

クレジット四半期アウトルック

# 1990年代を彷彿とさせる 狂乱相場

- ・ インフレ低下に伴いソフトランディングがコンセンサスに
- ・ FRB の政策転換を受け債券相場は上昇
- ・ 市場は最善のシナリオを織り込む

前回の四半期アウトルックでは、市場のコンセンサスがソフトランディングに移行するようになったと指摘しました。10～12月期に入っても、景気に対する弱気な見方を撤回するエコノミストやストラテジストが増えるなど、その状況は変わりませんでした。ほとんどのセクターでは、クレジット・スプレッドは大手投資銀行が2024年の展望レポートの中で提示した水準を、すでに下回っています。

このような環境では、慎重なスタンスを堅持するのが引き続き賢明であると考えます。市場はゴルディロックス(適温)シナリオを全面的に受け入れましたが、リスクが低下しているわけではありません。中央銀行の引締めサイクルはほぼ確実に景気後退につながるという教訓を、歴史は教えてくれます。1990年代半ばのケースは例外的であり、金融引締めサイクル終了後も数年にわたって経済は好調に推移しました。現在、市場は最善のシナリオを織り込んでいます。スプレッドが大きく動いた結果、米国のクレジット市場では、最も割高な水準に突入したか、その過程にあるセクターが見受けられます。通常であれば、このような状況が観察されるのは現在のような環境ではなく、長期にわたる強気相場の終了時になります。

10～12月期の債券市場の地合いは比較的安定的であり、市場のテクニカルは改善したものの、年初からセンチメントは不安定な状態が続いています。市場価格には非常に楽観的な見通しが織り込まれているため、失望の余地は十分にあります。景気がさらに深刻に減速するか景気後退に陥らない限りは、市場がより大幅に動くことはないでしょう。ロベコでは、ボトムアップの観点からリスク・リターン特性に魅力があると判断したセクターのリスクをとりつつ、全体のポジショニングはより中立的な水準に設定しています。投資適格債のベータを小幅にロングする一方で、ハイイールド債については保守的なポジショニングを堅持しています。

ARTICLE 2023年12月

機関投資家向け



Sander Bus  
ハイイールド



Reinout Schapers  
投資適格債

記載されているすべての例は情報提供を目的としたものであり、何らかの形で投資アドバイス为目的としたものではありません。

## ファンダメンタルズ

ここ数四半期にわたって、利上げサイクルに関する議論と、急激な利上げサイクルは常に景気後退につながるという通説に関する議論を進めてきました。夏以降、この通説には異論が唱えられるようになり、米国経済についてはソフトランディング・シナリオに、市場全体についてはゴルディロックス・シナリオに、それぞれ移行するエコノミストやストラテジストが増加しています。足元では、ソフトランディングがコンセンサスとなっています。

実際のところ、インフレは世界的に低下傾向にあります。景気は冷え込み、雇用の伸びは減速し、サービス・セクターでは企業活動が鈍化しています。その一方で、しばらくの間、製造・建設セクターでは企業活動が休止状態にあり、景気後退の水準で推移しています。最近までは、個人消費が経済全体を支えてきました、労働需要の底堅さを背景に、賃金とインフレには上昇圧力が加わりました。足元で、サービス、小売り、娯楽の各セクターでは求人者数がようやく減少に転じるようになり、インフレの低下につながっています。このような動きはいずれも、金融政策が経済に影響を及ぼしていることを示す兆候と言えるでしょう。

## 「ソフトランディングがコンセンサスとなっています」

欧州では、今年1~3月期以降、財政支援が縮小しているため、景気の減速傾向がいくぶん長期化しています。以前にも指摘したように、エネルギー危機の影響と中国との交易関係が足かせとなり、一部の国では、(ゼロ近辺とはいえ)マイナス成長がすでに2四半期以上続いています。

中国経済は依然として厳しい状況にあります。最近発表された政策支援パッケージは、レバレッジ解消を進める経済にとって短期的なサポートに過ぎないと見なされています。これは1990年代の日本に類似する状況であると、ロベコは考えています。一方、米国政府は大規模な財政支援を続けることによって、経済の構造調整のペースを遅らせてきました。最近になってようやく、各種の経済データには、特に重要なインフレ率を中心に、一服感がうかがえるようになりました。

FRBは直近のFOMCにおいて、利上げサイクルが終了した、あるいは終了に近いことを確認しつつ、利下げが視野に入ったことを示唆しました。11月に大幅に上昇した債券市場は、これを受けて力強くラリーしました。これに対してユーロ圏と英国では、景気は明らかに米国よりも減速しているものの、ECBとイングランド銀行はインフレに対してよりタカ派的な姿勢を維持しています。FRBの政策転換は、ソフトランディングを予想する市場の見方を確固たるものにしたと考えられます。

