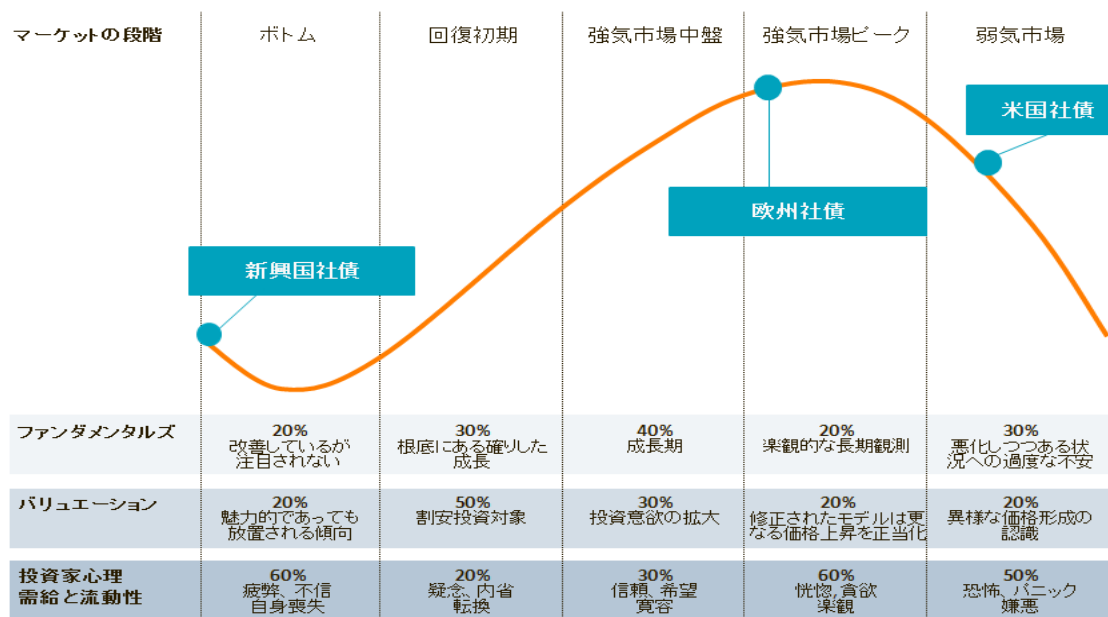


クレジット四半期アウトルック：マーケット サイクル

マーケットの段階別位置づけ



欧州への逃避

- 中国経済の減速が世界経済成長に相当な悪影響を及ぼしている
- 米国のクレジット・サイクルに変化
- ECB の社債買入れプログラム、2016 年に開始の可能性が高まる

我々は現在、2008 年の米国のサブプライム・ローン危機、そして 2010 年の欧州のソブリン危機に次ぐ「世界的金融危機の第三章」に直面しています。中国では、負債が持続不可能な水準に達し、その体制に亀裂が生じています。中国は長年にわたり、膨大な財政赤字と信用拡大を代償に高い成長率を維持してきました。しかし、もはやその薬に効き目はありません。信用創造を追加的に実施しても、いっそうの経済成長にはつながらないでしょう。中国に残された唯一の方法は、さらなる人民元の切り下げという禁じ手だけです。もし人民元切り下げが本当に実施されれば、他の新興国市場や商品市場にマイナスの影響が及ぶことは避けられないでしょう。

一方で、米国のクレジット・サイクルは進展し、レバレッジの上昇と M&A 取引の活発化に特徴されるネガティブな段階に入っています。世界的に広がる混乱を横目に、欧州はまるで変化の少ないオアシスのようです。欧州のクレジット・サイクルは、他の地域に比べて良好な段階にあり、ECB が好ましいテクニカル要因も提供しています。加えて、ECB は 2016 年の国債を含む資産購入プログラムの対象に社債を含めることを検討する可能性があります。

Sander Bus ハイ・イールド債券チーム責任者
Victor Verberk 投資適格債券責任者

“世界的金融危機の第三章”

