

## KAMIYAMA Reports vol. 76

# クレジット投資の機会

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



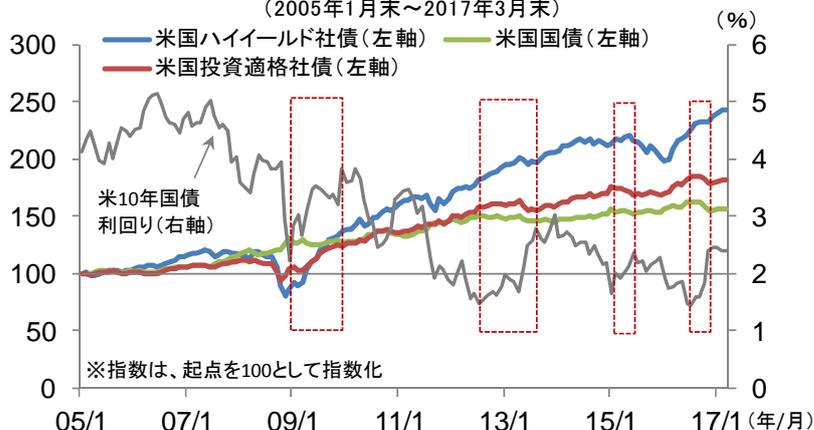
- 金利上昇はクレジット投資のパフォーマンスを悪化させるとは限らない
- クレジット・サイクルの違いが、分散投資の機会を与えてくれる
- さまざまなクレジット商品に注目

## 金利上昇はクレジット投資のパフォーマンスを悪化させるとは限らない

今年、米国の政策金利の引き上げは、過去に比べて緩やかになる(年内あと2回、0.25%ずつ)と予想している。一方、日本や欧州は、仮に緩和政策の手綱を緩めることがあっても、米国よりは「緩和的」であることに変わりはない。そうなれば、日本や欧州の投資家中心に「イールドシーカー(yield seeker)」が消えるとは考えにくい。運用ルールの中で債券しか買えない投資家は、景気拡大期待を背景に社債などのクレジット市場へさらに資金を振り向けると予想しており、このトレンドは続くと思われる。

### 米国の国債利回りと債券指数の推移

(2005年1月末～2017年3月末)



(バークレイズおよび信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメント作成)

\* 上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

例として米国を見てみよう。リーマン・ショック以降、景気対策やゼロ金利政策、量的緩和策を実施していた時期で、米国10年国債の利回りが上昇した主な4つの期間を見ると、ハイイールド社債や投資適格社債のパフォーマンスは、いずれも、おおむね好調であったことがわかる。一方、国債のパフォーマンスは、金利上昇のペースがそれほど速くなかったため、ほぼ横ばいで推移している。

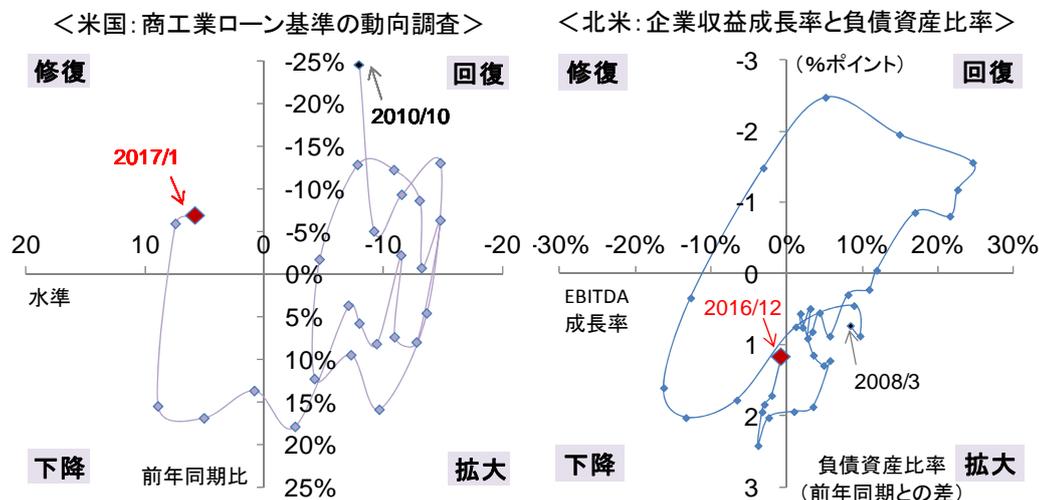
景気回復・デフレ脱却を期待していた投資家は、ハイイールド社債や投資適格社債などへの投資を増やしたと考えられる。すでに「トランプ・ラリー」と呼ばれる16年11月以降の金利上昇局面では、ハイイールド社債は好パフォーマンスとなっている。

