



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12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) リスク指標は、10月に「リスクオン」に引き上げて以降、スプレッド・セクターはテクニカル主導で上昇となり、過去1年の下落からも相当程度の回復となった。こうしたなか、セクターチームがファンダメンタルズの見通しを後退させ、再び「リスクオフ」に引き下げた。 11月は投資家にとって好結果となったものの、市場のボラティリティは依然として高止まりしている。経済成長見通しの悪化にもかかわらず、中央銀行は金融引き締めを続けており、世界経済の見通しは予断できない。スプレッドの縮小ペースが鈍化しているものの、投資家の現在のポジションはあまりディフェンシブとは言い難い。 利回りには妙味があるが、クレジット・スプレッドはデフォルト率が非常に低い環境を反映している。スプレッドの持続的な縮小を織り込むような明確な材料は乏しい。中央銀行が引き締めを続けるなか、その効果は遅れて示現することから、政策ミス懸念が強まっている。 ネガティブなリスク環境、割高なスプレッド、ファンダメンタルズの悪化を受けて、総じてディフェンシブなセクターを選好している。

セクター	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"> リスク環境の悪化を理由にハイイールド債の見通しを引き下げた。また、欧州ハイイールド債から見込まれるプラス・リターンは、米国ハイイールド債のリスク見通しの悪化で相殺されると見る。米国では、年末に向けて流動性の悪化が予想され、総じて現物債よりシンセティック・クレジット債を選好している。 欧州ハイイールド債はモデルでの評価は高いが、ユーロ圏の景気後退がほぼ既定路線となり、地政学的・経済的リスクも高い。
バンクローン	■	<ul style="list-style-type: none"> 年初来のパフォーマンスが際立つバンクローンは、長めのデュレーションのクレジット・セクターが買われ、バンクローンの直近の数週間はアンダーパフォームとなった。 相対的に高いリスク調整後超過リターンが見込まれ、定量モデルによる評価も高く、米国ハイイールド債よりバンクローンを選好している。 米連邦準備理事会 (FRB) の追加利上げが引き続きバンクローンを下支えするが、金利上昇が発行体のファンダメンタルズを悪化させる段階に近づいている。 CLOに対する安定した需要と限定的な新規発行予定を背景に、マクロ経済環境が大きく振れない限り、市場は堅調に年末を迎える可能性がある。
新興国クレジット	▼	<ul style="list-style-type: none"> 痛みを伴う年となった新興国クレジット市場だが、直近の数週間に限れば、米ドル高の勢いが衰え、インフレ圧力が幾分か和らぎ、新興国の経済成長が予想より良好で、中国が経済の再開および追加景気支援に向けて動いたことが好感され回復した。 11月の上昇を受けて、リスク指標がリスクオフに転じ、目先の予想超過リターンは低下している。しかし、長期的には、過去と比べて高い利回りやスプレッド水準を評価し、良好な見通しを維持している。新興国クレジットは定量モデルでも相対的に魅力が高いと評価されている。 市場は、アウトパフォームしてきた堅調な投資適格社債と、高いリスク許容度を必要とする数多くの破綻銘柄の間で二極分化している。
投資適格 (IG) 社債	▼	<ul style="list-style-type: none"> 社債に対する確信度の低下と連動して、戦術的な見通しを引き下げた。クレジット・スプレッドはマクロ経済リスクを反映していない。 定量的な観点からすると、投資適格社債は本来、長期的な超過リターンの創出において効率性が低い資産クラス。 ファンダメンタルズは、良好な水準からではあるが悪化し始めている。テクニカル面では強弱交錯しているが、供給は発行体の債務コストの上昇を背景に減少すると見る。 直近では高格付け銘柄を選好している。5年満期の銀行や低価格の長期債にはまだ投資妙味があると見る。
証券化商品	▲	<ul style="list-style-type: none"> 証券化商品については、リスクオフ環境に加え、社債と比べて魅力的なバリュエーションを踏まえ、ランキングの最上位に戻した。 全体の見通しはニュートラルだが、高格付けのABSとCLOにおいて混乱が見られ、資本構造の上位で確信度の高い投資機会を見出している。低格付けの銘柄については、懸念材料が金利と流動性リスクからファンダメンタルズ面のクレジット・リスクに移っているため、慎重な見通しを維持している。 商業不動産が懸念され、劣後CMBSに不安要素がある。一部のABSやRMBSの発行体も支払能力に懸念がある。 流動性は依然として不安定だが、新規発行市場に新規需要の兆候があり、十分に強化された構造の証券に対する確信度を維持している。
エージェンシー MBS	■	<ul style="list-style-type: none"> 割安なバリュエーションは短期間で修正され、MBSは11月に過去最大の超過リターンを創出し、長期平均に回帰した。 金利敏感セクターは、インフレおよびFRBの引き締めがピークに達したという楽観的な見方から恩恵を受けた。現在のリスク・リターン特性はバランスが取れた水準にあると見る。 市場はテクニカル面で逆風に見舞われている。供給は、劇的に減少しており、金利上昇と流動性低下から今後も低水準が続くと見る。 米国外の投資家にとって、魅力的な利回りを獲得できる選択肢を提供する。プラスのコンベクシティと相対的に豊富な流動性は魅力的な特性。
課税地方債	▲	<ul style="list-style-type: none"> 投資適格社債のアウトパフォームを背景に、相対バリュエーションに魅力があり、スプレッドがさらに拡大すれば、高格付けセクターは低格付けセクターより堅調に推移する可能性がある。マクロ経済の逆風と世界的な景気後退懸念を踏まえると、スプレッド拡大の可能性は高いと思われる。