新興国市場の信用加速による好況は終焉

長年続いた金融緩和政策は、新興国に典型的な信用加速による好況をもたらしました。その好況も現在では急速に冷え込み、新興国市場の債務スーパーサイクルは終焉を迎えました。弊社も BIS が 2015 年 9 月の四半期レビューに掲載した以下の見解に賛成です。

「直近の BIS 年次報告書で詳細が論じられているとおり、より長期的な視野で考えると、これらすべてが国内および海外の政策措置の脆弱さを露呈している。そうした措置は、各国で大きな損害をもたらしている金融活況・不況の波を十分にコントロールできずにいる。そのため世界的に債務水準は非常に高く、生産性の成長はあまりに脆弱で、金融リスクは大きな脅威となっている。また異常な低金利が異例に長い期間続き、金融市場は気がかりなほど中央銀行の言動に左右される状況が続いた。その結果、求められている金融政策正常化が加えて難しくなっている。金融政策で世界経済のあらゆる病気を治すことができると期待することは非現実的であり、危険である」。

世界的金融危機におけるこの新しいエピソードの結果を過小評価すべきではありません。この 10 年間、中国の急速な成長の恩恵を受けてきたセクターは、極めて脆弱です。金属・鉱山、石油・ガス探査および生産など、特に商品関連セクターは、新たな均衡を見つける必要があるでしょう。また、同セクターでは、厳しいリストラやデフォルトの可能性が極めて高いと考えられます。ポートフォリオ全体において、中国経済の減速の影響をまともに受ける国やセクターは、バリュエーションに関係なくオーバーウェイトするつもりはありません。

中央銀行がもたらすボラティリティ

欧州、米国、日本の中央銀行は、新興国市場の動向を注視しながら、しかるべく対処すると考えられます。つまり米国の金利正常化は減退し、欧州と日本では緩和政策を強化しようとするでしょう。こうした中央銀行の動向は、金融市場のボラティリティを左右します。中央銀行の政策措置によるリスクオンのネガティブな影響が新興国市場の下げのみならず、世界のリスク市場に飛び火するでしょう。弊社は先進国市場では欧州を選好しています。それは、欧州が決してレバレッジ過剰ではない企業の恩恵を受けているからです。米国では、クレジット・サイクルは成熟段階に入り、企業のリスク負担の増加と収益減少が顕著で脆弱となっています。

過去 3 カ月間、全てのクレジット市場でスプレッドが拡大しています。今になってみると、我々は 2014 年夏に始まっていたクレジットの弱気相場の只中にいるということが理解できます。しかし、正常なクレジット・サイクル（2002 年）で見られたピーク時の水準近辺で取引されている市場もあります。したがって、今は先進国市場のクレジットをアンダーウェイトにする時ではありません。

クレジットの弱気相場はそう頻繁に見られませんが、いったん弱気相場になると短期間ではあるものの厳しいケースがほとんどです。その始まりと終わりのタイミングを測るのは、そう簡単ではありません。今はセクターと発行体ごとに、慎重にポジションを取るべき時です。ネガティブな環境にもかかわらず、先進国市場ではベータが 1 をわずかに超えるポジションをリスク枠の 25% 以内で保有し続けています。しかしながら、通常は、ベータは完全にニュートラルになるはずで、先進国市場では、新興国市場の減速の影響を直接受ける国やセクターをアンダーウェイトすることを選好します。

新興国市場ではベータを 1 未満で維持するつもりです。新興国市場のバリュエーションは他の地域に比べて魅力的ですが、ポジションを拡大する正当性を保証するほどではありません。まず、政府間の合意やデフォルト、そして構造改革を進めることができないポピュリスト的な政府の退陣などを見届ける必要があります。

ファンダメンタルズ

ユーロ圏で広がる回復基調

ユーロ圏経済は、極めて緩やかながら回復が続いています。燃料価格の下落、住宅市場の回復、低金利、そしてわずかながらも改善した労働市場の影響により、消費者信頼感指数は上昇しました。さらに、製造業信頼感指数も、ユーロ圏諸国の大半で上昇しています。輸出を見ると、ドイツでは前年比 8%増、フランスでは 7.6%増となりました。各国の回復には依然として大きな差がありますが、周縁国が脆弱で、中核国が底堅いと一概に言いきることはできません。実際、フィンランドは、ロシア経済へのエクスポージャーが最大であることから、最も苦しい状況となっています。一方、現在パフォーマンスが最高なのはアイルランドです。

