政権の動向が2025年の変動要因となる

言うまでもなく、スプレッドの拡大は非現実的なシナリオではありません。今年度の取引を締めくくり、先行きを展望するに際して、この1年の動向と教訓を簡単に振り返っておく価値があるでしょう。

一言で言うと、ここ最近、潜在的な悪材料が数多く存在する中でも、クレジット市場は驚くほど堅調に推移しています。(ほんの数例を挙げると)欧州における政治的混乱、金利ボラティリティの急激な上昇、地政学リスクの高まり、米国大統領選挙などによって、重大な不確実性やリスク回避の動きが誘発される展開も、十分に想定されていたかもしれません。しかし、そのようなイベントの賞味期限は総じて短く、いずれの場合も「押し目買い」が適切な反応になりました。

今にして思えば、ロベコは年初来、やや慎重になりすぎていたかもしれません。経済成長の減速、インフレ低下の流れ、金融政策の緩和によってクレジット市場が下支えされるという基本シナリオは実現したものの、多数のリスク要因が視野に入る状況において、年末時点でスプレッドが今世紀で最もタイトな水準に達するとは、想像できませんでした。

では、私たちは何を見逃していたのでしょうか。それは“利回りの力”です。

一般にクレジット投資家は、スプレッドの観点からバリュエーションを評価します。その一方で、多くの市場参加者にとっては、「オールイン利回り(債券/ローン全体としての利回り)」の方がはるかに重要な判断材料であることが、明らかになりつつあります。その結果、スプレッドがタイトでありながら利回りに魅力が残存するという、「バリュエーションの謎」とも言うべき状況が現れるようになりました。少なくとも現時点では、利回り上昇の魅力の方がスプレッドの縮小よりも重視され、クレジットに対する需要は旺盛な状況が続いています。

ここで、この記事のタイトルの「クレジット・スプレッドの再拡大」の話に戻ります。確かに、スプレッドはまだ拡大する可能性はありますが、正確には、いつ、なぜ拡大するのかは依然としてはっきりしません。現在の

クレジット四半期アウトLOOK 2024年12月

機関投資家向け資料



Matthew Jackson
投資適格債



Sander Bus
ハイイールド債



Reinout Schapers
投資適格債

スプレッド水準に魅力を見出すのは容易ではありませんが、市場に存在する膨大な需要に目を向けると、過度に悲観的になるのも困難でしょう。グローバルなクレジット投資家にとって幸いなことに、リスクを単独にロングしたりショートしたりするだけが選択肢ではありません。当面は、今後数カ月間に生じるボラティリティの上昇局面において活用するため、大量の「ドライパウダー(未使用の手元資金)」を維持しながら、他の手法からアルファの源泉を引き出すことを想定しています。

ファンダメンタルズ

マクロ・レベルでは、米国例外主義の傾向が引き続き明確に見られます。2022年から23年にかけて、金融政策が大幅に引き締められたものの、米国経済は大方の予想に反して大崩れを免れました。パンデミック後の繰り延べ需要が存在する中で、大規模な財政刺激策が打ち出されたことによって、負債年限を長期化していた家計と企業に対する影響はいずれも限定的にとどまりました。ロベコが数多く分析した来年の投資展望レポートからは、明確なコンセンサスが浮かび上がります。米国の経済成長は鈍化すると予想されているものの、景気後退入りの可能性に対する懸念はほとんど存在していません。また、インフレ圧力の再燃に対する懸念も小さく、労働市場の過熱感が和らぐ中で追加的な利下げが行われるとの見方が支配的でした。

一方、欧州の状況、特にドイツの状況は対照的であり、ロシアからのガス輸入停止に伴うエネルギー価格の上昇、消費マインドの低迷、投資の伸び悩み、中国経済の停滞などの悪影響が広がっています。経済成長は今後も停滞する見通しであり、インフレが“過度に低下”するリスクを背景に、欧州中央銀行(ECB)には追加的な金融緩和の余地が大きく残されています。また、ドイツによる財政スタンスの緩和や中国による大規模な刺激策の導入が、欧州経済にとって追い風となる可能性があります。

来年は、トランプ氏の大統領就任と共和党の完全勝利を受けて、米国内外において新たな不確定要素が加わります。大胆な減税政策は、債券市場に(あるいは米連邦準備制度理事会(FRB)にも)混乱を引き起こすのでしょうか。また、貿易戦争や大量の移民国外退去を背景に、インフレ圧力が再燃し、世界経済の成長に悪影響を及ぼすのでしょうか。それとも、多くの人が指摘するように、そのような懸念は行き過ぎであって、トランプ氏は単に国益拡大のための交渉手段として使っているだけなのでしょうか。第1次トランプ政権の特徴として、米国株式市場の力強さを「X」を使って頻りに誇示したことが挙げられます。したがって、新政権は、金融市場を大きく混乱させるような事柄には、慎重に対応すると考えられます。実際、トランプ氏がウクライナと中東の紛争を収束させる意思を示していることは、市場にとって好材料になる可能性があります。

