

クレジット・サイクルの全局面を通じて価値を見出すために

クレジットに関する 9つの重要な疑問を 解き明かす

「数字」という灯で
先行きを照らす

機関投資家向け

2024年5月

本冊子は、2024年4月にロベコが発行した「Unraveling 9 key questions about credits」を翻訳したものです。

目次

1. はじめに	4
クレジットに関する 9 つの重要な疑問を解き明かす	
2. お客様から寄せられた疑問点	5
今も「現金は王様」か	5
「利回りの追求」と「リターンの追求」は同義か	7
投資適格クレジットは高い分散効果を発揮するか	9
バリュエーションをどう評価するか	11
どのような戦略でリスクを管理するか	13
ESG はどのような役割を果たすか	15
金融債はバリュートラップか	17
クレジットへの最適な配分とは	19
トップダウンの視点は重要か	21
3. クレジット運用ソリューション	23
あらゆる投資目標に対応するクレジット運用ソリューション	

クレジットに関する9つの重要な疑問を解き明かす

過去 40 年間で最も積極的な利上げサイクルを受けて、この 1 年は当然ながら金利に関する議論が主流となりました。明確に言えるのは、経済予測には複雑性が伴い、環境は不透明ということです。歴史的に、投資家はこうした局面では、分散効果や、一般に債券に期待されるような信頼性と安定的なインカム獲得を求め、債券に資金を配分してきました。利回りが依然として高水準にある今こそ、クレジットから魅力的なリターンを確保する好機と言えましょう。

クレジット市場の投資機会を追求するため、ロベコでは、解決すべき疑問点をお客様より募りました。そして、その疑問を解明するために、ロベコ社内の専門知識を結集しました。この Q&A シリーズ「クレジットに関する 9 つの重要な疑問を解き明かす」は、クレジット投資のあらゆる側面に光を当てています。クレジット市場における価値を見出すための、分かりやすく洞察に満ちた手引き書となることを目指しています。また、潜在的な可能性を見極めリスクを管理するためのプロセスや分析を概説するとともに、ESG 投資やマルチアセット・ポートフォリオ構築の指針を示しています。

本シリーズを通じて、クレジット市場への投資機会を捉えるための知識とインスピレーションをお届けすることができましたら幸いです。



今も「現金は王様」か

2023年は堅調な債券相場を予想する見方が優勢でしたが、金利の上昇を受けて、債券市場への資金流入は限定的にとどまりました。その一方で、予想に反して現金保有が支配的となり、信用リスクや金利リスク無しに4～5%のリターンが見込まれるMMF（マネー・マーケット・ファンド）や短期国債には、記録的な規模の資金が流入しました。

2024年に入って、債券市場は米国経済がソフトランディングに成功する兆候によって下支えされています。投資資金はリターンを後追いで動くことが一般的であり、投資家が資金を現金からクレジットに移す動きが確認されるようになりました。このトレンドは、極めて重要な問題を提起しています：今も「Cash is King（現金は王様）」でしょうか、それともクレジットがより魅力的な代替となり得るのでしょうか。

投資適格およびBB格のクレジットはリターン向上の可能性を提供

第1に、投資適格およびBB格のクレジットは、とりわけ中央銀行による利上げの終了とその先の利下げ開始が見込まれる環境において、現金対比で魅力的な利回り向上の機会を提供します。また同時に、マネー・マーケット投資のリターン低下に直結する将来の利下げの影響から、投資家を守ることもなります。信用力の高いクレジットの領域においては、投資家は金利リスクとスプレッド・リスクを抑制しつつ、現金よりも高い利回り水準を1年後まで確定できるため、リターンの見通しは短期年限を中心に一段と魅力を増しています。

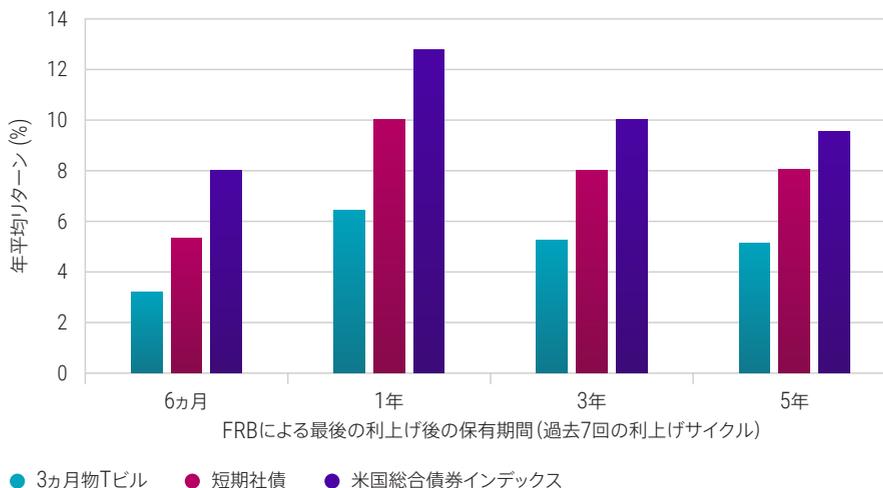
“投資家は金利リスクとスプレッド・リスクを抑制しつつ、現金よりも高い利回り水準を1年後まで確定できます。

利回りが4%を超えるMMFや短期国債は、現金の待機先として魅力が高いと認識さ

れてきましたが、中央銀行が金融緩和に軸足を移そうとする段階では最良の投資先にならないことを、歴史が証明しています。

FRBによる最後の利上げ後の期間における、短期社債のパフォーマンスをマネー・マーケット投資や長期の総合債券インデックスと比較すると、興味深い傾向が浮かび上がります。以下の図1で示したように、さまざまな投資の時間軸（保有期間）において、短期社債はマネー・マーケット投資を平均300bpほどアウトパフォームしています。また、長期債券（米国総合債券インデックス）の方がリターンは大きいものの、金利リスクも高いため、金利のボラティリティが高止まりした場合の影響が大きくなります。

図 1：短期社債は歴史的に現金をアウトパフォーマンス



出所：ロベコ、ブルームバーグ。2023年9月時点。

景気後退の環境に強い投資適格クレジット

第2に、投資適格およびBB格の企業は、景気後退局面においても良好な業績を上げることが期待されます。景気後退入りの確率は市場に織り込まれているよりも高く、市場の見方は過度に楽観的であるとロベコは考えています。歴史が証明しているように、ほとんどの場合、中央銀行による利上げサイクルは景気後退を招きます。直近の例外は1990年代にさかのぼります。しかしながら、経済成長率が小幅なマイナスにとどまる景気後退の環境においても、投資適格およびクロスオーバー（BB格）のクレジットは、マネー・マーケット投資をアウトパフォーマンスすることが期待されます。

クレジット市場には、景気後退局面において脆弱性が高まる領域も存在しますが、投資適格およびBB格の企業は、緩やかなマイナス成長の環境においても好調さを維持すると予想されます。これらの企業は負債を保守的な水準に抑制しているために、景気後退が収益性に与える影響や金利上昇の影響を克服することが可能です。また、長期負債比率が総じて高いことから、上昇した金利水準でリファイナンスを余儀なくされる短期的なリスクもありません。

リスク分散の促進

第3に、現金から投資適格やクロスオーバーのクレジットに資金を移すことによって、発行体リスクの分散を進めることが可能です。一般にマネー・マーケット投資においては、保有する発行体やカウンターパーティーが少数のみに集中するため、信用力が高いとは言っても、少数の発行体に過大なエクスポージャーを抱えてしまうおそれがあります。

信用力の高い投資適格およびBB格のクレジットに投資することによって、発行体の分散を促進することが可能になります。例えば、ロベコが運用するグローバル・クレジット短期年限戦略では、グローバル投資適格クレジット市場において130以上の企業に投資しています。また、パッシブ型のクレジット投資では、信用力が低くデフォルト・リスクが高い企業へのエクスポージャーが生じるおそれがあるため、パッシブ運用は推奨していません。クレジット投資の本質は、アクティブ運用とボトムアップ型のファンダメンタルズ分析によって、負け組を避けることにあります。●



「利回りの追求」と 「リターンの追求」は同義か

この2年間、債券投資家は激動の相場を経験しました。特に2022年は、1788年以降で最も厳しい年になりました。しかしながら、2023年の最後の数カ月には、インフレの急激な上昇が一服する中で利回りはピークの水準から低下、トレンドは徐々に変わり、投資家は米国経済のソフトランディング・シナリオに対して楽観的な見方を強めるようになりました。