ユーロ圏では失業率の水準が高いため、賃金上昇はありません。商品価格の下落と、人民元の再切り下げによる潜在的デフレ圧力を考慮すると、インフレはまったく問題ないでしょう。おかげで、ECB には、量的緩和 (QE) を全速力で推し進める余地があるというわけです。ドラギ ECB 総裁は、新興国市場の成長減速を注視し、必要に応じてしかるべき措置を講じると明言しています。「我々は、金融政策によるもう一段の景気刺激策が必要な場合、金額、構成、デュレーションを必要に応じて調整するつもりです」。

企業サイドで見ると、欧州企業の活動は米国企業とは対照的で控えめです。これは、欧州の政治や政府の混乱の結果だと言えます。概して、欧州企業は再レバレッジをかけるような取引には従事していません。自社株買いや M&A も実施されていますが、米国に比べるとかなりの低水準にとどまっています。

ユーロ圏の指標の内容は明るいものの、いくらかの警戒は必要です。ユーロ圏構想における構造的な脆弱さは未だに解決されていません。財政同盟はなく、政治同盟の実現はかつてなく遠のいています。つまり、欧州のソブリン危機はいずれかの時点で再燃する可能性があるということです。現状、これは市場のテーマとなっははませんが、クレジット・スプレッドは、ソブリン危機再燃のリスクが背後に漠然と存在する事実を反映しているのでしょう。

米国のビジネス・サイクルは成熟期へ

米国経済は7年間の拡大期を経て、疲労の兆候を見せています。堅調な労働市場と低インフレが続く中、米国経済は緩やかなペースで成長を続けているものの、製造業の指標は過去数カ月間にわたり低迷しています。新規受注と製造業売上高は減少しました。また、輸出はドル高の影響を受け、前年比 5%減となりました。

現在、米国経済を支えているのは消費者に他なりません。消費支出は前年比 3.2%増加し、可処分所得も同じくらい増加しています。賃金上昇がまだ相当に抑制されているため、所得の増加は主に失業率の低下によるものだと思います。消費者はまた、住宅価格の上昇と燃料費の低下にも後押しされています。

企業サイドでは、企業収入が圧力を受けています。企業は、一株当たり利益を増大し続けるようにとの株主からのプレッシャーを感じ、その結果、金融工学との関与を深めています。負債で資金を調達した M&A および自社株買いは、2007 年の水準まで戻っています。多くのセクターでは、レバレッジの水準が前のビジネス・サイクルのピークをすでに超えています。まだ切迫した問題ではありません。それは、ここ数年間、企業が低金利の資金調達ができていることから、インタレスト・カバレッジ・レシオがまだ健全な水準にあるためです。企業の調達ギャップはマイナスになっており、それは、企業が外部調達に頼っていることを示しています。企業の信用拡大は米国で加速していますが、欧州ではまったく逆の様相を呈しています。

前回の四半期アウトックで述べたとおり、対 GDP 比の利益はとても高い水準にあります。企業はここ数年にわたり、労働者を犠牲にして利鞘とシェア拡大に努めてきました。しかしながら、対 GDP 比の利益は、歴史的に見ても決して安定しておらず、時間の経過とともに平均に戻る傾向があります。現在のところ、1 時間あたり賃金で見た賃金上昇は依然として抑制されていますが、指標によれば予定された報酬の引き上げは上向きになっています。

こういった動向は驚くべきものではありません。これは極めて正常なクレジット・サイクルですが、今はいくらかの警戒を必要とする段階にあると結論づけることができます。

新興国市場の危機

弊社の四半期アウトックでは、ここ数年で持続不可能な水準まで積みあがった中国の債務を話題として取り上げてきました。いまや債務は、中国政府がコントロールを失う水準にまで達しています。