私たちは難局を乗り越えたのでしょうか。市場はそのように判断しているようですが、勝利を宣言するのは時期尚早であると、ロベコは考えています。景気後退入りの可能性は確実に低下しているようですが、経済指標が示すシグナルに一貫性はなく、この2年間、何度も混乱を招いてきたため、当面は慎重な見方を維持します。金融政策の効果は緩やかに波及するため、金融サイクルの影響を予測するのは難しく、これまでも正確な予想はほぼ不可能でした。FRBの利上げが景気後退につながらなかったのは、1990年代の事例に限られます。

## 「FRBの利上げが景気後退につながらなかったのは、1990年代の事例に限られます」

企業のファンダメンタルズに注目すると、一部のセクターでは利益率の低下が確認されています。インフレの低下に伴い価格決定力は弱まっているようであり、賃金の調整にはラグが伴うため、今後は利ざやの縮小圧力が強まる可能性があると考えています。昨年は、テクノロジーや重工業などのセクターが、利益率の低下に見舞われました。これまでのところ、雇用の削減に積極的な企業は少数に限られます。パンデミックの期間中に人材確保の難しさを経験し、また、財務余力が健全な水準まで回復しているため、各社は労働コストの削減よりも利益率の低下を受け入れるようになっています。セクターによっては、人材を維持する余裕が失われる可能性があります。

記載されているすべての例は情報提供を目的としたものであり、何らかの形で投資アドバイスを目的としたものではありません。

特にハイイールド企業の場合結局のところ財務のファンダメンタルズの強さがリファイナンスを可能にします。ロベコが極端に悲観的になっているわけではありません。健全な状態で今回のサイクルを迎え、難局を乗り越えることが可能な企業も数多く存在します。ハイイールド債市場だけでなく投資適格債市場においても、銘柄間のばらつきが拡大すると予想しています。格付会社の動向を見ると、「ネガティブ」アウトルックが付与される企業が増える一方で、「ポジティブ」アウトルックが据え置かれるケースも少なくありません。

引き続き、金利の上昇に由来する下押し圧力は残存しています。ここ1カ月あまりの間に、金利は大幅に低下したものの、年初とは変わらない水準にあり、企業の資金調達コストは大幅に増加する見通しです。パブリックな社債市場では、企業は固定利付債を発行しているため、影響はそれほど目立ちません。これに対して、資金調達を変動金利型のバンクローンに依存する中小企業や(ハイイールド)企業の場合には、金利上昇の影響は波及するスピードが速いために、すでに顕在化しつつあります。このような企業のデフォルト率が社債市場を上回っているのは、意外なことではありません。年初来、金利の上昇を受け入れてリファイナンスを実行したのは、比較的信用力の高いハイイールド企業の一部に過ぎません。

## 「世界的に銀行セクターは比較的割安な水準にあります」

来年に入ると、債券市場ではリファイナンスを必要とする企業が増えるため、影響はほどなく目立つようになるでしょう。金利の上昇は、レバレッジの高い企業の財務に多大な影響を及ぼすと予想されます。投資適格企業については、ほとんどの場合、影響は限定的な範囲にとどまる見通しですが、資本配分の調整が必要な企業も存在します。例えば、通信タワーや再生可能エネルギーなどの分野におけるインフラ企業は、金利の上昇を受けて、バランスシートの調整を余儀なくされています。このような環境では、勝ち組と負け組に二分されるのは明らかです。

### バリュエーション

11月から12月にかけて、債券市場は力強くラリーしました。10月には、米国10年国債利回りが5%近くまで上昇するなど、リスクフリーレートはピークに達したものの、その後のラリーによって、12月には4%以下の水準まで戻しています。欧州市場においても、国債利回りは10月初旬に3%近くでピークアウトした後、12月には2%近くまで戻しています。これまではリスクフリーの国債がボラティリティとリターンを主な源泉であり、国債利回りがピークに達したことによって、クレジット市場のセンチメントは劇的に変化しました。クレジットに対する需要が膨らむ中で、流動性が乏しい環境において、スプレッドは大幅に縮小しました。米国市場では、ゴールドロック・シナリオが織り込まれるようになりました。クレジット・スプレッドは、さまざまな大手投資銀行が2024年の展望レポートの中で提示した2024年末の目標水準を、現時点ですでに下回っています。ロベコはこの点を踏まえ、米国市場ではリスクが過小評価されるようになり、景気後退や景気減速の可能性が完全に無視されていると考えています。

