



ティー・ロウ・プライス 債券クレジット・セクター見通し

セクター戦略アドバイザー・グループ（SSAG）*の見解 – 2022年4月

リスク環境		コメント
マルチアセット・クレジット（MAC）リスク指標	リスクオフ	<ul style="list-style-type: none"> MACリスク指標は、引き続きネガティブのシグナルを発したが、同指標を構成する個別要因には改善が見られた。スプレッド縮小が若干勢いを増し、クレジットのバリュエーションは、2月から3月初めにかけて地政学的状況と金融政策に対する懸念を背景に割安となった後、戻す展開となった。 しかしここは、金利ボラティリティの低下とショックが重なり依然見通し難にある世界経済の見直し改善を確認したい。投資家のポジションも弱気傾向ではあるが、リスク資産が売られ過ぎの領域に達したと示唆するほど極端ではない。
SSAGの見通しと前月比変化		コメント
ハイイールド（HY）社債	■	<ul style="list-style-type: none"> 先進国の現物ハイイールド債については、歴史的にタイトなスプレッドが強固な信用力を反映しており、ニュートラルの見通しを維持。 欧州ハイイールド債は米国ハイイールド債に比べてわずかに魅力的とみられ、どちらの市場においても現物債よりもシンセティック（CDS、CDXなど）が引き続きより魅力的。 一方、ハイイールド債クレジット・デフォルト・スワップ指数（CDX）は、下落当初において投資適格社債CDXをベータ調整ベースでアウトパフォームしたことから、市場の更なる下落の可能性に対する有効なヘッジ手段として優位な位置づけにあるとみる。
バンクローン	▲	<ul style="list-style-type: none"> バンクローンについては、3月に見通しを引き下げたが、最近のスプレッド縮小局面においてベータ調整ベースで劣後したため、再び見通しを引き上げ。 FRBが高まる金利上昇期待に沿って利上げを行う見通しで、結果として変動金利ローンの適用金利は上昇するだろう。 健全なファンダメンタルズを維持しており、テクニカル面でもCLO発行による旺盛な需要を背景に強固で、額面を下回る価格で取引されているバンクローンには引き続き多くの投資機会があると見ている。
新興国クレジット	▼	<ul style="list-style-type: none"> 新興国クレジットは、ウクライナ危機の沈静化への期待を受けて3月に大きく回復したため、見通しを引き下げた。 直近12か月のマイナスリターンは、通常、今後のプラスのリターンを強く示唆するが、スプレッドは概ね米国クレジットから乖離していない。 新興国クレジットの多くは、投資適格社債より割高なバリュエーションで取引されており、割安な債券は、ファンダメンタルズ面で極端な問題を抱える銘柄で見られる傾向がある。 ロシア・ウクライナ危機は、コモディティ輸出国に有利に働くと考えられる一方、食品・エネルギー輸入に依存している国には財政的な打撃となる。インフレの影響が広く及ぶ国や相対的に大きなショックを受けている国では、中央銀行が引き締め姿勢を続け、政治にも波及している。
投資適格（IG）社債	■	<ul style="list-style-type: none"> 欧州および米国の合成社債商品には、引き続き各地域の現物債より高い投資価値が見られる。 社債チームでは、経済成長の鈍化、高いインフレ率、金融の引き締め基調を背景にネガティブな見通しを維持。 セクター別では、欧州銀行アナリストの見通しとして、ティア2の下位銘柄および持株会社／非優先シニア債が強固な上昇余地を示した。銀行セクターのロシア・ウクライナ関連エクスポージャーは管理可能とみられ、健全な自己資本が業績悪化を相殺するとみる。
証券化商品	■	<ul style="list-style-type: none"> 証券化商品は、様々なサブセクターが最近の社債市場の下落とその後の回復局面で劣後したため、セクターの中で最も強気の見通しを維持している。 ABSとRMBSは最も高いリスク調整後リターンを見込んだ。CLOやCMBSも投資適格社債とハイイールド債に対して魅力的と見る。 セクター・チームでは、クレジット・トランスファー証券と非適格モーゲージ債にファンダメンタルズでは説明できない価格の変調が起きているとみている。 消費者の健全なバランスシート、継続する住宅価格の上昇、低い延滞率を支援材料として、証券化商品は概ね強固なファンダメンタルズを維持している。
エージェンシーMBS	■	<ul style="list-style-type: none"> エージェンシーMBSのタクティカルな見通しではニュートラルを維持した。FRBのバランスシート縮小によるテクニカル面のリスクは、ローン組成の減少と住宅ローン金利急上昇による期限償還スピード低下の期待により相殺されるとみる。 一般的に、高クーポンMBSは、良好な相対バリュエーション、短いデュレーション、低いFRB関連リスクのため、引き続き低クーポンMBSより選好。
課税地方債	■	<ul style="list-style-type: none"> 課税地方債については、短期的にマイナスのリスク調整後リターンを予想しており、最下位のセクター見通しを維持した。 ただし、ファンダメンタルズは強固であり、投資適格社債と比較したバリュエーションは、3月半ばに始まったリスク資産の反発を背景に改善した。 ディフェンシブな特性を考慮すると、他のスプレッド・セクターの信用リスクがさらに悪化する場合、課税地方債は相対的に底堅いと思われる。

