

# ティール・ロウ・プライス 債券クレジット・セクター見直し

セクター戦略アドバイザー・グループ (SSAG) \*の見解 - 2024年7月



\*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。

	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 / リスクオン	<ul style="list-style-type: none"> <li>リスク・モデルは昨年初め以来、引き続きクレジットのオーバーウェイトを推奨。クレジット・スプレッドが6月にテクニカルと見られる要因により一時拡大したが後に縮小モメンタムを取り戻したことから、シグナルは前月から幾分か強まった。</li> <li>ボラティリティは上昇傾向（ただし、投資家はこれを投資機会と見て、下落の機を捉えて迅速に買いを入れている）で、クレジット・スプレッドはタイト。しかし、米国の夏季においてこれまでの傾向が示すとおり、リスク資産は比較的緩慢な動きとなっている。</li> <li>一方、一般的に夏後半は流動性が低下する傾向があり、運用チームは総じてリスクを抑え、ポートフォリオの流動性引き上げを図っている。</li> <li>高リスクでデレレーションの短いセクターが引き続きアウトパフォーマンスすると見ているが、高リスク資産の特性を考慮し、デレレーションが長いものも含めて、高格付けの安全資産との組み合わせを意識している。</li> </ul>
セクター	SSAGの見直し (前月比変化)	
投資適格 (IG) 社債	ニュートラル (横這い)	<ul style="list-style-type: none"> <li>英仏などの議会選挙で与党が議席を失う結果となり、欧州市場のボラティリティが上昇、そのため欧州の投資適格社債は、モデルではランキングが低下した。</li> <li>しかし、一時売りが先行したものの、投資家が政治の不透明感を消化し「押し目」買いを入れたことから、欧州投資適格社債のスプレッドは元の水準まで回復。</li> <li>米国における年初来の新規発行は予想を上回っており、産業サブセクターがその大半を占めている。これは、金利の低下、クレジット・スプレッドの縮小、11月の大統領選挙を踏まえて、発行体が発行計画を前倒した結果と見ている。今後は新規発行が減少すると予想され、テクニカル面での追い風を示唆。</li> <li>今年はスプレッドの動きは金利とは逆の動きとなっている。特に利回りが上昇する局面で投資家からの強い買い意欲が見られる。</li> </ul>
ハイイールド (HY) 社債	ニュートラル (横這い)	<ul style="list-style-type: none"> <li>ハイイールド債のスプレッドは過去最低水準に迫るが、今後もタイトなスプレッドを維持すると見ている。その理由として、デフォルト率が平均以下に留まること、約8%の魅力的な利回りに資金が集まること、低水準の新規発行が良好なテクニカル環境をもたらすこと、満期前にリファイナンスを終えた低価格のハイイールド債のリターンを押し上げる効果が見込めること、などが挙げられる。</li> <li>世界的に良好な経済環境、健全な新規発行市場、慎重な引き受け、信用の質の改善が低デフォルト環境をもたらしている。</li> <li>米国ハイイールド債のクレジット・デフォルト・スワップ (CDX) は、スプレッドが投資適格社債ほど縮小しておらず、また流動性もあり選好している。</li> <li>欧州ハイイールド債については、ファンダメンタルズは良好と判断するも、相対的に堅調なパフォーマンスが続き、モデルでは魅力度ランキングが後退した。</li> </ul>
バンクローン	ポジティブ (横這い)	<ul style="list-style-type: none"> <li>引き続きバンクローンセクターを選好。バンクローンは債券資産の中で最も高いスプレッドを提供しているほか、他のリスク資産と比較して歴史的にボラティリティが低い。良好なデフォルト見直しを背景に、バンクローンはリスクオン市場でアウトパフォーマンスし、リスクオフ・シナリオでも底堅い展開を示す見込み。</li> <li>バンクローンの利回りは概してハイイールド債より約250bps高い。米連邦準備制度理事会 (FRB) が利下げに踏み切れば、このプレミアムの一部が縮小する可能性はあるが、利回りの優位性を失うほどの利下げにはならないと見込んでいる。</li> </ul>
新興国ソブリン債、クレジット	ニュートラル (横這い)	<ul style="list-style-type: none"> <li>回復力を伴う世界経済の成長と継続的なディスインフレが生み出す環境は新興国資産にとって比較的影響が薄く、パフォーマンスは主に国内情勢に左右される。</li> <li>高格付けの新興国債のバリュエーションは目新しさはないが、米国投資適格債より依然として優れたスプレッドを提供しており、市場心理がリスク警戒になっても守りに強い資産となり得る。</li> <li>直近の当社債券戦略会議では現地通貨建て新興国債券が注目を集めた。新興国の中央銀行は景気緩和姿勢を維持するなか、インフレ圧力も世界規模で緩和傾向にある。FRBの利下げが濃厚であり、世界経済の成長のけん引役が米国から他市場へとシフトすることが予想されることから、米ドル高はピーク感がある。</li> <li>新興国ソブリン債は、社債と比較してバリュエーション、リターンいずれも優位と見ている。またソブリン債は社債よりも高い流動性を提供している。</li> </ul>
課税地方債	ネガティブ (横這い)	<ul style="list-style-type: none"> <li>課税地方債は、スプレッドで見てもアンダーパフォーマンスし、社債と比べて割安となっているが、買いに入るほどのバリュエーション水準には至っていない。</li> <li>また、新規発行が皆無に近いため、投資機会はほとんどない。ただし、地方債の保有は社債の分散投資に役立つ。</li> </ul>
証券化商品	ポジティブ (上方修正)	<ul style="list-style-type: none"> <li>バンクローンと同様にABSを選好。大量供給によりバリュエーションは割安にあり、シニア自動車ローン担保証券などの分野で投資機会を生み出している。</li> <li>CMBSも発行が増加しており、シニア・コンデュイット債や、需要の高い物件を担保とする高格付けシングルアセット/シングルポロワー債への選別的な投資機会に繋がっている。市場では引き続き商業用不動産市場に関する否定的なニュースが流れており、選別が鍵となる模様。</li> <li>CLO市場のバリュエーションは割高だが、再投資期間が満了またはリファイナンスや利率リセットされた債券に投資妙味がある。</li> <li>RMBSは恐らく最も魅力に欠けるが、担保資産のパフォーマンスは底堅く、住宅価格の上昇は引き続きファンダメンタルズ面でプラス材料。</li> </ul>
エージェンシー MBS	ネガティブ (下方修正)	<ul style="list-style-type: none"> <li>MBSは景気後退シナリオの下で他のクレジットセクターをアウトパフォーマンスするが、エコノミクス・チームの見直しでは景気後退は起こりそうにないと見ている。</li> <li>MBSはリスクオン環境が続くなかで魅力に乏しいとされるが、高いコンベクシティ特性（ダウンサイド・リスクが他のセクターより低い）をもたらす。</li> <li>MBS自体は現時点で選好されるセクターではないものの、投資家はバンクローンやハイイールド債などの高リスクを相殺する安定資産として利用できる。</li> </ul>