一方、市場によって状況は大幅に異なります。バリュエーションに注目すると、米国市場が他の市場よりも早いペースでラリーしていることは明らかであり、一部のセクターでは最も割高な水準に達しています。例えば資本財・消費財セクターやBB格の銘柄などに、そのような傾向が見受けられます。これに対して欧州市場では、スプレッドは引き続き長期平均を上回る水準で推移しています(ハイイールド債のスプレッドは平均を大幅に下回る水準)。新興国市場においても、スプレッドは長期平均を小幅に上回る水準で取引されるなど、米国市場に対して遅れが見られます。また、セクター間のばらつきも明確に確認されています。新興国市場では、投資適格債のスプレッドが平均以下の水準で取引されているのに対して、ハイイールド債のスプレッドは依然として平均を上回ります。この傾向は特にアジア市場において顕著であり、投資適格債のスプレッドは最も割高な水準に達しています。

## 「クレジット市場に流入する資金は増加傾向にあり、変化はすでに確認されています」

世界的に銀行セクターは比較的割安な水準にあります。なかでも、銀行シニア債には全般に出遅れ感が目立ち、割安な状態にあると考えられます。また、AT1(その他 Tier1)債のパフォーマンスは非常に良好であり、スプレッドは過去平均を下回るものの、今年の3月以前よりは依然として高い水準で推移しています。もっとも、シリコンバレーバンクの破綻やクレディ・スイスの救済は、市場ではおおむね過去の出来事となったように思われます。

ここ数カ月間、CCC 格の債券はアンダーパフォームしています。その結果、B 格/BB 格の債券とのスプレッド格差は拡大しましたが、だからといってエクスポージャーを積み増すタイミングというわけではありません。多くの CCC 格銘柄が“わけあって”割安な水準で取引されています。厳しい利ざやの縮小圧力にさらされている企業や、財務レバレッジが過大な企業も多く、上昇した金利水準でのリファイナンスに支障をきたしています。市場のこの分野では企業固有リスクに関するものであり、トップダウンの観点からアプローチするべきではありません。

利ざやの縮小圧力にさらされている企業や、足元の金利環境において過大な債務負担を抱えている企業が多いため、格下げや(ハイイールド債の場合は)デフォルトの事例が増えると予想しています。現在の市場環境では、ファンダメンタルズとバリュエーションのバランスを考慮した上で、銘柄の選択に注力することが重要であると考えます。

#### テクニカル

インフレ期待が低下する一方で金利がピークアウトするなど、全般に市場のセンチメントは変化しています。年初来、クレジット市場に流入する資金は非常に少なく、昨年から今年7~9月期にかけてリターンがマイナスの領域で低迷していたこともあって、多くの投資家はクレジットのアンダーウェイトを継続していた模様です。ロベコは以前にも、現在のクレジットの利回りはトータルリターン・ベースの投資家に魅力的なバリュエーション・プロポジションを提供するものの、リスクフリーレートの変動が大きい環境においてアウトパフォームするのは困難であると主張しましたが、その状況は変わりました。投資適格債を中心に、クレジット市場に流入する資金は増加傾向にあり、変化はすでに確認されています。

### 「需要サイドのテクニカルは非常に良好であるように思われます」

投資適格債に関しては、全体の利回りが引き続き魅力的であり、リターンの見通しも良好です。このため、他の多くのリスク資産に匹敵する投資妙味が存在します。需要サイドのテクニカルは非常に良好であるように思われます。一方、悪材料として、中央銀行の量的引き締め(QT)政策は継続する見通しです。FRB、ECB、イングランド銀行はいずれも、バランスシートの縮小を継続する方針を打ち出しています。なかでも ECB の場合、大規模な社債保有残高を中期的に解消する必要があります。

最近のクレジット市場と債券市場におけるラリーを受けて、クレジットに対する需要を満たす起債が行われると予想しています。ハイイールド債市場では、大規模な償還スケジュールへの対応が必要になります。利回りは2カ月前より2%近く低下しているため、多くの発行体は償還資金の手当てを進められるようになりますが、財務レバレッジが高い一部の企業はリファイナンスに苦戦すると見られます。一方、投資適格債市場では、平均残存年限が長いこと資金調達ニーズが比較的小さいものの、一部の企業は起債に踏み切る可能性があります。この1年間は金利が高い環境において、投資適格企業は長期債の発行に極めて消極的でした。

新興国市場の状況は大きく異なり、米ドルよりも自国通貨の金利の方が大幅に低いアジア市場を中心に、海外発行の債券を可能な範囲で国内市場において借り換える動きが、すでに見受けられます。その結果、新興国の外貨建て債券市場の規模は徐々に縮小していますが、この傾向は来年も続くと予想しています。