債券利回りが上昇したことによって、債券のインカム収入の源泉としての役割は復活したものの、利回りの上昇は本当にトータルリターンの上昇を意味するのでしょうか。

過去の類似する利回り環境における投資適格クレジットのリターン分析

通常であれば、長期債のリターンの最も重要な決定要因は利回りになりますが、近年の低利回り、さらにはマイナス利回りの環境において、債券リターンの牽引役としてキャピタルゲイン（値上がり益）の方がより重要になりました。

しかし足下では、利回り水準が高まったため、債券投資においてトータルリターンがマイナスに転じるほどの利回り上昇の影響は、吸収されやすくなっています。グローバル債券市場では、ほとんどのセグメントにおいて利回りが上昇する中で、クオリティの高いクレジット（投資適格銘柄およびクロスオーバー銘柄（BB格））には特に魅力的な価値が残存しています。債券市場の中でもこのセグメントの利回りは魅力的であり、クレジット・リスクも抑制されています。

“ 足下で投資適格クレジットのキャリー収入の水準は魅力的であり、債券利回り上昇によるマイナスの影響の大部分が吸収されるはずです。

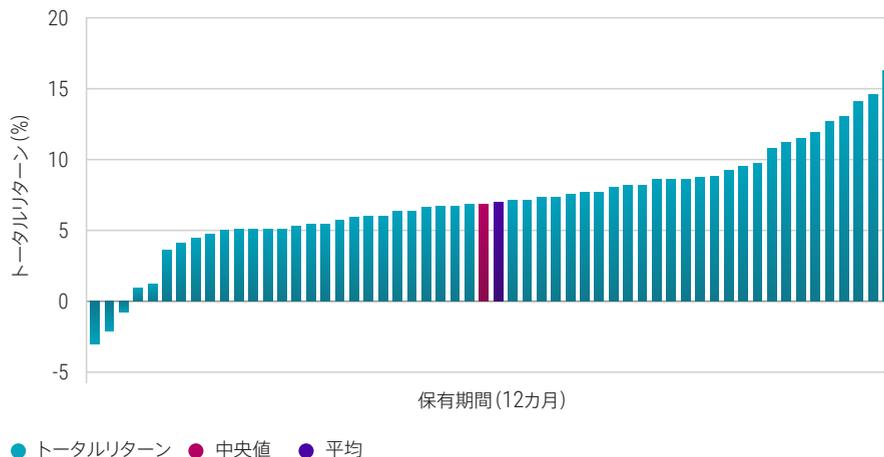
現在の利回り環境における投資適格クレジットのトータルリターンの見通しを評価

するために、過去22年間のデータを基に、同様の利回り水準から始まる12カ月間を分析対象として、該当する期間のトータルリターンを計算しました。以下の図2では、分析対象とした56の期間（12カ月間）のトータルリターンの分布を示しました。各期間とも、利回りは4～5%の水準を起点としています。

この図表から、トータルリターンがプラスになる確率が非常に高いことが明確に読み取れます。マイナス（0～-6%の範囲）になったのは、56期間中わずか3期間にとどまります。トータルリターンの最低値は-3.0%、最高値は+16.3%、平均は+7.1%という結果になりました。

投資適格クレジットへの投資において、上記の分析結果は何を意味するのでしょうか。第1に、現在と同様の利回り水準であれば、ほとんどの場合、12カ月間のトータルリターンはプラスになることが歴史的に確認されました。2005年のように債券利回りがさらに上昇したケースでも、同じ結果となりました。

図 2 : グローバル投資適格クレジットのトータルリターン分布 (保有期間= 12 カ月)



出所: ブルームバーグ、ロベコ。調査対象期間: 2001 年 3 月 ~ 2023 年 12 月。上図は、ブルームバーグ・グローバル総合社債インデックスの 56 期間 (12 カ月間、利回りの起点 = 4 ~ 5%) のトータルリターンの分布を示したものです。為替ヘッジなしのリターンであり、お客様の居住国の通貨と異なる可能性があります。現地通貨に換算した場合、為替レートの変動により表記のリターンは増減する可能性があります。1 年未満の期間については年率換算していません。投資対象の価値は変動する可能性があります。過去の実績は将来の投資成果を保証するものではありません。上記はロベコの運用戦略の分析を示したものでなく、例示のみを目的としています。

第 2 に、トータルリターンがプラスとなった期間では、年率 6 ~ 12% の水準に達したケースが大半を占めることが確認されました。過去のリターンに基づいて将来のリターンを予測するには慎重になるべきですが、方向性は明確です。現在の投資適格クレジットの利回り水準は、さまざまな市場環境のシナリオにおいて、将来のトータルリターンの強力な支援材料になると考えられます。

さまざまな経済シナリオにおける投資適格クレジットのリターン評価

経済成長とインフレが落ち着いた水準で持続するという米国経済のソフトランディング・シナリオにおいては、政策金利と債券利回りは現在の水準から緩やかに低下する公算が大きく、社債スプレッドはレンジ内で取引されやすくなると考えられます。そのような環境は、投資適格クレジットのトータルリターンの支援材料になります。

一方、米国経済が景気後退入りするというハードランディング・シナリオにおいては、中央銀行はより迅速なペースでの利下げを余儀なくされる可能性が高く、その場合、市場ではリスク資産から安全資産としての国債にシフトする動きが生じて、債券利回りはより速いペースで低下すると考えられます。このシナリオでは、投資適格クレジットのスプレッドが拡大する展開も想定されますが、スプレッド拡大によるマイナスの影響は国債利回りの低下によって緩和され、トータルリターンは下支えされると見られます。景気後退局面においては、株式と投資適格クレジットのリターンの相関はマイナスになる傾向があり、クレジットへの資金配分は株式リターンの低下に対するヘッジとして機能する可能性があります。

インフレが再び大幅に上昇するという経済シナリオでは、債券利回りがさらに上昇する展開も想定されますが、足下で投資適格クレジットのキャリー収入の水準は魅力的であり、債券利回り上昇によるマイナスの影響の大部分が吸収されるはずで

歴史が参考になるのであれば、さまざまな経済シナリオを検討する限り、グローバル債券市場では、投資適格クレジットに投資することで、クレジット・リスクを抑制しつつ魅力的な利回りトータルリターンが期待できると結論づけられます。どのような市場環境においても、クレジット・リスクを過度にとらずに質の高い利回りトータルリターンを確保するためには、アクティブなアプローチとボトムアップの綿密なファンダメンタルズ分析が常に重要になります。●



投資適格クレジットは 高い分散効果を発揮するか

歴史的に、投資家はインカムを確保しつつ、株式やコモディティなどの（リスク性の）資産クラスに対する分散を図るために、債券に、より具体的にはクレジットに、投資資金を配分してきました。しかし 2022 年の市場の下落局面においては、クレジットは投資家が期待したようなポートフォリオの分散効果を発揮せず、株式のリターンがマイナスに落ち込むのと並行して、グローバル投資適格クレジットは大幅な下落を経験しました。債券全般の分散効果、より具体的には投資適格クレジットの分散効果を、投資家は疑問視するようになりました。

利回りが上昇した現在、投資家は投資適格クレジットのこの先の分散効果を期待できるのでしょうか。それとも、これまで以上に懐疑的になるべきなのでしょうか。

投資適格クレジットのパフォーマンス：歴史的な観点

この疑問に答えるには、過去 25 年間、とりわけ株式のパフォーマンスがマイナスに落ち込んだ年における、投資適格クレジットのパフォーマンス（他の資産クラス対比）を確認する必要があります。

株式市場（MSCI ワールド・インデックス）のリターンは、2000～2002 年、2008 年、2022 年にマイナスとなりました。2001～2002 年と 2008 年の売り局面が米国の景気後退期と重なったのに対して、2000 年はテクノロジー・メディア・テレコム（TMT）セクターにおける問題が株安の要因となりました。また、2022 年には、各国の中央銀行がインフレの急激な上昇を抑制する目的で実施した大規模な利上げの結果として、株価は下落しました。

“投資適格クレジットのリスク・リターン特性は非常に魅力的であり、バランス型のポートフォリオに組み入れる価値があります。”

より深刻な株安を経験した 2000～2002 年においても、グローバル投資適格クレジットのリターンはプラスを確保しました。例えば 2002 年には、グローバル株式市場が -20% 近く下落したのに対して、

グローバル投資適格クレジット（ブルームバーグ社債インデックス（米ドルヘッジベース））のリターンは +14.8% となり、後者に資金配分していた投資家は分散による恩恵を享受しました。

