

# 2019年グローバル・クレジット市場見通し

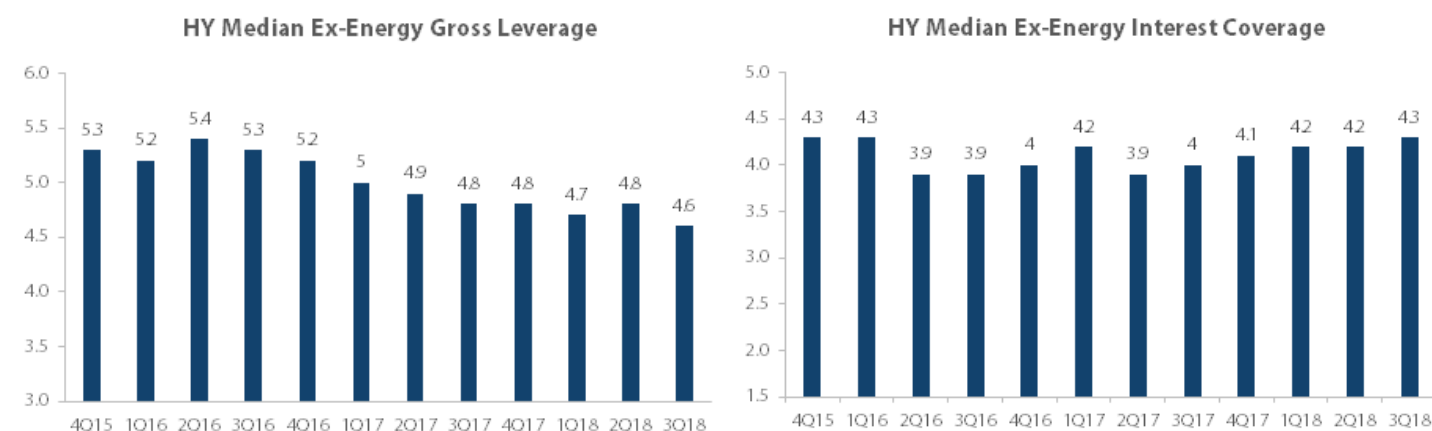
## 調整後の一年

グローバル・クレジット市場は、2018年年初の予想通りにはパフォーマンスせず、多くの投資家を落胆させた。過去数ヶ月間を徹底的にレビューし、2019年に進むべき道筋を示す。

超過リターンについては、2018年は過去10年間に於いて3番目に悪い年だった。2018年より悪かったのは、2008年と2011年しかない。この両年において、主要な先進国経済は既に景気後退に陥っているか、陥る手前だった。さらに、これらの年にはデフォルト率が増加したため、投資家にとっては、クレジット・エクスポージャーを減らし、より高いプレミアムを要求するに足る理由があったのである。

2018年、そして、2019年はどうだろう？ 過去数ヶ月において世界の主要な経済指標に弱含みが見られるものの、ヨーロッパも米国経済も景気後退からはほど遠い。また、下半期の弱含みな状況も企業のファンダメンタルズにまだ影響を及ぼしていない。例えば、2018年第4四半期に大幅な価格下落となった米ハイイールド債セクターでは、引き続きレバレッジの低下とインタレストカバレッジレシオの上昇のトレンドが過去数年間続いている(図表1)。

図表 1:



出所: クレディ・スイス(2018年9月30日現在)

米国のマクロとミクロのファンダメンタルズ両方の健全性を考えれば、2018年に起きたバリュエーションの調整は正当化し難いものである。とは言え、市場が現在割安だと結論付けるのは、安易過ぎるだろう。つまり、調整の原因を深く、よりきめ細かく分析することが必要だ。2018年のクレジット市場の変動を見れば、原因は1つではなく、異なるイベントによって引き起こされたことが明白となる。それらの要因の重要性はむしろ同等ではない。

(これらのイベントのリストの中で) 真っ先に思い浮かぶのは、2018年の間ほぼ絶え間なく話題となった貿易戦争である。トランプ政権が火付け役となったこの問題は、今ではほぼ将来的な米中貿易関係のみに焦点が当てられている。しかし、米国の輸入自動車に対する関税の導入は、ヨーロッパにとってもダメージとなり得る。さらに、重要度では劣るが、政治的要因として忘れてはならないのが、2018年に市場を不安定にさせたイタリアと英国の不確実性である。