中国の景気減速はペースを増しています。商品市場における需要ショックが、その事実を如実に表しています。中国が発表した指標も好ましい内容ではありませんでした。固定資産投資の対 GDP 比率は下落し、鉄道貨物量の落ち込みも深刻です。政策担当者たちがこの景気減速を制御できていない状況は明らかです。信用創造と財政赤字による従来のやり方は、もはや通用しません。債務残高は、追加的な信用創造で成長拡大を望めないくらいの高水準に達し、システミックリスクを増大させています。ここ数年間の財政赤字（地方政府の財政赤字も含む）は継続して増加しており、これ以上の財政支出は現実的ではありません。

中国には、人民元の再切り下げという禁じ手しか残されていません。しかし、人民元の再切り下げは、他の新興国市場や商品市場にさらなる痛手をもたらすと思われまます。ブラジルなどではすでに影響が見られています。現在、中国は資本自由化において完全に後退しています。その結果、IMF の特別引出権（SDR）バスケットに人民元が採用される可能性は極めて低くなりました。これらを考慮した結論として、人民元のさらなる下落は避けられないと言えます。人民元の下落は、他の新興国やオーストラリアに影響を及ぼすでしょう。

中国の経済成長の急減速は、金融市場を左右する最も重要な要因です。世界的な金融危機の第三章はもう始まっています。新興国経済が世界経済に占める割合がおよそ 40%であることを考えれば、その他の市場への影響を過少評価すべきではありません。

結論: サイクルの非同期化

欧州の経済サイクルは、より健全な段階にありますが、新興国が抱える問題や米国のリスク選好の変化の影響を受けないわけではありません。「アメリカ株式会社」は現在、完全にアニマル・スピリッツのモードに入っています。レバレッジは上昇し、企業収益サイクルはピークに達しているように見えます。新興国市場は、中国の急速な減速と債務のスーパーサイクルの破綻によって、危機的モードにあります。

バリュエーション

バリュエーションは全般的に魅力的に

米国と欧州のコーポレート・クレジットは、投資適格債とハイ・イールド債ともに、ここ3カ月間でスプレッドが約20%~30%拡大しました。欧州の金融セクターはアウトパフォームし、スプレッドは0%~10%の拡大にとどまりました。

正常なクレジット・サイクルのピークに近づいている米国のスプレッド

昨年、米国市場のパフォーマンスは欧州市場を下回りました。現在のオプション調整後のコーポレート・スプレッドは、投資適格債で162bps、ハイ・イールド債では約600bpsです。2008年のピーク時の水準にはまだ遠く及びませんが、2002年のクレジット・サイクルのピーク時の水準には近づいています。米国のクレジットのアンダーパフォームは、米国市場のクレジット・サイクルがさらなる成熟期に入っていることで説明できます。

米国のスプレッド拡大の影響を受ける欧州

歴史的に欧州市場は高ベータ市場になることがよくありますが、弱気相場が続いた過去12カ月間には当てはまりませんでした。インデックスで見ると欧州のクレジット・スプレッドは、米国のスプレッド水準を下回っています。2014年夏に市場が一変してからは、欧州が米国をアウトパフォームしているものの、過去3カ月間はスプレッドが大幅に拡大しています。欧州のファンダメンタルズと企業の活動はより好ましい状況にありますが、米国のスプレッド拡大の影響を免れることはできません。欧州企業の平均取引スプレッドは、投資適格債で138bps、ハイ・イールド債で450bpsです。

より質の高い欧州ハイ・イールド債

欧州ハイ・イールド債のユニバース構成が、米国と大きく異なる点も注目できます。エネルギーおよび金属・鉱山セクターのウェイトは米国では高くなりますが、欧州では低くなっています。また、CCC格のウェイトは米国の15%に対し、欧州ではわずかに6%です。こうした質の相違を調整すれば、欧州のハイ・イールドのバリュエーションはより魅力的に見えます。

すでにアウトパフォームした欧州の金融セクター、依然として魅力的

銀行と保険の債券はスプレッドが極めて緩やかな拡大にとどまり、アウトパフォームしています。銀行は依然としてリスク回避モードのため、普通株式等Tier 1比率は四半期ごとに改善しています。金融セクターのアウトパフォーマンスには正当性があると考えています。極端に割安なバリュエーションという背景もありますが、同セグメントのポジションをオーバーウェイトする価値がまだあると見ています。