2008 年の弱気相場においては、ほとんどの資産クラスが大幅に下落しました。グローバル株式市場が -40.7%、コモディティが -46%、グローバル・ハイイールド債が -27% 下落する中で、グローバル投資適格クレジットのリターンもマイナスとなったものの、下落幅は -8.6% と他の資産クラスよりは小幅にとどまりました。

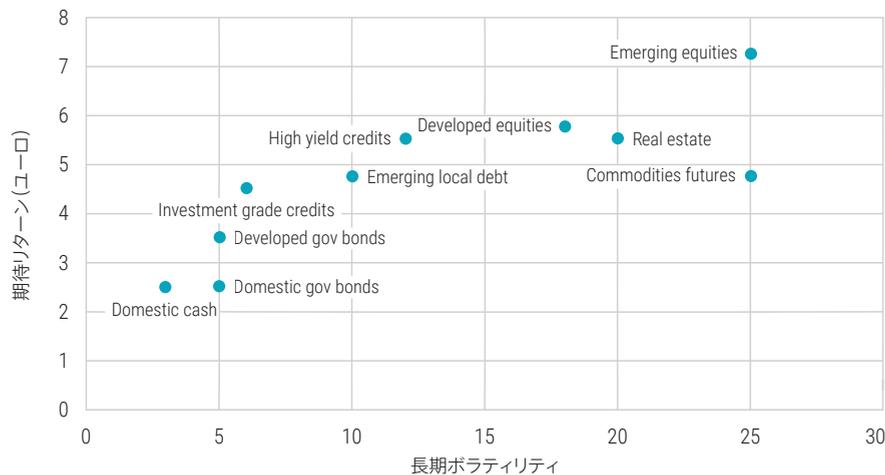
上述の期間中の弱気相場において、グローバル投資適格クレジットが分散効果を発揮しなかったのは 2022 年に限られます。この年のリターンは -16.7% となり、グローバル株式市場と概ね同水準のマイナスとなりました。このように大幅な下落となった要因として、金利感応度が高いために、債券利回りの急激な上昇に対して脆弱であったことが挙げられます。

このように過去 25 年間におけるリスクオフの局面を振り返ると、ほとんどの場合、投資適格クレジットのトータルリターンはプラスとなり、マイナスとなった 2008 年についても株式やコモディティより小幅な下落にとどまるなど、投資家にとって貴重な分散効果をもたらしました。

投資適格クレジットのリスク・リターン特性：マルチアセットの観点

次に、よりフォワードルッキングな（将来を見据えた）アプローチで、投資適格クレジットの分散効果を評価しましょう。ロベコのマルチアセット運用チームは 9 月に発行した「5 カ年期期待リターン展望」の中で、ロベコ社内の推計と社外の研究を基に、各種資産クラスの向こう 5 年間の期待リターンと長期ボラティリティを計測しました。計測に際しては、さまざまな市場インデックスについて、過去データとフォワードルッキングな指標を分析しました。以下の図 3 は、リスクとリターンの関係をプロットしたものです。

図 3：各種資産クラスの期待リターンと長期ボラティリティ



出所：ロベコ、「5 カ年期期待リターン展望」2023 年 9 月

この図表において、投資適格クレジットの優れたリスク・リターン特性（他の資産クラス対比）が一目で読み取れます。長期ボラティリティが最も低い領域にとどまる一方で、長期的な期待リターンは国債を上回り、（新興国株式を除く）大方のリスク資産と比べてもそれほど見劣りしません。

このようなフォワードルッキングな分析を基に、投資適格クレジットのリスク・リターン特性は非常に魅力的であり、バランス型のポートフォリオに組み入れる価値があると結論づけることができます。長期的な期待リターンをそれほど犠牲にすることなく、ボラティリティを大幅に抑制する特性を備えています。

また、バランス型のポートフォリオにおける投資適格クレジットへの配分比率は、投資家の短期的な戦術的相場観によっても左右されます。経済が大幅に減速する、あるいは景気後退に陥るといった見方を持つとすれば、投資適格クレジットは、株式、コモディティ、さらにはハイイールド債といった、よりリスクが高い資産クラスをアウトパフォームする可能性があり、そのような市場環境で投資家が求める分散効果を発揮することが期待できます。●



バリュエーションを どう評価するか

個々の社債について、過小評価されている（「割安」である）という確証をつかむのは重要なステップですが、それだけでは十分ではありません。割安な要因が、重大なリスクとなり得る根本的な問題に起因するものではなく、真の意味でバリュー投資の機会が存在することを確認するためにファンダメンタルズ分析を徹底することこそ、真の課題であり、またチャンスでもあるのです。それでは、現在のグローバル・クレジット市場において、ロベコはどこに価値を見出しているのでしょうか。

市場のバリュエーションを理解する方法

クレジットのアクティブ運用会社として、ロベコは発行体のベンチマーク対比での相対価値に注目します。その際、発行体や個別セクターのクレジット・スプレッドをインデックスのスプレッドと比較することが、最適な方法になります。例えば、ある BBB 格の社債のクレジット・スプレッドを、比較対象となる BBB 格のインデックスの平均スプレッドと比較してみましょう。社債のスプレッドが、インデックスと比べて、あるいは当該社債の過去の水準と比べて、ワイドな水準で取引されているのであれば、潜在的な魅力を示すシグナルとなります。

“各セグメントの割安感を確認するため、現在のスプレッドを長期の中央値と比較しました。

以下の簡易化したバリュエーション比較表では、グローバル・クレジット市場においてどのセグメントが過小もしくは過大評価されているかを示すために、さまざまなセグメントのオプション調整後スプレッド（OAS）を提示しました¹。OAS はクレジット分析において、債券の利回りをリスクフリーレートのリターンと比較するために使われる指標です。

各セグメントの割安感を確認するため、現在のスプレッド（2024年1月31日時点）を長期の中央値（2005年以降）と比較しました。ここでは、ボラティリティの急激な上昇や流動性の枯渇に起因するスプレッドの急激な拡大の影響を緩和するために、平均値より中央値を使用する方が適切であると判断しています。

比較の結果（比率）には、各セグメントが割安（1より大きい）であるか割高（1より小さい）であるかが明確に示されています。例えば、米ドル建て投資適格クレジットに注目すると、現在のスプレッド比率は0.72であり、長期的な水準よりも約30%割高な状況が見てとれます。

表1：バリュエーション比較表

	ユーロ建て 投資適格 クレジット	ユーロ建て 銀行シニア債	ユーロ建て ハイイールド債	米ドル建て 投資適格 クレジット	米ドル建て ハイイールド債	米ドル建て 新興国 クレジット
現在のクレジット・ スプレッド (bp)	129	130	336	95	346	271
現在のOAS÷ OAS中央値 (比率)	1.01	1.25	0.82	0.72	0.76	0.76
OASの中央値	128	104	407	133	452	356
データの起点	2005	2005	2005	2005	2005	2005

● 相対的に割安 ● 相対的に割高

出所：ロベコ、ブルームバーグ。2024年1月31日時点のクレジットのバリュエーション比較表。この表ではクレジット・スプレッドの定義を「同等年限のオプション調整後スプレッド (OAS、国債対比)」とし、該当する市場のインデックス・スプレッドをベースにしています。

これに対して、ユーロ建て銀行シニア債の場合、現在のスプレッド比率は1.25であり、このセグメントの平均スプレッドが、長期の中央値を26%上回る水準で取引されている状況が確認できます。ロベコは現在、このセグメントに投資妙味が存在すると判断して、クレジット戦略においてオーバーウェイトとしています。さらに、クレジットのファンダメンタルズという点でも、欧州の銀行を嗜好しています。一方、より広範なユーロ建て投資適格クレジットのスプレッド比率は1.01と、長期の中央値と同水準で取引されています。このセグメントには、金融債と事業債の両方が含まれます。注目すべき点として、前述のように金融債（ユーロ建ての銀行シニア債）のスプレッドに投資妙味が存在する一方で、ユーロ建て事業債のスプレッドはそれほど魅力的ではありません。このため、ユーロ建て投資適格クレジットのセグメントでは、金融債をオーバーウェイト、事業債をアンダーウェイトとしています。

要約すると、現時点で投資妙味が存在する、あるいは過度に割高であるセグメント、地域、セクターを見極めるために、上記のアプローチを、マクロに関するトップダウンの評価、企業のファンダメンタルズやテクニカル要因に対する評価と組み合わせながら活用します。クレジット市場に割高感が存在する場合でも、クレジットに対する需要の底堅さ、発行量の不足、緩和的な金融政策を背景に、割高な状態が長期化することもあります。このようなクレジット投資の複雑性は、クレジット市場において勝ち組を特定する際のアクティブ運用の重要性を浮き彫りにしています。●