貿易戦争と政治的要因がさらなる問題を生み出し、2018年のクレジット市場における脆弱性を高める要因がさらに増した。その1つがシクリカル・セクターの弱体化である。特に自動車生産やゼネラル・エレクトリック(GE)のような工業セクターが脆弱になっている。

その他の波及効果がクレジット市場からの資金流出である。ユーロクレジットや米ハイイールド債のような市場が他のクレジット市場よりも強く影響を受けた。資金流出に加えて、中央銀行による金融引き締め政策が追い打ちをかけ、クレジット市場の流動性に重くのしかかった。さらに、最近の石油価格の下落がエネルギー・セクターのスプレッドに対する圧力となった。

今後数カ月において投資家にとって重要な課題は、未だに堅調なファンダメンタルズと、これらのクレジット市場における数々のマイナス要因との間で、いかに折り合いをつければ良いかということだろう。当社の答えは、重要性の順に要因をランク付けし、それらがどのようにつながり合っているか評価すること、さらには、当社の投資テーマと、それらのテーマがどう要因と関連しているかを勘案することである。

今後のクレジット市場において最も重要な要因は、貿易戦争の影響にあるというのが、当社の見解である。12月のG20首脳会議で米中が合意した停戦はクレジット市場にプラスとなるものの、両国の一貫性のない言動は、今後もボラティリティを上昇させ続けるだろう。貿易市場に起因するボラティリティに対抗するために最も費用効率の高いツールとして、デリバティブの利用増を勧めると共に、貿易戦争からより影響を受けやすい自動車と工業セクターをアンダーウェイトとすることを推奨する。

さらに、流動性の喪失も大きな問題だと見ている。世界中の中央銀行が流動性の引き締めを行い、投資家はクレジット市場から資金を引き上げた(図表2)。しかし、中央銀行の動向は既に織り込み済みであると考えられる。クレジット市場からの資金の流出については、資金がどこに行っただかがよく分からない。米国の投資家にとっては、マネーマーケットが魅力的な選択肢となっている。しかし、この選択肢はユーロや日本円の投資家にはない。そのため、2019年には流出した資金が部分的にクレジット市場に戻ってくると見ている。

図表 2:

Corporate Bond Flows (\$bn)



出所: クレディ・スイス、ICI

最後に今後も高まる政治的リスクにハイライトを当てたい。イタリア政府がEU(欧州連合)の財政規律に順守する意向を示したため、イタリアの状況は改善しているが、英国の状況は依然非常に不安定である。当社では、しばらくの間これら両国における大きなエクスポージャーは避ける。

## 市場要因

上記で触れたように、市場要因だけでなく、今後の戦略を定義するためには、これらの要因を当社の投資テーマと擦り合わせる必要がある。このためにも、常に変化し続けるグローバル・クレジット市場に焦点を合わせ、関連性を保つためにも、2018年の投資テーマを徐々に差し替えていく。

今後は、クレジット市場のボラティリティの高まりと流動性の低下に対応するため、ポートフォリオ構築とリスク管理において、CDS指数の活用を重視していく。また、ライジングスター銘柄とハイイールド債のポジションを減らす。そのため、自動車と工業セクターをアンダーウェイトとする。さらに、イタリアと英国のクレジット・エクスポージャーに対しては慎重姿勢を保つ。

過去7年間において、2016年を除いた6年間、フォーリン・エンジェル銘柄よりも、ライジングスター銘柄の方が多かったが、ライジングスターよりも、フォーリン・エンジェルの識別に集中し、利益を得る方が堅実であると考えられる。さらに、ファンダメンタルズは未だに堅調であることからハイイールド債から完全に手を引く訳ではないものの、エクスポージャーを減らす。近年、より多くの伝統的な投資適格債の投資家がリターン強化のためにハイイールド債に触手を伸ばす傾向があったが、クレジット・サイクルの終盤に近づき、2019年には、こうした投資家が資金を引き上げるリスクがあると思われる。このテーマは2018年に始まり、おそらく2019年も続くだろう。両方での削減がより保守的なセクターへの資金の流入につながると見込まれ、自動車や工業等のシクリカル銘柄のエクスポージャーの縮小を暗示させる。

