

ティール・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 - 2024年1月



リスク環境 コメント

*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。

<p>マルチアセット・クレジット (MAC) リスク指標</p>	<p>リスクオフ リスクオン</p>	<ul style="list-style-type: none"> マルチアセット・クレジット (MAC) リスク指標の全てのインプットは現在ポジティブまたはニュートラルであるため、当面は「リスクオン」の見通しが変わる可能性は低い。2023年12月以降、世界経済の成長見通しは、欧州の短期の見通しが明るさを増したためわずかに改善し、リスク資産を下支えすると見込まれる。 市場ボラティリティの低下と相まって世界経済の成長が上向きに転じたことがやや割高なバリュエーションを裏付けているものの、極端に割高な水準ではない。 最近の運用方針会議において、ここ数カ月の大幅な上昇を背景に、バリュエーションが懸念点だったが、長期の投資適格社債を除いて、過去分析に基づいてマイナスの超過リターンが予想される水準ではまだない。実際、予想リターンは大半のセクターにおいて適度にプラスだった。 クレジットと米国債のリターンは正の相関が続いており、ポートフォリオ構築において重要な要素。過去30年の大半とは異なり、現在はクレジットのオーバーウェイトに対してデュレーションの長いポジションよりも短いポジションが分散手段になると見ているが、このトレンドがどれだけ続くかは不明。
----------------------------------	------------------------	---

SSAGの見通し (前月比変化)

セクター

コメント

<p>投資適格 (IG) 社債</p>	<p>ネガティブ (下方修正)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 社債チームはクレジット・スプレッドが2022年初め以降で最もタイトな水準まで低下した後、確信度のレーティングをネガティブに引き下げ。 過去分析に基づき相対的に割高な足もとのスプレッド水準で予想される超過リターンが低いことが引き下げの根拠。 加えて、利回りとスプレッドの低下によって新規発行が促され、2023年に市場を押し上げたテクニカル面のサポート要因が後退する可能性がある。しかし、割高な銘柄の多くは、クレジットカーブの長期ゾーンにおいて見出される。リスク環境が変わらなければ、中期社債が適度なスプレッド・キャリアをもたらす可能性がある。 ハイイールド債市場と同様、欧州の金融、輸送・インフラ関連、ヘルスケア、コミュニケーションなどの分野に多くの投資機会がある。
<p>ハイイールド (HY) 社債</p>	<p>ポジティブ (上方修正)</p>	<ul style="list-style-type: none"> セクター・ランキング・モデルは、米国より欧州の現物債を強く選好。シンセティック商品では、米国のクレジット・インデックス・デフォルト・スワップ (CDX) を選好。欧州のスプレッドは米国より開いている。米国の投資家は、欧州債の通貨ヘッジによって利回りを大幅に高めることが可能。 米国債と欧州債の価格は、同じようにディスカウントされた水準だが、欧州ハイイールド債は満期が短いため、より速いペースで額面に近づくと見込まれる。 米国債のスプレッドの魅力は劣るが、利回りは魅力的で、価格は低く、経済見通しの改善が穏やかなデフォルト見通しの維持に寄与すると見込まれる。
<p>バンクローン</p>	<p>ポジティブ (横合い)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 米連邦準備制度理事会 (FRB) のハト派転換による広範な上昇相場においてバンクローンはアンダーパフォームしたことから、他の高ベータのクレジット・セクターに対する相対価値が改善。 投資適格社債のスプレッドが予想どおり緩やかに拡大すれば、バンクローンは高いスプレッド・キャリアのおかげで相対的に堅調に推移すると見込まれる。 利回りは、スプレッド・プレミアムと高い短期金利を背景にハイイールド債より魅力的だが、指標となるSOFR金利が低下すれば利回りはある程度低下する。 リプライシングの波が始まっており、ハイイールド債市場と同様に、引き続き額面を下回る価格で取引され、クレジット・リスクが中程度の短期ローンに注目。
<p>新興国ソブリン債 (米ドル建)、クレジット</p>	<p>ポジティブ (横合い)</p>	<ul style="list-style-type: none"> セクター・ランキング・モデルは、相対的に良好なバリュエーションと強いモメンタムに加え、米国イールドカーブの形状などの予測ファクターを背景に、引き続き新興国クレジット内で社債よりソブリン債をわずかに選好。しかし、ソブリン債のバリュエーション妙味は、力強く上昇してきたフロンティア市場やディストレスト市場に由来する。 新興国チームはよりディフェンシブと見ている社債や主要国のコモディティ生産者、銀行、公益企業を選好。 スプレッドは、リスクの高い破綻懸念国を除き、歴史的に見て相対的にタイトだが、流動性プレミアムを一因として、米国クレジットより選好。
<p>課税地方債</p>	<p>ネガティブ (横合い)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 課税地方債は、2023年10-12月期の資産横断的な上昇相場において投資適格社債に大きく劣後し、幾分か良好な相対バリュエーションに繋がった。 しかし、投資適格社債のバリュエーションは概ね魅力が劣る。社債スプレッドが拡大すれば、課税地方債はやや高い超過リターンを創出すると予想される。 「リスクオン」市場においては、スプレッド・リスク・プレミアムの魅力が高い投資適格未満のクレジットや新興国クレジットへの配分を高める。
<p>証券化商品</p>	<p>ニュートラル (横合い)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ABSは社債と比べて魅力的。また、デュレーションが短いディフェンシブなセクターであり、米国の消費者は全体として健全な状態を維持。 低迷するCMBSセクターは最近、米国債利回りの低下が発行体のリファイナンスを後押しする可能性があるため、下落が小休止。引き続きシニア・トランシェを選好。 セクター・ランキング・モデルは高いリスク調整後キャリアを提供するCLOを選好するが、証券化商品チームは同セクターに対する建設的な見通しを引き下げ。 堅調に推移したRMBSのスプレッドは、過去最もタイトな水準近辺で2023年末を迎えた。上昇余地は小さいが、低調な新規発行がタイトなスプレッドを維持すると見込まれる。
<p>エージェンシー MBS</p>	<p>ネガティブ (横合い)</p>	<ul style="list-style-type: none"> エージェンシーMBSは、衰えているスプレッド縮小の勢い、低いリスク調整後スプレッド・キャリア、逆イールドカーブのため、セクター・ランキングでほぼ最下位。 市場が利下げの可能性を織り込み過ぎていることに気づけば、最近の相場上昇の巻き戻しと関連するボラティリティの上昇がMBSに不利に働く可能性がある。 資産運用業界は現在、MBSを選好し、全般に大幅なオーバーウェイトを維持しているため、ポジションを追加する意欲は小さいと思われる。 MBSのショート・ポジションは、金利デリバティブを利用するよりも効果的にデュレーションを短期化する代替手段になり得ると分析。

