

2月の見通し： 債券クレジット・セクター 見通し

Ahead
of the
Curve

2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。底堅い経済成長、抑制されたインフレ、豊富な流動性を背景に、信用リスク・プレミアムは引き続き縮小しています。1月のスプレッドの動きを形成した要因は3つあります。

第1に、特に米国投資適格社債における大量の新発債発行が、わずかな上乘せ利回りで消化されたことです。外の旺盛な需要によって、高水準の新規発行にもかかわらず、長期ゾーンのスプレッドはほぼ横這いとなり、こうした良好なテクニカル環境が持続する可能性を高めました。

第2に、バンクローン市場におけるソフトウェア関連やテクノロジー関連の発行体を筆頭に、非投資適格クレジットの中でばらつきが著しく広がったことです。AI主導の破壊的影響が一部のB/CCC格ローンにおけるスプレッドの急拡大を引き起こしましたが、この悪化はシステムミックなものではなく、依然として特定分野に集中しています。指数の動きは、こうした特定の少数銘柄に影響を受けていますが、市場全般的な悪化が要因ではありません。

第3に、当社独自のクオンツモデルは、引き続きクレジットに対してリスク選好姿勢を示しています。金融環境は緩和的であり、ボラティリティは依然として抑制されており、資産間の相関は安定しています。バリュエーションは大半の先進国社債にわたり割高ですが、モメンタムと流動性は環境の転換を示唆していません。

マクロ経済環境は依然として良好ですが二次的要素です。堅調な名目経済成長率や安定した労働環境が、スプレッドの底堅さを強めています。インフレ期待や流動性が大きく変化

すれば、この見通しに影響を与えませんが、そうした兆候はまだ見られません。

選好：証券化商品、新興国債券、バンクローンのキャリ

低リスク戦略では、ABSが依然として最も確信度の高いオーバーウェイト・セクターです。短いデュレーション、構造的保護機能、元本償還型のキャッシュフローが、同等格付けの社債と比較して魅力的なキャリを提供しています。スプレッドは1月に縮小したものの、過去と比べて30~40百分位のレンジ内に留まっています。プライム/サブプライム自動車ローン、設備ローン、プライベート学生ローンを選好しています。投資適格社債の中では、現物債よりCDXを選好しており、最近のクレジットカーブのスティープ化を受けて、長期ゾーンの投資適格社債のアンダーウェイト幅をやや縮小しました。

高リスク戦略では、引き続き新興国債券のオーバーウェイトを選好しています。スプレッドはタイト(新興国ソブリン債：約300bps、2026年1月末時点)ですが、いくつかの中南米ソブリン債発行国における構造転換やテールリスクの低減が現水準での安定性を下支えしています。戦略として質の高いソブリン・ハイールド債や社債を選好しており、財政・政治動向が改善している国に重点を置いています。バンクローンは選別的なオーバーウェイトを維持しています。同資産クラスは、最小のデュレーション・リスクで最高の利回り(約7.5%超、2026年1月末時点)を提供します。しかし、ソフトウェア関連(指数の約15~20%を構成、2026年1月末時点)については、AI主導の破壊的圧力のリスクがあり、選別的な姿勢が肝要と考えています。AIによる破壊的圧力が低く、強固な自

己資本の厚みがある発行体のバンクローンを選好しています。

注目：AIの破壊的影響、投資適格社債の発行市場、ボラティリティの上昇

戦術的資産配分に影響を与え得る3つのテーマを注視しています。

AIの破壊的影響と波及リスク：ソフトウェア関連ローンの最近の下落は、非投資適格債市場全体にはあまり波及していません。格下げのペースやCCC格への格下げリスクを注視しています。テクノロジー/サービスセクターを超えて広がれば、CLOの担保資産価値やバンクローンの需給面に圧力を加える可能性があります。今のところ、破壊的影響は抑制されているようです。

新規発行の消化とテクニカル面での疲労感：投資適格社債と新興国債券の1月の新規発行は大量でしたが、市場は十分に吸収しました。今後も好調が続くかどうかは、世界的に安定した流動性と持続的な海外需要に依存します。米ドルの資金調達状況またはクロス通貨相場の環境が悪化すれば、この需給バランスが崩れる可能性があります。

ボラティリティの変化：株式のインプライド・ボラティリティは緩やかに上昇しており、資産クラス間のばらつきが高まっています。クレジット市場のボラティリティは依然として抑えられているものの、株式との相関の継続的な上昇は、歴史的に見て、クレジット市場全般にスプレッドが拡大する前兆です。クレジット・デリバティブ市場を注視し、市場の下落やストレスの兆候を探っています。

