



# ティー・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リー・グループ (SSAG) \*の見解 – 2021年12月

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	<ul style="list-style-type: none"> <li>MACリスク指標は、11月に一時上振れしたが、月後半には、オミクロン変異株の出現と米連邦準備理事会 (FRB) の金融緩和縮小への姿勢転換を受けて、株式、金利、石油市場が急激に変動したことから、「リスクオフ」に戻った。</li> <li>エコノミクス・チームは、世界経済について短期的に弱気見通しを維持しているが、サプライチェーン分断の緩和、在庫の再補充、繰越需要の解放、中国の緩和政策への転換を背景に、向こう6か月にわたり状況は改善すると予想している。</li> </ul>

  

セクター	SSAGの見通し と前月比変化	コメント	SSAGの戦術的見通し: ■ ポジティブ ■ ニュートラル ■ ネガティブ 前月比変化: ▲ 上方修正 ■ 横這い ▼ 下方修正	
ハイイールド (HY) 社債	▼	<ul style="list-style-type: none"> <li>ハイイールド債全般の見通しについては、ファンダメンタルズの悪化よりもリスク許容度が低下した環境を背景に、ニュートラルに引き下げ。ファンダメンタルズは、低いデフォルト予想と信用力の向上傾向を背景に、依然として良好。</li> <li>デフォルト率はまだまだ低い、豊富な流動性の縮小により一部企業のビジネス・モデルは課題に直面し、2022年には上昇する可能性がある。</li> <li>ハイイールド債のインデックス・デリバティブは、特に欧州で引き続き現物債より魅力的なリスク調整後リターンが見込まれた。</li> </ul>		
バンクローン	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>FRBが資産購入の早期終了および利上げ開始の前倒しを示唆する中、バンクローンが引き続き選好された。</li> <li>11月にリスク資産が下落する中、バンクローンは予想通りハイイールド債よりディフェンシブな特性を発揮した。</li> <li>年初来の大量の資金流入は、リスク回避傾向が強まったため直近わずかに反転したが、CLOからバンクローンに対する旺盛な需要が続いている。ハイイールド債市場と同様に、バンクローンのデフォルト率は2022年にわずかに上昇すると予想されるが、過去の水準と比較するとまだまだ低い。</li> </ul>		
新興国クレジット	▼	<ul style="list-style-type: none"> <li>新興国クレジットについては、リスク環境の追い風が弱まったことから見通しを引き下げ。市場の流動性も年末に向けて特に低下した。</li> <li>中国不動産セクターは依然として圧力を受けているが、新興国クレジット・チームは、今後の政策変更と多くの優良銘柄の強固なファンダメンタルズが回復を後押しすると予想している。長期的には、必要とされる業界再編と債務削減から恩恵を受けると考えられる。</li> <li>新興国クレジット全般に、米ドル高、世界的な金融引き締め政策への転換、オミクロン株が逆風となるが、一部の国は他の国より財政状況が遥かに健全で、2022年には広範な世界経済の成長回復が苦境にある新興国クレジットに追い風をもたらす可能性がある。</li> </ul>		
投資適格 (IG) 社債	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資適格社債全般についてニュートラルの見通しを維持しつつ、引き続き現物債より合成クレジット商品に対して強い確信度を保持。</li> <li>スプレッドがまだ縮小した水準にある中、今後のリターンは資産価値の増大よりキャリーに依存する可能性が高い。重大なリスク事象が生じない限り、スプレッドが大幅に拡大する可能性は低い、金利上昇と米国債イールドカーブのフラット化が需要を減退させる可能性がある。</li> </ul>		
証券化商品	▲	<ul style="list-style-type: none"> <li>証券化商品については、リスクオフの環境下、総じて社債セクター（バンクローンを除く）より魅力的なリスク・リターン特性を提供したため、見通しをポジティブに引き上げ。非エージェンシーRMBSとCLOは、ABSまたはCMBSより高いリスク調整後リターンが見込まれた。</li> <li>大量の供給により、スプレッドは直近数か月で大幅に拡大した。引き続き高水準の供給が予想されるため、スプレッドが急激に縮小する可能性は低い、スプレッドは安定化しており、投資家は相対的に高いクーポンおよび向こう数か月にわたるスプレッドの緩やかな縮小から恩恵を受ける可能性がある。</li> <li>ファンダメンタルズの観点から見ると懸念は少なく、CMBSなどパンデミックによる打撃を受けた分野で改善の余地がある。</li> </ul>		
エージェンシー MBS	▲	<ul style="list-style-type: none"> <li>現在のリスク環境下、流動性のある格付けの高いセクターは、魅力が高いため、見通しをニュートラルに引き上げ。さらに、MBSは、FRBのテーパリング懸念、リファイナンス・リスク、金利ボラティリティの上昇を背景に、スプレッドが過去1年間にわたり拡大したことから、割高感が薄れている。</li> <li>資産購入の縮小ペースを速めるFRBの計画に対して、市場の反応は限定的だった。現在、投資家は金利政策の予測に焦点を移している。MBSの保有削減を含むバランスシート政策の変更は、需給テクニカル面で注視すべき長期的リスク。</li> </ul>		
課税地方債	■	<ul style="list-style-type: none"> <li>地方債のファンダメンタルズは強固。税収は予想に反して増加しており、連邦政府による多大な援助が発行体の財政状況を支えている。</li> <li>一方、バリュエーションには幅広く割高感があり、長期債のパフォーマンスは、金利上昇による逆風に見舞われる可能性がある。しかし、地方債チームは、課税地方債ポートフォリオの中で引き続き個別銘柄の投資機会を探っており、かつて信用が悪化した銘柄の中で信用力の改善から恩恵を受けている銘柄を選好している。</li> </ul>		

