



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 - 2023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	リスク オン
<ul style="list-style-type: none"> 米国地方銀行の破綻ショックが広範な銀行システムへの懸念に急速に波及したものの、マルチアセット・クレジット (MAC) リスク指標は「リスクオン」の見通しを維持。 質への逃避がスプレッドの急速かつ大幅な拡大につながり、短期投資適格社債や欧州ハイイールド債市場は混乱。また、ボラティリティ上昇やマクロ経済に対する不透明感の高まりにもかかわらず、短期的な世界経済の成長見通しは依然としてポジティブ。 クレジット・リスクを選別的に受け入れ、銀行に関する金融不安は市場全体ではなく、個別銀行に対する流動性問題と捉えているが、世界的に流動性が急速に減少しており、高インフレの中で中央銀行の緩和余地が小さいタイミングで発生。金融引き締めが遅れて実体経済に打撃を与え始め、今後ボラティリティをさらに高め、リスク・プレミアムを上昇させる可能性が高い。 高格付け債のデレーションとリスク資産の相関が最近マイナスに転じており、デレーションは再びクレジット・リスクに対するヘッジとなる可能性がある。しかし、急激な金利低下を踏まえると、デレーションの短期化は、金利の上昇余地は小さい可能性があるものの「リスクオン」の投資手段になりうる。 		
セクター	SSAGの見通し と前月比変化	コメント
投資適格 (IG) 社債	ポジティブ 上方修正	<ul style="list-style-type: none"> 銀行破綻による保有債券の強制売却と市場へのストレスが、特に短期債や高格付け金融銘柄、テクノロジー銘柄の混乱につながっている。 クレディ・スイスの償却に関連する欧州AT1債のリスク・プレミアムの上昇は、高格付け銀行銘柄への投資機会を生み出すと考えられるが、ボラティリティの高い環境下で銘柄選択が重要。債券運用部門は株式アナリスト・チームと協働して投資機会を精査。 ハイイールド債市場とは異なり、流動性の低い現物債のスプレッドが相対的に大幅に拡大しているため、シンセティック債より現物債を 선호。
ハイイールド (HY) 社債	ポジティブ 上方修正	<ul style="list-style-type: none"> ハイイールド債については、3月前半にリスク回避傾向の高まりに応じてスプレッドの拡大が利回りを押し上げたことから、バリュエーションの改善を主な要因として見通しを上方修正。 信用ファンダメンタルズは強固さを維持。景気サイクルが横滑りしているものの、発行体が機会を見極め債券の満期を延長しているため、デフォルトは比較的低水準に留まる。 市場全体の信用力も2008年の世界金融危機前より格段に強固で、ハイイールド債発行企業は規模が拡大し、抵抗力を強めている。 ユーロ建てハイイールド債は、定量モデルに基づく魅力度は米国市場より高いが、クレディ・スイスの経営不安が短期的に同セクターのリスクを高めている。銀行破綻が米国ハイイールド債市場に与える直接的な影響は小さいと考える。現物債より指数デリバティブを 선호。
バンクローン	ニュートラル 下方修正	<ul style="list-style-type: none"> 最近のLIBOR/SOFR金利の低下を受けてバンクローンの魅力度は相対的に低い。金利低下は発行体に恩恵をもたらすが、投資家は歓迎していない。 クレジット・スプレッドの拡大にもかかわらず、ハイイールド債市場とは対照的にバンクローンの利回りは、金利低下予想に伴い低下。 見通しは下方修正されたものの、スプレッドの相対的な水準やリスク調整後キャリーなどを背景に、セクター配分の考え方ではバンクローンに依然投資妙味も。
新興国ソブリン債、クレジット	ニュートラル 下方修正	<ul style="list-style-type: none"> 新興国クレジットの見通しはニュートラルに下方修正。新興国ソブリン債は、スプレッド縮小基調が失われたため、セクター配分モデルによるランキングの最上位から中位に低下。新興国社債のランキングは、スプレッドの縮小より拡大を示唆するネガティブなマクロ経済変数を背景に最下位に転落。 急激な金融引き締めはスプレッド拡大要因だが、高格付けソブリン債はデレーションが追い風となる可能性がある。米ドル安とインフレ圧力の緩和は、新興国の中央銀行に経済を下支えするための金融緩和余地をある程度提供する可能性があることから、現在は現地通貨建て債券を 선호。
課税地方債	ニュートラル 横這い	<ul style="list-style-type: none"> 質への逃避の環境下で予想されるように、課税地方債のスプレッドは格付けと満期が同程度の社債より底堅い。 相対的価値は悪化しているが、現在の景気減速環境は他のスプレッド・セクターと比べて課税地方債のパフォーマンスに有利に働く。
証券化商品	ネガティブ 下方修正	<ul style="list-style-type: none"> 証券化商品の見通しは、セクターチームによるファンダメンタルズ見通しに沿って下方修正。証券化商品のパフォーマンスは引き続き社債市場に劣後しており、さらに悪化する可能性を示唆。市場ストレス時には流動性が常に課題となる。 高格付けABSには割安感がある。CMBSには割安感があるが、ファンダメンタルズ面の懸念の高まりは銀行融資基準の厳格化によって悪化する可能性がある。 最近のデータが示唆するように、利上げが長期化する環境が現実のものとなれば、ファンダメンタルズが良好な一部の分野にも逆風に。
エージェンシー MBS	ニュートラル 上方修正	<ul style="list-style-type: none"> 経営難に陥った銀行による、大規模な預金引き出しに対応するための高格付け資産の売り圧力から、2022年10月以降に縮小したスプレッドは大幅に拡大。 MBSセクターのアキレス腱である金利ボラティリティがパンデミック初期の2020年3月につけたピークを超え、スプレッドは世界金融危機後の平均を上回る。 米連邦準備制度理事会 (FRB) がバランスシート削減プログラムを修正する可能性と銀行による住宅ローン供与の減少は、テクニカル面で同セクターに追い風となる可能性がある。 高格付けセクターは、リセッション・シナリオでも社債より魅力的だが、リスク回避の動きによるスプレッド拡大を免れない。

