

クレジット市場におけるバリュエーション評価指標

本稿は、グローバル・インベストメント・ストラテジストである Guillermo Felices、およびアジア・インベストメント・ストラテジストである Kishlaya Pathak 12月11日に執筆したブログ“A Barometer to Gauge Credit Market Valuations”の内容をPGIM ジャパン株式会社が要約し邦訳したものであり、情報提供のみを目的として作成されたものです。

<要旨>

米国社債の信用スプレッドは2024年に歴史的にタイトな水準まで縮小した。信用スプレッドには平均回帰する特性が備わっていることを踏まえると、近い将来にスプレッドは拡大し、対国債の超過リターンはマイナスになるとの結論に至ってしまうかもしれない。本稿では、足元のクレジット市場のバリュエーションについて3つの指標（バロメーター）を用いて評価したい。¹

- 過去の信用サイクルを注意深く検証してみると、スプレッドが平均を上回って推移する期間は相対的に短く、平均を下回る水準で推移する期間は長期にわたる傾向があった。これは景気サイクルの本質にもかかわっており、景気後退局面における価格低迷は一時的にとどまる傾向がある。多くの場合、景気後退が終わると価格は素早く回復し、景気拡大期には上昇が続く。この上昇局面は景気後退よりも長期にわたって継続する傾向が見られる。
- 景気サイクルに加え、企業ファンダメンタルズや需給環境も、信用スプレッドの重要な変動要因である。これらの変動要因とスプレッドを比較する指標（バロメーター）を作成することによって、足元のクレジット市場のバリュエーションをより良く理解することができると考えている。これは現在の一時点に基づいてクレジット市場の変動要因を評価する尺度であることは確かであるが、より包括的なマクロ経済のシナリオ分析を行うにあたっての出発点となる。
- どのように指標を作り上げるのか、例を示したい。例えば、マクロ経済要因の一つとしてISMサービス景況指数を取り上げる。次ページの図表1は、同指数と米国投資適格社債のスプレッドについて、それぞれのzスコアの推移を示している。スプレッドは通常、米国の経済活動の後を追うISMサービスと連動することが分かるが、乖離が見られる期間も存在する。

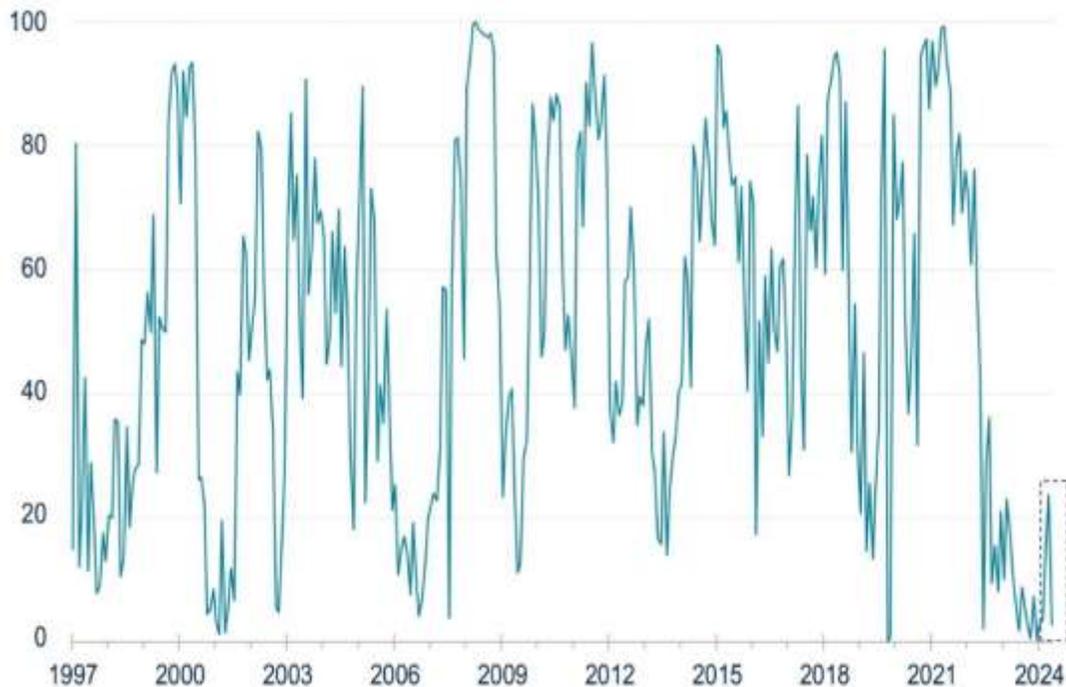
図表 1: ISM サービス景況指数 (z-スコア) と米国投資適格社債 (z-スコア、上下反転軸) の推移