1 ロベコは通常、グローバル・クレジット市場において多くのセグメントやセクターを分析しており、この比較表は網羅的ではありませんので、ご注意ください。



どのような戦略で リスクを管理するか

投資家は一般に、リスク・テイクの代償（できれば過大な代償）を求めます。合理的な理由でバリュエーションに魅力が生じる社債もありますが、投資家の懸念や行動バイアスに起因して価格が割安になるバリュー銘柄も珍しくありません。社債のバリュー銘柄には、相対的にボラティリティが若干高い一方でリターンも高い、という傾向が見受けられます。それでは、運用成績を向上させるため、どうすればリスクを効果的に管理できるでしょうか。

アクティブ運用によるバリューとリスクのバランス改善

ロベコでは、ポートフォリオの分散を十分に図ることで信用悪化イベントの影響を最小限に抑えつつ、アクティブ運用の恩恵を享受するために必要な集中度を確保することを目指しています。この目的を達成するために、グローバル・クレジット市場のさまざまなセグメントにおいて、バイアスや分断化の影響で割安に放置された銘柄を探求します。なかでも、バリュエーションに魅力のある短期年限の債券には、他の社債と比較してバリュー投資の機会が存在することが多く、こうしたバリュエーション・プレミアムは歴史的に平均回帰する傾向があります。

“ ロベコでは、ポートフォリオの分散を十分に図ることで信用悪化イベントの影響を最小限に抑えつつ、アクティブ運用の恩恵を享受するために必要な集中度を確保することを目指しています。

ロベコでは、リスクを効果的に管理しコントロールするために、3つの主要原則を適用します。

1. ポートフォリオの分散：投資先発行体を分散させることによって、集中リスクの緩和を図ります。例えば、発行体企業が深刻な財務上の問題に直面した場合、債券保有者は全額の償還を受けることができないかもしれません。分散度の高いポートフォリオを構築することによって、信用リスクが運用成績に与

える影響を抑えることが可能であり、ロベコが運用するポートフォリオは、通常 100 以上の発行体を組み入れています。

2. 発行体のポジション制限：格付けに基づく絶対的・相対的な集中度制限などの厳格なポジション制限の設定は、運用戦略や個別運用口座の規模が大きくなったときに投資家の保護につながります。大量の社債を売却する場合、同じ金額であっても、AA 格の社債の方がより格付けが低い社債と比べて、売却は容易です。相対的にクオリティが低いクレジットに投資する場合、デフォルト確率が加速度的に高まるため、流動性が特に重要になります。

3. デュレーション・タイムズ・スプレッド (DTS) ¹: 関連する信用リスクを理解し、(デフォルト・リスクが高いせいで割安に放置された銘柄を買うという) バリュートラップを避けるためには、クレジットに対するボトムアップのファンダメンタルズ分析が重要になります。クレジット・スプレッドの変動が運用成績にどのような影響を与えるのか、ボラティリティを抑制するためにはどのようにクレジット・ポートフォリオを構築すればよいのかを、投資家は理解する必要があります。

報われるリスク

投資に際しては、正当な見返りが期待される(報われる)リスク要因と期待できない(報われない)リスク要因を区別することが重要になります。ロベコの見解では、報われるリスクは、厳密なリサーチを基盤とした逆張りのアプローチを採用することによって得られるものです。発行体のFスコア²が、景気後退入りの懸念、業績サイクルの悪化、格付けアクションの遅行性などの理由で市場に見過ごされたファンダメンタルズの改善を示していると判断した場合には、これを報われるリスクと認識します。

また、支払優先順位に関するリスクも、報われるリスクとなる可能性があります。健全なファンダメンタルズを有する安定的な企業は、シニア債、劣後債、第一順位抵当権付債、第二順位抵当権付債、PIK(繰延利息)債など、さまざまな種類の負債を調達することが可能です。シニア債と劣後債のデフォルト確率は同じであり、デフォルト確率が極めて低い発行体であれば、劣後債への投資が利益をもたらす可能性があります。スプレッドの拡大に伴って魅力的な投資機会が提供されるときには、特に有力な選択肢になります。

報われないリスク

これに対して、特定の市場セグメント(不動産、小売り、娯楽など)において発生しやすい特異性リスクなど、報われないリスクもいくつか存在します。歴史的に見ると、これらのセグメントにデフォルトが集中する傾向がありますが、適切な注意を払えば依然として有効な投資対象となり得ます。

また、支払優先順位が過度に低いセグメントに偏向することも、報われないリスクとなる可能性があります。過大な負債を抱える企業は、利払いや債務の返済に際して困難に直面するおそれがあります。また、ガバナンスの脆弱性も不利益をもたらし、クレジット投資家にとって重大なダウンサイド・リスクとなる可能性があります。さらに、サステナビリティ・リスクもマイナス要因であり、例えば汚染をもたらす企業は、低炭素経済への移行が加速する過程で、規制圧力に直面することになります。

ロベコはリスク管理において、投資の見返りが期待される市場リスクと信用リスクに重点を置きます。ポートフォリオに内在する信用リスクを計測・モニタリングするために、独自のリスク管理システムを使用します。これによって、ポートフォリオ・マネジャーやリスク管理部門は、市場、セクター、個別企業に関するリスクを監視することができます。それぞれの要因について、個々の投資の比重、スプレッド、デュレーションに応じてリスク・エクスポージャーが計測され、リスク・ポイントの量に換算されます。ポートフォリオ・マネジャーが保有銘柄にリスクを配分する際に、確信度をリスク・ポイント数の形で表します。●

¹ 詳細は デュレーション・タイムズ・スプレッド:クレジット・リスクの計測(英文)をご参照ください。

² 「ピオトロスキーFスコア」はジョセフ・ピオトロスキー(Joseph Piotroski)によって開発された財務指標のツールであり、収益性、財務レバレッジ、流動性、事業の効率性を網羅する9つの基準に基づいて企業の財務力を評価するものです。スコアは0から9の範囲で付与され、数字が大きいくほど財務の健全性が高いことを示します。



ESGはどのような役割を果たすか

クレジット分析では、発行体のキャッシュ創出能力、キャッシュフローの質、債務返済能力を評価します。ロベコのクレジット・アナリストは、ファンダメンタルズ・スコア（Fスコア¹）算出の基となる5つの項目を評価します。その1つが発行体の環境・社会・ガバナンス（ESG）特性です。ESG特性は、事業のポジション、戦略、財務状況、企業形態、コベナンツといった項目と並んで評価されます。それでは、重要な構成要素あるESG情報は、社債投資のリスク・リターンを見極める際に、どのような役割を果たすのでしょうか。

クレジット分析におけるESG要因の統合

ロベコのクレジット・チームは2010年より、ボトムアップの銘柄選択プロセスにESG分析を統合して社債投資のリスク・リターンを評価しています。ESG分析においては、製品・サービスが与える影響、ガバナンス体制、主要なESG基準に関連する事業のポジション、気候変動に対する強靭性と脱炭素化戦略という、4つの重要要素を評価します。また、ESG関連データの質は必ずしも財務指標ほど厳密ではないため、ファンダメンタルズ分析をESG分野に適用します。クレジット・アナリストが作成する企業レポートには、ESG統合セクションが設けられ、気候スコアおよび17の国連持続可能な開発目標（SDGs）との整合性を評価するSDGスコアが記載されます。

“ アナリストは、発行体の炭素排出原単位と脱炭素化戦略の信頼性に関して結論を導きます。

ESG統合の4つの柱

1. 第1の柱では、企業が販売する製品が与える影響に注目して、財務上重要な事業リスクが内包されているかどうかを判断します。サステナブルでない製品・サービスを提供する企業は財務上重要なリスクに直面する可能性があり、その影響はクレジット投資家にも及ぶおそれがあります。例えば石油会社の場合、製品・サービスが環境に及ぼす影響による売上減や、炭素税の影響による収益の希薄化が起こり得るため、下押し圧力を受ける可能性があります。
2. 第2の柱では、コーポレートガバナンスに注目します。同分野の問題はほぼ全て財務上重要であり、事業や財務の健全性に影響を与えるため、評価において不可欠な要素になります。