いくつかの投資テーマを変えるつもりだが、据え置くテーマもある。米短期債の3.6%を超えるイールドは引き続き十分な対価であり、引き続き選好する。さらに、ヨーロッパのハイブリッド債と金融債の優先順位も高く据え置く。また、A格からBBB格の中国の国有企業(SOE)の短期債が魅力的となっている。

## 投資テーマ

2019年には、1桁前半か半ばのリターンを期待する。FRBの利上げサイクルが最終局面に近づいてきていることから、2018年のような利回りの下落はなく、より穏やかな相場となるとみている。さらに、2018年に大きく上昇したクレジット市場のスプレッドは、リスク対比で十分な対価をもたらし、2019年に向けて小幅な超過リターンを期待させる。

2019年に対する穏当な期待の一方、クレジット市場には他にどのようなリスクがあるのだろうか？主なものは貿易戦争である。ヨーロッパと中国の休戦が長く続かず、米国が関税を課し続けるのなら、インフレへの影響は明らかだ。FRBは利上げを加速せざるを得なくなるかもしれない、これが民間セクターの調達コストを上げる可能性がある。同時に関税による輸入価格の上昇は、企業の損益に打撃を与えるだろう。財務コストとより高い輸入コストは、クレジットが引き続き強気になる当社が考える主な理由の1つである企業のファンダメンタルズの悪化につながる。その他のリスク要因としては、市場の流動性がある。特にECBの債券購入プログラムの終了とFRBのバランスシートの縮小に市場がどのように対処するか注目が集まる。

2019年に向けて確かな一歩を踏み出すため、投資ホライズンを12ヶ月から3ヶ月に縮め、FRBに倣ってデータへの依存度を増やす。その結果、市場流動性に加えて、資金調達と仕入れ価格指数に着目する。

当資料は、日興アセットマネジメントヨーロッパリミテッド(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに、日興アセットマネジメント株式会社が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社および日興アセットマネジメントのファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社および日興アセットマネジメントが保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社および日興アセットマネジメントのものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。日興アセットマネジメントヨーロッパリミテッドは、日興アセットマネジメント株式会社のグループ会社です。

### 投資顧問契約及び投資一任契約にかかる留意事項

投資一任契約に基づく投資、または投資顧問契約に基づく助言は、主に株式や債券など値動きのある証券(外貨建証券には為替変動リスクもあります)を対象としているため、お客様の運用資産の評価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。

当該契約に係る主なリスクは以下の通りです。

1. 価格変動リスク
2. 流動性リスク
3. 信用リスク
4. 為替変動リスク
5. カントリーリスク
6. デリバティブリスク
7. マーケット・ニュートラル戦略およびロング・ショート戦略固有のリスク

### ご負担いただく手数料等について

#### 投資顧問報酬等

投資顧問契約及び投資一任契約の対価として、投資資産残高(投資資金額が5億円以上であることが前提)に対して年率3.24%(税抜3.0%)を上限とした投資顧問報酬が契約期間に応じてかかります。また、契約内容によっては、固定報酬に加え成功報酬をご負担いただく場合があります。

#### その他費用

その他費用として組入る有価証券の売買委託手数料などがかかる場合があります。

投資一任契約に基づき投資信託を組入れた場合は、投資信託の信託報酬、信託財産留保額、組入れ、解約等に際しての手数料等、組入る有価証券の売買委託手数料、有価証券の保管などに要する費用、管理費用、監査費用、設立に係る費用、借入金の利息、借株の費用などがかる場合があります。

#### 《ご注意》

※成功報酬、その他の費用については、運用戦略および運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

※上記のリスクや手数料等は、個別の契約内容等により異なりますので、契約を締結される際には、事前に契約締結前交付書面を十分にお読みください。

商号等/日興アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 368 号  
加入協会/一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会