## 「景気がさらに深刻に減速するか景気後退に陥らない限りは、スプレッドが大幅に拡大することはないでしょう」

市場では見過ごされていますが、利上げサイクルにおいて予測困難な問題がより多く表面化する可能性があります。また、足元で市場のセンチメントは依然として不安定であり、流動性も低い状態にあります。このため、期待が先行する中で、スプレッドが拡大しやすい地合いが続くと考えられます。その一方で、市場のテクニカルが大幅に改善されたことを無視すべきではなく、景気がさらに深刻に減速するか景気後退に陥らない限りは、スプレッドが大幅に拡大することはないと考えています。

### 結論

現代史上で最も急激な利上げサイクルが終焉を迎えました。これまでのところ、欧米諸国の経済は変調をきたすことなく、このサイクルを乗り切っています。市場は勝利を宣言し、ソフトランディング・シナリオを全面的に受け入れています。ロベコでは、引き締めサイクルの影響が完全には顕在化していない可能性が高いと見て、慎重なスタンスを維持しています。中央銀行は段階的に政策の転換を進めているものの、利下げに着手するのは数カ月後になる見通しです。

市場のパフォーマンスは大方の見方よりも好調であり、ショート・リスクは割の合わないポジションでした。インフレ低下の影響が大きく、価格決定力の維持に苦戦するセクターが引き続き見受けられます。全体的に市場は大きく変動したため、多くの分野ではバリュエーションが明らかに割高になっています。だからといってスプレッドにさらなる縮小余地がないというわけではなく、センチメントが良好な環境において、市場がオーバーシュートするのは珍しくありません。すべての企業が同じではなく、銘柄の選別がカギを握ると考えています。注意深く目配りした上で、リスクとリターンのバランスが適切な企業に投資することが重要になるでしょう。

利上げサイクルの終了を受けてテクニカルは大幅に改善され、市場価格にはフロア(下限)が設定された可能性もありますが、来年が無風状態になると想定すべきではありません。市場には楽観的な見通しが織り込まれ、1990年代を彷彿とさせる狂乱相場が続いています。このため、失望の余地は存在し、スプレッドは拡大する可能性があります。しかしながら、景気がさらに深刻に減速するか景気後退に陥らない限りは、市場がより大幅に動くことはないでしょう。そのように景気が悪化する可能性は、引き締めサイクルの影響が緩やかに波及することを踏まえると、依然として無視できないと考えています。

### ポジショニング

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・リスクを取得する戦略を選択しています。銘柄を厳選する一方で、高格付け債からキャリー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。投資適格債には全般に安心感が存在します。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。

投資適格債のポートフォリオでは、平均的に割安な水準で取引されている銀行銘柄にバリューが見受けられます。また、米国市場と比べて、欧州市場にはスプレッドのさらなる縮小余地が存在しています。最近のラリーを念頭に、現在のベータの目標を「1をやや上回る水準」に設定していますが、このポジショニングは保守的であると評価しています。一方、テクニカルの改善を踏まえると、クレジット・リスクをアンダーウェイトとするのは時期尚早であると考えています。このようなポジショニングの方針の下で、ボラティリティが再び上昇した際にリスクを積み増す余地は大きく残されています。

ハイイールド債のポートフォリオでは、BB格の銘柄と(投資適格階級と投機的階級の間位置する)クロスオーバー銘柄(銀行銘柄など)の比較的長い年限をオーバーウェイトとしつつ、全体としてはアンダーウェイトを据え置いています。格付け低位の銘柄はリファイナンスに苦戦し、デフォルト・リスクも伴うことから、格付け上位の銘柄とのスプレッド格差は引き続き拡大すると予想しています。CCC格の銘柄はすでにアンダーパフォームしていますが、財務レバレッジの水準に鑑みると、状況は変わらない公算が大きいでしょう。また、バリュエーションの観点から、欧州銘柄のオーバーウェイト(米国銘柄対比)を据え置いています。

Table 1 – Current positioning

	建設的	中立	慎重
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			✓
エマージング債		✓	

出所:ロベコ、2023年12月

謝辞:

この四半期アウトLOOK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 and Martin van Vliet (Robeco), Song Jin Lee (HSBC), Andrew Sheets (Morgan Stanley) and Lotfi Karoui (Goldman Sachs)の见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. (“RIAM”)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 RIAM 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。当資料及び記載されている情報、商品に関する権利は弊社または RIAM に帰属します。したがって、弊社または RIAM 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
--