

11月の見通し： 債券クレジット・セクター 見通し

Ahead
of the
Curve

リスク評価は中立

ティー・ロウ・プライスのセクター戦略アドバイザー・グループ（SSAG）では、クレジットに対して暗黙知の構造的なオーバーウェイトを維持しつつもリスクに対して中立的なスタンスとしています。この判断は、次の3つのテーマが根拠です。米国の経済成長が財政刺激策の発動により2026年初頭から再加速する可能性がある、経済成長率と労働統計が上方修正された場合、バリュエーション面から一層のスプレッドの縮小余地がある、そしてボラティリティが抑制された状況が続く場合、リスク配分を追加しているシステム戦略にとってテクニカル面から追い風になり得ることです。

マクロ経済動向は、労働市場に大きく依存します。労働市場では月間約2万5千～7万5千人の雇用が増加しており、構造的均衡へと正常化しています。これは主に移民供給の減少を反映したもので、景気循環的な弱さによるものではありません。一方で、債券市場は、依然として雇用環境に対する警戒の高まりを織り込んでいます。私たちの見通しを検証するには、今後の雇用統計が非常に重要となります。

さらに、楽観的な経済見通しに対し、足元のタイトなクレジット・バリュエーションは投資判断を難しくしています。スプレッドのクッションが少ないため、経済データの予想外の下振れやショックがあると価格が急落する恐れがあるためです。2026年第1四半期に向け財政面の追い風が消費需要を活性化させ、AIインフラ向け

投資がGDP成長を支え続けることが見込まれる中であっても当社では慎重に見ています。このため、市場が調整する局面を待ってリスクオンを検討するスタンスとしています。

選好：高クオリティ・セクターのキャリア

ABSとRMBSは、低リスクのポートフォリオにとって魅力的なオーバーウェイト先となり、高品質なキャリアとともに、信用補完、超過担保、準備金など強力な構造的保護機能を提供します。スプレッドが55bpsのABSと130bpsの非適格AAA格RMBSは、格付けがAAA/AAで、デュレーションが同程度の社債を上回るスプレッドを提供しています。米個人消費は依然として底堅く、自動車ローンの延滞率は緩やかに正常化してきましたが、依然コロナ禍前の水準を下回っており、また、クレジットカード・ローンは残高が増加しているものの依然として健全な水準です。また、設備機器ABSは、引き続き強固なクレジットバリュエーションを示しています。

非投資適格社債は、低いデフォルト環境、米国経済の良好な見通し、選別的なM&A機会を背景に、高リスク志向のクレジット・ポートフォリオにおいて魅力的な価値を提供します。スプレッドは過去と比べてタイトな状況にありますが、7.25%*の利回りは、特に株式利回り（S&P500指数の予想益利回り約4%）と比較すると、依然として魅力的です。ただし、最近のファースト・ブランチ、トリコロール、ブライトラインの破綻は、

発行体固有リスクを浮き彫りにしており、システミックなデフォルト・サイクルにつながるとは見ていませんが、ファンダメンタル調査と銘柄選択の重要性が強調されます。

注目：ハイブリッド構造と労働市場

JPモルガンの調査によれば、今後5年間で5.3兆米ドルのAIおよびデータセンターへの設備投資ニーズが予想されるなか、公開・非公開を組み合わせたハイブリッド型の資金調達急速に広まると見込まれています。1.5兆米ドルは自社キャッシュフローで賄われ、2.0兆米ドルは公開市場で調達され、うち約2.0兆米ドルが資産分離やリースによるオフバランス取引といった革新的な資本構造が見込まれます。

こうした非指数構成証券は、投資家に魅力的なスプレッドの上乗せ（流動性プレミアム）といった複雑なクレジット機会が見込まれ、アクティブ運用会社にとって実行可能な投資機会を創出すると見込まれます。当社では、これらの資金調達に選別的に参加し、内包する構造リスクに注意を払いつつ、流動性プレミアムの獲得機会の追求を検討します。