出所：ブルームバーグ、PGIM フィクスト・インカム、2024年11月現在。

- そこで、米国投資適格社債のспредとISMサービスの乖離を比較するために、これらのz-スコアを合計し、過去から見た相対的な位置付け（パーセンタイル）の推移を図表2で示している。足元のz-スコアの合計は、相対的に大きくマイナスであり、歴史的に見て分布の下限に位置している。これは、ISMサービスが示す軟調な経済状況に対してспредは割高な水準にあることを示唆している。

図表 2 : ISM サービスと米国投資適格社債の比較 : z-スコアの合計の推移 (パーセンタイル)



出所：ブルームバーグ、PGIM フィクスト・インカム、2024年11月現在。

- 以下、マクロ経済、企業ファンダメンタルズ、需給環境の各要因について概説し、スプレッドとの関係の性質と強さを明らかにした上で、足元のスコアを0（最低）から10（最高）で評価していく。

マクロ経済要因：

- **ISM 製造業/サービス**：今後の景気動向を占う先行指標であり、スプレッドと負の相関関係がある。足元で PMI が軟調であるのに対して、スプレッドは相対的にタイトな水準にある。（相関：-0.59、現在のスコア：1-2）
- **銀行の融資担当者調査（SLOOS：Senior Loan Officer Opinion Survey）**：大企業に対する与信基準を厳格化する融資担当者の割合は、投資適格社債の格付動向の先行指標となり、スプレッドとは強い正の相関がある。足元で融資担当者の与信基準は積極的に緩和されており、これと同調してスプレッドはタイトな水準にある。（相関：0.57、現在のスコア：3）
- **債券の超過ボラティリティ**：債券と株式のボラティリティを比較した指標であり、米連邦準備制度理事会（FRB）の政策が資産価格に与える影響を把握することを目的としている。インフレや雇用動向、それに対する FRB の政策対応に対する不透明感によって金利変動は高まっており、この指標から見れば、スプレッドがタイトな水準にあるように見受けられる。（相関：0.17、現在のスコア：2）
- **経済政策の不確実性**：政府の政策を巡る不透明感を測る指標である。足元のスプレッド水準が過去平均/中央値を下回っていることを踏まえると、前向きな政策動向によってスプレッドのタイト化は見込まれない一方、悪影響が顕在化した場合には大幅なワイド化が想定される。例えば、貿易戦争が実現した場合、信用評価が大きく損なわれる可能性は排除されない。次期政権の政策に対する不確実性が高まっていることから、この指標から見たスプレッドは割高に見える。（相関：0.28、現在のスコア：0）
- **消費者景況感**：消費者景況感の良し悪しの状況と今後の支出を測る指標である。一般的に、消費者景況感はスプレッドと負の相関がある。足元のデータにもとづけば、消費者は株高や住宅価格高騰の恩恵を受けている可能性が高く、この指標からみると、スプレッドは中立的である。（相関：-0.35、現在のスコア：5）