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、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
2023年2月28日時点

			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年間 最大	1年間 最低	1年間 平均	1か月	年初来	1年
ハイイールド社債										
グローバルHY	9.14	3.99	495	-3	682	409	544	-1.40	2.4	-4.51
米国HY	8.63	3.74	412	-8	583	309	442	-1.29	2.47	-5.46
ユーロHY ²	9.71	3.12	434	-26	675	381	522	0.22	3.62	-1.15
アジアHY	13.55	2.83	887	53	1616	807	1142	-1.76	4.93	-5.55
バンクローン ³	9.78	0.25	545	5	601	418	530	0.59	3.19	3.39
新興国										
新興国国債 (米ドル)	8.58	6.75	447	3	593	388	485	-2.21	0.89	-8.64
新興国社債 (米ドル)	7.16	4.28	325	-1	468	312	381	-1.60	1.39	-4.92
投資適格社債										
グローバルIG	5.23	6.02	135	2	187	119	153	-2.41	0.98	-8.98
米国IG	5.51	6.98	124	7	165	109	137	-3.18	0.70	-10.43
ユーロIG ²	6.65	4.77	150	-3	237	130	178	-1.38	1.30	-7.74
アジアIG	5.63	5.02	122	-9	195	120	151	-1.55	0.95	-6.77
証券化商品										
CLOs	7.07	3.25	267	2	334	205	273	0.57	2.21	2.68
CMBS	5.36	4.49	103	-4	133	80	105	-1.87	0.72	-7.72
ABS	5.29	2.78	57	-8	103	39	72	-0.85	0.55	-2.60
その他スプレッド・セクター										
エージェンシーMBS	4.76	6.05	46	5	88	21	45	-2.64	0.57	-9.10
課税地方債	5.08	9.70	102	-7	147	101	127	-2.71	3.14	-14.37

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	3.84	6.63	-1.60	0.67	-7.97
米国総合債券	4.81	6.17	-2.59	0.41	-9.72

国債利回り

10年金利	最終利回り (%)	前月比 (bps)	1年間 最大 (%)	1年間 最小 (%)
米国国債	3.92	41	4.24	1.73
ドイツ国債 ²	4.82	18	5.84	1.38

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ヵ月インプライド・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

追加ディスクロージャー

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 © 2023, 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

202303-2813236