3. 第3の柱では、主要な ESG リスク要因を評価します。これはセクターによって異なります。ここで、ロベコのサステナブル投資 (SI) リサーチ・チームは、各セクターにおける重要要素を反映したマテリアリティ (重要性) フレームワークをセクター別に提供するなど、大きな役割を果たします。
4. 第4の柱では、発行体の気候変動に対するエクスポージャーと、影響を緩和するための準備状況に注目します。クレジット・アナリストは、各社が気候に与える影響を反映した各発行体の気候スコアを活用します。この柱ではダブル・マテリアリティ (双方向の重要性) という観点を取り入れ、気候変動に起因する企業の財務リスクと、企業が気候変動に与える影響の両方を捉えます。そのうえで、アナリストは、発行体の炭素排出原単位と脱炭素化戦略の信頼性に関して結論を導きます。

ケーススタディ:自動車セクター

第4の柱の重要性を示す例として、重要な転換期にあって課題に直面している自動車セクターが挙げられます。ほとんどの自動車メーカーは、エネルギー転換が労働者に及ぼす影響に対する労働組合の懸念に対処する準備が整っていません。バッテリー車の導入には、人的資本の面で大きなリスクが伴います。大規模な労働力を抱える企業にとって、従業員の再教育は困難かつ極めて重要な課題です。

アナリストは、上述の手法を用いて、自動車メーカーが電気自動車生産への移行資金を調達する能力を評価します。バッテリーおよびバッテリー車の生産施設の設置にかかる費用予測と、そこから推計される今後5年間の設備投資必要額を算出したうえで、市場向けに公表された情報と比較します。設備投資予算が不足している場合、SIリサーチ・レポートにおいて指摘します。クレジット・アナリストは、このリスクがクレジットに財務上重要な影響を及ぼすと判断した場合、信用力に対する見解を調整する可能性があります。

クレジット分析における ESG 要因の統合は、単なる一時的な流行ではありません。ESG の観点を取り入れることによって、重要な転換期を迎えているセクターにおいては特に、アナリストがリスクと機会を見極めるための知見がより充実することになります。また、ファンダメンタルズ分析と ESG への洞察を組み合わせることによって、より豊富な情報が得られると同時に、社会全体の目標により適合し、投資家に対する長期的な価値向上にもつながることになります。●

1 「ピオトロスキーFスコア」はジョセフ・ピオトロスキー (Joseph Piotroski) によって開発された、企業の財務力を評価する指標です。スコアは0から9の範囲で付与され、数字が大きいほど財務の健全性が高いことを示します。



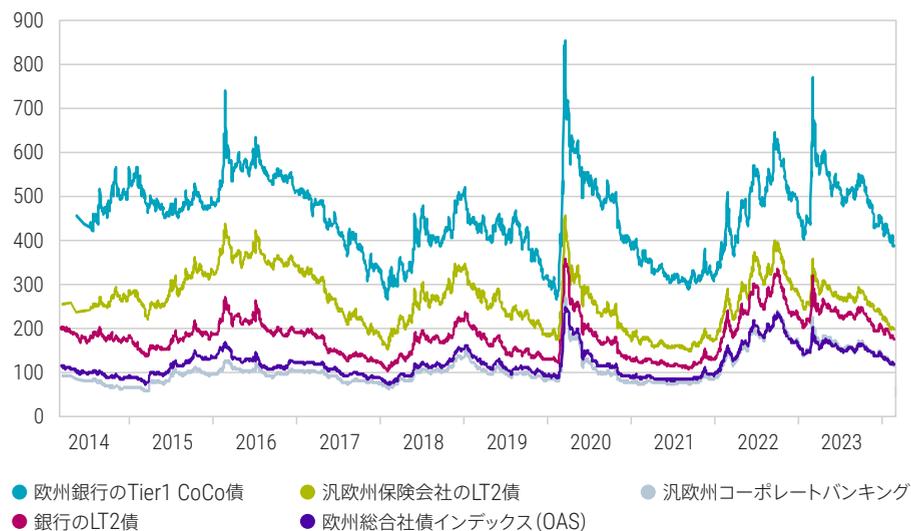
金融債はバリュートラップか

2023年に米国の銀行セクターにおいて生じた混乱は、世界金融危機以降で最も深刻な金融システムの動揺に発展しました。その影響は、リスクに対する認識、クレジット市場のバリュエーション、規制の動向にも波及し、さらに重要な点として、銀行セクターの安定性に対する疑念が生じる結果となりました。混乱は概ね終息したように見えますが、疑問点も残ります：欧州の金融債は割安な投資機会でしょうか、それともファンダメンタルズの問題が潜むバリュートラップ（割安のわな）なのでしょうか。

欧州の金融債：現在の環境

2023年3月に米国の地銀セクターに対する懸念が浮上し、一方でクレディ・スイスが発行したAT1 CoCo債（偶発転換社債）の元本が削減されて以降、金融債のスプレッドはタイトニングの傾向にあります。一方、欧州の銀行と保険会社が発行する債券には依然として事業債対比で魅力的なプレミアムが上乗せされていると、ロベコは見ています。これは下図から見て取ることができます。下図では、銀行と保険会社が発行する各種の劣後債のクレジット・スプレッドを示しました。

図4：金融債のスプレッド



出所：ロベコ、ブルームバーグ。2024年2月時点。上記で使用したインデックス：ブルームバーグ欧州銀行AT1 coco債インデックス、ブルームバーグ欧州銀行LT2債インデックス、ブルームバーグ欧州銀行シニア債インデックス、ブルームバーグ欧州保険債インデックス。

金融債のスプレッドは、最近の市場の上昇局面を経ても、同セクターの長期的な中央値や事業債のスプレッドと比べてワイドな水準で取引されています。この背景にはいくつかの要因が考えられます。はじめに、銀行セクターは平均的な業種よりもベータが高いため、変動が大きく、市場の動きに対してより敏感に反応する傾向があります。したがって、欧州の経済成長見通しに懸念が生じると、投資家は潜在的な信用損失について懸念するようになり、金融債のスプレッドは拡大する傾向があります。

次に、欧州の経済成長見通しが米国よりも低調であることが、金融債の追加的なスプレッド拡大要因となっています。また、昨年苦境に陥ったクレディ・スイスや米国の地方銀行の事例や、商業用不動産セクターに過大なエクスポージャーを抱える銀行など、個別の銀行に対する懸念が、金融債全般のスプレッド拡大につながる可能性があります。さらに、ここ数年間に、銀行債が事業債対比で大量に発行されたことも、プレミアムが生じる一因となっています。

リスク・リターン特性が最も優れた金融銘柄

はじめに、欧州銀行セクターのファンダメンタルズを検証してみましょう。ほとんどの銀行が最近の金利上昇から多大な恩恵を受け、利益を拡大しています。金利がさらに大幅に上昇する展開をロベコは想定していませんが、欧州の銀行には他の収益源によって利益を下支える余地があります。また、堅固な自己資本水準を維持しているため、自己資本比率が危機的な状況に陥る前に、損失を吸収することが可能です。資産の質も総じて良好です。

“ 欧州の銀行は堅固な自己資本水準を維持しているため、損失を吸収することが可能です。

もっとも、クレジット投資家としては、綿密なデューデリジェンスを行うことが欠かせません。

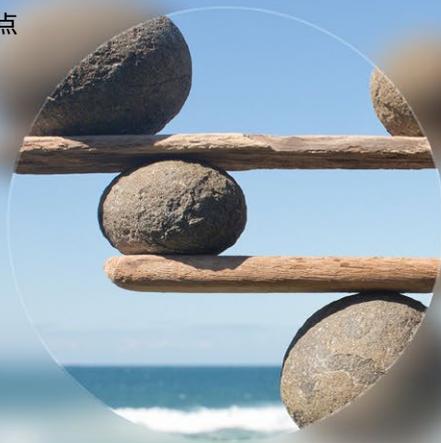
ロベコでは、集中度が高い商業用不動産（CRE）ローン・ポートフォリオを有するドイツの一部の不動産専門銀行や、規制が緩い米国の地方銀行のように、商業用不動産セクターに過大なエクスポージャーを抱える銀行を回避しています。その一方、商業用不動産向けエクスポージャーが限定的あるいは管理可能な水準にある、比較的規模の大きい欧州の銀行を選好しています。

資本構成においては、現在、LT2（下位 Tier 2）債や AT1 CoCo 債よりも銀行シニア債を選好しています。AT1 CoCo 債のパフォーマンスは良好であり、2023 年 3 月以前の水準を回復していますが、このような証券への投資に際しては選別的な姿勢を強めています。銀行債以外では、保険セクターのファンダメンタルズも良好であると考えています。ロベコのエクスポージャーは、バランスの取れたビジネスモデル、多角的な収益プロファイル、堅固な自己資本基盤を有する保険会社に集中しています。2024 年に金利は徐々に低下するものの、保険会社の業績が大幅に下押しされる可能性は低く、ほとんどの保険会社は堅固な自己資本基盤を維持する見通しです。

