



# ティー・ロウ・プライス 債券クレジット・セクター見直し

## セクター戦略アドバイザー・グループ (SSAG) \*の見解 - 2023年1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"> <li>リスク資産のボラティリティが低下し、クレジット・スプレッドが縮小基調となり、相対的に割安な水準から適正水準に戻したものの、マルチアセット・クレジット (MAC) リスク指標は「リスクオフ」の見直しを維持している。リスク指標のいくつかの要素はニュートラルだが、厳しいマクロ経済環境を主な要因として、慎重な姿勢を維持している。</li> <li>エコノミクスチームは、直近の経済指標がわずかに改善し、多くの市場参加者が支持するコンセンサスの景気後退予想に対して疑問が生じていると認識しつつ、世界経済は中央銀行主導の景気後退に陥るとの見直しを維持している。</li> <li>米国債市場は景気後退に陥るとの結果を織り込み始めているが、多くのセクターのクレジット・スプレッドは、より楽観的な「ソフト・ランディング」の見直しを反映している。</li> <li>テクニカル面の追い風が引き続き市場を下支えする可能性があり、スプレッドが最近の縮小傾向を維持すれば、リスク・モデルは短期的にポジティブに転じる可能性がある。しかし、長期的には、バリュエーション面の下支えがあまりないため、景気後退が差し迫っていると市場がみなせば、スプレッドは拡大する可能性が高い。</li> <li>企業業績は、景気後退入りを確認するために注視すべき重要な指標となる。当面は、金利ボラティリティによって打撃を受けてきたものの、ファンダメンタルズ面の懸念が少ないセクターを愛好する一方、ファンダメンタルズ面のリスクが価格に織り込まれていないセクターに対して慎重な姿勢を維持している。</li> </ul>
		<p>SSAGの戦略的見直し： ■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</p>
セクター	SSAGの見直しと前月比変化	コメント
ハイイールド (HY) 社債	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>MACモデルのリスクオフ・シグナルを踏まえ、慎重な姿勢を維持している。定量モデルは、米国ハイイールド債より欧州ハイイールド債とデリバティブを高く評価している。</li> <li>強固なファンダメンタルズ、歴史的に高い利回り、低い価格は、適度なスプレッドとマクロ経済環境の悪化によって相殺される。</li> <li>ハイイールド債チームは、早期に償還されやすい割引債に投資機会があると見ており、景気感応度が低く、業績が回復している企業を愛好している。</li> <li>投資家が多額の現金を保有し、新規発行が少ないため、テクニカル面は依然として良好だが、相対的に縮小しているスプレッドが現在のマクロ経済環境下で縮小する余地は小さい。</li> </ul>
バンクローン	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>定量モデルは、バリュエーション、魅力的なリスク調整後キャリー、プラス側に偏った超過リターン傾向を背景に、バンクローンを高く評価している。</li> <li>しかし、金利が急落し、イールドカーブがスティープ化すれば、バンクローンの魅力がデレーションの長いクレジットより劣るリスクを警戒している。</li> <li>バンクローンのリスク調整後リターンは長期的に高いが、市場混乱時にはマイナスとなっているため、慎重な姿勢を維持している。</li> </ul>
新興国クレジット	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>新興国クレジットについてはニュートラルの見直しを維持しているが、最近の高いパフォーマンスによってバリュエーションの割安感が低下したため、相対的な魅力度が幾分か下がった。</li> <li>新興国チームは現在、多くの中央銀行において引き締め政策の終了が近く中で、米ドル建て債券より現地通貨建て債券に優れた投資機会があると見ている。</li> <li>世界的な景気後退リスクのため慎重な姿勢を維持しているが、新興国クレジットは目先、相対的に堅調に推移する可能性がある。中国の経済再開は市場心理を押し上げ、金融状況はわずかに緩和基調にあり、景気後退に陥るまでにはしばらく時間がある可能性がある。しかし、市場の流動性不足が短期的な取引においてリスクとなる。</li> </ul>
投資適格 (IG) 社債	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資適格社債については、社債チームが11月後半に引き下げたファンダメンタルズの見直しに沿って、ネガティブな見直しを維持している。</li> <li>バリュエーションは割高で、ファンダメンタルズは、景気後退が現実となれば悪化する状況にある。インフレ率の低下も業績悪化要因となる。</li> <li>社債チームは、BBB格社債は5年債を中心に相対的に最も高いスプレッドを提供するため、最良の投資機会があると見ている。</li> <li>日本投資家の海外投資資金の引き揚げが主なリスク。利回りを追求する投資家からの旺盛な需要は、バリュエーションをファンダメンタルズからさらに乖離させる可能性がある。</li> </ul>
証券化商品	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>証券化商品は、依然としてランキングの最上位にあり、12月に戦術的な見直しを引き上げて以降、堅調な回復を享受している。</li> <li>証券化商品チームでは、強固な構造を有し、スプレッドの変動を相殺できる高い利回りを提供するシニア債に最良の投資機会があると見ている。</li> <li>発行体が高い金利でもリファイナンスをせざるを得ないため、早期償還の可能性がまだある割引債も模索している。</li> <li>金利ボラティリティの再上昇は、流動性不足を増幅させ得る主なリスク。CMBSとRMBSは、その影響を最も受けやすい。</li> </ul>
エージェンシー MBS	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>MBSセクターは、10月後半以降に堅調に推移したが、超過リターンは2008年をわずかに上回り、過去2番目に低い年となった。</li> <li>証券化商品と同様、市場が米連邦準備理事会 (FRB) の予測に対する信頼感を高め、金利予想を修正するならば、金利ボラティリティが主なリスクとなる。</li> <li>デレーションが短い高クーポン銘柄を愛好し、プール発行のジニーメイ証券に最良の投資妙味があると見る。</li> </ul>
課税地方債	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>バリュエーションは、高格付けの社債と比べて幾分か割安にあるが、ニュートラルの見直しを維持している。</li> <li>課税地方債セクターに対するリスクとして、供給の増加 (可能性は低いと見る) およびクレジット全般の下落が挙げられる。クレジット全般の下落が生じれば、課税地方債は、格付けが高いため、指数レベルで社債より堅調に推移すると予想する。現時点では社債と比べてAA格債が最も魅力的と見る。</li> </ul>

