

クレジット四半期アウトルック

スプレッドの縮小競争

- ・ クレジット市場のバリュエーションは完全に織り込み済みの状態に
- ・ インフレ関連の不確実性が引き続きボラティリティの上昇要因に
- ・ クレジットの需給環境は堅固

インフレの低下と景気後退入りの回避見通しを特徴とする、クレジットにとって理想的なシナリオが実現しつつあるようです。クレジット市場ではこのシナリオが全面的に受け入れられ、価格にもおおむね反映されています。それでは、市場参加者のリスク選好度は高い水準に達して、警戒感が薄れるようになったのでしょうか。

ロベコでは、コンセンサス・シナリオが実現する確率が高いことを認識する一方で、状況が変化の中でセンチメントのよろさやリスクの偏在にも留意しています。現在のタイトなスプレッド水準とリスクのポジショニングを踏まえると、失望が生じる余地は十分に存在します。

現在、投資適格債と新興国市場のポジショニングを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 1 未満としています。また、クレジット・デフォルト・スワップ (CDS) のスプレッドの方が社債よりもタイトな水準で取引されているため、今はデリバティブ (CDS) を活用してベータを引き上げるのに最適なタイミングではないと判断しています。

ファンダメンタルズ

ロベコでは、1 つの基本シナリオに沿ってポジションを構築するのではなく、複数の経済シナリオを検討することが極めて重要であると考えています。この 1 年間に、米国経済に関する市場のコンセンサスは、ハードランディング、ソフトランディング、ノーランディングという 3 つの主要なシナリオの間で変遷してきました。2023 年の初頭には、市場のコンセンサスは米国経済の景気後退入りでした。その後、夏場にソフトランディング (軟着陸) ヘシフトし、10 月にはノーランディング (長期的な金利の高止まり) がコンセンサスとなりました。2023 年末には、センチメントはソフトランディング・シナリオに回帰し、現在まで市場の支配的な見方となっています。

「今はベータを引き上げるのに最適なタイミングではないと判断しています」

CREDIT OUTLOOK 2024 年 3 月

機関投資家向け資料



Sander Bus
ハイイールド債券



Reinout Schapers
投資適格債券

ソフトランディング・シナリオは、企業の資金調達コストが低下する一方で、収益性の底堅さが維持できる、クレジットにとっては最も好ましい条件を示しています。ロベコは、ソフトランディングの可能性が高いという見方には賛同するものの、完全には排除できない他のシナリオを認識しておくことも重要だと考えています。

セルサイド・アナリストの見解によると、景気後退入りは差し迫ったリスクではないとの見方が大勢を占めているようです。その一方で、インフレと政策金利の先行きに関しては、見解に大きなばらつきが見られます。「2024年の利下げはない」というものから「ECBの中銀預金金利は2026年までに1%に戻る」というものまで、大胆で両極端な意見が見られます。これは、将来のインフレと金利の先行きに大きな不確実性があることを示しています。また、債券市場のインプライド・ボラティリティを計測するMOVE指数が高い水準で推移していることにも、不確実性の高さが反映されています。これとは株価のインプライド・ボラティリティを計測するVIX指数は、極めて低い水準で推移しているのとは対照的です。

米国経済は驚異的な強靱性を示しています。好調な経済を支える大きな要因の1つは財政刺激策であり、家計は下支えされ、個人消費と政府支出はいずれも高い水準で推移しています。その一方で、企業業績はまだら模様です。大手テクノロジー企業が記録的な利益を上げる一方で、中小企業には金利上昇の圧力が波及しています。企業のEBIT(利払前税引前利益)を経済全体の代替指標として注目すると、米国を含めて、企業利益は実際に減少しています。多くの中小企業は、賃金と資金調達コストの増加分を、価格に転嫁できずにいる状況です。

米国以外に目を向けると、世界情勢はまったく異なる様相を呈しています。中国では、住宅市場の落ち込みが引き続きセンチメントを冷え込ませており、脆弱性が依然として際立ちます。失業率は上昇傾向にあり、デフレ圧力が残存しています。この流れを反転させようとする政策当局の取り組みにもかかわらず、マネーの伸びが再び鈍化するなど、問題の解決が見えてきません。

昨年は欧州でも経済の停滞が続きました。主な要因としては、金融政策の伝達速度の速まったこと、エネルギー価格が上昇したこと、財政出動が減少したこと、中国情勢への感応度が高まったこと等が挙げられます。ドイツ製造業の状況は特に深刻であり、景気低迷の矢面に立たされています。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「リスクオンの地合いながらリスクは残存」をご参照ください。