保険セクターでは、保険料率の規律ある見直しによって、営業収益が下支えされると予想しています。過去 2 年間、保険金請求額は高水準で推移してきましたが、今後は保険料率の正常化が保険引き受け業務の収益性回復に寄与すると考えられます。加えて、現在の高金利環境は、引き続き投資収入への追い風となっています。

今後の展望

割安感のあるクレジットには、低評価となる根本的な要因がある場合もあるため、クレジット投資家としてはバリュートラップを避けることが極めて重要です。しかしながら、欧州の金融セクターがそのような状況にあるとは考えていません。欧州の経済成長見通しは他地域と比べて低調ですが、欧州の銀行債と保険債のファンダメンタルズは依然として堅固です。ロベコは、現在のバリュエーションには、経済成長率の低下に伴うリスクが十分に織り込まれていると見ています。そうは言っても、すべての金融機関の状況が同じでないことは認識する必要があります。クレジット投資家としては、銀行債や保険債に投資するに先立って、綿密なクレジット分析を行うことが欠かせません。●



クレジットへの 最適な配分とは

短期金利が永遠に高止まりすることはありません。投資家は、普通預金、MMF（マネーマーケット・ファンド）、その他の短期流動性投資などの従来の資産保有戦略の再考を促されています。その際、リスク許容度と投資期間をベースに各種資産クラス間で分散を図る、慎重なアセットアロケーション戦略が極めて重要になります。クレジット市場が変動する中で、投資家はどのようにポートフォリオを構築するべきでしょうか。

マルチアセット戦略においては、クレジットへの最適なアロケーションを決定する前に、どのようなアセットミックス（資産の組み合わせ、構成比）が最も優れたリスク調整後リターンをもたらす可能性が高いかを、検討する必要があります。私たちは生活のあらゆる場面でコストパフォーマンスを重視しています。投資も例外ではありません。リスクに敏感な投資家ほど、追加的に取るリスクに十分見合ったリターンを求めます。最適なアロケーションを決定するためには、3つの主要な要因があります。

1. 各資産クラスの期待リターンとリスクの想定
2. さまざまな資産クラスにおけるアクティブ運用の機会
3. 異なる資産クラスを組み合わせることによって生じる分散効果

各資産クラスの期待リターンとリスクの想定

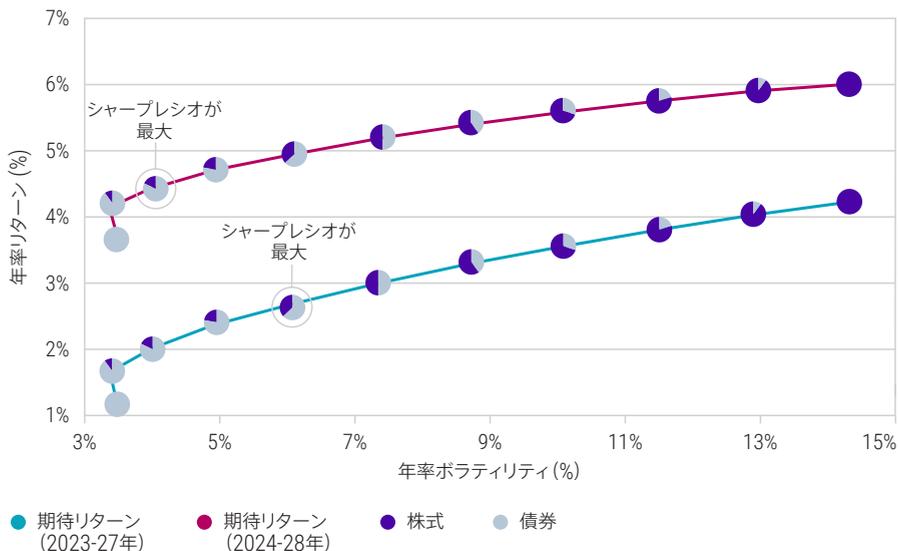
ロベコでは毎年、すべての主要な資産クラスを対象に、バリュエーション、マクロ・シナリオ、気候変動要因を踏まえて「5カ年期待リターン展望」レポートを発行しています。これら

の展望では、今後5年間で最も優れたリスク調整後リターンが期待できるのは、「株式25%・債券75%」の組み合わせであることを示しました。このアロケーションは、以下の債券と株式の効率的フロンティアのチャートにも反映されています。もう1つ興味深い点として、このレポートでは、株式から債券にアロケーションを前年比20%シフトするべきと主張しています。この主張は、1つには、株式市場で最も過密状態にある領域のバリュエーションが歴史的なピークに近づいている状況と、その結果、アップサイドとダウンサイドの非対称性がクレジット市場よりも厳しくなっている状況を反映

“ロベコの展望では、今後5年間で最も優れたリスク調整後リターンが期待できるのは、「株式25%・債券75%」の組み合わせであることを示しました。

反映するものです。クレジット・スプレッドには値ごろ感があり、過度にタイトではありません。投資適格の企業の多くにとってリファイナンスのニーズはまだ先であり、リファイナンス・リスクは管理しやすいと考えられます。したがって、資金を現金から市場に戻すことを検討する投資家にとって、「株式25%・債券75%」の組み合わせが最適であると思われる。

図 5：債券と株式の効率的フロンティア – 5 年期待リターン展望の比較 (2023-27 年 対 2024-28 年)



出所：ロベコ。2023 年 9 月時点。注：ボラティリティは過去データ（2000 年 10 月～2023 年 9 月）の平均に基づきます。株式は MSCI オール・カンントリー・ワールド・インデックス、債券はブルームバーグ・グローバル総合社債インデックスおよびブルームバーグ・グローバル総合国債インデックスに基づきます。ポートフォリオの最適化においては、5 年期待リターンと長期の安定的リターンを組み合わせています。

さまざまな資産クラスにおけるアクティブ運用の機会

マルチアセット・ポートフォリオにおいて、特定のリスク水準でアセットアロケーションの最適化を図る際には、投資先であるアクティブ運用戦略ごとにアルファを想定します。この想定は各運用チームに対するロベコの確信度に基づくものであり、定量分析と定性分析をベースに 1 から 5 までの 5 段階で評価しています。このアルファの想定を、各資産クラスの超過リターンの見通しと組み合わせ用います。ロベコのマルチアセット戦略は、多くの場合、リスクと手数料のバジェット内で運用されるため、できるだけ効率的な方法でこうした相反する要素のバランスをとる必要があります。2023 年の「5 年期待リターン展望」では、グローバル・クレジット（ユーロ・ヘッジ付き）とバランス型米国大型株式という 2 大資産クラスにおいて、同分類のパッシブ運用のパフォーマンスを上回ったアクティブ運用会社の割合を計測しました。両者の投資機会の違いは顕著であり、ロベコのマルチアセット戦略において、グローバル・クレジットにおける超過リターンの見通しはグローバル・クレジットへの配分率にプラスに影響することが明らかとなりました。

異なる資産クラスを組み合わせることによって生じる分散効果

異なる資産クラスを組み合わせることによって分散効果が生じ、リスク調整後リターンが向上することは歴史的に証明されていますが、例外も存在します。過去 2 年間に見られたように、資産間の相関は一般にインフレ率が高い時期に高まります。今後は、分散効果は回復すると予想しています。ロベコでは、この先 5 年間、コア CPI（消費者物価指数）は 2.5 ～ 3% 程度の水準で推移すると見ており、歴史的にその水準では債券と株式の分散効果が発揮されます。リスク許容度の低い投資家にとっては、大部分を債券に配分するマルチアセット・ポートフォリオが、良好なパフォーマンスをもたらすと期待されます。●



トップダウンの視点は重要か

一般にクレジットのアクティブ運用会社は、ボトムアップの銘柄選択によって付加価値の大部分を創出します。その一方で、クレジット・ポートフォリオにおいて安定的に超過収益を生み出すためには、トップダウンの視点を持つことが極めて重要であるとロベコは確信しています。信用サイクルの推移に応じて、リスクへの姿勢を調整する必要があります。それでは、どのようにベータを調整すれば、リスクを軽減しつつ投資機会を捉えることができるのでしょうか。

