

プロの羅針盤

市場に動じないクレジット債運用

花井ゆき子 ティー・ロウ・プライス・ジャパン 債券運用戦略部長



はない・ゆきこ 慶大法卒。オリックス、三井住友信託銀行ロンドン支店、米アライアンス・バーンスタインを経て2017年米ティー・ロウ・プライス入社。債券部門のスペシャリストとして投資戦略を立案。運用経験は27年を超える。

お盆休みが始まりますが、7月からの連日の猛暑日で、すでにぐったりという方もいるのではないのでしょうか。ここはしっかりと休息をとり、利上げ観測の浮沈、流動性懸念などで高いボラティリティとなった前半の債券市場を振り返りつつ、後半戦に備えたいものです。

■来年は世界景気後退へ

7月の米連邦公開市場委員会(FOMC)では25ベーシスポイント(0.25%)の利上げが決定されました。米国や欧州など先進国中銀は、長引くインフレの抑制に苦勞しており、タカ派姿勢を当初の予想よりも長い期間取らざるを得ない状況です。その影響が時差を持って経済に反映され、来年は世界的なリセッション(景気後退)となる可能性が高いと見通しています。

過去には世界のトレンドの逆を行く中国が欧米の経済不振を補いました。足元の中国はゼロ・コロナ政策を終了し経済は回復しているものの、その勢いは力強さに欠け、世界の救世主とはなりそうにありません。

日本では、物価の上昇は買い物をするたびに思い知らされるものの、補助金や日本の特徴的雇用慣行によってそれが大幅な賃上げに直接つながるようなことがありません。

それゆえ、日銀が金融緊縮を急ぐような構造的なインフレ上昇にはなっていないようです。長短金利操作(イールドカーブ・コントロール、YCC)の修正はありましたが、利上げは当面ないという見通しが大手ですので、リセッションリスクが高

まっていることを実感する術はありません。グローバル市場の潮目の変化に敏感であることが大切でしょう。

■クレジット債に魅力

リセッションに向かうとなれば、債券のデュレーション(平均回収期間)の力が発揮されます。これに加えて上乘セスプレッドによるキャリーが稼げるクレジット債投資も魅力的です。

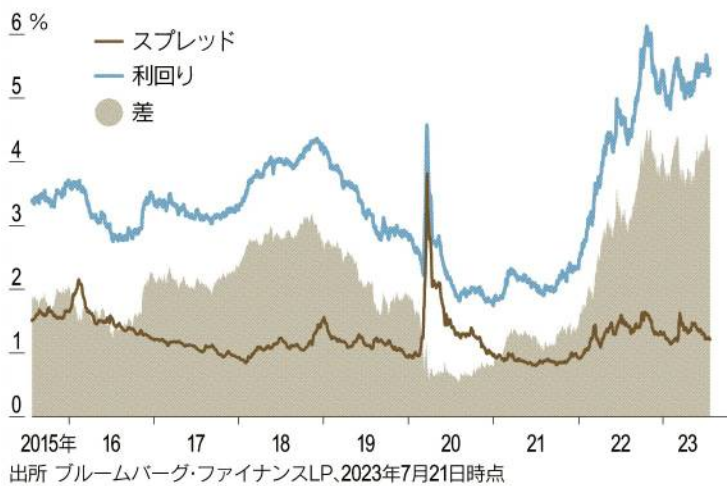
リセッションを控えているのに、デフォルト(債務不履行)は大丈夫なのか?と疑問に思う方もいるでしょう。しかし、リセッションの度に企業は倒産するわけではありません。A格以上の格付けを持つ企業の倒産率は0~0.1%程度までで、ほとんどの企業はきちんと債務を履行します。

BB格以下のハイイールド債市場でも倒産率はリーマン・ショック時で11%前後、コロナショック時で5%前後、足元では増加傾向にありますが2~3%程度です。優秀なリサーチ部門を持つアクティブ運用会社であれば、市場のデフォルト率を大きく下回る成績を達成しているでしょう。

しかし、高いパフォーマンスをあげるためには、それだけでは不十分です。なぜならば、社債の価格は発行体の支払い能力の変化を先取りして上下するためです。例えば、投資適格社債がハイイールド債に格下げされる場合、その社債の価格は12カ月程度前から下落を始める傾向があります。

投資において肝心なのは、価格変化より前に行動することで

(図1)米国投資適格社債の利回りとスプレッド



す。また、格下げ後に価格が上昇するようなケースもあるので注意が必要です。特に投資適格と非適格の境界では投資家層が異なることから、格付け変更によりアノマリー(異常値)が発生しやすく、これらの社債のファンダメンタルズの変化をいち早く見極めることはパフォーマンスに貢献します。

