Bond Blog

2020 年 7 月 23 日

PGIM FIXED INCOME

クレジット市場の黄金時代が到来

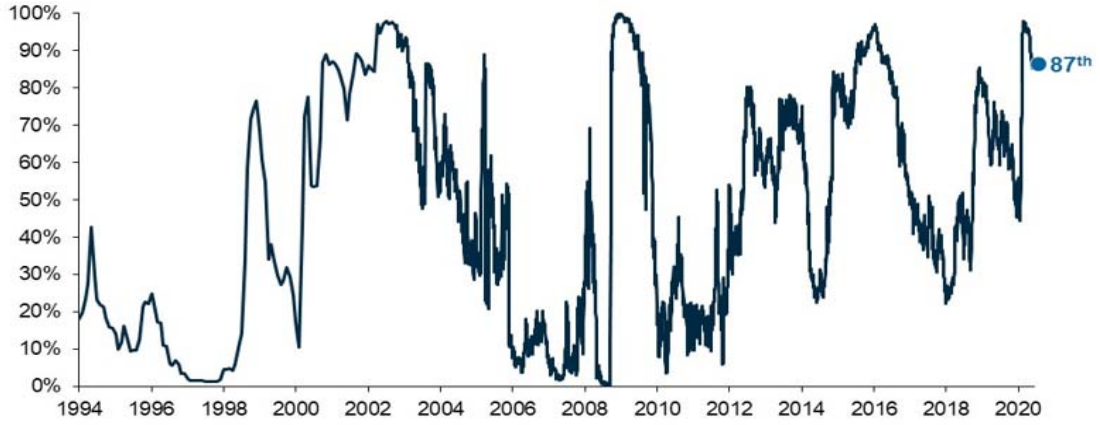
グレゴリー・ピータース, マネージング・ディレクター, マルチセクター & ストラテジー責任者

3 月に市場が暴落する中で、世界各国の中央銀行や財政当局は積極的な対応を行っており、これによって「クレジット市場の黄金時代」が到来すると我々は予想している。社債価格のバリュエーションの著しい低下と、企業は最終的に債券保有者を最優先せざるを得ないだろうとの考え方とを併せ考えると、非常に魅力的な投資機会が生まれている。2020 年第 2 四半期には、予想を上回る財政・金融刺激策が実施され、世界各国において経済活動が再開され、社債の発行が急増し、株価が急騰し、そしてスプレッドが大幅に縮小した。こうした状況を考慮すれば、もはや「クレジット市場の黄金時代」は終焉を迎えようとしているのではないかという疑問が生まれる。しかし、我々は当面の間は終焉を迎えることはないと考えている。本稿では、その理由について検証する。

1. 魅力的なバリュエーション：実にタイミングこそが全てである。2020 年第 2 四半期のスタート時点において、格付や満期を問わず全ての信用スプレッドは、過去 25 年間において最も拡大した水準にあった。その後、スプレッドは縮小しているものの、依然として景気後退期に見られるスプレッド水準で取引されている。信用スプレッド縮小の第 1 の波は、景気支援プログラムの直接の対象となった資産、つまり格付の高い資産によって牽引された。例えば、AAA 格の証券化商品や高格付で償還期間の短い投資適格社債は力強く反発し、スプレッド水準は概ね回復した。しかし、市場の一部では依然として混乱が続いており、信用スプレッド縮小の第 2 の波はまだ初期段階に留まっている。特に、BBB 格と BB 格にまたがるクロスオーバー社債は歴史的にも最割安圏にあり、魅力的である。実際に 1994 年以降のデータを見てみると、BBB 格債と A 格債のスプレッド差は 87 パーセンタイルとワイドな水準にある一方、BB 格債と BBB 格債および B 格債のスプレッド差も、それぞれ 83 パーセンタイルおよび 81 パーセンタイルとワイドな水準にある。