図表 3：マクロ経済要因のバロメーター



出所：ブルームバーグ、PGIM フィクスト・インカム、2024年11月現在。

企業ファンダメンタルズ要因：

- **景気循環セクターのレバレッジ**：化学や資本財などの景気循環セクターのレバレッジ水準は、スプレッドと高い正の相関がある。市場全体のレバレッジが高い中、景気循環セクターのレバレッジは過去と比較して相対的に良好な水準にある。（相関：0.13、現在のスコア：4-5）

- **景気循環セクターのインタレスト・カバレッジ・レシオ**：強い相関はないものの、景気循環セクターのインタレスト・カバレッジ・レシオは、信用スプレッドに影響を与えるだろう。歴史的に見て、投資適格社債の発行体のインタレスト・カバレッジ・レシオは低水準にあり、この指標から見た場合、スプレッドはタイト過ぎるように見える。（相関：限定的、現在のスコア：1）
- **M&A 活動**：M&A 活動の増加は、資金調達と、統合後に直面する課題といった事業リスクにより、クレジット市場にリスクをもたらす。M&A 活動は増加しているが、歴史的に見ると依然として低水準にあることから、この視点からのスプレッドは中立と考えられる。（相関：0.16、現在のスコア：5）
- **設備投資**：設備投資の増加は、債権者への返済に充てるキャッシュフローの減少と営業レバレッジの悪化につながるため、社債の投資家にとってマイナス材料になりやすい。資本財の受注は安定しているものの軟化が見られ、この視点からのスプレッドはやや割高に見える。（相関：0.28、現在のスコア：4）
- **株式リスクプレミアム**：株式リスクプレミアムは、企業がレバレッジを高めるインセンティブを定量化した指標であり、債券に対して株式が割安だと見なされる場合には、配当や自社株買いなど、債券保有者にとっては好ましくない財務行動につながる可能性が高まる。スプレッドとの相関は高くないが、株式市場が歴史的に割高な水準にあることを踏まえると、スプレッドは割安に見える。（相関 0.11、現在のスコア：10）

図表 4：企業ファンダメンタルズ要因のバロメーター



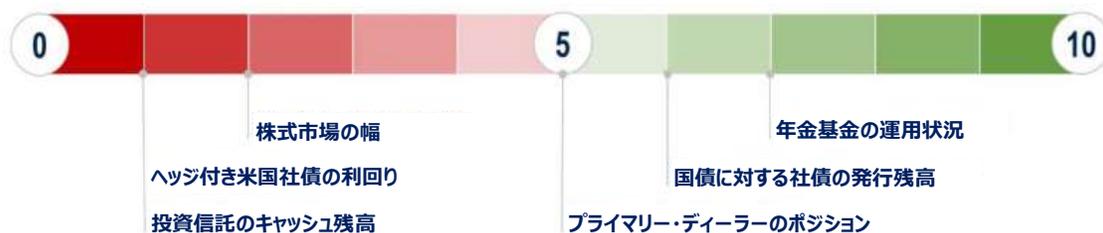
出所：ブルームバーグ、レバレッジとインタレスト・カバレッジについては JPM、PGIM フィクスト・インカム、2024 年 11 月現在。

需給要因：

- **国債に対する社債の発行残高**：財政赤字の拡大と大規模な国債発行を背景に、国債利回りに対して社債のスプレッドは相対的にタイト化している。緩慢な財政が、逆に対国債での超過収益にとって支援材料となる可能性があり、現在のスプレッドは割安に見える。（相関：0.40、現在のスコア：6）
- **ユーロおよび円ヘッジ付き米国社債の利回り**：米国社債の高いヘッジ後利回りが海外投資家の需要を集め、バリュエーションが高まる傾向がある。米国の短期金利が高いことから、特に日本の投資家にとって、ヘッジ後利回りは魅力的な水準にない。ただし、スプレッドとの相関関係はまちまちである。（相関：限定的、現在のスコア：1）
- **プライマリー・ディーラーのポジション**：プライマリー・ディーラーが抱える在庫が少ない場合には、市場を買い支える能力が強まる。この指標は非常に短期的なものであり、中期的な値動きに与える影響は限定的である。足元でプライマリー・ディーラーは在庫を削減していることを考慮すると、スプレッドに対しては中立的と考えられる。（相関：限定的、現在のスコア：5）