SSAGの戦術的見通し: ■ ポジティブ ■ ニュートラル ■ ネガティブ
前月比変化: ▲ 上方修正 ■ 横這い ▼ 下方修正

*SSAGに関する追加情報については次ページをご覧ください。

ティー・ロウ・プライス・セクター戦略 アドバイザー・グループ (SSAG) :

様々な戦略を専門とする選別された債券投資プロフェッショナルで構成されており、各種ポートフォリオで利用される投資アイデアを協働で創出します。見通しは、セクター・スペシャリストによるファンダメンタル分析と、定量リサーチ専門家および独自のツールから得られる知見を組み合わせ、SSAGのリサーチおよび協議に基づきます。見通しは戦術的なものであり、適宜変更されます。

MACリスク指標とは

MACリスク指標は、以下に掲げる5つのリスク・シグナルの総合評価に基づく独自のクレジット・リスク・モデルです。

1. ティー・ロウ・プライスの債券セクター運用チームによるファンダメンタルズに基づくセクター確信度レーティング
2. ティー・ロウ・プライスのエコノミクス・チームによる世界経済の短期経済成長予測
3. 信用スプレッドのモメンタムの方向性
4. 金融市場のボラティリティの状態
5. 投資家のリスク心理とポジショニング

所定のルールを適用し、これらのインプットを統合することにより、クレジット・リスクを取り巻く環境についてポジティブ（「リスクオン」）またはネガティブ（「リスクオフ」）の見通しを導出します。これがSSAGの戦術的な資産配分に影響を及ぼします。

セクター別各種指標とリターン 2022年3月31日時点

	利回り (YTW, %)	デュレーション (年)	信用スプレッド (bps)					トータルリターン (%) ¹		
			現在の スプレッド	前月比	1年 高値	1年 底値	1年 平均	1ヵ月	年初来	1年
ハイールド社債										
グローバル HY	6.49	4.31	428	-40	537	343	389	-0.62	-5.21	-2.60
米国 HY	6.01	3.98	325	-34	411	262	305	-1.15	-4.84	-0.66
ユーロ HY ²	6.26	3.40	395	-37	489	281	326	0.25	-3.83	-1.45
アジア HY	12.86	3.10	1,037	13	1,300	600	888	-2.72	-10.08	-21.52
バンクローン ³	6.75	0.25	428	7	470	390	410	0.11	-0.01	3.50
新興国										
新興国国債 (米ドル)	6.42	7.50	400	-70	526	330	368	-0.90	-10.02	-7.44
新興国社債 (米ドル)	5.44	4.61	336	-62	454	296	326	-2.55	-8.82	-7.25
投資適格社債										
グローバル IG	3.09	6.85	124	-9	149	86	98	-2.16	-6.77	-4.42
米国 IG	3.60	8.04	116	-6	145	80	94	-2.52	-7.69	-4.20
ユーロ IG ²	3.51	5.43	131	-13	158	86	99	-1.05	-5.00	-4.47
アジア IG	3.83	5.63	142	-2	176	116	133	-2.42	-6.15	-4.29
証券化商品										
CLOs	4.59	3.98	213	5	282	206	244	-0.03	-0.27	1.22
CMBS	3.26	4.84	85	1	89	54	66	-2.90	-5.59	-4.46
ABS	2.84	2.17	57	13	63	22	33	-1.71	-2.88	-3.06
その他スプレッド・セクター										
エージェンシーMBS	2.99	5.08	24	-4	38	7	26	-2.60	-4.97	-4.92
課税地方債	3.65	10.46	118	14	123	84	93	-5.44	-9.63	-4.11