クレジット・ポートフォリオのパフォーマンスの最適化

クレジットのアクティブ運用会社としては、クレジットの環境が良好な局面では相対リターンを最適化し、市場環境が悪化する局面では悪影響を抑制するように、ポートフォリオのリスク特性を調整することが欠かせません。ロベコは四半期ごとに開催するクレジット・アウト

ルック・ミーティングにおいて、トップダウンのアプローチを熟考、形成します。このミーティングでは、クレジット・チームの全メンバーが掘り下げた議論を行い、市場環境とマクロ環境に関する見解を厳しく検証します。ここでの議論は、ファンダメンタルズ、バリュエーション、市場のテクニカルという、クレジット市場を動かす3つの主要因を中心に展開され、投資家のポジショニング、資金フロー、市場流動性等について協議します。

“ベータを調整するには、特定の戦略をクレジット・ポートフォリオに組み入れる方法が考えられます。”

クレジット四半期アウトルックは、市場サイクルに応じたポジショニングを検討するための貴重な判断材料となります。クレジットのポートフォリオ・マネジャーは、市場の魅力度の評価に基づいて、ポートフォリオの総合的なリスク・ポジショニング（ポートフォリオのベータとして定義）を決定します。具体的には、ポートフォリオのデュレーション・タイムズ・スプレッド（DTS）を、参照する市場インデックスのDTSで除することによって、ベータを算出します。トップダウンの視点からリスクの積み増しが選好される場合には、ポートフォリオ・マネジャーはポートフォリオのベータを1以上に引き上げます。反対に、よりディフェンシブなリスク姿勢をとる際には、ポートフォリオのベータを1以下へと引き下げます。

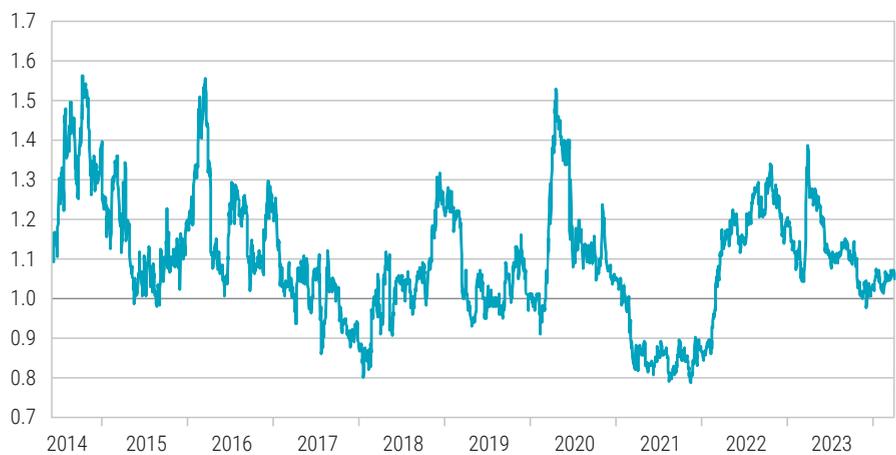
戦略的なベータのポジショニング：クレジット市場の力学に対応

ベータを調整するには、特定の戦略をクレジット・ポートフォリオに組み入れる方法が考えられます。ベータを引き上げる際には、比較的クレジット・スプレッドがワイドな社債、AT1 CoCo 債（偶発転換社債）などの非ベンチマーク銘柄、スプレッド・デュレーションがインデックスより大きい債券をポートフォリオに追加することが、選択肢になります。反対に、ベータを引き下げる際には、直接的なリスク削減や、相対的にクレジット・スプレッドがタ

イトで信用力が高い債券や短期年限の債券を追加することが、選択肢になります。さらに、CDX (CDS インデックス) や iTraxx などのクレジット・デリバティブ指数を活用することによって、ベータを効率的に管理することも可能です。社債取引よりも迅速かつコスト効率が高いことがこの戦略のメリットです。

下図は、ロベコのグローバル・クレジット戦略におけるベータのポジショニングの変遷を示したものです (2014 年以降)。ここで確認できるとおり、2021 年第 1 四半期にベータのポジショニングを大きく変えました。ポートフォリオ・マネジャーはトップダウンの見解に基づき、よりディフェンシブなポジショニングをとることを決めました。クレジット・スプレッドはタイトであり、潜在的なリスク・シナリオが適切に反映された状況ではなくなったという評価に基づく決定です。ポートフォリオのベータを引き下げたため、信用力が高くスプレッドがタイトな社債を組み入れると同時に、クレジット・デリバティブ指数を活用して市場全体のプロテクションを購入しました。その結果、ポートフォリオのベータは 1 未満へと引き下げられました。

図 6：ロベコのグローバル・クレジット戦略におけるベータのポジショニングの変遷



出所：ロベコ。2024 年 3 月時点。

また、2023 年第 1 四半期にも、ベータのポジショニングは大きく変化しています。当初、ポートフォリオ・マネジャーはディフェンシブなポジショニングをとり、ベータを 1 近辺に保っていました。しかし、3 月に入って、米国の地方銀行やクレディ・スイスの問題を背景に、クレジット・スプレッドは銀行セクターを中心に大幅に拡大しました。その結果、銀行債を中心にバリュエーションに魅力が生じたため、欧州のシステム上重要な大手銀行に対するクレジット・チームの前向きな評価に基づき、戦略的に銀行劣後債をポートフォリオに組み入れました。スプレッド水準がワイドな銀行債を追加した結果、ポートフォリオのベータは 1.4 まで上昇しました。

クレジット・ポートフォリオを効果的に運用するためには、トップダウンの視点を持つことが極めて重要です。こうしたアプローチをとることにより、市場サイクルの各局面を通じて、市場を安定的に上回るパフォーマンスをあげることが可能になります。アクティブなベータの調整は、ボトムアップの銘柄選択を補完する貴重な役割を果たします。ロベコのクレジット・チームは、四半期ごとのクレジット・アウトルック・ミーティングでファンダメンタルズ、バリュエーション、市場のテクニカルを精査することにより、さまざまな市場環境において機動的に、的確な情報に基づいて、ポートフォリオのリスク特性を調整する体制を整えています。また、信用リスクへのエクスポージャーとスプレッド・デューレーションを戦術的に調整することによって、市場環境が良好な局面では超過収益を追求し、低調な局面ではリスクを軽減するというバランスを、アクティブに管理することが可能になります。●

あらゆる投資目標に対応する クレジット運用ソリューション



本章では、ロベコの広範にわたるクレジット運用ソリューションをご紹介します。ロベコの運用戦略を下支えするのはアルファの創出であり、これは厳密なファンダメンタル・リサーチと逆張りの投資スタイルが基盤となっています。トップダウンの視点に基づくベータのポジショニング、ボトムアップの発行体選択、サステナビリティ・リサーチを運用戦略に統合し、ファンダメンタル・クレジット分析によってダウンサイド・リスクを評価しています。

ロベコが選ばれる理由

クレジット運用の卓越した実績は実証済みであり、クレジット・サイクルを評価するトップダウン分析では10年以上の経験を有します。これはアセットアロケーションを決する重要な原動力となります。

ロベコのクレジット戦略は、十分な人材と経験を備えたグローバル・クレジット運用チームが運用しています。チームは平均18年の業界経験を持つクレジット投資の専門家40名から構成されています。

2010年からクレジット・ポートフォリオにサステナビリティを統合し、成果を上げています。

外部機関から高く評価された運用戦略：モーニングスターは、ロベコ・ユーロ・クレジット戦略にシルバー、ロベコ金融機関債戦略にゴールドの評価を付与しています。

ロベコ・グローバル SDG クレジット戦略

サステナビリティに注目し、 ロベコの SDG 評価フレームワークを適用

2018年6月、ロベコはSDGsに貢献する企業の社債に投資する運用戦略を他に先駆けて立ち上げました。ロベコは、明確に定義されたサステナビリティ基準に基づいて社債を選択する手法として、「ロベコ SDG 評価フレームワーク」を開発しました。このフレームワークでは、3段階アプローチを用いて、企業が国連の17の持続可能な開発目標（SDGs）それぞれに対してどの程度プラスまたはマイナスの影響を及ぼしているかを、-3（非常にネガティブ）から+3（非常にポジティブ）の尺度で評価します。これは、クレジット・ポートフォリオにおいてSDGsへのプラス、マイナスの貢献を評価するための、客観的で一貫性があり、再現可能なアプローチとなっています。

ロベコ・グローバル SDG クレジット戦略は、主に世界の投資適格クレジット市場において、SDGsに対する貢献がプラスまたは中立的な企業の社債に投資します。サステナビリティ目標とサステナビリティ指標は、投資プロセスの一環として定期的にモニタリングします。

