



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リー・グループ（SSAG）*の見解 – 2022年3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、2021年半ば以降に概ね留まってきた低リスク環境を維持した。リスク資産と金利の変動が続き、市場の流動性を低下させている。一方、東欧の危機は、エコノミクス・チームが指摘しているように、世界的な経済成長の下振れリスクを増幅している。 クレジットの弱気相場と見られる状況について慎重な見方を維持しているが、セクターのバリュエーションは概ね改善している。市場のボラティリティが低下し、上向きの要因がスプレッドの縮小基調の回復を可能にする場合、リスク指標はいずれ、少なくとも短期的に、「リスクオン」環境に振れる可能性がある。
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"> レバレッジの低下、低水準の投機的／CCC格クレジット（部分的には、コロナ禍下の下落局面で最も脆弱なクレジットがデフォルトに陥った結果として）、格付けの引き上げサイクルおよび低いデフォルト見通しを促すコモディティ価格の上昇を背景に、ハイイールド債の信用ファンダメンタルズは依然として強固。 しかし、利上げ見込み、景気刺激策の終了、株価の下落、ロシア・ウクライナ紛争、着実な資金流出など、相殺する複数のマイナス要因がスプレッド水準を押し下げている。 ハイイールド債チームは、高格付けかつ低価格の債券、「ライジング・スター（投資適格に格上げとなる銘柄）」候補、旅行・娯楽関連銘柄、地域の地政学的懸念により暴落した欧州クレジットに投資機会があると見ている。総じて、米国と欧州双方のBB格クレジットを選好。
バンクローン	▼	<ul style="list-style-type: none"> バンクローンは、堅調な相対パフォーマンスが続いたことから、リスク調整後期待リターンが低下したため、戦術的な見通しを引き下げた。マクロ経済面の変動が著しく高まる局面で、ローンは影響を受けにくい、流動性の低下およびマイナスに偏ったリターン特性を踏まえると、影響を免れない。 変動金利構造のローンは、FRBの利上げから恩恵を受ける数少ない分野の一つ。信用ファンダメンタルズも依然として上向き。 それと同時に、ローンは直近数ヶ月にわたり相対的に堅調に推移したため、ハイイールド債に対するバリュエーションの優位性がある程度失われた。 バンクローン市場は、マクロ経済面の変動を背景に資金流入が鈍化し、CLOの組成が減速したため、テクニカル面の下支えがわずかに低下している。
新興国クレジット	■	<ul style="list-style-type: none"> 新興国クレジットは、ウクライナの悲劇的な出来事およびそれに伴うエネルギー・農産物価格の高騰に起因するリスク資産の下落に直面した。ロシアと緊密な貿易関係にある国ほど、西側諸国の対ロシア経済制裁による深刻な影響を受ける。 これらの不幸な情勢は、中国のハイイールド債市場で続くストレス、既にディストレスト債の領域で取引されている複数のフロンティア市場、世界各地の中央銀行による引き締め政策、先進国ソブリン債金利の上昇、米ドル高に関する懸念に加えて生じている。 新興国クレジットの大幅な下落は、歴史的に将来の堅調なパフォーマンスの前触れとなってきたが、投資家は戦術的な取引を控えるべきと考えている。
投資適格（IG）社債	▲	<ul style="list-style-type: none"> 米国および程度は低いものの欧州の投資適格クレジット・デリバティブ商品の期待リターンが高いため、同セクターの戦術的な見通しをニュートラルに引き上げた。 現物の高格付け社債は、リスク調整後リターンの観点から、引き続き総じて魅力的ではないが、スプレッドの拡大、クレジット・カーブのステイプ化、新規発行に係る有利な条件、価格差は、欧州銀行の追加Tier1債などの分野において選別的な投資機会に繋がっている。 より大まかに言えば、社債チームは引き続き、ピークをつけた利益率および今後数四半期にわたりさらに困難になる業績維持について懸念している。
証券化商品	▲	<ul style="list-style-type: none"> 証券化商品セクターは、1月に相対的に堅調に推移した後、社債セクターに影響を与えているボラティリティが同セクターにも波及し、スプレッドが拡大している。 RMBSは、スプレッドが過去1年で最高水準に拡大したため、最も高いリスク調整後期待リターンをもたらした。ファンダメンタルズの面では、モーゲージ債は好調なパフォーマンスを維持しており、ローンの延滞率はコロナ禍以前の水準に近く、住宅価格の上昇ペースは徐々に減速すると予想される。 CLO、ABS、CMBSも、強固なファンダメンタルズにもかかわらずスプレッドが拡大しており、リスク調整後期待リターンの魅力を高めている。
エージェンシーMBS	▼	<ul style="list-style-type: none"> エージェンシーMBSセクターは、最近のリスク資産の下落局面で高ベータのクレジット・セクターより堅調に推移したため、戦術的な見通しを引き下げた。 ファンダメンタルズおよびテクニカル面は、住宅ローン金利の上昇により期限前返済リスクが低下し、ローンのオリジネーションが減少したため、改善している。 しかし、高水準の内在金利ボラティリティおよびFRBのバランスシート政策を巡る不透明感が、同セクターに重大な課題をもたらす。
課税地方債	■	<ul style="list-style-type: none"> 課税地方債は、高格付け長期債市場のボラティリティ調整後期待リターンが低いため、最も低い評価を維持した。 地方債の信用ファンダメンタルズには依然として問題がないものの、社債が相対的に大きく下落したため、高格付け社債と比較した地方債のバリュエーションは悪化した。

SSAGの戦術的な見通し: ■ 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2月28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	6.26	4.31	469	47	469	343	381	-2.42	-4.61	-2.30
米国 HY	5.62	3.97	359	17	372	262	301	-1.03	-3.73	0.64
ユーロ HY ²	5.97	3.48	432	78	432	281	315	-2.76	-4.07	-1.11
アジア HY	11.95	3.14	1025	57	1255	600	845	-4.27	-7.57	-19.52
バンクローン ³	5.95	0.25	421	20	427	390	408	-0.47	-0.13	3.44
新興国										
新興国国債 (米ドル)	6.63	7.51	470	85	470	330	357	-6.55	-9.21	-7.50
新興国社債 (米ドル)	5.54	4.67	398	74	398	296	315	-4.84	-6.43	-5.43
投資適格社債										
グローバル IG	2.64	6.97	133	25	133	86	95	-2.12	-4.71	-3.31
米国 IG	3.08	8.18	122	16	124	80	91	-2.00	-5.3	-3.4
ユーロ IG ²	2.99	5.48	144	37	144	86	94	-2.47	-3.99	-3.24
アジア IG	3.17	5.80	143	15	151	116	131	-1.63	-3.82	-2.87
証券化商品										
CLOs	4.01	4.08	208	-39	307	208	252	-0.59	-0.24	1.26
CMBS	2.55	4.93	84	16	84	54	64	-1.2	-2.77	-2.71
ABS	1.88	2.19	44	14	44	22	31	-0.63	-1.19	-1.53
その他スプレッド・セクター										
エージェンシーMBS	2.48	4.73	28	10	38	7	25	-0.97	-2.44	-2.88
課税地方債	3.08	10.92	104	6	104	84	91	-1.27	-4.43	-0.45

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	1.76	7.26	-1.33	-2.88	-2.19
米国総合債券	2.33	6.49	-1.12	-3.25	-2.64

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 (%)	1年高値 (%)	1年底値 (%)
米国国債	1.83	5	2.04	1.17		
ドイツ国債 ²	1.64	63	1.64	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2月28日時点で151bps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、組入る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

202203-2090309