オラクル、アルファベット、メタ・プラットフォームズなどのハイパースケラーによる最近のハイブリッド型の債務調達が公募債市場と私募債市場、社債市場と証券化市場、指数構成証券と対象外証券の境界線を曖昧にしています。

その他セクターの見通しについては、次ページの図表1をご参照ください。

*JPモルガン・ハイイールド指数の最低利回り、10月31日時点。

図表1：セクター別見通しおよび根拠（11月17日時点）

■ ネガティブ ■ ニュートラル ■ ポジティブ ▼ 前月のポジション

セクター	見通しと前月比変化	コメント
投資適格（IG）社債		- 米国投資適格債のスプレッドは78bpsと過去20年間の上位10%の位置にある一方、同期間の指数全体の信用力は小幅に悪化しており、ほとんど余裕がない状況。 10月の10～15bpsのイールドカーブのスティープ化は、10月の長期投資適格社債のアンダーウエイト推奨を裏付ける結果となったが、同時に供給圧力が持続する見込みを反映している。 - 長期の米国社債のタイトなバリュエーションと低いキャリーは、依然としてスプレッドのわずかな拡大にも耐えられる余地がほとんどないなか、M&AおよびAI投資関連の資金調達がテクニカル面を悪化させる可能性がある。
ハイイールド（HY）社債		- 米国ハイイールド社債は、281bpsのスプレッドで7.25%の利回りを提供し、株式（S&P500指数の予想益利回り約4%）比較して魅力が高い。 - ファンダメンタルズは依然として健全で、デフォルト率は低く、特定の業種においてM&A関連を選好。 - ハイイールド社債の平均格付けは引き続き改善しており、引き受け基準は規律を保っている。
バンクローン		- 利回りが7.6%で金利デューレーション・リスクが小さいバンクローンは、クレジット市場で最も高い収益性を提供。予想フェデラル・ファンド（FF）レートは現在の市場予想を上回るとの見通しを踏まえると、利回りは特に魅力的。 - バンクローンのデフォルト水準は、積極的な引き受けと金利上昇が脆弱な資本構造に圧力を加えた期間を経て、7月に4.3%に達した後、低下している。 - ファンダメンタルズが健全で引き受けが慎重なバンクローンに重点を置くことで、高リスク志向のポートフォリオに魅力的なリスク調整後利回りを提供する可能性がある。
新興国ソブリン債、クレジット		- 新興国の米ドル建てソブリン債と社債の好調なパフォーマンスがスプレッドをさらに小さくしてきたが、モメンタムと分散効果を考慮すれば中立的な配分が妥当。 - 両セクターは依然としてキャリー面で相対的に優位性があり（ソブリン債と社債のスプレッドはそれぞれ262bpsと228bps）、ここ1ヵ月にわたる銘柄固有の出来事が特定の銘柄への魅力的な投資機会を提供している。 - 低いデューレーション・リスク、市場環境への耐性、米国社債を上回るスプレッドを踏まえ、ソブリン債より新興国社債をやや選好。
課税地方債		- スプレッドは前月比で社債より縮小しており、割高な水準で取引されている。 - ただし、同セクターは依然として重要な分散効果を提供し、強力なテクニカル面の追い風が年末にかけて持続すると予想される。 - AA/A格の新規発行市場では起債環境が低調だったことから今後は追加的な価値をもたらす可能性が見込まれる。
証券化商品		- ABSとRMBSは、低リスク志向のポートフォリオにおいて魅力的なオーバーウエイト対象であり、信用補完、超過担保、準備金など強力な構造的保護機能を備えた高品質なキャリーを提供する。 - スプレッドが55bpsのABSと130bpsの非適格AAA格RMBSは、格付けがAAA/AAで、デューレーションが同程度の社債を上回るスプレッドを提供。 - 保険会社と銀行からの安定した需要は、ディーラー在庫が重いものの管理可能な供給により満たされており、テクニカル面の適度なサポートが継続。
エージェンシーMBS		- スプレッドは12ヵ月移動平均から2標準偏差割高な水準にあり、セクター間の相対価値はMBSが投資適格社債より割高を示しており、スプレッドの縮小余地は限定的。 - ベンチマーク対比でニュートラルの見通しを維持しつつ、住宅緊急措置の脅威が大幅なスプレッド拡大に対して上限を設定することから、市場価格が額面に近い銘柄を戦術的に重視。