- **投資信託のキャッシュ残高**：高水準の投資信託のキャッシュ残高は、市場が下落した際の待機資金として機能し、スプレッドの支援材料となり得る。この指標とスプレッドは負の相関関係にあり、足元の低水準のキャッシュ残高は、スプレッドが割高であることを示唆する。（相関：-0.29、現在のスコア：1）
- **株式市場の幅**：株式市場の幅の縮小は、一部の企業以外の収益が軟化していることに関連していることが多く、スプレッドとの負の相関は大きい。2024年は株式市場の幅が広がってきたが、それに比べるとスプレッドは依然として割高である。（相関：-0.44、現在のスコア：2）
- **年金基金の運用状況**：運用状況が堅調である場合には株式から債券へのリアロケーションが促され、スプレッドの支援材料になる。高い積立超過に比べると、スプレッドはまだ割安であることが示唆されるが、スプレッドの相関はまちまちである。（相関：限定的、現在のスコア：7）

図表 5：需給要因のバロメーター



出所：ブルームバーグ、PGIM フィクスト・インカム、2024年11月現在、投資信託のキャッシュ残高については2024年10月現在。

米国投資適格社債のスプレッドのバロメーター（まとめ）：

- 図表 6 は、2024年11月時点における、我々のスプレッドに対する評価をまとめたものである。個々の指標はスプレッドとの相関関係によってウェイト付けされ、スプレッドとの相関が不確かな指標は除かれている。
- まとめて、足元のスプレッドはタイトな水準にあるように見受けられる、この割高さは主にマクロ経済要因によってもたらされており（スコア：2）、その一部は企業のファンダメンタルズ要因（同：4）と需給要因（同 3）によって一部相殺されている。

図表 6：米国投資適格社債のスプレッドのバロメーター



出所：PGIM フィクスト・インカム、2024年11月現在。

結論：

- 現時点において、我々が選択したマクロ経済、企業ファンダメンタルズ、需給要因のいずれからスプレッドはタイトな水準にあることが示唆されるが、これらはさらなる調査や議論の土台を提供している。例えば、主要なマクロ要因に基づくスプレッドは割高であることが示されたとすると、次に、なぜスプレッドはここまでタイトなのか、という疑問が生じる。そして、この分析は考えられ得る回答も提供している。
(1) 企業ファンダメンタルズは、軟調な PMI に対して相当改善しているように見える、(2) 社債に比べて、国債の発行増加がタイトなスプレッドの維持に寄与している可能性がある。
- 本稿で取り上げた説明変数は決して網羅的なものではなく、スプレッドの予測に寄与する多くの変数を、さらに調査し追加していくことが目標である。また、今回の検証ではスプレッドとの相関をウェイトとして用いて個々の指標を組み合わせたが、ベータ加重といった他の組み合わせ方も考えられる。最後に、これは静的な分析であり、より包括的なマクロ経済シナリオ分析への足がかりとなるものである。

1. バロメーターの構築プロセスの詳細については、[原文レポート（英語）](#)を参照。

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、2024年12月11日現在。

留意事項

本資料に記載の内容は、PGIM フィクスト・インカムが作成した“A Barometer to Gauge Credit Market Valuations”をPGIMジャパン株式会社（以下当社）が要約したものです。PGIMフィクスト・インカムは、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIM インクの債券運用部門です。

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。

本資料は情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本案内に記載された内容等については今後変更されることもあります。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。

本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものです。その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。

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。

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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ114523

4116208-20241223