FRBは3回利下げを実施し、ECBに至っては4回利下げを実施する可能性が高いというコンセンサスの見方には、ロベコも概ね賛同します。また、米国が景気後退に陥るリスクは、大幅に低下しています。しかし、現在の市場価格には、このシナリオが完全に織り込まれているように見られることは注目に値します。その結果、クレジット・スプレッドは経済的、あるいは地政学的、ネガティブ・サプライズの影響を受けやすい状況にあります。

ボラティリティの潜在的な上昇要因としては、米国の大統領選挙が挙げられます。バイデン候補とトランプ候補が接戦を繰り広げる中で、初期の世論調査ではトランプ候補がわずかにリードしています。両候補とも緩和的な財政政策スタンスを維持する見通しですが、トランプ候補が勝利した場合、過去に関税の大幅な引き上げを提案した経緯などを踏まえると、米国中心主義がさらに強化されるリスクが生じます。こうした行動は、中国や欧州との貿易摩擦を再燃させ、市場のセンチメントに悪影響を及ぼす可能性があります。さらに、トランプ氏はウクライナへの軍事的、財政的支援を停止する可能性があり、欧州における安全保障上の懸念が強まることも考えられます。

「クレジット・スプレッドは、経済的、地政学的なネガティブ・サプライズの影響を受けやすい状況にあります」

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、主に信用リスクの代償を表わすクレジット・スプレッドを分析します。しかし、他の市場参加者が社債の利回りに注目する可能性があることは認識しており、その動向によって、債券資産への資金フローが左右される可能性があります。ロベコは比

較対象となる国債利回り対比でクレジットの魅力を判断しますが、利回りを重視する投資家は、クレジットの利回りとりスクフリーレート対比での魅力に注目します。

クレジット・スプレッドは第 1 四半期を通して縮小し、市場の多くのセグメントでは「完全に織り込み済み(perfection)の状態」と考えられる水準に達しました。例えば、米ドル建て投資適格債のスプレッドは 90bp に達しています。過去、何度かスプレッドが縮小した事例はありますが、新たなポジション構築に適したタイミングではありませんでした。米ドル建て投資適格債の市場では、長期債のスプレッドが非常に低い水準まで縮小し、市場全体のスプレッドを押し下げています。長期債のスプレッドが中期債のスプレッドを平均的に下回るのは非常に珍しいケースです。これは、長期債の需要が大きいのに対して供給が限られているためです。

米ドル建て/ユーロ建てのハイイールド債と新興国債券は、ヒストリカル・スプレッドの第 1 四分位点(タイトな側)よりもタイトな水準で取引されています。唯一の例外はユーロ建ての投資適格債と金融債で、第 2 四分位の範囲で取引されています。

また、ハイイールド債市場の中で、明確な二極化が生じていることも注目に値します。米ドル建てハイイールド債(ディストレスト銘柄を除く)のスプレッドは、2 パーセントの水準に達しています(1997 年以降、スプレッドが現在よりワイドだったのは 98%の期間)。BB/B 格のカテゴリーではスプレッドのばらつきが非常に小さいのに対して、CCC 格のカテゴリーでは正反対の状態にあります。ハイイールド債インデックス全体のスプレッドがタイトな水準に達していない主な理由は、CCC 格のカテゴリーにディストレスト銘柄が多く、カテゴリー全体の利回りを押し上げていることが挙げられます。ロベコはこのような状況を、実際のリターンに結び付かない可能性がある「幻の利回り」と整理しています。

それでは、バリュースは残存しているのでしょうか。スプレッドの水準は非常にタイトですが、ユーロ建ての投資適格債と金融債には、他の市場と比べて相応の投資妙味が存在すると見えています。金融債のスプレッドは絶対ベースでは大幅に縮小しているものの、事業債対比では依然として割安感が存在します。世界金融危機以降、金融機関の自己資本比率、流動性、資金調達状況は改善しているため、金融債に投資すべき長期的な命題は不変であると考えます。このほか、SSA 債(ソブリン債、国際機関債および政府系機関債)のセグメントにもバリュースが残存しています。SSA 債はスワップ・スプレッドが縮小する中でも魅力的な水準で取引され、スワップ対比のスプレッドはむしろ拡大しています。

