

欧州クレジット情勢—企業の資金需要は旺盛

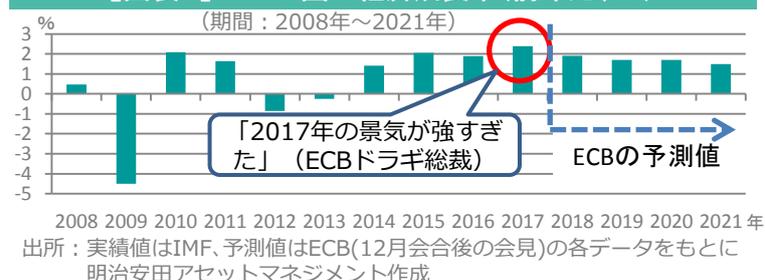
作成日 2018年12月19日

市場の「ユーロ圏景気の減速懸念」は行き過ぎで、「2019年夏、ECBは利上げの公算大」と考えます

ドラギ総裁「ユーロ圏景気は2017年が強すぎた」

- 社債市場や株式市場で10月頃から変動性を高めている要因は、「米中貿易摩擦が長期化すれば米中景気を悪化させる」との警戒感や根強い「ユーロ圏景気の減速懸念」等ですが、少なくともユーロ圏への懸念については、やや行き過ぎと考えられます。確かにECB(欧州中央銀行)のドラギ総裁は12月会合後の会見で「ユーロ圏景気は足元やや減速し、先行きも景気拡大の勢いは鈍る」と認めています。
- しかし同時に「ユーロ圏景気が先行き下ぶれ／上ぶれするリスクはなお概ね釣り合っている」とも述べたのです。ECBは、市場が警戒するような「リセッション(景気後退期)入り」が迫っている」とはみていないことが分かります。
- またドラギ総裁は「前年の景気が強すぎたため」とも繰り返し発言してきました。今回12月会合で示されたECBの予測値も併せ、ユーロ圏経済成長率をグラフ化すると、2017年の伸びが突出していることが分かります(図表1参照)。

【図表1】ユーロ圏の経済成長率(前年比、%)



- ECBの銀行貸出調査も、旺盛な企業の資金需要を示しています。企業の借入需要が3ヵ月前から「増えた」と回答した銀行の割合から、「減った」と回答した銀行の割合を差し引いた値はプラス12%ポイントです(直近10月調査)。長期平均(マイナス2%ポイント)を大きく上回っています。市場が懸念する「リセッション入り」が迫る」気配は感じられません。

銀行に代わって存在感を増す機関投資家

- 企業の資金需要が旺盛な一方で、銀行は、欧州債務危機等を契機とした規制強化で、企業の資金ニーズを十分満たすことが難しい情勢です。銀行各行は自己資本比率引き上げを求められ、ユーロ圏各国に広域展開した店舗網の整理統合や信用リスクが高めの貸出債権のオフバランス化促進(後述Bank Loan供給増の要因)等を迫られたのです。
- これら銀行に代わって存在感を増しつつあるのが機関投資家です。企業への資金供給——すなわちクレジット投資は、低金利環境下で利回りを求める機関投資家にとっても、投資資金の受け皿になっています(図表3参照)。

【図表3】クレジット投資の受け皿の例(概念図)

投資対象	信用リスク	無担保債権	有担保債権
IG銘柄 ^(注1) (投資適格)	低め	一般的な社債	—
Non-IG銘柄 ^(注2) (非投資適格)	高め	High Yield社債	Bank Loan
格付の無い 中小零細企業	高い	—	Direct Lending ^(注3)

注1：IGとはInvestment Grade(投資適格級)の略。BBB格以上の銘柄の総称。5年後にデフォルトする確率は1%
 注2：Non-IGはBB格以下の銘柄の総称。5年後にデフォルトする確率は15%(いずれもS&P Globalが公表した2017年デフォルト・サーベイの数値)
 注3：Direct Lendingは銀行が融資しない財務状況で、格付取得によるHigh Yield社債発行も困難な中小零細企業に、銀行に代わりファンド等が貸付
 出所：各種報道等をもとに明治安田アセットマネジメント作成

好調な内需に下支えされ、企業の資金需要は旺盛

- 景気減速の主因について、ドラギ総裁は(概ね一時的とみられる)輸出の鈍化を挙げます。一方、個人消費、住宅投資、設備投資など好調な内需が牽引し「拡大ペースは鈍化してもゆるやかな景気拡大が続く」と判断しています。
- 「景気拡大を下支えしているのは銀行貸出の増勢」であり「2014年初から銀行貸出の増加トレンドが続いている」とドラギ総裁は述べました。企業向けの銀行貸出は、かつて欧州債務危機の景気悪化で前年比▲3.5%(2014年2、3月)まで落ち込みましたが、直近は+3.9%です(図表2参照)。

【図表2】ユーロ圏の企業向け銀行貸出(前年比、%)



- クレジット投資を左右する信用リスク量は、格付会社が測る5年後にデフォルトする確率でみると、IG銘柄は約100社に1社(1%)の一方、Non-IG銘柄は約7社に1社(15%)もデフォルトする高めの信用リスク量です。このため、初めてNon-IG投資する機関投資家には「有担保の貸出債権を束ねたBank Loanが馴染みやすい」とされます。
- 加えて、前述の通り景気下ぶれリスクが意外と低ければ、行き過ぎた「景気減速懸念」が和らぐにつれ「2019年夏のECB利上げ」が意識され、(金利上昇に弱いHigh Yield社債とは対照的に)リターン向上も期待される変動金利貸出債権を束ねたBank Loan投資ニーズが高まりそうです。

筆者：チーフストラテジスト 杉山 修司
 東京大学経済学部卒、ロンドン大学LSE修士
 日本銀行調査統計局、為替課勤務のち、格付会社S&P、ドイチェ・アセット・マネジメントを経て、2016年から現職

●当資料は、明治安田アセットマネジメント株式会社がお客さまの投資判断の参考となる情報提供を目的として作成したものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。また、法令にもとづく開示書類(目論見書等)ではありません。当資料は当社の個々のファンドの運用に影響を与えるものではありません。●当資料は、信頼できると判断した情報等にもとづき作成していますが、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。●当資料の内容は作成日における筆者の個人的見解に基づいており、将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。また予告なしに変更することもあります。●投資に関する最終的な決定は、お客さま自身の判断でなさるようお願いいたします。