新たな貿易戦争に発展した場合、多くの新興国にとっては、中国や米国との通商関係を踏まえ、経済成長とインフレの両面で難しい問題が生じる可能性があります。もっとも、新興国企業のファンダメンタルズは、2018年の貿易戦争勃発時よりも安定しています。平均的に見ると、新興国企業の格付けは2018年よりも高い水準であり、また、特に投資適格の領域では、純レバレッジ比率は比較対象となる先進国企業を大幅に下回ります。その一方で、中国政府が経済を安定させるための「迅速な解決策」を打ち出せるかどうかについては、依然として懐疑的な見方が大勢を占めています。中国政府は、国内における消費需要の低迷と米国からの高関税賦課のリスクを念頭に、来年度に追加的な財政・金融刺激策を導入する方向性を示唆しています。緩和策を講じる緊急性が高まっていることは明らかですが、具体的な方法は不透明な状態です。ロベコの予想では、政策対応は段階的なものになり、トランプ関税の規模と範囲を見極めた上で、積極的ではなく消極的なものになると予想しています。

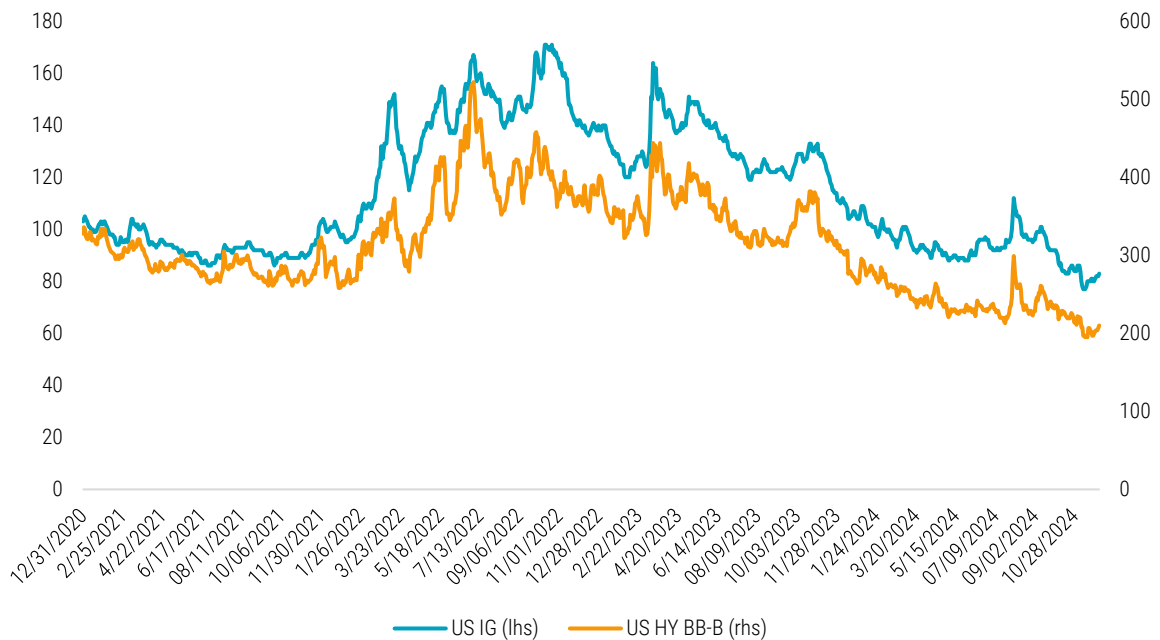
全体として、企業のファンダメンタルズは引き続き安定的で、堅固であると考えられます。純レバレッジ比率やインタレスト・カバレッジ・レシオなどの主要な財務指標は、懸念すべき水準に達していません。とはいえ、市場全体のファンダメンタルズを総合的に見るだけでは十分でなく、最近でも、ほんの数例を挙げると、米国の小売セクター、英国の水道セクターおよび自動車セクターなどにおいて、問題が散見されています。また、市場における「アニマル・スピリット」の高揚や、トランプ政権下において予想される規制の緩和を踏まえ、今後数四半期にわたってM&Aの動きが大幅に活性化することも十分に予想されます。

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「震源地は米国」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市場のバリュエーションを評価する指標として、同年限の国債に対する社債の超過利回りを好んで参照しています。この指標を見る限り、市場の多くの領域において、クレジット・スプレッドにはかなりの時系列的な割高感が存在していることについて、議論の余地はほとんどありません。なかでも米ドル建て投資適格債については、全体のスプレッドが過去 20 年間で最もタイトなパーセンタイルに位置するなど、割高感が際立ちます。この傾向は、セクター、年限、格付けを問わずに見受けられます。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 30 パーセンタイル近辺の水準であり、それほど割高感はありません。また、ハイイールド債市場の構図も非常に類似しています。新興国の社債スプレッドでさえも、貿易戦争の深刻化という波乱要因は存在するものの、スプレッドは過去最低の水準近辺で推移しています。

