

# 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7月



\*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。

	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"> <li>■ エコノミクスチームは世界経済の成長見通しを下方修正したものの、マルチアセット・クレジット (MAC) リスク指標は2月から引き続き「リスクオン」環境を示唆。</li> <li>■ リスク資産に有利な状況として、市場のボラティリティは低水準を維持しており、各セクターチームのファンダメンタルズに関する見通しの大半はポジティブ。</li> <li>■ しかし、中央銀行が高金利に反応しにくいセクターの需要抑制に努める中で、引き締めが過度となるリスクがある。</li> <li>■ 政府預金口座復元のための米国債の発行はこれまでのところ順調に消化されているが、まだ初期段階にあり、引き続き量的引き締め効果が懸念される。</li> <li>■ そのため、目先の流動性リスクと銀行危機が再燃する兆候を注視しながら、適度にリスクオンの資産配分を选好。</li> <li>■ 流動性の低いセクターのスプレッドは、流動性の高いセクターより縮小している。これらの最近アウトパフォームしたセクターは、流動性が低下すれば影響を受けやすい。</li> <li>■ クオンツ・チームは、低ボラティリティ下でパフォーマンスの銘柄間格差が拡大していることに着目し、デリバティブを活用してハイイールド債のクレジット・リスクをヘッジすることで収益を獲得する、ディフェンシブなアイデアを提唱。</li> </ul>

セクター	SSAGの見通し (前月比変化)	コメント
投資適格 (IG) 社債	ネガティブ (横這い)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 足もとのスプレッドは総じてマクロ・リスクに見合う適切な水準ではないが、良好な需給状況が引き続きスプレッドの拡大を抑制する可能性がある。</li> <li>■ クレジット・カーブはフラットで、BBB格債と産業銘柄は、多くが相対的に割安に映るA格債や金融銘柄と比べて割高感がある。</li> <li>■ 米国社債よりも欧州の投資適格社債をわずかに選好。両地域でベースが比較的タイトなため、インデックス・デリバティブよりも現物債を选好。</li> <li>■ 投資適格社債チームは引き続き高格付けの大手銀行や景気非循環セクター (ファンダメンタルズの底堅いヘルスケアや一部の公益事業) を选好。</li> </ul>
ハイイールド (HY) 社債	ポジティブ (横這い)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 良好なリスク環境を背景に、ハイイールド債は依然として魅力的。スプレッドは過去平均をわずかに下回っているが、利回りと低い市場価格は魅力的。現在、多くの債券が主要格付機関の少なくとも1社からBB格を付与されているため、格付け構成も好ましい。</li> <li>■ このように格付けが高い結果として、インデックスで見たデフォルト率とクレジット・スプレッドは今後、底値と高値が過去の水準を下回ると考えられる。</li> <li>■ 発行体が2020-21年に低金利と豊富な流動性を活用して満期を延長したため、リファイナンス・リスクは依然として低く、大半の企業が引き続き新規発行市場にアクセス可能。</li> </ul>
バンクローン	ニュートラル (下方修正)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ バンクローンは定量モデルによるランキングが高いものの、バンクローンチームはファンダメンタルズの観点から5月後半に確信度を引き下げた。</li> <li>■ 格付機関による格付けの引下げが引上げを上回っており、デフォルト率は長期平均まで上昇する可能性が高いが、管理可能な水準に留まる可能性がある。</li> <li>■ 低水準の新規発行と健全なCLO需要が依然としてテクニカル面で下支えとなっており、高金利が長期化する環境はバンクローン・ファンドからの資金流出を抑制する可能性がある。</li> <li>■ スプレッドは4-6月期の縮小を受けて適正水準に近いが、市場がFRBによるターミナル・レートの引き上げを織り込んだため、利回りは上昇した。</li> </ul>
新興国ソブリン債、クレジット	ポジティブ (横這い)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 欧州と中国の景気減速は通常、新興国資産にとってプラス要因ではないが、中国は金融緩和を徐々に進めており、米国の底堅い経済成長は下支え要因。</li> <li>■ 新興国債券の中では、相対価値と流動性が低下した社債よりソブリン債から高いリスク調整後超過リターンが見込まれる。</li> <li>■ インカムが主なリターン創出要因となる環境下、アナリストによる評価が高く、高い利回りを提供する個別銘柄に注目。</li> <li>■ 多くの新興国の中央銀行が引き締めサイクルにおいて先行しているか、既に終了しているため、クレジットと通貨より現地通貨建てソブリン債券を选好。</li> </ul>
課税地方債	ネガティブ (横這い)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 課税地方債は相対価値が割高で、リスク調整後期待リターンが低いいため、引き続き定量モデルによる評価が低い。リスクオン環境が魅力をさらに低下させている。</li> <li>■ 投資適格社債に対する価値は、特に過去1か月にわたり社債が力強く上昇したため大幅に改善したが、ネガティブの見通しを転換するほどではない。</li> <li>■ 高格付けの短期債には若干の割安感があるが、低水準の新規発行と低調な取引高を背景に投資機会は限定的。</li> </ul>
証券化商品	ニュートラル (横這い)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ スプレッド・リスクの相対的に高いCLOに最良の超過リターン獲得機会を見出しているが、格付けの最も高い債券を选好。</li> <li>■ ABSには、特に新規発行の自動車ローンABSや設備・機器ローンABSに割安感がある。高水準の供給が引き続き相対的に割安なバリュエーションを下支え。</li> <li>■ CMBSは割安感が高く、いずれ投資機会が期待されるが、今のところはヘッドライン・リスクが高いため慎重な姿勢を維持。</li> <li>■ RMBSは引き続き低水準の供給から恩恵を受け、FRBの引き締め終了と国内住宅価格の安定が追い風になると考えられる。</li> </ul>
エージェンシー MBS	ニュートラル (横這い)	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ MBSはリスクオンの環境下で高ベータのセクターより収益性が低いが、ファンダメンタルズと景気感応度の観点から選好。</li> <li>■ ポートフォリオ構築の観点からも投資妙味があり、MBSはハイイールド債や新興国クレジットのような高ベータのセクターへのエクスポージャーに対して安定性をもたらす。</li> <li>■ 継続する銀行不安が銀行のMBSに対する需要を抑制する可能性がある。当社のような運用会社やヘッジファンドがより積極的に市場に参加し、4-6月期のスプレッド縮小に寄与したが、スプレッドは依然として長期平均を上回っており、割安感がある。</li> </ul>

