

# 四半期見通し

2020年7月

## ウイルスの雲間に隠れた有望な投資先

当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの見解

## トンネルの先に見える明かり

当社チーフ・エコノミストの見解

PGIM フィクスト・インカムはプルデンシャル・ファイナンシャル・インク("PFI")のグローバル債券運用部門です。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。

すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

# 債券市場概観

新型コロナウイルスの感染が全世界に拡散し、程度の差こそあれ世界各国で経済活動が停止する中、投資環境の見通しに関しては「不透明感」が1つのキーワードとなっている。しかし、2020年上半期がそうであったように、不透明感と言っても良い面と悪い面の両面がある。つまり、第1四半期は過去に例を見ないほど激しく市場が混乱したのに対し、第2四半期は世界規模の財政及び金融刺激策を受けて市場のパフォーマンスが急回復した。

- 先進国市場の金利、信用スプレッド、通貨は今後どのような推移を示すのであろうか？ 当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの Robert Tipp は、「[ウイルスの雲間に隠れた有望な投資先](#)」と題したレポートにおいて、新型コロナウイルスが長期的に市場に影を落とし続ける中、各セクターのパフォーマンスを左右すると見られる主な要因について考察している。
- 矢継ぎ早に景気刺激策が講じられる中、インフレや経済成長の見通し、および新型コロナウイルス終息後に世界経済が辿る道筋を辿るについて、当社チーフ・エコノミストの Nathan Sheets は、「[トンネルの先に見える明かり](#)」と題したレポートで分析している。

PGIM ジャパンでは様々なレポートを発行しています。  
直近のレポートは、[当社ウェブサイト](#)でご確認ください。

- 📄 [新型コロナウイルス後の経済の枠組みとなる5つの主要なテーマ](#)
- 📄 [FOMC フォワードガイダンスの復活](#)
- 📄 [気候変動リスクの最前線に立つ、損害保険会社への投資機会を検証する](#)
- 📄 [次世代のグローバル化 – 新たな統合](#)
- 📄 [現在のEUの危機は、分裂ではなく団結を促す](#)
- 📄 [ECB、銀行システムを下支えするための追加的な政策を発表](#)
- 📄 [膨れ上がる米国の公的債務：どれだけ憂慮すべきか？](#)
- 📄 [信用リスク分析が最も重要になる時](#)

## 先進国金利 | 10

高いタームプレミアムと、緩やかな景気回復に伴うFRBの長期にわたる金融緩和政策維持の可能性から、米国のデフレーションには強気。また継続的な需要によって欧州主要国の金利は低位安定を予想。

## エージェンシーMBS | 10

米中期国債と比べて魅力的。投資家は経済が徐々に回復していく中で利回りを求め続けるので、その他のスプレッド・セクターをアンダーパフォームする可能性がある。バリュエーションに割安感が台頭する中、低クーポン、30年物のTBA債券は国債やスワップ金利に比べ魅力的なキャリーを提供している。FRBによる購入対象銘柄以外では、我々は特定プールを引続き選好。

## 証券化商品 | 11

概ねポジティブな見方。高格付債のスプレッドは、新型コロナウイルス禍以前の最低水準に迫ることが予想される一方、メザン債は特に小売業界と接客業界へのエクスポージャーが大きいCLOとCMBSを始めとしてファンダメンタルズ面で苦しい状況にある。コンシューマーABSと商業ABSおよび高格付のRMBSに関しては、やや強気のスタンス。米国では大統領選挙の日程が近づく中で、法人税および関連規制に係る政策変更に対する脆弱性がより少ない証券化資産は他のクレジットセクターをアウトパフォームする可能性がある。

## 投資適格社債 | 12

中央銀行による市場サポートと経済回復への展望から積極的な見方。米国の大手銀行、一部のBBB格銘柄、景気循環銘柄、および「墮天使（フォーリンエンジェル）」銘柄を選好する。