セクター別各種指標とリターン
2025年10月31日時点

クレジット・スプレッド(bps)								トータル・リターン(%) ¹		
	最低利回り(%)	デュレーション (年)	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	6.68	3.50	303	-4	471	294	332	1.08	8.65	9.88
米国HY	6.78	2.76	281	14	453	253	293	0.16	7.39	8.16
ユーロHY ²	7.20	2.79	291	10	446	270	318	0.32	6.50	8.05
アジアHY	7.38	2.66	335	14	635	311	416	0.89	9.39	9.04
バンクローン ³	7.62	0.25	430	11	514	419	436	0.39	5.01	6.55
新興国										
新興国国債(米ドル)	6.82	6.66	262	-21	393	262	320	2.13	13.02	12.76
新興国社債(米ドル)	5.88	4.21	228	3	296	225	246	0.56	7.95	8.01
投資適格社債										
グローバルIG	4.29	5.86	80	2	120	76	89	0.61	6.74	6.82
米国IG	4.82	6.81	78	4	119	72	83	0.38	7.29	6.62
ユーロIG ²	5.19	4.61	78	-2	128	77	94	1.05	5.42	6.85
アジアIG	4.46	5.21	58	-2	101	58	73	0.75	7.74	7.13
証券化商品										
CLOs	5.57	1.42	204	7	233	178	207	0.36	4.92	6.16
CMBS	4.50	3.79	77	2	101	75	83	0.46	6.82	7.21
ABS	4.22	2.69	55	6	75	42	53	0.38	5.02	5.7
その他スプレッド・セクター										
エージェンシーMBS	4.66	5.60	28	-3	49	24	37	0.86	7.68	7.32
課税地方債	5.00	9.12	69	-7	97	66	79	1.32	7.82	6.36

インデックス	最終利回り(%)	デュレーション(年)	1ヵ月	年初来	1年間
グローバル総合債券	3.43	0.37	0.79	4.87	5.30
米国総合債券	4.33	5.95	0.62	6.80	6.16

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	4.08	-7	4.79	3.95
ドイツ国債 ²	4.62	-17	5.16	3.68

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。SSAGは、どの程度のクレジットリスクを取るべきか、あるいは、どのセクターでとるべきか、という点を主な目的としています。見通しは戦術的なものであり、適宜変更されます。

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。

INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、進化する世界で投資機会を見極め、アクティブ運用をもってお客様の成功を支えます。

追加ディスクロージャー

ブルームバーグ・インデックス・サービスズ・リミテッドおよびJ.P.モルガンは、インデックスまたはデータにおけるいかなる誤りまたは欠陥についても責任を負わず、独自性、正確性、完全性、適時性、商品性および特定の目的への適合性に関する一切の保証をしません。当資料に含まれているいかなるインデックスまたはデータにも依拠することはできません。追加の法的通知および免責事項については、[troweprice.com/marketdata](https://www.troweprice.com/marketdata)をご覧ください。

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。

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み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）の逓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。

著作権はティー・ロウ・プライスに帰属します。「T. ROWE PRICE」、「INVEST WITH CONFIDENCE」、大角羊（ビッグホーン・シープ）のデザイン等（<https://www.troweprice.com/en/intellectual-property>）は、ティー・ロウ・プライス・グループ・インクの商標です。その他全ての商標は、それぞれの所有者の所有財産です。

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／一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

202512-5049523