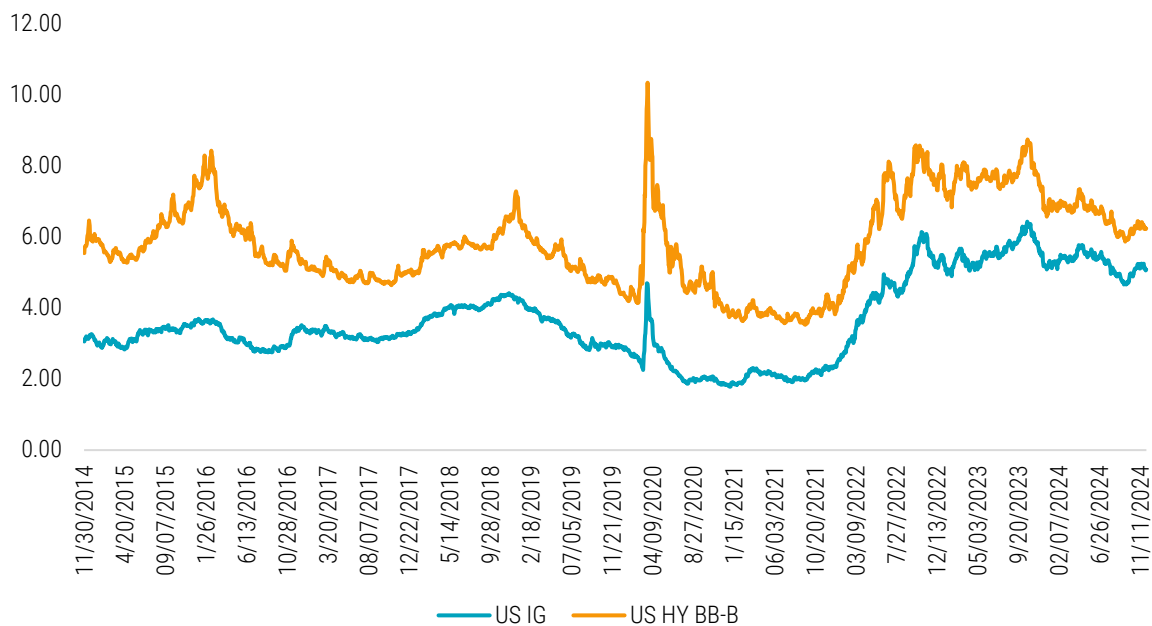
図表 1 - 投資適格債とハイイールド債のスプレッドの推移 (bp、国債対比)



出所: ICE、ロベコ。2024 年 12 月現在

その一方で、年初来、多くの投資家にとって「クレジット・スプレッド」よりも「オールイン利回り」の方が重要である可能性が示されてきました。後者に注目すると、市場環境はかなり良好であると考えられます。特に投資適格債市場においてその傾向が顕著に見られますが、ハイイールド債市場についてはその説得力はやや弱くなります。

図表 2 - 投資適格債とハイイールド債の利回りの推移(%)



出所: ICE、ロベコ。2024年12月現在

他方では、スワップ対比のスプレッドの方が、バリュエーションを評価する際に潜在的なノイズが少ないと考える向きもあります。この指標で見る限り、それほど極端な状況には見えません。政府債務残高が大きく、おそらくは政府債務の持続可能性に対する懸念が生じているため、社債が比較対象となる国債に近い利回りの水準で取引されることもありうる、というのが一般的な見解と考えられますが、ロベコはこの考え方をやや懐疑的に捉えています。特に米欧の市場では、スワップ・スプレッドがマイナスに転じるのは今に始まったことではなく、年金基金による負債ヘッジに対する旺盛な需要がディーラーのバランスシートに制約を与えていることが大きな要因と考えられます。

今後のスプレッドの拡大要因として、どのようなリスクが主に意識されるかという質問をたびたび頂戴しています。お答えする際に、関税、インフレ、債務の持続可能性、資産市場におけるバブル、地政学リスクなどについて言及することが多いのですが、往々にして、視野に入らないものこそが最大のリスクとなります。ドイツ銀行の優秀なストラテジストであるジム・リード氏は、次のように的確にまとめています。「2020年はパンデミックの発生によって、3月末までには1年後の見通しが意味をなさなくなった。2021年はインフレの高騰に、ほぼすべての人が驚かされた。2022年は1980年代以降で最も急激な利上げサイクルによって、市場は意表を突かれた。2023年は米国経済の景気後退入りというコンセンサスが実現しなかった。2024年はS&P500株価指数のリターンが数日後に年初来30%に達する可能性を、誰もが想定していなかった。」