## グローバル・レバレッジド・ファイナンス | 13

過去の平均対比で魅力的なスプレッド水準は長期的に投資家に良好なリターンをもたらすだろう。ただし、短期的には概ねレンジ内での動きとなるものの、新型コロナウイルス禍によって高いボラティリティが続く。ボラティリティが高まる局面では、アクティブな銘柄選択がマネジャー間の差別化要因になる。

## エマージング債券 | 14

ポジティブな見方。先進国通貨建債券が、引き続き魅力的。予想される経済状況と財政の悪化に備えて、多くの発行体では資金調達を既に完了している。様々な信用力水準にあるいくつかのソブリン発行体や企業のスプレッドは縮小すると予想する。現地通貨建債券では、金利カーブのポジション、および実質金利がプラスで利下げ余地のある市場から超過収益が生まれる可能性がある。エマージング通貨については、より慎重な姿勢を取っている。一方、それぞれ異なる影響を受ける通貨間で、魅力的な相対価値に基づく投資機会があると考えている。

## 地方債 | 16

多くのセグメントで魅力的なバリュエーションと良好な需給環境から強気の見方。しかし、新型コロナウイルス感染者が改めて急増する中、短期的には慎重な見方が必要となる。州・地方自治体に対する連邦政府の追加支援が短期のうちに実施されない場合、ボラティリティが上昇する可能性がある。

▼ セクター別展望 & 運用方針 (詳細はタイトルをクリック)

## ウイルスの雲間に隠れた有望な投資先

嵐に見舞われた上半期は、経済活動や市場が崩壊同然の状態に陥った後に経済は緩やかな成長を取り戻す一方、市場はそれに比べると、一見過大とも思われる急回復を見せている。そして今、市場は再び新型コロナウイルス感染再拡大と市場センチメントの回復がせめぎ合う分岐点に立たされている。市場とウイルスのどちらが勝利を収めるのだろうか？あるいは、地政学的な要因が影響力を持つのだろうか？

端的に言えば、債券は中長期的に見ると好調なパフォーマンスを示すものの、今後ますます変動が大きくなる中で、その上昇ペースは鈍化すると我々は予想している。

ウイルス感染や原油価格の下落がファンダメンタルに影響を及ぼしており、おそらく上半期以上に今後は銘柄選択がパフォーマンスを左右することが予想される。そのため、長期的に見ればスプレッドのさらなる縮小を受けて良好なリターンが得られる一方で、このような長期の平均リターンの裏側には、一時的なボラティリティだけでなく、多くの格下げやデフォルトの可能性が隠されており、リターンを獲得するにはこれらをうまく回避する必要がある。

### はじめに：我々は今どこにいるのか？

上半期の動きを簡単に振り返ってみよう。リスクに満ちた政治環境や新型コロナウイルスの感染拡大が続いたにもかかわらず、第1四半期に市場が受けた大きな打撃は、かつてない大規模な財政および金融刺激策によって、第2四半期にはその半分以上を取り戻した。（図1参照）。

ウイルスの衝撃が市場を襲った直後に発表した前回の**四半期見通し**では、矢継ぎ早に打ち出される財政および金融刺激策が市場回復を後押しし、スプレッド市場は堅調に推移し、長期国債の利回りは比較的安定し、ドル相場は下落するだろうとの仮説を立てた。急激な回復を見定めるまで市場が様子見の姿勢を続けるであろうと我々は予想せず、これまでそうだったように、経済回復に先立って市場が回復に向かうだろうと考えていた。その後、スプレッド・セクターは第1四半期に被った損失の大半を取り戻したほか、金利に関しては、米国10年債利回りは新型コロナウイルス禍以降も持続可能な50-100bpsの範囲内に当分は落ち着く見通しだ。

現時点において、各国経済が再び成長に向かうことで、市場は世界経済の成長率がプラスに転じると盲信（ウイルス感染が各地域で異なる感染状況にあるにもかかわらず）するようになっている。しかし、多くの地域において感染者数や死者が減少に転じている一方で、新型コロナウイルスに加えて政治や政策に起因する新たなリスクが表面化している。