すべてのリスクが織り込まれていない新興国市場のバリュエーション

新興国市場のスプレッドは全体的に拡大していますが、それは当然のことです。商品関連のセクターとブラジルではスプレッドの拡大が顕著でした。しかし、より広範のインデックスを見ると、新興国市場の危機が明らかになりつつあると考えた際に、当然予想されるスプレッド拡大はまだ見られません。新興国と米国の投資適格債のバリュエーションを比較すると、まだ新興国市場の方がアウトパフォームしています。そのため、新興国市場を非常に警戒しています。

結論: 割安に

結論として言えば、クレジットは明らかに割安になっています。経済サイクルは今のところ分断されているように見えますが、クレジットのパフォーマンスの相関性は高まっています。クレジット・サイクルが好ましい段階に達していることから、投資適格債とハイ・イールド債の両方について、弊社は米国よりも欧州を選好し、また金融セクターを選好します。弊社は引き続き新興国市場を警戒しています。

テクニカルズ

中央銀行の買い入れではもはやボラティリティを抑制できない

中央銀行の政策は、トップ・オブ・マインドである状況が続いています。低金利下で企業の調達コストは低下しましたが、投資家は低金利下でなければ見向きもしないような資産へと駆り立てられました。新興国の債券やハイ・イールド債といった、本来ならば投資しない分野に投資せざるをえなくなった投資家のことを、かつては「ツーリスト・インベスター」と称していました。そうした投資家は、新興国やハイ・イールドなどのカテゴリーに伴うリスクに慣れていないため、ネガティブなニュースが流れると資金を引き上げるというリスクがあります。投資家は中央銀行の政策によって、同様の込み合ったポジションを取らざるをえない状況に置かれています。おかげで、センチメントが変わるとボラティリティが上昇するわけであり、これが現在起こっているのです。ここ数カ月間の資金フローは、複数のカテゴリーでマイナスになっています。金融市場のボラティリティは明らかに上昇しており、これはクレジット市場にとってはマイナス要因です。

流動性の低さによりボラティリティが上昇

債券市場の流動性は、世界的金融危機以前の水準を大きく下回っています。毎日取引されている社債は、ほんの一部に限られています。ミューチュアルファンドの運用会社にとって、流動性の方針を決めておくことは極めて重要なことです。流動性の低下は、多額の自己勘定売買の維持を困難にした投資銀行の規制厳格化の弊害と言えます。投資銀行の自己勘定売買やクレジット・アービトラージのヘッジファンド戦略は、市場でほとんど見られなくなりました。流動性の低下は、クレジット市場の効率性の低下を招いていますが、これは決して単に悲観すべきことではありません。ファンダメンタルズのリサーチ主導の運用会社にとっては、より高いアルファが残されているということになります。

ECB、2016年に社債の買い入れを開始か

その一方で、現在も世界中で金融緩和政策は実施されています。もし何かあれば、量的緩和は拡大および延長されるでしょう。FRBは金利正常化の道を後退しており、ECBは2016年に社債の買い入れを開始する可能性があります。ECBがエージェンシー債の定義を拡大し、電気・ガスの製造・販売者であるENELなどの債券を買い入れていることから、実質的にはすでに社債の買い入れを開始しているとも見ることができます。欧州社債の買い入れを本格的に開始するというECB声明が出れば、欧州市場にとっては極めて強力なテクニカル要因となるでしょう。

セカンダリー市場の価格を変えるメガ案件

多額の借り入れを伴うM&A取引により、特に米国企業の債券発行額が増加しています。概して、そうしたディールはどんな条件であっても執行される必要があるため、大規模な値引きが往々にして行われ、セカンダリー市場に悪影響を及ぼします。次の四半期に条件決定を行うメガ案件の件数は増えると予想しています。目先は、Anheuser BuschがSAB Millerの買収資金を調達するための債券発行が、おそらく最大規模のメガ案件になるでしょう。

