



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10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"> マルチアセット・クレジット (MAC) リスク指標による今年の見通しは、引き続きリスクオフ環境を示している。ボラティリティの高い市場環境が続き、世界的な景気後退の可能性が高まっていると見られ、スプレッドは拡大基調を維持した。前向きな材料として、ファンダメンタルズに基づくセクター確信度では、ポジティブの方向に向かっている。 投資家は非常に弱気のポジションをとっており、売りが一巡すれば急激な反騰を引き起こす可能性がある。金利ボラティリティはコロナ禍のピークを超え、流動性は極端に細くなっているなか、高格付けローン担保証券 (CLO)などのセクターで直近見られたような、強制的な売却による混乱を捉える投資機会を模索している。 足元では慎重姿勢を維持しているが、大幅な割引価格で取引され、利回りが価格下落リスクを相殺する十分なクッションを提供する水準にある債券は魅力的な投資機会と見ている。世界的な引き締めサイクルはまだ続く余地があるものの終わりに近づいていると見ており、その多くが既に価格に織り込まれている。
SSAGの見通しと前月比変化		コメント
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		
ハイイールド (HY) 社債	■	<ul style="list-style-type: none"> リスクオフ環境が続き、超過リターンボラティリティがローンなどと比べて高く、慎重な見通しを維持している。 米国ハイイールド債は、株式やエネルギー価格の急落にもかかわらずここ数週間は相対的に堅調に推移しており、こうした不透明感からスプレッドは割安とは言い難い。 二桁または二桁に近い利回りはかなり魅力的だが、スプレッドは景気後退やそれに伴うデフォルトの増加を織り込んでいない。こうした底堅いスプレッドは、ハイイールド債市場の質の改善、低い債券価格、名目利回りを求める投資家を惹きつける利回りの高さが背景と考えられる。
バンクローン	▼	<ul style="list-style-type: none"> 前月の高いCPI上昇率や米連邦公開市場委員会 (FOMC) でのタカ派姿勢を受けて、モメンタムが明確にマイナスに転じたため、セクターの見通しを引き下げた。 スプレッドは過去の平均的なデフォルト率に見合う適正な水準にあると見ているが、テクニカル面の悪化と市場の流動性不足のため、スプレッドはさらに拡大する可能性がある。 大幅な金融の引き締めを背景に、企業の減収・減益見通しが市場心理を悪化させる可能性がある。 額面価格でリファイナンスされる可能性が高い2024~25年に満期を迎えるローンを額面以下で捉える機会を模索している。
新興国クレジット	■	<ul style="list-style-type: none"> 英国の金利ショックとロシア・ウクライナ紛争の激化は、弱気の市場心理をさらに後退させ、リスク選好の投資家に対しても買い控えを余儀なくさせた。 流動性不足が続き、マクロ経済環境も不調で、独自のセクターランキングモデルで新興国クレジット債は最下位グループに沈んでいる。 混乱した環境にもかかわらず、ソブリン債には引き続き多くのボトムアップの投資機会を見出している。新興国社債は、スプレッドが相対的に堅調で妙味は劣るが、魅力的な利回りを提供しており、特にデレーションの短い債券に注目している。
投資適格 (IG) 社債	■	<ul style="list-style-type: none"> 全体としてニュートラルの見通しを維持する。欧州のクレジット・デリバティブと現物債は、投資価値および予測モデル評価 (ユーロの対米ドル為替レート、エネルギー価格など) から見て魅力的だが、欧州資産は激しい価格変動と流動性不足からボラティリティが極端に高い状況が続いている。 欧州はマクロ経済環境の悪化加速に直面しており、独自のセクターランキングモデルでは同資産クラスの優位性が示されているが、欧州債へのリスク配分を回避している。 米国では、市場ベータを得る手段として、現物の投資適格社債より流動性が高く投資妙味のあるクレジット・インデックス・デリバティブを 선호している。
証券化商品	■	<ul style="list-style-type: none"> ローン担保証券 (CLO) と住宅ローン担保証券 (RMBS) の投資魅力が高く、証券化商品セクターは債券セクターの中で最も高いリスク調整後リターンが期待される。 一方、資産担保証券 (ABS) と商業不動産担保証券 (CMBS) の魅力度は相対的に劣る。 デレーションが短くキャリーが高水準のセクターを愛好しつつ、マクロ経済の悪化やファンダメンタルズの後退を踏まえ、選別姿勢を強めている。 英国年金基金のリスク資産削減の話は、高格付けCLO市場の混乱を招いている。世界的な景気後退に陥れば、スプレッドはさらに拡大する可能性が高いが、デフォルト率が2008年の金融危機時を大きく上回るシナリオ下でも信用補充構造が損失リスクを軽減すると見ている。 戸建賃貸住宅やリパフォーミング・ローンRMBS、流動性の高い自動車ローンABS、経過年数が長いジュニアAAA格コンデュイット型CMBSなどを 선호している。
エージェンシー MBS	▲	<ul style="list-style-type: none"> 9月に過去最低の超過リターンを示現した後、バリュエーション面から魅力的な水準となり、MBSの見通しを引き上げた。 また9月後半に、魅力的なリスク・リターン特性を評価し、MBSのファンダメンタルズに基づく確信度レーティングを引き上げた。 米連邦準備理事会 (FRB) による購入プログラムが存在しなかった過去の局面と比べても足元の米国債に対するスプレッドは拡大しており、投資適格社債よりも魅力度が高い。 数か月にわたり同セクターの重石となっていたFRBによる売却リスクは、最近のFRBのコメントや住宅市場の低迷を背景に和らいでいると見る。
課税地方債	■	<ul style="list-style-type: none"> 同セクターの相対的に低いクレジット・ベータおよびボラティリティが高いスプレッド局面でポートフォリオを安定させる効果を踏まえ、ニュートラルの見通しを維持している。 ただし、投資適格社債と比較したバリュエーションには妙味がなく、同セクターのスプレッドに影響を及ぼすマクロ経済要因は、超過リターンの観点から良好ではない。

