

1月の見通し： 債券クレジット・セクター 見通し

Ahead
of the
Curve

1月はリスク・オン

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）は、クレジットに対して戦術的なオーバーウェイトとしつつ、リスク選好姿勢を維持しました。

新興国におけるリスク状況の改善、米政府支援機関（GSE）に対する2,000億米ドル規模のエージェンシーMBSの購入指示、米連邦準備制度理事会（FRB）の独立性に対する圧力の高まり、という3つの展開が1月の市場環境を形成しています。クレジット投資家にとっては、最初の2点が最も重要です。

ベネズエラにおける政治的移行は、長く続いた新興国のリスク・プレミアムを緩和しました。さらに、アルゼンチンやメキシコ国営石油会社Pemexの信用力も大きく改善しており、中南米のリスク・プレミアムが縮小する転換点を示しています。市場参加者からみれば、これは新興国債券投資から主要なテールリスクが取り除かれつつあることを意味します。一方、米政府は、住宅ローン金利を引き下げたため、ファニーメイとフレディマックに約2,000億米ドルのエージェンシーMBSを購入するよう指示しました。これにより実勢クーポンのMBSのспредは、3年ぶりの低水準で過去最低近くまで急激に縮小しました。当社はこうした状況は持続不可能と見ており、堅調な動きを捉えてMBSセクターを戦術的にアンダーウェイトとしています。

米司法省によるFRB議長への召喚状送付は、金融政策の独立性に対し疑問を提起したのですが、市場はほとんど材料視せず、株価は年初から上昇し、спредは縮小しています。トレンドを上回る名目経済成長率、支援的な財政政策、底堅いファンダメンタルズといった基本シナリオを背景に、リスク選好姿勢を維持しています。

選好：証券化商品、バンクローン、新興国債券のキャリアー

低リスク戦略では、ABS、CLO、RMBSのオーバーウェイトを推奨しています。ABSは、短いデュレーションや強力な構造的保護機能を備えた魅力的なキャリアーを提供しており、大幅なオーバーウェイトとしています。ABSは、満期保有すれば安定的なロールダウンにより実効利回りを高められます。投資家がспред・インカムを獲得するなかで、спред水準のみならずデュレーションの短期化がリターンを増幅します。他のクレジット・セクターのспредが世界金融危機後の最低水準に近いなかで、ABSは利回りが約4%、спредは約50bpsとタイトな状況ではあるものの、金融危機後のспредレンジの30~40パーセンタイルの水準に止まっています。

高リスク戦略では、新興国債券とバンクローンの戦術的なオーバーウェイトが有効と見ています。新興国債券のспредは、歴史的にタイトな水準（約300bps）にありますが、今後は環境が変化する可能性があるかと予想しています。最近の中南米（新興国債券指数で最大の構成比）における政治情勢の改善に伴うテールリスクの後退に加え、安定したインフレ見通しや政策支援などを背景に、投資家が新興国のリスク・プレミアムを引き下げる動きが見込まれ、спредは横這い、あるいは縮小する可能性があるかと見ています。システム・リスクが低下している中南米諸国の新興国債はリスク調整後の魅力的な投資機会と考えています。

バンクローンは、400bpsを超えるспредと短期デュレーションでありながら約7.6%とクレジットの中で最も高い利回りを提供しており、リスクウェイトを中立から引き上げ、オーバーウェイトのコア戦略としています。

注目：MBSのテクニカル面とクレジットの新規発行

戦術的資産配分に影響を与え得る3つのテーマに注目しています。第1に、エージェンシーMBSは、GSEに対する購入指示により、спредが3標準偏差分縮小し、バリュエーションが3年ぶりの割高な水準となったため、テクニカル面を注視する必要があります。購入プログラムの規模や内容が公表されておらず、採算が合わないかと判断する買い手が姿を消すにつれてспредが拡大し、流動性やモーゲージ戦略を圧迫する可能性があります。

第2に、インフレ統計や雇用情勢、FRBの金融政策は、依然として金利に敏感なセクターにとって重要です。労働市場の冷え込みとともにインフレが鈍化すれば、FRBはより積極的な利下げを行い、米国債イールドカーブがスティープ化し、спредの縮小を通じて長期債のバリュエーションを下支えする可能性があります。逆に、サービス価格の上昇や関税の圧力が再燃すれば、ターミナルレートが上昇し、長期投資適格社債、エージェンシーMBS、長期新興国ソブリン債に圧力を加えるでしょう。こうした先行き不透明な情勢では、デュレーションの長期化戦略より、спредの底堅さを捉えたポジション戦略が有効と考えます。

第3に、旺盛な債券発行ながら十分に消化する新発債需要は、選別的な投資機会となり得ると見ています。ただし、軟調な消費者信用や商業用不動産、高レバレッジ商品など発行体によって需要にばらつきが拡大しており、セクター・ローテーション、銘柄選択、特定目的のシンセティック商品などに、テールリスクを抑制しつつキャリアーを保持する必要があります。