## セクター別各種指標とリターン

2024年6月30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 (%) <sup>1</sup>		
			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
<b>ハイイールド社債</b>										
グローバルHY	8.26	3.54	386	11	524	366	435	0.65	3.88	12.70
米国HY	7.91	3.06	309	1	438	289	348	0.94	2.58	10.72
ユーロHY <sup>2</sup>	8.70	2.76	370	36	495	331	406	0.49	3.68	12.70
アジアHY	9.82	2.36	490	-15	1054	484	746	1.22	10.14	13.50
バンクローン <sup>3</sup>	8.78	0.25	464	3	540	457	499	0.32	4.62	11.13
<b>新興国</b>										
新興国債 (米ドル)	8.35	6.49	391	11	459	324	397	0.62	2.34	9.23
新興国社債 (米ドル)	6.73	4.15	267	5	359	261	313	0.93	3.85	9.30
<b>投資適格社債</b>										
グローバルIG	5.04	5.90	104	9	144	95	118	0.69	0.30	5.88
米国IG	5.48	6.84	94	9	130	85	105	0.64	-0.49	4.46
ユーロIG <sup>2</sup>	6.01	4.67	119	11	165	108	136	0.79	1.11	8.39
アジアIG	5.40	4.93	82	7	130	75	104	0.75	0.99	4.74
<b>証券化商品</b>										
CLOs	7.22	0.82	264	0	30	250	278	0.49	4.44	10.52
CMBS	5.48	4.17	97	3	141	92	118	0.94	1.53	5.07
ABS	5.32	2.57	57	3	85	50	63	0.67	1.66	5.19
<b>その他スプレッド・セクター</b>										
エージェンシーMBS	5.22	6.09	48	-2	82	42	54	1.17	-0.98	1.39
課税地方債	5.33	9.19	83	7	108	72	88	0.94	-1.21	1.78

### 一般的なベンチマーク

トータル・リターン (%) <sup>1</sup>

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	3.90	6.48	0.87	0.13	3.86
米国総合債券	5.00	6.08	0.95	-0.71	2.13

### 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	4.40	-10	4.99	3.75
ドイツ国債 <sup>2</sup>	4.50	-8	5.01	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。

「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/一般社団法人第二種金融商品取引業協会

202407-3751245