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 (2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		<ul style="list-style-type: none"> 投資適格社債は引き続き底堅さが際立つ。1月の大量発行は、旺盛な米国内の利回り需要や持続的な米国外からの資金流入に支えられて順調に消化され、高水準の供給にもかかわらず、スプレッドは直近で最もタイトな水準となっている。 バリュエーション面では、特に長期ゾーンで縮小余地が限定的となっている。中期ゾーンでは、CDXを通じたシンセティック・ポジションを選好し、公益事業よりテクノロジー／電気通信を選好。 クレジットカーブのスティープ化を受けて長期ゾーンのアンダーウェイト幅をやや縮小したが、全体的には慎重姿勢を維持。ユーロ建て投資適格社債は、バリュエーションが割高で相対的に魅力が劣ることからアンダーウェイトを継続。
ハイイールド (HY) 社債		<ul style="list-style-type: none"> 約6.5%の利回り、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。同セクターは依然として割高な株式に対する魅力的な代替資産。 低格付け銘柄内で拡大したばらつきが選別的な投資機会を創出している。 +283bps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、歴史的な低水準を継続すると予想。
バンクローン		<ul style="list-style-type: none"> ソフトウェアに集中したAIの破壊的影響に対する懸念を受けてアンダーパフォームしているが、その影響はバンクローン全般に広がらず、特定業種に留まっている。 CLOに対する旺盛な需要が引き続き下支えしており、ハイイールド債と比較してデレーション・リスクが小さく、利回りも魅力的。 AIの破壊的影響が小さいバンクローンや銘柄選択効果が狙える第二順位担保ローンを選好。
新興国ソブリン債、クレジット		<ul style="list-style-type: none"> いくつかの中南米ソブリン債発行国における構造転換やテールリスクの低減によりリスク・プレミアムが縮小しており、スプレッドはタイトだが、資金フローが引き続き下支え。 今後はスプレッドの一層の縮小よりも安定を予想する。引き続き一部の中南米諸国のソブリン債や社債に重点を置く。 オーバーウェイトを継続しているが、今後パフォーマンス要因は個別銘柄評価よりもむしろ世界的なリスク環境に左右されると見る。
課税地方債		<ul style="list-style-type: none"> 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		<ul style="list-style-type: none"> ABSは、短いデレーション、構造的保護機能、元本償還型キャッシュフローの追い風から、低リスク戦略のなかで最も魅力的なリスク調整後キャリアを提供。 スプレッドは1月に縮小したものの、過去レンジの中間に留まっており、社債と比較してボラティリティ単位当たりのキャリアが魅力的。 ローン市場にばらつきが見られる中で、CLOはテクニカル要因とアクティブ投資家の選好が下支え。 AIの破壊的影響もたらしたボラティリティは、強固な構造的保護機能を備えた高格付けトランシェCLOにはあまり波及していない。CLOは中立からややオーバーウェイトを維持。 RMBSは中立的なリスクウェイトを維持しつつ、CMBSに対する戦術的なアンダーウェイトを継続。
エージェンシー MBS		<ul style="list-style-type: none"> GSEによる購入によってスプレッドは数年来のタイトな水準に縮小しており、政策支援が後退したり、ボラティリティが上昇すれば、非対称的なリスクが生じる可能性がある。 資産運用会社の大量の投機的な買いポジションと政策の不確実性には警戒を要する。 アンダーウェイトを継続。

セクター別各種指標とリターン

2026年1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	6.50	3.46	283	-8	471	274	326	0.75	0.75	9.38
米国HY	6.58	2.73	265	-1	453	250	294	0.51	0.51	7.70
ユーロHY ²	6.88	2.78	273	-8	446	264	309	0.86	0.86	7.70
アジアHY	7.11	2.61	324	-52	635	311	398	1.95	1.95	11.58
バンクローン ³	7.92	0.25	449	14	514	419	437	-0.27	-0.27	4.93
新興国										
新興国国債(米ドル)	6.78	6.51	245	-9	393	242	303	0.68	0.68	13.45
新興国社債(米ドル)	5.83	4.11	212	-15	296	212	244	0.74	0.74	8.67
投資適格社債										
グローバルIG	4.34	5.79	75	-5	120	74	87	0.41	0.41	6.85
米国IG	4.84	6.73	73	-5	119	71	83	0.18	0.18	7.16
ユーロIG ²	5.02	4.59	75	-4	128	74	89	0.82	0.82	5.98
アジアIG	4.50	5.03	58	-5	101	56	69	0.09	0.09	7.46
証券化商品										
CLOs	5.53	1.02	203	3	233	178	206	0.53	0.53	5.71
CMBS	4.43	3.78	67	-8	101	67	81	0.35	0.35	7.25
ABS	4.12	2.75	48	-4	75	46	55	0.25	0.25	5.81
その他スプレッド・セクター										
エージェンシーMBS	4.64	5.54	16	-6	49	14	32	0.41	0.41	8.24
課税地方債	5.14	9.00	72	-1	97	66	79	-0.02	-0.02	6.92

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	3.53	6.24	0.24	0.24	0.24
米国総合債券	4.36	5.87	0.11	0.11	0.11

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	4.24	7	4.62	3.95
ドイツ国債 ²	4.54	-1	5.16	4.19

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。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。

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/jp参照）。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

202603-5285285