

# ティール・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12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>マルチアセット・クレジット (MAC) リスク指標は「リスクオン」の見直しを維持。2023年初からのリスクオン環境は当面持続する可能性が高い。</li> <li>エコノミクスチームは今年、短期の経済成長見直しをポジティブに引き上げ。マクロ経済環境は依然として脆弱だが、わずかに改善。</li> <li>米国の経済成長はピークから鈍化しており、中国は財政支援を緩やかに拡大、ユーロ圏は短期の経済指標が改善を示唆。</li> <li>世界経済の成長は上向きに転じており、低い市場のボラティリティと相まって、短期的には相対的にタイトで中程度のバリュエーションを支えると見込まれる。</li> <li>リスクオン環境の下、引き続き高ベータのセクターを選好。モデルは米国クレジットより米国外クレジット (新興国クレジットおよび欧州投資適格社債/ハイイールド債) を選好。</li> <li>最近のスプレッド縮小はセクター間でばらつきがある。投資適格社債やハイイールド債など流動性の高いセクターが、証券化商品やバンクローンなど流動性の低いセクターをアウトパフォームしている。ソフトランディングまたは穏やかな景気後退のシナリオの下、スプレッドの縮小がそれほど起きていないセクターがアウトパフォームすると見込まれる。</li> </ul>
セクター	SSAGの見直し (前月比変化)	コメント
投資適格 (IG) 社債	ニュートラル (上昇修正)	<ul style="list-style-type: none"> <li>セクター全体に対してニュートラルの見直しを維持しているが、クレジットカーブのフラット化を背景に、短期クレジットにリスク調整後ベースで魅力的な投資機会がある。</li> <li>フラットなクレジットカーブは、市場ストレスや景気後退の前兆を示す場合が多い。この「ブル」フラット化はやや異例。</li> <li>これは短期ゾーンを回避したり換金するといった要因よりも、クレジットカーブの長期ゾーンにおける需給不均衡が要因であると考えている。</li> <li>米国大手銀行の短期債やリートには引き続き相対的に割安感がある。自動車、航空機、建築素材関連セクターにも魅力がある。</li> </ul>
ハイイールド (HY) 社債	ニュートラル (下方修正)	<ul style="list-style-type: none"> <li>米国ハイイールド債のスプレッドは11月初旬から低下しており、12月に年初来の最低を更新。スプレッド・プレミアムが相対的に大きい欧州ハイイールド債を選好。</li> <li>金利上昇リスクが低下していることから、持続的に7~8%の利回りが得られる高格付けのBB格担保付きハイイールド債に投資機会を見出す。</li> <li>金利上昇によるインセンティブの低下によりリファイナンスのペースは落ちてきたものの、既存ハイイールド債の半分強が満期の少なくとも18か月前にリファイナンスを行うと予想。市場価格が低い債券の額面での早期償還は、利回り水準以上にリターンを大きく押し上げる可能性がある。</li> <li>流動性が高いこと等から、米国と欧州のクレジット・デフォルト・スワップを現物債より選好。これらシンセティック商品のバリュエーションは適正。</li> </ul>
バンクローン	ポジティブ (横這い)	<ul style="list-style-type: none"> <li>バンクローンのスプレッドはハイイールド債より開いており、デフォルトが深刻化しない穏やかな景気後退であれば、スプレッド・リターン・ベースでアウトパフォームすると見込まれる。</li> <li>バンクローンは足もとの「全面的な上昇相場」において債券をアンダーパフォームしており、多くの割安な投資機会がある。しかし、バンクローンは信用力が劣り、デュレーションが短いため、大幅な利下げを伴う深刻な景気後退に陥れば、特にトータル・リターン・ベースでハイイールド債をアンダーパフォームする可能性を懸念。</li> <li>クオンツチームによると、同一企業の担保付き社債と比べて価格に歪みがある特定の担保付きローンに着目。</li> </ul>
新興国ソブリン債 (米ドル建)、クレジット	ポジティブ (上方修正)	<ul style="list-style-type: none"> <li>米ドル建て新興国クレジット (ソブリン債と社債の両方) は、米国債イールドカーブのフラット化の予測などを背景に、セクター・ランキングが上昇。</li> <li>バリュエーションとリスク調整後キャリーも魅力的。さらに、新興国クレジットは他のセクターと比べてスプレッド縮小モメンタムが改善。</li> <li>新興国のソブリン債は社債より期待リターンがわずかに高く、流動性も良好。とはいえ、ソブリン債のセクター・レベルでのバリュエーションは、ほとんどが固有リスクの高い複数の破綻懸念国からきており、価値の実現には時間がかかる可能性がある。</li> <li>新興国クレジットは主要金利の上昇に直面して著しい底堅さを示しており、利下げや米ドル高の緩和から恩恵を受ける可能性がある。</li> </ul>
課税地方債	ネガティブ (横這い)	<ul style="list-style-type: none"> <li>バリュエーションは社債と比べてわずかに改善しているが、適正よりやや割安な水準に留まっている。AA格銘柄は幾分か割安感が強い。</li> <li>今年は新規発行が少なく、投資機会も少なかったが、利回り低下が供給を促す可能性がある。当面は、相対的にスプレッドが大きく、満期が短いセクターを選好。</li> </ul>
証券化商品	ニュートラル (横這い)	<ul style="list-style-type: none"> <li>高格付けCMBSについて高い確信度を維持。ジュニアAAA格コンデュイット債は、強固な信用補完を提供し、投資適格社債よりスプレッドが高い。</li> <li>CMBS市場がより幅広く回復するためには、上向きの市場動向が持続するとともに、金利低下がローンのリファイナンスを促進する必要がある。</li> <li>ABSは全般に証券化商品の中で最も割安。引き続き自動車および設備・機器関連の劣後プライム・ローンABSを選好するが、シニア・ローンABSにも妙味がある。</li> <li>RMBSの中で、非適格モーゲージは過去2年間にわたり排除されてきた。金利と金利ボラティリティがさらに低下すれば、非適格モーゲージの投資妙味が高まる可能性がある。</li> </ul>
エージェンシーMBS	ネガティブ (下方修正)	<ul style="list-style-type: none"> <li>エージェンシーMBSは11月に過去最高水準の月次リターンを享受し、スプレッドは世界金融危機後の平均をわずかに上回る水準。</li> <li>パフォーマンスは金利ボラティリティの変動に左右されており、米連邦準備制度理事会 (FRB) が利下げ期待を否定すれば、MBSは下落するリスクがある。</li> <li>証券化商品チームは、短期の高クーポン債に注目しており、TBA証券より期近プールおよび新規組成プールを選好。</li> <li>デュレーションの短期化の代わりとして、TBAのショート・ポジションは米国債利回りの反発に対するヘッジ手段となり得る。</li> </ul>