図1：レバレッジド・ファイナンス、新興国市場、長期投資適格社債が第2四半期の上昇を牽引

個別セクター	Q2 2020	YTD 2020	2019	2018	2017
欧州レバレッジド・ローン	12.95	-3.36	6.87	2.93	-0.48
エマーゼン債 (ハードカレンシー建)	12.26	-2.76	15.04	-4.26	10.26
米国投資適格長期社債	12.11	6.72	23.9	-7.24	12.09
欧州ハイイールド債	11.16	-4.95	11.29	-3.63	6.74
米国レバレッジド・ローン	9.71	-4.76	8.17	1.14	4.09
米国ハイイールド債	9.61	-4.78	14.41	-2.26	7.48
米国投資適格社債	9.36	5.18	14.50	-2.51	6.42
欧州投資適格社債	5.28	-1.19	6.24	-1.25	2.41
エマーゼン債 (現地通貨建ヘッジあり)	5.01	3.51	9.14	0.75	3.68
CMBS	3.95	5.19	8.29	0.78	3.35
エマーゼン通貨	3.42	-5.34	5.20	-3.33	11.54
地方債	2.72	2.08	7.54	1.28	5.45
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	0.94	3.50	6.35	0.99	2.47
米国債	0.48	8.71	6.86	0.86	2.31
米国長期国債	0.25	21.2	14.80	-1.84	8.53
マルチセクター			2019	2018	2017
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	3.32	2.98	6.84	-1.2	7.39
米国総合	2.90	6.14	8.72	0.01	3.54
グローバル総合(ヘッジあり)	2.42	3.90	8.22	1.76	3.04
ユーロ総合	2.39	1.24	5.98	0.41	0.68
円総合	-0.56	-0.90	1.64	0.93	0.18
その他セクター			2019	2018	2017
S&P 500 指標	20.54	-3.08	32.6	-4.4	21.26
3ヶ月 LIBOR	0.19	0.62	2.4	2.23	1.22
米ドル	-1.67	1.04	1.35	4.9	-7.85

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスの正式名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投資には元本損失のリスクがあります。出所：ブルームバーグ・バークレイズ。ただし、エマーゼン債はJPモルガン、ハイイールド債はメリルリンチ、担保付シニアローンはクレディ・スイス。パフォーマンスは2020年6月30日現在。インデックスに直接投資することはできません。

### ウイルス：予想に対する結果

新型コロナウイルスの感染は、少なくとも主要な地域ではある程度予想していた通りに展開し、こうした地域では感染者数や死者が急増し、経済活動の制限が実施された。だが、こうした制限は解除され始めている。経済活動の再開にもかかわらず、アジア、米国北東部、欧州全域では今のところ、ウイルス感染が再び急拡大するような事態は回避されている。



# 債券市場の見通し

これまで新型コロナウイルス感染の第1波に晒されなかったことが不思議に思われていた新興国（インドや中南米全体など）、および広大な土地と多くの人口を擁する米国のサンベルト地帯でも新型コロナウイルスの感染が急増している。致死率はこれまでと同じなのだろうか、それとも低くなるだろうか？感染の急拡大は他の地域と同様に短期間で終息するのだろうか？それとも、遅れて感染が拡大した地域では終息までにもっと長い時間がかかるのだろうか？

こうした問題は不確実であるように思われるが、実際のところ、経済活動の幅広い再開は、経済活動の制限の解除、つまり人間の活動に対する規制の緩和と全く同じ歩調で進行するものではない。よって、新型コロナウイルスが様々な影響を及ぼす中、景気刺激策と社会的な適応行動を組み合わせることによって、総じて経済活動の拡大がもたらされると考えるべきであろう。そして市場にとっては、こうした組み合わせが主要因となって、現在の回復が支えられてきたと考えられる。

## 従来からの、あるいは新たな政策や地政学上の問題

新型コロナウイルス感染拡大やその打撃だけでは不十分であるかの如く、政治や地政学的リスクも引き続き市場に大きな影響を与えるものと考えられる。米国大統領選挙に向けて、現在も未解決の貿易戦争は激しさを増す見通しである。少なくとも政治的なポイントを稼ぐためのテーマとして持ち出されるだろうが、それが経済や市場に混乱を招き兼ねないという点を考慮して、経済的な打撃につながるような紛争に発展させる意向はないものと思われる。