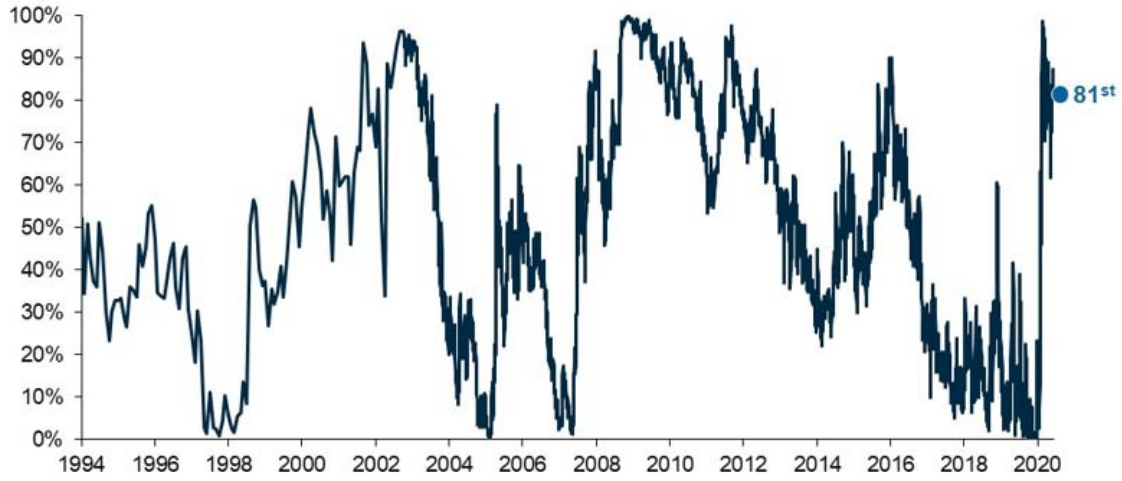
BBB 格と BB 格に跨るクロスオーバー社債のスプレッドは歴史的に拡大した水準を維持

パーセンタイル値で見た A 格債と BBB 格債のスプレッド差

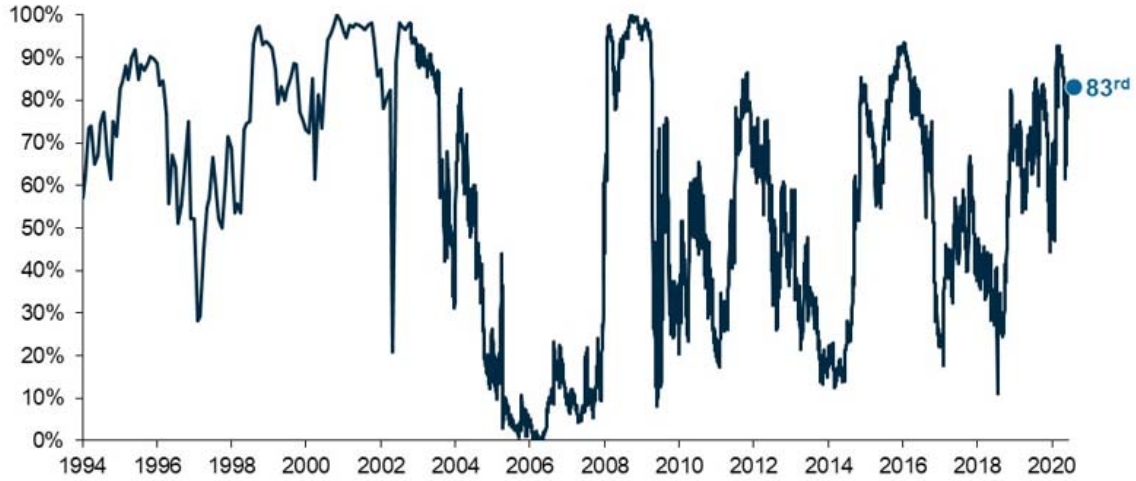


当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

パーセンタイル値で見た BBB 格と BB 格のスプレッド差



パーセンタイル値で見た BB 格と B 格のスプレッド差



歴史的に見ると、クロスオーバー社債におけるフォールンエンジェル（堕天使債）は、信用サイクルの回復期において「天からの恵み」となる。以前に発行した「制約から生まれる投資機会を捉える」でも強調したように、債券市場のセグメント化に関しては特にクロスオーバー社債において顕著であり、これがマルチセクターに投資する投資家にとって大きな超過収益の源泉となる。もちろん、足元では債務不履行や債券の格下げの動きが大幅に増加しており、引き続き銘柄選択が非常に重要であるが、現在のスプレッドは負担するリスク以上の十分な埋め合わせを投資家に提供していると我々は考えている。逆説的であるが、スプレッドがタイトで債務不履行も少ない環境下では、スプレッドがワイドで債務不履行が多い環境よりもクレジット投資によるリターンが低くなる。投資開始のタイミングが非常に重要である。