## セクター別各種指標とリターン

2023年6月30日時点

	最低利回り (%)	デュレーション (年)	クレジット・スプレッド (bps)					トータル・リターン (%) <sup>1</sup>		
			現在のスプレッド	前月比	1年間最大	1年間最小	1年間平均	1か月	年初来	1年間
<b>ハイイールド社債</b>										
グローバルHY	9.20	3.84	491	-63	682	471	557	2.12	4.94	10.12
米国HY	8.50	3.48	390	-69	583	385	458	1.67	5.38	9.06
ユーロHY <sup>2</sup>	10.12	2.99	456	-40	675	413	528	0.59	5.56	11.42
アジアHY	14.44	2.75	936	-87	1616	798	1115	3.14	2.36	6.39
バンクローン <sup>3</sup>	9.52	0.25	534	-39	601	499	560	2.33	6.54	11.11
<b>新興国</b>										
新興国国債 (米ドル)	8.36	6.76	432	-45	593	427	490	2.23	4.09	7.39
新興国社債 (米ドル)	7.23	4.17	346	-28	468	312	380	1.08	3.64	5.66
<b>投資適格社債</b>										
グローバルIG	5.28	6.07	139	-12	187	127	155	0.13	3.13	1.78
米国IG	5.48	7.09	123	-15	165	115	139	0.41	3.21	1.55
ユーロIG <sup>2</sup>	6.76	4.71	164	-7	237	142	181	-0.40	2.87	1.61
アジアIG	5.58	5.04	116	-12	195	116	145	-0.12	3.18	1.91
<b>証券化商品</b>										
CLOs	7.15	3.05	301	17	334	256	289	0.99	4.45	7.50
CMBS	5.69	4.40	134	-2	143	100	119	-0.85	1.2	-1.71
ABS	5.52	2.71	68	-11	103	49	76	-0.27	1.74	1.18
<b>その他スプレッド・セクター</b>										
エージェンシーMBS	4.78	6.03	52	-4	88	26	52	-0.43	1.87	-1.52
課税地方債	5.08	9.64	106	-8	147	100	124	0.09	5.03	-0.66

## 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年間
グローバル総合債券	3.84	6.68	-0.06	2.96	0.51
米国総合債券	4.81	6.25	-0.36	2.09	-0.94

## 国債利回り

10年債利回り	最終利回り (%)	前月比 (bps)	1年間最大 (%)	1年間最小 (%)
米国国債	3.84	19	4.24	2.57
ドイツ国債 <sup>2</sup>	4.49	-11	5.84	3.59

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。

## 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・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。

## 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ポスト・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）の遞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

202307-3022674