同様に重要なのは、民主党の大統領候補になると見られるジョー・バイデン前副大統領が世論調査でリードを拡大しており、このバイデン氏が法人税の引き上げ計画に言及している点であろう。バイデン氏が米国大統領選で勝利した場合、次期政権は従来ほど企業寄りではなくなり、これに対して投資家が懸念（それが正当化されようが、そうでなかつても）を抱く可能性がある。バイデン氏が大統領選に勝利したり、議会選挙で民主党が圧勝したりした場合に、法人税が引き上げられる可能性があることは、株式市場にとってより大きな問題となりそうだ。なぜなら、企業業績やバリュエーションは、法人税引き上げの可能性や規制環境の変化によって大きな影響を受ける可能性があるからだ。

## 3つの分野における基本シナリオ

このような我々が直面している問題を踏まえ、市場の基本シナリオを検証する。ここでは、金利、信用スプレッド、通貨の3つの分野について考察する。

## 見通しパート I：金利はどのように推移するか？さらに長期的に、さらに低下が見込まれる

図 1：金利一危機以前から、インフレ率や金利はすでに 2%を大幅に下回っていた

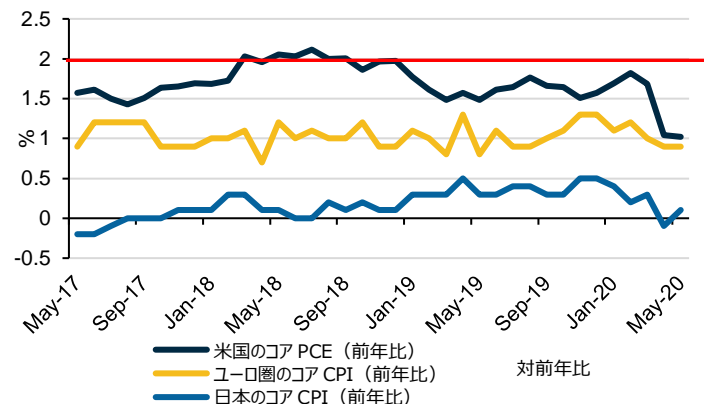


図 2：金利一成長の低迷は、金利が危機以前から高すぎたことを示すもう一つのサイン

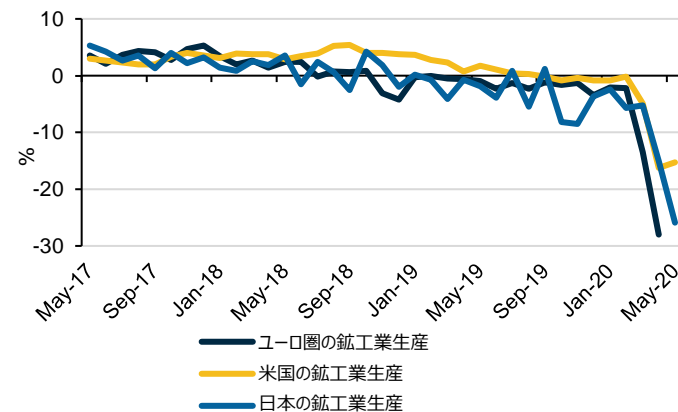
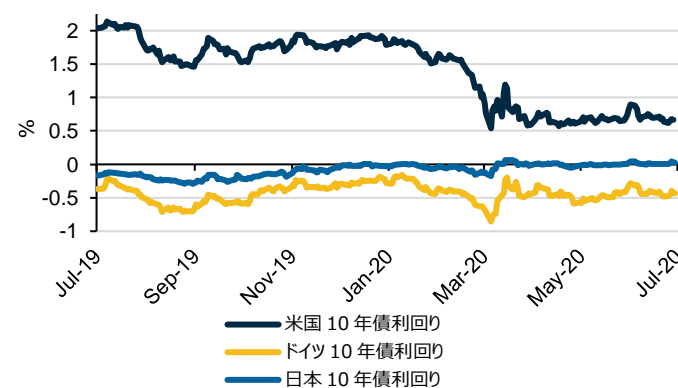