グローバル・クレジット戦略

グローバル・クレジットに特化した運用ソリューションで 投資機会を捉える

ロベコは、クレジット市場投資にグローバル・アプローチで臨むことの利点を確信しています。2010年に運用開始したロベコ・グローバル・クレジット戦略は、地域分散効果をもたらします。市場セグメントの中には、特定の地域に投資機会が集中しているセグメントもあり、また経済・市場サイクルのいずれの局面にあるかは地域によって異なるため、低相関のポジションを取る機会もたらされます。ロベコのリサーチ体制は、投資適格、ハイイールド、新興国、先進国を担当するクレジット・アナリストで構成され、こうした投資機会を捉える態勢が整っています。

ロベコのグローバル・クレジット戦略は、徹底したファンダメンタル・クレジット・リサーチに裏打ちされた、バリュー重視の逆張り投資アプローチを追求しています。サステナビリティは、投資除外、ESG統合、ESGラベル付き債券への配分、エンゲージメントを通じて投資プロセスに組み込まれています。

主な特長

目的：SDGsに貢献しながら、資産の長期的な成長を目指します。

アプローチ：バリュー重視の逆張り投資アプローチを追求し、経験豊富な人材を十分に配したグローバル・クレジット運用チームが運用します。

ベンチマーク：アクティブな銘柄選択により、クレジット・サイクルの全局面を通じてブルームバグ・グローバル総合社債指数を上回る運用実績を目指します。当戦略は、ハイイールド債、新興国クレジット、証券化商品など、非ベンチマーク銘柄に投資する柔軟性を有し、グリーン、ソーシャル、サステナブル、サステナビリティ・リンク債に10%以上投資します。

主な特長

目的：主にグローバルな投資適格社債から成る分散されたポートフォリオへの投資を通じて、資産の長期的な成長を目指します。

アプローチ：バリュー重視の逆張り投資アプローチを追求し、経験豊富な人材を十分に配したグローバル・クレジット運用チームが運用します。

ベンチマーク：ブルームバグ・グローバル総合社債指数を上回る運用実績を目指します。当戦略は、グローバル投資適格クレジット市場に投資しながら、ハイイールド債、新興国クレジット、証券化商品など、非ベンチマーク銘柄に投資する柔軟性も有します。

グローバル・クレジット短期年限戦略

高水準の利回りから利益を享受する低リスク戦略

ロベコ・グローバル・クレジット短期年限戦略は、短期年限のクレジットから利益を得るのに適したソリューションです。また、金利リスクや信用リスクをあまり取らずに、現在の高利回り環境から恩恵を享受したいと考える投資家にとっても、比類ないソリューションとなり得ます。

デュレーションが短く信用力の高いグローバル社債と金融債に投資するグローバル・クレジット戦略です。短期デュレーション・アプローチによって、金利のボラティリティやクレジット・スプレッドの拡大に対する感応度を抑制します。実質的に、クレジット市場へのエクスポージャーを求めながらも、市場のボラティリティを懸念する投資家にソリューションを提供するものです。残存年数がより長期の債券ポートフォリオと比較すると、流動性が高い傾向があり、ポートフォリオの回転率が低いため、取引コストも低くなります。ESG の観点によるスクリーニングはファンダメンタル・クレジット分析プロセスに不可欠であり、ダウンサイド・リスクの管理をさらに盤石なものにしています。

ロベコ SDG クレジット・インカム戦略

サステナビリティを重視した

柔軟なマルチアセット・クレジット戦略

当戦略は、SDGs にプラスに貢献する企業に投資しながら、グローバル・クレジット市場における利回りとインカム獲得の最適化を図ります。SDG クレジット・インカム戦略は、グローバル・ハイイールド、新興国クレジット、グローバル投資適格クレジット市場に投資します。トップダウンの視点に基づき、戦略のインカムとリターン獲得の可能性を最適化するよう資産配分を調整しながら、市場環境が厳しい局面にはダウンサイド・リスクを最小限に抑えます。投資ユニバースが幅広いことはリスク分散にも有効です。金利デュレーションは1年から7年の範囲としており、通常3年から5年の間で推移しています。

主な特長

目的：ハイイールド、新興国クレジット、資産担保証券など、他の債券セグメントにも柔軟に投資しながら、資産の長期的な成長を目指します。当戦略は、アクティブ・デュレーション（金利感応度）のポジションを最長6年に限定しています。

アプローチ：アクティブ運用戦略であり、経験豊富なクレジット運用チームや ESG を統合したグローバル・クレジット戦略の、長年にわたる実績を活かして運用されます。

ベンチマーク：ロベコ・グローバル・クレジット短期年限戦略はブルームバーク・グローバル総合社債 1-5 年指数をベンチマークとしています。

主な特長

目的：クレジット・サイクルの全局面を通じてインカム収入を最大化し、投資ユニバースをベースにロベコ独自の SDG 評価フレームワークに基づいてポートフォリオを構築します。

アプローチ：マルチアセット・クレジット戦略であり、アクティブ運用アプローチをとります。市場環境全般に対する運用チームの見解と、企業のファンダメンタルズとサステナビリティ特性に対する徹底した分析が基盤となります。

ベンチマーク：当戦略の投資方針はベンチマークの制約を受けません。

金融機関債戦略

金融劣後債投資への卓越したアプローチ

ロベコ金融機関債戦略は、主に欧州の銀行や保険会社などの金融機関が発行する劣後債に投資するアクティブ運用戦略です。当戦略は、約 70 の発行体への分散したエクスポージャーを提供します。主に投資適格の Tier 2 債に投資しつつ、CoCo 債（最大 20%）やシニア債にも配分する柔軟性を有します。そのため、当戦略は全体的なリスクの観点から見直しを行い、資本構造の中で最も優れたリスク・リターン特性を提供する部分にポジションを取ることが可能です。

当戦略は、他社の類似戦略の多くと比べて保険会社へのエクスポージャーが大幅に高く、これが、当ポートフォリオがもたらす分散効果につながっています。銀行と保険会社はクレジット・サイクルを通じて異なる動きを見せるため、投資機会の拡大にもつながっています。当戦略では、投資除外、ESG 統合、ESG ラベル付き債券への配分、エンゲージメントを通じて、投資プロセスにサステナビリティを組み込んでいます。

ユーロ・クレジット戦略

欧州社債市場の異なるセグメントを対象とする制約のないアプローチ

ロベコ・ユーロ・クレジット戦略は、ユーロ建て投資適格社債に投資します。加えて、潜在的なライジング・スター（投資適格級への格上げ）銘柄、金融劣後債、証券化商品、ユーロ建て以外の債券など、クレジット市場全体から最良の機会を見極めます。ロベコのリサーチ体制は、投資適格、ハイイールド、新興国、先進国を担当するクレジット・アナリストで構成され、こうした投資機会を捉える態勢が整っています。

ロベコのユーロ・クレジット戦略では、徹底したファンダメンタル・クレジット・リサーチに裏打ちされた、アクティブかつバリュー重視の逆張り投資アプローチを追求しています。サステナビリティは、投資除外、ESG 統合、ESG ラベル付き債券への配分、エンゲージメントを通じて投資プロセスに組み込まれています。

主な特長

目的：銀行や保険会社が発行する劣後債への分散投資を通じて、資産の長期的な成長を目指します。

アプローチ：バリュー重視の逆張り投資アプローチを追求し、経験豊富な人材を十分に配したグローバル・クレジット運用チームが当戦略を運用します。

ベンチマーク：ブルームバーグ・ユーロ総合指数コーポレート・フィナンシャル・サブオーディネイテッド・2%発行体上限を上回る運用実績を目指します。CoCo 債、シニア債、ハイイールド証券、ユーロ建て以外の債券など、非ベンチマーク銘柄に投資する柔軟性も有します。

主な特長

目的：主にユーロ投資適格社債から成る分散されたポートフォリオへの投資を通じて、資産の長期的な成長を目指します。

アプローチ：バリュー重視の逆張り投資アプローチを追求し、経験豊富な人材を十分に配したグローバル・クレジット運用チームが運用します。

ベンチマーク：ブルームバーグ・ユーロ総合社債指数を上回る運用実績を目指します。ユーロ投資適格クレジット市場に投資しながら、ハイイールド、証券化商品、ユーロ建て以外の債券など、非ベンチマーク銘柄に投資する柔軟性も有します。

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



詳細はロベコの
ウェブサイトをご覧ください。