セクター別各種指標とリターン

2023年12月29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 (%) ¹		
			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ヵ月	年初来	1年間
ハイイールド社債										
グローバルHY	8.20	3.58	423	-38	599	418	501	3.81	13.66	13.66
米国HY	7.59	3.10	323	-47	516	312	412	3.73	13.44	13.44
ユーロHY2	8.54	2.72	399	-39	563	399	463	3.06	14.69	14.69
アジアHY	12.47	2.43	781	-36	1082	720	919	2.32	5.05	5.05
バンクローン3	8.60	0.25	500	-22	592	500	537	1.61	13.17	13.17
新興国										
新興国債 (米ドル)	7.84	6.76	384	-21	510	384	444	4.73	11.09	11.09
新興国社債 (米ドル)	6.81	4.23	319	-8	383	312	347	3.07	9.08	9.08
投資適格社債										
グローバルIG	4.68	6.03	115	-7	173	114	139	3.81	9.10	9.10
米国IG	5.06	7.06	99	-5	163	98	126	4.34	8.52	8.52
ユーロIG ²	5.46	4.67	137	-9	200	136	157	3.19	10.58	10.58
アジアIG	5.16	5.03	105	-1	148	103	125	3.13	7.39	7.39
証券化商品										
CLOs	6.27	2.52	253	-11	306	252	276	1.09	10.54	10.54
CMBS	5.27	4.34	126	-8	143	100	130	3.03	5.42	5.42
ABS	4.96	2.65	68	-10	86	51	71	1.91	5.54	5.54
その他スプレッド・セクター										
エージェンシーMBS	4.68	5.87	47	-9	82	36	56	4.31	5.05	5.05
課税地方債	4.93	9.51	92	-1	128	91	105	5.82	8.85	8.85

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ヵ月	年初来	1年間
グローバル総合債券	3.51	6.64	3.20	7.15	7.15
米国総合債券	4.53	6.20	3.83	5.53	5.53

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	3.88	-45	4.99	3.31
ドイツ国債 ²	3.76	-54	5.27	3.64

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。

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 © 2024, 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

202401-3340434