その他の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。

図表1：セクター別見通しおよび根拠（1月20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		- グローバル投資適格社債のアンダーウェイトを維持。特に長期ゾーンのアンダーウェイト維持を重視しているが、2025年終盤のイールドカーブのスティープ化とスプレッドの拡大を受けて、アンダーウェイト幅を若干引き下げ。 - ファンダメンタルズは依然として強固だが、大量の新発債供給、割高なバリュエーション、高い金利感応度のため、想定外の政策やマクロ経済変化に対するクッションはほとんど残されていない。 - 長期債よりCDXや中期債を 선호し、業種別では、公益よりテクノロジーや電気通信セクターを 선호。
ハイイールド（HY）社債		- 約6.8%の魅力的な利回り、健全なファンダメンタルズ、低いデフォルト率を踏まえ、グローバル・ハイイールド社債へは中立的なリスクウェイトを維持。 308bps台のOAS（オプション調整後スプレッド）は過去と比べて割高感があるが、金利が高止まりし、ファンダメンタルズが健全を維持し、ボラティリティが高まる重大なイベントが生じない限り、スプレッドは歴史的な低水準を継続すると予想。
バンクローン		7.5%台の利回りと限定的な金利リスク機能を有するバンクローンは、クレジット市場で最も価値あるキャリアを提供。FRBの利下げ回数が市場予想より少なければ、変動金利構造が相対的に有利に働く公算。 - 基準金利に対して確度の高いスプレッドが得られる、額面近辺または額面以下の短期・中期ローンを 선호。 - 選別したセカンダリーローンにも投資妙味がある。ファンダメンタルズが健全ながら、引き受けが慎重だったローンに重点を置くことで、高リスクポートフォリオに魅力的なリスク調整後利回りが期待できると見る。
新興国ソブリン債、クレジット		- 新興国のソブリン・ハイイールド債および高格付け社債に対する前向きな見通しを反映し、新興国債券全般の見通しを引き上げ。最近の政治・政策動向を受けテールリスクが低下した中南米諸国に重点を置く。 - 新興国の米ドル建てソブリン債は、利回りが約7.3%、デュレーションが約6.5年、スプレッドが約298bps、一方、新興国社債は利回りが約6.0%、スプレッドが230bps台半ばで、いずれも1年前より割高だが、依然として先進国の投資適格社債や一部のハイイールド社債セクターを大きく上回る魅力的なスプレッドを提供。
課税地方債		- 課税地方債の社債に対するスプレッドが過去1年間のレンジの最低水準に近く、中立的なリスクウェイトを維持。 - 同セクターは、重要な分散投資機会を提供し、強力なテクニカル面の追い風もある。 - AAA格の新発債市場では、魅力的な上乗せ利回りが期待できる。
証券化商品		- ABSを強気、CLOとRMBSは中立的なリスク配分を維持、CMBSをアンダーウェイトとする。こうした異なるリスク見通しを反映し、証券化商品全般ではオーバーウェイトから中立に転換。 - 満期保有でABS（プライムおよびサブプライム自動車ローン、機器ローン、民間学生ローン）に加え、低デフォルト環境におけるキャリア獲得手段として一部のCLO／RMBSを 선호。 - 割高なバリュエーションおよび信用懸念の高まりを踏まえ、CMBSのアンダーウェイトを維持。
エージェンシーMBS		- GSEによるMBS購入の発表を受けて、バリュエーションが極端な水準まで上昇、現在の熱狂が収まればスプレッドが再度拡大するリスクが高まったため、アンダーウェイトを維持。 - 公的機関の購入プログラムと投資家のオーバーウェイト転換で、テクニカル要因は一時的に強固だが、将来的に供給、ヘッジ売り、政策の不確実性が交錯するなかで、ボラティリティが上昇する可能性がある。

セクター別各種指標とリターン
2026年12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	6.48	3.48	291	-7	471	289	329	0.78	10.02	10.02
米国HY	6.53	2.70	266	-3	453	256	295	0.57	8.62	8.62
ユーロHY ²	6.97	2.83	281	-7	446	270	313	0.56	7.38	7.38
アジアHY	7.59	2.67	376	-9	635	311	405	0.88	9.49	9.49
バンクローン ³	7.72	0.25	435	-1	514	419	436	0.68	5.99	5.99
新興国										
新興国国債(米ドル)	6.80	6.55	253	-16	393	253	309	0.72	14.30	14.30
新興国社債(米ドル)	5.90	4.16	227	-14	296	225	245	0.48	8.73	8.73
投資適格社債										
グローバルIG	4.35	5.84	80	-3	120	76	88	-0.10	7.08	7.08
米国IG	4.81	6.78	78	-2	119	72	84	-0.20	7.77	7.77
ユーロIG ²	5.10	4.63	79	-4	128	77	90	0.05	5.42	5.42
アジアIG	4.47	5.13	63	-1	101	58	71	-0.03	8.09	8.09
証券化商品										
CLOs	5.48	1.38	200	-7	233	178	205	0.51	5.86	5.86
CMBS	4.43	3.79	75	-1	101	74	81	0.12	7.75	7.75
ABS	4.09	2.79	52	-3	75	42	54	0.30	5.93	5.93
その他スプレッド・セクター										
エージェンシーMBS	4.63	5.57	22	-7	49	20	34	0.21	8.58	8.58
課税地方債	5.09	8.99	0	-73	97	66	79	-0.56	7.75	7.75

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	3.52	6.28	-0.21	4.86	4.86
米国総合債券	4.32	5.92	-0.15	7.30	7.30

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	4.17	15	4.79	3.95
ドイツ国債 ²	4.55	-1	5.16	4.01

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・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。

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）のデザイン等は、ティー・ロウ・プライス・グループ・インクの商標です（troweprice.com/ip）。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・プライスと商標所有者との承認、出資、提携を示唆するものではありません。

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

202601-5165624