SSAGの戦略的見通し： ■ 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

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11月30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 最大	1年 最低	1年 平均	1か月	年初来	1年
ハイールド社債										
グローバル HY	9.23	4.09	545	-49	682	373	518	4.27	-11.09	-9.63
米国 HY	8.63	3.86	448	-16	583	271	415	2.17	-10.63	-8.96
ユーロ HY ²	10.89	3.20	526	-79	675	306	488	3.92	-8.13	-7.21
アジアHY	17.80	2.83	1321	-259	1616	860	1151	15.42	-22.06	-23.26
バンクローン ³	9.66	0.25	580	-16	601	390	492	1.23	-0.51	0.16
新興国										
新興国国債 (米ドル)	8.50	6.82	468	-74	593	359	467	7.59	-18.05	-16.90
新興国社債 (米ドル)	7.48	4.24	394	-68	468	306	378	5.29	-13.59	-13.25
投資適格社債										
グローバル IG	5.00	6.20	154	-28	187	96	144	4.39	-13.55	-13.60
米国 IG	5.31	7.18	133	-25	165	91	131	5.18	-15.39	-15.46
ユーロ IG ²	7.21	4.93	184	-37	237	96	165	3.3	-11.16	-11.31
アジア IG	5.62	5.08	156	-36	195	116	148	4.75	-11.61	-11.56
証券化商品										
CLOs	7.02	3.52	297	-35	334	205	262	1.86	-0.59	-0.50
CMBS	5.24	4.59	128	-5	133	64	94	2.63	-10.95	-11.09
ABS	5.34	2.75	103	8	103	29	63	0.99	-4.92	-5.08
その他スプレッド・セクター										
エージェンシーMBS	4.59	5.71	52	-21	88	18	41	4.08	-11.42	-11.5
課税地方債	5.20	9.75	134	-13	147	88	122	5.99	-20.26	-21.34

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か月	年初来	1年
グローバル総合債券	3.53	6.72	2.55	-10.16	-10.52
米国総合債券	4.56	6.14	3.68	-12.62	-12.84

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	3.61	-44	4.24	1.34
ドイツ国債 ²	5.09	-37	5.84	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か月インブライド・イールドと3か月米ドル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

202212-2641423