2. バランスシートの修復：クレジット投資は偏屈な黒魔術のようなものであり、好ましくない報道によって投資見通しが改善することもある。基本的に、クレジット市場への投資家は、企業がフリー・キャッシュフローを維持したいと考え、よって自社株買い、配当、設備投資などのバランスシートに悪影響を及ぼすような活動を抑制する時に最も恩恵を受ける。債券保有者の価値を守るこのような協調的な動きは、ファンダメンタル改善に向けて追い風となる好ましいものであり、本来はスプレッドが縮小している時でなく、拡大している時に発生する。たとえ第 2 四半期の売り上げやキャッシュフローが打撃を受けることでレバレッジが一時的に急上昇するようなことがあったとしても、今後数四半期ある

いは数年にわたって、各企業はバランスシートの修復に向けた多角的な対応策に着手するものと我々は予想している。企業が（債務不履行に陥らず）今後も継続的にビジネスを行うことを前提とするならば、足元の信用力の単純な評価よりも、むしろ実質的には信用力の推移がパフォーマンスをより決定する要因となると考えられる。特に、急速かつ急激な景気後退がレバレッジの急上昇をもたらしたこと考慮すれば尚更である。

3. 緩やかな成長こそ、好ましい成長である：世界経済の史上類を見ない急停止は、今後の経済成長と将来の経済活動に後遺症を残すであろう。以前に発行した「新型コロナウイルス後の経済の枠組みとなる 5 つの主要なテーマ」の中で、PGIM フィクスト・インカムのチーフ・エコノミストであるネイサン・シーツが論じているように、新型コロナウイルスが与える影響を現時点で判断するのは時期尚早である。PGIM フィクスト・インカムでは、U 字回復が最も可能性が高いと考えているが、別の可能性を排除することは出来ない。それでもなお、経済が元通りの成長基調に戻るまでには長い時間を要することが予想され、しばらくの間、企業はフリー・キャッシュフローの確保に努めるであろう。実際、景気回復に向けた道筋が長く困難であればあるほど、企業は債券保有者に対して友好的な姿勢を示し続ける可能性が高い(少なくとも敵対的な姿勢を取ることはないだろう)。

4. 支援策を打ち止める理由がない：新型コロナウイルスに対処するために世界各国で実施されている財政・金融政策には目を見張るものがある。このような、度重なる修正が加えられた、迅速かつ断固とした政策の実施により、間違いなく世界経済、ひいては市場にとって最悪の事態は回避されたと言えるだろう。重要なのは、足元の景気低迷は、財政・金融政策の当局者が問題を抱えた取引や主体を「救済」することについて思い悩んでいた世界金融危機とは異なるということだ。今回の景気後退に関しては悪役がおらず、よって政府および中央銀行は罪のない国民を守るために、引き続き（FRB の言葉を借りるなら）やれることは何でもやるという姿勢を強く示している。従って、いわゆる新型コロナウイルスとの戦争に勝利するまでは、政府も中央銀行も手を緩めないと我々は考えている。

2020 年下半期中もリスクは高止まりし、引き続き大きな不確実性が伴う環境下にある。当然のことながら、投資家は透明性と確実性を選好する。しかし、繰り返しになるが、短期的な不確実性を背景として企業は慎重に行動し、バランスシートの修復に注力するはずである。確かに、地政学的な問題、新型コロナウイルスの動向、強弱入り交じる経済データを背景として市場は引き続き非常に不安定な状態にあるため、我々の短期的な見通しの確信度はあまり高くない。しかし、足元の魅力的なスプレッド水準が、経済回復がもたつく中で実施されている強力な財政政策・中央銀行による対応策と相まって、中長期的に見ればクレジット投資にとって好環境をもたらしていることに関してはより強い確信を持っている。つまり、「クレジット市場の黄金時代」の到来である。

本資料は 2020 年 7 月 23 日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育そみを目的として作成されたものです。データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム、2020 年 7 月 23 日現在。

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点の PGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点の PGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルーデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルーデンシャルル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているのではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものですが、その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。**すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失ついても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。**

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役職員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A 部をご覧ください。

欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラントが第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは英国の金融庁(FCA)からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）います。PGIMネーデルラント B.V.**は、オランダ金融市場庁(Autoritiet Financiële Markten - AFM)により、MiFIDのトップ・アップ・サービス能力を有するオルタナティブ・インベストメント・ファンド・マネージャーとして認可されています。（登録番号：15003620）PGIMリミテッドとPGIMネーデルラントは、EEAの様々な法域でサービスを提供あるいは正式な営業権に基づき事業することが認められています。本資料は英国金融行為規制機構（FCA）の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令 (MiFID II) の 2014/65/EU に定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）**

© 2020 PFI and its related entities.

留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが運営するプロの投資家向け情報サイト"THE BOND BROG"に掲載されている記事である"Enter the Golden Age of Credit (Yes, Really)"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM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392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ74910