一般的なベンチマーク

インデックス	最終利回り (%)	デュレーション (年)	トータルリターン (%) ¹		
			1ヵ月	年初来	1年
グローバル総合債券	2.15	7.18	-2.16	-4.98	-3.92
米国総合債券	2.92	6.48	-2.78	-5.93	-4.15

国債利回り

10年金利	最終利回り (%)	前月比 (bps)	1年高値 (%)		1年底値 (%)	
			1年高値 (%)		1年底値 (%)	
米国国債	2.34	51	2.47		1.17	
ドイツ国債 ²	2.29	65	2.44		0.26	

過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。

1 米ドルヘッジ後のリターン。

2 米ドルヘッジ後の利回り。為替ヘッジにより、米ドルを基準通貨とする投資家にとっての欧州セクターの利回りは2022年3月31日時点で174bps上昇。

3 満期までの利回りとスプレッド。

ベンチマークの情報については次ページをご覧ください。

前頁の指数に関する追加情報

前頁で使用している指数は以下の通りです。

グローバルHY：ブルームバーグ・ハイイールド指数（米ドルヘッジ）、米国HY：ブルームバーグ米国ハイイールド指数、ユーロHY：ブルームバーグ汎欧州ハイイールド指数（米ドルヘッジ）、アジアHY：ブルームバーグ・アジア米ドルハイイールド指数、バンクローン：JPモルガン・レバレッジド・ローン指数、新興国国債（米ドル）：JPモルガン・エマージング市場債券指数グローバル・ダイバーシファイド、新興国社債：JPモルガン・エマージング市場社債指数ブロード・ダイバーシファイド、グローバルIG：ブルームバーグ・グローバル総合指数-社債（米ドルヘッジ）、米国IG：ブルームバーグ米国社債指数、ユーロIG：ブルームバーグ汎欧州総合社債指数（米ドルヘッジ）、アジアIG：ブルームバーグ・アジア米ドル建て投資適格債券インデックス（米ドルヘッジ）、CLO：JPモルガンCLOボスト・クライシス指数、CMBS：ブルームバーグ米国CMBS・ERISA適格指数、ABS：ブルームバーグ米国ABS指数、エージェンシーMBS：ブルームバーグ米国MBS指数、課税地方債：ブルームバーグ課税地方債米国総合適格指数、グローバル総合債券：ブルームバーグ・グローバル総合指数（米ドルヘッジ）、米国総合債券：ブルームバーグ米国総合指数
欧州クレジット指数とドイツ国債の利回りはユーロ3ヵ月インブライド・イールドと3ヵ月米ドルLIBORを用いてヘッジ後利回りを算出しています。出所：ブルームバーグ

追加ディスクローチャー

BLOOMBERG® 及びブルームバーグの指数は、ブルームバーグ・ファイナンスL.P.と指数の管理者であるブルームバーグ・インデックス・サービスズ・リミテッド（“BISL”）を含む子会社（総称してブルームバーグ）のサービスマークで、許可を得て使用しています。ブルームバーグはティー・ロウ・プライスの関連会社ではなく、ブルームバーグは当商品を承認、支持、精査、推奨するものではありません。ブルームバーグは、当商品に係るデータや情報の適時性、正確性、完全性を保証するものではありません。

情報は信頼できると考える情報源から取得していますが、JPモルガンはその完全性または正確性を保証しません。指数は許可を得て使用しています。JPモルガンの事前の書面による承認を得ることなく、指数の複製、使用または配布を禁じます。Copyright © 2022, J.P. Morgan Chase & Co. 全ての権利はJPモルガンに帰属します。

重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て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、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の逡減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・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3043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

202204-2159130