*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。

ティール・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た、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. ティール・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. ティール・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。

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。

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。

セクター別各種指標とリターン 2022年9月30日時点

2022年9月30日時点			信用スプレッド(bps)					トータルリターン (%) ¹		
	利回り (YTW、%)	デュレーション (年)	現在の スプレッド	前月比	1年 最大	1年 最低	1年 平均	1ヵ月	年初来	1年
ハイイールド社債										
グローバル HY	10.34	4.14	652	70	682	373	484	-4.53	-16.38	-16.64
米国 HY	9.68	4.06	552	68	583	271	385	-3.97	-14.74	-14.14
ユーロ HY ²	11.94	3.29	631	71	675	300	442	-3.81	-13.35	-13.34
アジア HY	17.73	2.88	1312	144	1427	860	1091	-7.94	-26.11	-31.48
バンクローン ³	10.11	0.25	601	78	601	390	458	-1.95	-2.66	-1.93
新興国										
新興国国債 (米ドル)	9.57	6.58	559	58	593	349	441	-6.36	-23.95	-24.28
新興国社債 (米ドル)	7.86	4.25	409	29	454	306	360	-3.83	-16.21	-16.73
投資適格社債										
グローバルIG	5.38	6.08	180	20	182	88	131	-4.49	-16.7	-16.67
米国 IG	5.69	7.01	159	19	164	84	121	-5.26	-18.72	-18.53
ユーロ IG ²	7.69	4.84	225	24	225	87	144	-3.82	-14.79	-14.99
アジア IG	5.65	4.93	149	10	176	116	141	-3.73	-13.47	-13.34
証券化商品										
CLOs	7.36	3.59	327	52	327	205	252	-1.57	-2.73	-2.42
CMBS	5.17	4.63	105	3	107	58	84	-3.11	-11.81	-12.38
ABS	4.84	2.11	53	-9	82	27	55	-1.16	-5.06	-5.61
その他スプレッド・セクター										
エージェンシーMBS	4.83	5.87	69	29	85	18	35	-5.05	-13.66	-13.98
課税地方債	5.36	9.71	139	10	141	84	114	-6.21	-22.23	-21.75

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	3.70	6.65	-3.21	-12.09	-12.05
米国総合債券	4.75	6.12	-4.32	-14.61	-14.60

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 (%)
米国国債	3.83	64	3.95	1.34
ドイツ国債 ²	5.28	118	5.39	0.61

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・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

202210-2553963