## 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12月30日時点

	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か月	年初来	1年
ハイールド社債										
グローバル HY	9.42	4.07	545	-1	682	373	530	0.04	-11.05	-11.04
米国 HY	8.96	3.86	469	21	583	278	427	-0.62	-11.19	-11.19
ユーロ HY <sup>2</sup>	10.80	3.18	512	-14	675	306	505	-0.39	-8.49	-8.47
アジアHY	14.97	2.84	1047	-274	1616	860	1154	6.76	-16.79	-16.70
バンクローン <sup>3</sup>	9.97	0.25	592	12	601	390	507	0.58	0.06	0.06
新興国										
新興国国債 (米ドル)	8.55	6.76	453	-16	593	359	475	0.33	-17.78	-17.78
新興国社債 (米ドル)	7.28	4.22	347	-46	468	306	380	1.54	-12.26	-12.26
投資適格社債										
グローバル IG	5.18	6.09	147	-7	187	96	148	-0.65	-14.11	-14.00
米国 IG	5.42	7.07	130	-3	165	91	134	-0.44	-15.76	-15.60
ユーロ IG <sup>2</sup>	7.15	4.83	170	-14	237	96	171	-1.56	-12.55	-12.53
アジア IG	5.60	5.01	140	-16	195	116	150	0.49	-11.18	-11.09
証券化商品										
CLOs	6.98	3.45	292	-4	334	205	268	0.81	0.21	0.21
CMBS	5.30	4.56	120	-8	133	64	99	0.04	-10.91	-10.85
ABS	5.14	2.81	76	-27	103	29	68	0.66	-4.30	-4.28
その他スプレッド・セクター										
エージェンシー-MBS	4.71	5.77	51	-1	88	18	42	-0.44	-11.81	-11.7
課税地方債	5.29	9.68	128	-6	147	88	125	-0.50	-20.66	-20.5

### 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 (%) <sup>1</sup>		
			1か月	年初来	1年
グローバル総合債券	3.73	6.62	-1.18	-11.22	-11.15
米国総合債券	4.68	6.12	-0.45	-13.01	-12.88

### 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	3.87	27	4.24	1.51
ドイツ国債 <sup>2</sup>	5.27	18	5.84	0.71

## 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か月インプライド・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・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ル・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、ティール・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、ティール・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。当資料はティール・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、ティール・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。

ティール・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

202301-2697037