投資適格債市場では、不動産セクターにも割安感が存在しますが、単独でのロング・ポジションを推奨することには二の足を踏みます。同セクターには、深刻な問題に直面する企業が存在します。また、すべての企業が市場の信認を得るのに必要な透明性を提供しているわけではありません。このためロベコでは、個別の銘柄について潜在的な投資機会を模索する一方で、慎重な姿勢を保ち、極めて選別的なアプローチを維持しています。

ハイイールド債市場では、BB/B 格のカテゴリーにおけるばらつきの小ささを念頭に、クオリティが高い銘柄に重点を置くのが賢明であると考えています。

「BB ~B 格のカテゴリーではスプレッドのばらつきが非常に小さい状況にあります」

テクニカル

クレジット戦略に機関投資家と個人投資家の資金が大量に流入することからも明らかのように、クレジットに対する需要は底堅く推移しています。ロベコはこの傾向を直接確認する一方で、固定満期型の商品への資金流入が継続しているという声も耳にしています。さらに、企業年金基金向けに多額の年金キャッシュフローを提供する保険会社からは、長期年限のクレジットに対する需要が存在します。投資適格債市場にはこのような底堅い需要に見合った供給が存在するため、欧米両地域において、同市場は拡大しています。

これとは対照的に、ハイイールド債市場は、格上げされた企業のユニバースからの離脱や、公開市場外でリファイナンスを行う動きを背景に、市場規模は縮小傾向にあります。このような需給ギャップは、ハイイールド債がアウトパフォームする一因となっています。新興国の外貨建債券市場も同様の状況であり、企業が現地通貨建て市場をはじめとする代替の資金調達手段を模索する中で、市場は縮小傾向にあります。

ロベコ・グローバル・マクロ・チームが開発したリスク回避指数は、市場のリスク・テイク意欲が「リスク選好」の領域に移行したことを示しています。これは警戒感が過度に薄れた可能性を示唆するものであり、一般に将来のパフォーマンスにとって明るい兆候ではありません。また、「今回は違う」という声が聞かれるようになったことにも、いくぶん懸念を感じています。

クレジットに対する旺盛な需要は、新発債市場におけるプライシングのダイナミクスにも反映されています。発行体は新発プレミアムをほとんど上乗せしない水準で発行することができる一方、オーダーブックが数倍の超過需要になることも珍しくありません。また、中央銀行の金融政策が市場のテクニカルに大きな影響を与えます。バランスシートの縮小は進行中ですが、FRB と ECB は引き続き大量の債券型商品をバランスシート上に抱えています。クレジットにとって最もネガティブなシナリオは、利下げが予想通りに実施されないことであり、インフレが再び上昇に転じれば、そのような可能性も否定できません。

利下げの可能性が高い環境にある限り、金融政策によるテクニカル面での下支え効果は引き続き期待できると見ています。しかしながら、初回の利下げ後に、スプレッド縮小の流れが再来すると予想するべきではありません。ヒストリカル・データからは、ソフトランディングの環境においても、通常、初回の利下げ後にスプレッドがさらに縮小することはありません。

「クレジットに対する旺盛な需要は、新発債市場におけるプライシングのダイナミクスにも反映されています」

ポジショニング

ロベコでは、前四半期からポジショニングをほとんど変えていません。引き続き、ポートフォリオ全体のリスクを中立に近い水準に保ちつつ、バリューが残存する分野においてクレジット・リスクを選別的にとる戦略を選好しています。銘柄を厳選する一方で、高格付け債からキャリアを獲得することによって、最適なバリューが生み出されます。

引き続き、投資適格債には全般に安心感が存在しますが、ハイイールド債のポートフォリオでは、特に格付け低位の銘柄に対して、より慎重なスタンスを維持しています。「幻の利回り」をアンダーウェイトとしたことによって、ハイイールド債のポートフォリオのベータは「1」を下回りました。CDS のスプレッドの方が社債よりもタイトな水準で取引されているため、CDSを活用してハイイールド債のベータを「1」に引き上げるべきタイミングではないと考えています。

事業債対比で引き続き割安に取引されている欧州の銀行債には、依然としてバリューが見受けられます。保守的なポジショニングの方針の下で、市場のセンチメントが悪化した場合に手元資金を活用する余地を確保しています。

テーブル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		✓	
ハイイールド			✓
金融債	✓		
非金融債			✓
新興国債		✓	

出所: ロベコ。2024年3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。

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