\*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。

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。

セクター別各種指標とリターン  
2021年11月30日時点

			信用スプレッド (bps)					トータルリターン (%) <sup>1</sup>		
			現在の スプレッド	前月比 変化	1年高値	1年底値	1年平均	1ヵ月	年初来	1年
ハイイールド社債										
グローバル HY	5.38	4.31	437	54	440	343	379	-1.40	0.87	2.93
米国 HY	4.80	3.99	337	50	397	262	310	-0.97	3.34	5.28
ユーロ HY <sup>2</sup>	4.50	3.33	355	46	364	281	314	-0.42	3.33	4.25
アジア HY	12.40	3.02	1148	58	1255	600	763	-1.27	-10.88	-9.23
バンクローン <sup>3</sup>	5.31	0.25	410	12	480	396	418	-0.17	4.75	6.22
新興国										
新興国国債 (米ドル)	5.41	7.90	392	33	392	330	350	-1.84	-3.15	-1.31
新興国社債 (米ドル)	4.20	4.69	338	20	340	296	313	-0.55	0.50	1.98
投資適格社債										
グローバル IG	1.83	7.34	105	14	106	86	93	0.17	-0.74	-0.24
米国 IG	2.29	8.63	99	12	105	80	90	0.06	-0.96	-0.53
ユーロ IG <sup>2</sup>	1.90	5.75	109	19	111	86	90	0.41	-0.46	0.10
アジア IG	2.44	5.97	133	5	155	119	135	0.20	-0.11	0.20
証券化商品										
CLOs	3.57	2.29	237	-17	307	234	258	0.02	2.27	3.00
CMBS	1.80	5.01	69	9	92	54	66	-0.09	-1.01	-0.28
ABS	0.98	2.23	39	3	40	22	29	-0.07	-0.18	0.02
その他スプレッド・セクター										
エージェンシーMBS	1.94	4.48	34	10	49	7	25	-0.09	-0.95	-0.74
課税地方債	2.46	11.47	90	3	145	84	97	1.18	2.85	4.32

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ヵ月	年初来	1年
グローバル総合債券	1.24	7.51	0.71	-0.98	-0.68
米国総合債券	1.69	6.67	0.30	-1.29	-1.15

国債利回り

10年金利	最終利回り (%)	前月比変化 (bps)	1年高値 (%)	1年底値 (%)
米国債	1.44	-11	1.74	0.89
ドイツ国債 <sup>2</sup>	0.84	-4	0.95	0.24

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。

## 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ボスト・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か月インブライド・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

## 追加ディスクローチャー

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 © 2021, J.P. Morgan Chase & Co. 全ての権利はJPモルガンに帰属します。

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence（該当する場合、関連会社を含みます）。格付けを含む、いかなる情報、データまたは資料（「コンテンツ」）の複製も、いかなる形態であれ、関連当事者の事前の書面による許可を得ない限り、禁じます。当該当事者、その関連会社およびサプライヤー（「コンテンツ・プロバイダー」）は、いかなるコンテンツの正確性、適切性、完全性、適時性または入手可能性も保証せず、原因を問わず、いかなる（過失その他による）誤記・脱漏または当該コンテンツの利用から得られた結果についても責任を負いません。いかなる場合も、コンテンツ・プロバイダーは、コンテンツの利用に関連して、いかなる損害、費用、経費、弁護士費用または損失（逸失所得もしくは逸失利益および機会費用を含みます。）についても責任を負いません。参照される特定の投資先もしくは証券、コンテンツを構成する投資先に関する格付けまたはいかなる観察事象も、当該投資先もしくは証券の売買または保有を推奨するものではなく、投資先もしくは証券の適切性を示唆するものではなく、投資助言として依拠するべきではありません。信用格付けは意見表明であり、事実表明ではありません。

## 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（外貨建て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）の逡減報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入る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

202112-1969335