おそらく最大のリスク要因は、バリュエーションの水準そのものと言えるでしょう。現在のスプレッド水準では、ネガティブな動きに対する余裕はほとんどありません。しかしながら、1990年代から2000年代にかけて、米国の投資適格債のスプレッドが100bp以下の水準、ハイイールド債のスプレッドが350bp以下の水準で数年間推移した事例のように、スプレッドが長期間にわたってタイトな水準にとどまりうることを、私たちは事あるごとに再認識させられています。

テクニカル

2024 年は、クレジットに対する非常に底堅い需要が主要なテーマとなりました。社債の発行額が高水準で推移していることを考慮すると、需給が不均衡な状態はさらに印象的であったと言えるでしょう。ここ数カ月間の、新発債の発行プレミアムが非常に小さいか、上乘せされていない状況は、投資家の旺盛な需要を浮き彫りにしています。

社債に対する需要の源泉は、引き続きさまざまな方面に存在しています。なかでも、クーポンの再投資フローについては、ほとんど話題になりませんが、需要の強力な源泉となっています。ここ数年間の金利上昇局面において、新発債のクーポンの水準は上昇傾向にあります。また、米国外の投資家が、国内により魅力的な代替の選択肢が存在するにもかかわらず、為替ヘッジ・コストが高い米ドル建て社債に対する旺盛な需要を維持していることが、エビデンスによって裏付けられています。さらには、為替ヘッジを適用しないケースや、利回りを維持するためクレジットの目線を下げるケースを裏付ける証拠も存在します。また、LIMRA（米国保険会社の業界団体）のデータは、ここ数年間に米国年金商品の販売が急増していることを引き続き示していますが、投資適格クレジットは当然ながらその恩恵を享受しています。同じように、年金基金の積立比率は、利回りの上昇と株式市場の堅調なパフォーマンスを背景に、大幅に改善しています。このため、年金基金は負債ヘッジを通じてリスクを削減する強いインセンティブを持つようになり、そのことも社債にとって追い風となっています。

なかでも、年限の長い金融商品が選好されているように思われます。（償還される見込みの高い）コールのタイミングが 10 年後のハイブリッド事業債の方が、5 年後の銘柄よりも低い利回りで発行されているという、興味深いエピソードを耳にすることもあります。1 つの可能性として、現在の魅力的なオールイン利回りの持続性に懐疑的な投資家が、可能な限り長期間にわたり足元の水準で固定すべきだと考えているのかもしれない。

ポジショニング

クレジット運用の醍醐味は、さまざまな通貨で非常に多くの銘柄や発行体が市場に存在していることにあります。また、アルファ獲得の手段は 1 つに限られず、常に何らかの方法が存在します。その 1 つはクレジットベータの調整で、クレジットが割安なタイミングでは、スプレッドの縮小や高水準のキャリー獲得を念頭にクレジットベータをロングする一方で、スプレッドの大幅な拡大を見越してクレジットベータをショートするというものです。現在のバリュエーションでは、全体のリスク（クレジットベータ）をおおむねベンチマーク並みとしています。テクニカル面で需要が圧倒的に強い状況でなければ、さらに保守的なスタンスを採用する可能性もありますが、近い将来に現在のテクニカルの状況が大きく変わるか、反転する明確な要因は見当たりません（しかしその可能性を認識する必要はあるでしょう）。

クロス通貨のポジショニングには、投資適格債、ハイイールド債ともに、ユーロ建ての方が米ドル建てよりも魅力的であるという、ロベコの最も確信度の高いトップダウンの見解が反映されています。セクター別に見ると、足元で人気の低い欧州の自動車セクターに対して選別的に投資を始めています。また、銀行セクターに対しては、ファンダメンタルズの底堅さと非金融セクター対比で魅力的なバリュエーションを踏まえて、前向きな見方を据え置いています。もっとも、フランスの銀行に関しては、現在のバリュエーションの水準では足元の政治リスクに対する代償が限定的であり、また、来年は大量の起債が見込まれているため、慎重な見方を変えていません。また、ハイイールド債と新興国市場の戦略においては、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。

M&A の活性化は、チャンスとリスクの両方をもたらす可能性があります。ロベコでは、精緻なボトムアップ分析を通じて、大規模なレバレッジ取引を行う可能性があるかと評価した企業を避けることを、明確な目標としています。その一方で、M&A に関連して発行される債券は、レバレッジ削減の道筋が明確である限り、魅力的な投資機会を提供する可能性があります。

表 1 - 現在のポジション

	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		✓	
ハイイールドクレジット			✓
金融債	✓		
非金融債			✓
新興国債		✓	

出所: ロベコ。2024 年 12 月現在

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