## クレジット・サイクルの違いが、分散投資の機会を与えてくれる

クレジット投資の魅力の一つに、分散効果の機会を得られることが挙げられる。たとえば、国・地域によって景気サイクルが異なることから、クレジット・サイクルも異なってくるからだ。クレジット・サイクルという言葉は聞きなれないと思うが、一般に、景気動向に応じて、銀行の融資態度が緩んだり厳しくなったりする現象を指すことがある。また、企業の負債は増減するものだが、景気サイクルの後退から拡張への移行期には、まず企業収益(返済能力)が「回復」し、次に負債とともに「拡大」、ピークをつけた後は「下降」し、その後に「修復」されて、再び「回復」にむかう、といった循環が想定されることもある。

左図は、米国の商工業ローン基準(大・中堅企業)の動向調査で、数字が大きいほどローン基準が引き締められていることを示しており、横軸に同指数の水準(12 カ月平均)、縦軸に前年同期比をとっている。右図は、横軸に企業収益(EBITDA(償却前営業利益))の成長率(前年同期比)、縦軸に負債資産比率(前年同期との差)をとり、「回復」期には利益成長と負債縮小が起り、「拡大」期に利益成長と負債拡大、「下降」期に減益の中で負債拡大、「修復」期に減益の中で負債削減が進んでいる、という見方だ。

クレジット・サイクルの例



左図:2010/10~2017/1、3カ月毎  
右図:2008/3~2016/12、四半期  
信頼できると判断したデータをもと  
に日興アセットマネジメント作成

\* 図は過去のものであり、将来の  
運用成果等を約束するものではありません。

左図の動向調査は 17 年 1 月時点、右図の企業収益は 16 年 12 月時点が最新であり、時点は異なるものの、米国のクレジット・サイクルの判断は、修復段階にあるように見える。左図では、貸し出し基準はまだ緩んでいないものの、今後は修復から回復に向かう可能性がある。また、右図からは、米国消費のさらなる拡大を背景とした、企業の利益成長の加速や負債の適正な規模への回復が待たれている、ということが読み取れそうだ。

さまざまなクレジット商品に注目

クレジット投資では、国・地域の分散以外に、商品による分散も可能だ。クレジット商品の投資対象には、投資適格社債やハイイールド社債(低格付け社債)、バンクローン(銀行融資)・自動車ローン・住宅ローンの証券化商品、ハイブリッド債(例えば、高格付けの会社で返済順位の低い劣後債)などさまざまあり、分散投資が可能だ。さらに、製造業やサービス業、銀行などが社債を発行しており、業種による分散投資も可能だ。

今後、世界経済の回復において、クレジット商品は安定したリターンが期待できそうだ。ただし、国や地域などにより、クレジット・サイクルや市場の反応は異なる。それゆえ、サイクルの違いに着目すれば、国・地域に分散することで、リスクを押さえてリターンを高める機会を得られるであろう。当面、金利上昇が緩やかであれば、クレジット商品のリターンはおおむね好調になるとみる。今後、債券しか買えない投資家は、クレジット商品への関心を高めるとみている。

マクロの観点からのリスク要因として、金利の急上昇や原油価格の急落などが考えられる。金利の急上昇は、クレジット要因で債券価格が大きく下落するかもしれない。また、原油価格の下落は、シェール関連銘柄が多い米国クレジット市場に大きな影響を与え、産油国の資金引き揚げリスクにつながるかもしれない。しかし、米国で年内にあと 2 回の利上げ程度では金利は急上昇しないだろうし、シェール・オイルは技術革新で生産調整が容易になっていることから、原油価格の急落リスクも限定的になるだろう。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter [https://twitter.com/NikkoAM\\_official](https://twitter.com/NikkoAM_official)

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社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。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。