クレジット債投資では、ファンダメンタルズ分析だけでなく、リスクに対するリターン期待のより高い銘柄を選択することも重要です。つまり、割安な銘柄やセクター、地域や年限を見極めることです。これには、過去や現在の大量の市場データを様々な角度から分析をする計量アナリストが活躍します。

米国の利上げの影響で社債の利回りは上昇しましたが、クレジット・スプレッドはどうでしょう。米国投資適格社債の利回りは5%を超える水準まで上昇しています。一方でスプレッドは1.5%程度を超えると反転縮小する展開が続く、今後の景気見通しを考えれば、割安とはいえない水準です(図1)。むしろ、2022年以降米国を上回っている欧州投資適格社債のスプレッドの方が魅力的に見えます。

米国ハイイールド債市場では、利回りが8%を超え、スプレッドも4%近くあり魅力的です。ただし、クオリティーの低いCCC格などの社債が平均スプレッドを引き上げている側面もあるので注意が必要です。

■非伝統的な運用手法も

クレジット債投資は社債だけでなく、新興国ソブリン債(ハードカレンシー建て)、資産担

保証券(ABS)や商業用不動産ローン担保証券(CMBS)、地方債、バンクローンなども対象になります。また現物の債券だけでなく、CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)やクレジット・デフォルト指数などを取引するデリバティブ(金融派生商品)による「シンセティック・ポジション(合成ポジション)」も投資対象になります。

シンセティックは、現物とは投資家層が異なることから独自の需給パターンがあり、現物との価格差がリターンの源泉となる局面もあります。これら様々なクレジット投資対象の間で、相対的な価値、つまり魅力度は刻々と変化してゆきます。

この変化を捉えてリターンを追求する運用は、「マルチ・アセット・クレジット(MAC)」と呼ばれることがあります。特定の資産クラス内の銘柄選択に加えて、割安で魅力あるセクター、地域、年限に柔軟に資金を配分することで追加リターンを狙うもので、ファンダメンタルズ分析と計量分析の両方の視点が欠かせません。

広いクレジット債市場から魅力のあるセクターを選別するMAC運用に、柔軟なデュレーションリスク管理と市場ベータを極力排除するようなアプローチを加えれば、リセッションにも耐性のあるアルファ重視の運用が可能となります。

こうした非伝統的な運用アプローチでは、公募債や流動性の高い私債が投資対象の中心になりますので、「リキッド・オルタナティブ」という呼び方で

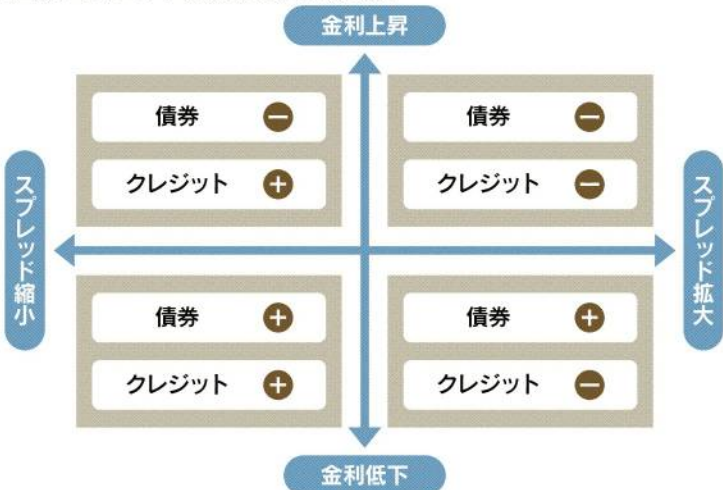
区分をされることもあります。リーマン・ショック後に低金利・低ボラティリティが長く続く中で、少しでも高い利回りを追求する目的でオルタナティブ運用に人気が集まりました。利回りが上昇した欧米では、透明性が高く、日次の流動性を放棄しないリキッド・オルタナティブに魅力を感じる投資家も多いようです。

■市場環境別の戦略は

クレジット債券投資の市場環境を、金利の上昇・下落、クレジット・スプレッドの拡大・縮小を組み合わせた4つの局面に単純化してみましょう(図2)。金利が上昇して債券にマイナスとなる局面では、デュレーションを短期化することでパフォーマンスを維持することが可能です。スプレッドが拡大するマクロ経済の弱い局面では、市場ベータを抑えるアプローチで大きな損失の回避を目指します。

唯一、優れたパフォーマンスを出せない可能性のある市場局面は、金利が低下し債券にプラスとなる環境下で、スプレッドも縮小しクレジット債が好調という局面です。しかし、これは金利が示すマクロの方向性と、その影響を受けるはずのクレジット・スプレッドが反対の方向に動いているような状況であり、いずれ、どちらかが修正されることでしょう。実際、このようなアルファ重視の運用で22年に絶対リターンを確保した戦略もあり、来たるリセッションにも有効でしょう。

(図2)クレジット債投資の市場環境



出所 ティー・ロウ・プライス