利回りの追求は続く

我々は依然として、低金利環境下、多くの場合はマイナス金利の環境下にあります。そのため、「利回りを追求する」状況は続くでしょう。大きな不安が和らぐと、投資家はクレジットに資産の配分を戻す傾向が強く見られます。つまり、短期的には強固なテクニカルが続くと同時に、長期的には弱気な状況で込み合ったポジションが増えるということです。

結論:一層ボラティリティが上昇する可能性

過去数年間のテクニカル要因は、低ボラティリティと資産価格のインフレを説明するうえで極めて重要な役割を果たしました。利回り追求の姿勢は変わりませんが、過度の金利抑制、

そしておそらく非常に説得力のある政策担当者、これらが投資家に同じ行動、つまり一層のリスクを取らせたのです。長期的なリスクは、込み合ったポジションになりました。米国のサイクルが変化し、またネガティブなニュースが新興国から出てくれば、あらゆる金融刺激策の実施にもかかわらず、ボラティリティは上昇するでしょう。

ポジショニング

発行体選定がベータ方針よりも重要

我々は、経済サイクルの位置づけが異なるグローバルな環境に置かれています。新興国市場の減速は、複数のセクター、国、そして発行体にマイナスの影響を及ぼしています。全体的なベータのポジショニングよりも重要なことは、ポートフォリオに間接的な新興国市場のエクスポージャーがないかどうかを詳しく調べることです。弊社は概して、エネルギー探査および生産、そして商品関連企業をアンダーウェイトしています。弊社が選好するのは、先進国で国内経済の影響を受ける企業であり、また、依然としてリスク軽減の中心になっているという理由から、欧州の金融市場を引き続き選好します。

先進国市場ではベータは1前後

先進国市場の投資適格債では、弊社のベータリスク枠の25%を上限に使っています。ベータは1に極めて近い水準で維持しつつ、リスクオフの期間中も投資機会を見計らい上限までリスクをうまく上乗せしていきます。クレジット環境が良好であることから、米国よりも欧州を選好しています。

ハイ・イールド債については、米国よりも欧州を前向きに見ています。米国市場は、エネルギーへのエクスポージャーが大きくなっています（デュレーション・スプレッドで測るとおよそ20%）。弊社は、エネルギー（および金属・鉱山）を引き続きアンダーウェイトにしているため、米国ハイ・イールド債のエクスポージャーもアンダーウェイトとします。グローバルのハイ・イールド債ポートフォリオでは、ベータは1前後です。欧州ハイ・イールド債商品では、ベータは1よりも若干高くなっていますが、リスク枠の25%以内には収まっています。

新興国市場のベータは1未満

当然ながら、新興国のクレジット・ポートフォリオでは、ベータが1を下回る保守的なポジショニングにこだわっています。新興国市場の危機はまだ始まったばかりで、まだ底が見えません。しかし、こういった時こそ投資機会は高まるものです。市場がパニック売りのモードに変わると、間違った理由で売りを浴びる企業も必ず出てきます。新興国のクレジットでは、ユニバースの投資機会を慎重に選定します。

金融セクターをロング

欧州の金融セクターは明らかに市場をアウトパフォーマンスしています。そのアウトパフォーマンスには正当な根拠があり、長期的な動向の一つだと弊社は見えています。規制当局からのプレッシャーを受け、金融セクターは依然としてリスク回避モードにあります。それは、将来的な金融のアウトパフォーマンスの前兆でもあります。ただし、極めて質の高い金融機関にこだわる必要があります。質の低い銀行の債券保有者は、国の救済策をあてにすることはできません。弊社の金融セクターのロングポジションは、当初、相対価値に基づき選定されたものですが、現在は安全資産としてのステータスにより保有されています。

謝辞

四半期アウトトラックに貴重なプレゼンテーションや議論を提供して下さった皆様に感謝申し上げます。弊社のクレジットの見通しを立てるにあたり、Guy Stear 様（ソシエテジェネラル）、Nikolaos Panigirtzoglou 様（JP モルガン）、Jamie Stuttard 様（HSBC）、そして Rikkert Scholten（ロベコ）の見解を参考にさせていただきました。

重要事項

当資料は情報提供を目的として、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、及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
--