## セクター別各種指標とリターン

2023年11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>ハイールド社債</b>										
グローバルHY	9.01	3.65	461	-59	599	458	509	4.72	9.49	9.53
米国HY	8.43	3.32	370	-67	516	366	420	4.53	9.37	8.69
ユーロHY <sup>2</sup>	9.56	2.81	438	-51	563	413	472	3.09	11.29	10.86
アジアHY	13.25	2.40	817	-60	1321	720	946	4.92	2.67	9.61
バンクローン <sup>3</sup>	9.26	0.25	522	-18	592	500	543	1.25	11.38	12.02
<b>新興国</b>										
新興国国債 (米ドル)	8.52	6.57	405	-31	510	398	449	5.66	6.07	6.42
新興国社債 (米ドル)	7.43	4.16	327	-6	394	312	350	3.64	5.84	7.47
<b>投資適格社債</b>										
グローバルIG	5.23	5.87	122	-20	173	122	142	4.67	5.09	4.41
米国IG	5.60	6.83	104	-25	163	104	128	5.98	4.01	3.55
ユーロIG <sup>2</sup>	6.12	4.61	146	-15	200	142	160	2.67	7.17	5.49
アジアIG	5.64	4.87	106	-18	156	106	129	3.91	4.12	4.64
<b>証券化商品</b>										
CLOs	6.77	2.77	264	-16	306	256	280	1.26	9.35	10.24
CMBS	5.84	4.29	134	-6	143	100	129	3.06	2.32	2.36
ABS	5.52	2.53	78	-1	103	51	73	1.71	3.56	4.25
<b>その他スプレッド・セクター</b>										
エーゼンシーMBS	5.26	6.20	56	-19	82	36	56	5.21	0.71	0.26
課税地方債	5.43	9.28	93	-3	134	93	108	5.87	2.87	2.36

## 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	3.93	6.53	3.44	3.83	2.61
米国総合債券	5.05	6.11	4.53	1.64	1.18

## 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	4.33	-60	4.99	3.31
ドイツ国債 <sup>2</sup>	4.29	-49	5.32	4.29

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、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

202312-3295054