図 3：G3 では、ウイルス感染が広がってもドイツと日本の国債利回りはさらに低下しなかった。その理由は？



出所：図 1 - 3、ブルームバーグ、2020 年 7 月現在。

結局のところ、経済が再び成長すれば金利は正常化に向かうのだろうか。その問いに答えるため、市場の動きに目を向ける。日本と欧州の金利は、インフレ率が目標を下回り、経済成長が停滞していたコロナ危機以前と同じ水準に留まっている（上の図を参照）。新型コロナウイルスの感染拡大が想定を下回る規模におさまったとしても、日本や欧州の金利が今よりも高い水準になるかどうかは不確実である。

# 債券市場の見通し

米国については、成長が予想を上回るとの見方から金利が大きく上昇するリスクがある。しかし、コロナ危機以前には米国 10 年債利回りは 1% 台半ばで推移し、経済は緩やかに成長し、インフレ率は目標を下回り、また米ドルは着実に上昇していた。新型コロナウイルスが解消された場合に、米国 10 年債利回りが 1% を超過し、「過去」のように 1% 台半ばの「高水準」に向かうかどうかは不明である。新型コロナウイルスにより長期にわたって逆風が続くため、少なくとも年内は（それ以上とは言わないまでも）、米国 10 年債利回りは 50-100bps の下半分の範囲内に留まる可能性が高いと思われる。

これは一部の投資家にとって馬鹿げているように聞こえるかも知れない。しかし、高水準の債務、人口の高齢化、労働力の減少、これらを背景とした目標を下回るインフレ率や低水準の成長率など、金利を押し下げる持続的な要因が積み重なっていることを踏まえれば、こうした金利動向は想定範囲内の自然な結果であると思われる。世界的にフォワード金利のカーブが全般的に右肩上がりの形状を維持しているという事実は、総じて長期のデフレを維持しながら、スティープなイールドカーブのロールダウンを通じて利回りや資産価格の上昇を狙うことによってリターンを押し上げることになり、経済のダウンサイドリスクをヘッジする投資機会を提供している。

## 見通しパート II - 信用スプレッド：新型コロナウイルスの雲間に隠れた有望な投資先

改善されつつある経済状況が、スプレッド商品にとっては追い風となるだろうが、実際にはスプレッド商品の価格には大幅な経済回復が既に織り込まれている。

その結果、現時点では、様々なリスクが周期的に市場に悪影響を及ぼす可能性が明らかに存在している。具体的にこうしたリスクには、いつ発令されるかわからない経済活動の再停止、流動性の夏枯れ、米国新政権に対する懸念、過熱する貿易戦争、信用格付の低下、デフォルトの増加などが含まれる。

これらすべてのリスクは間違いなく信用リスク・市場のボラティリティに直結しており、警戒に値する一方で、社債を保有する投資家にとっては、経営陣との利害関係がより一致することで恩恵を受ける可能性がある。つまり、経営者は、好況時には債券保有者を犠牲にして株価を上げることに腐心するが、現在のような環境下においては、経営陣は企業存続を最優先事項として信用格付を維持し、市場へのアクセスを確保することに専心する。

結局、この先 1 年～2 年という時間軸の中で、信用上の問題や企業の破綻を回避できた投資家は、信用スプレッドの縮小によって高いリターンを得ることができるはずである。景気の回復に向けた決して平坦とは言えない道程には、多くの落とし穴が待ち構えている。しかし、経済が回復に向かい信用リスクが安定するまでの間、政府による財政および金融支援策や投資家自身の飽くなき利益追求を背景として債務者に資金が供給され続けることにより、こうした困難も相殺されるであろう。

## 見通しパート III：通貨はどう推移するか？ 回復したものの、あらためて警戒が必要

2020 年第 1 四半期 末には米ドル高となったが、連邦準備制度理事会（FRB）が短期金利を切り下げて、大規模な金融緩和政策を実施したことを考えれば、これは奇妙なことに思われた。米ドル保有の優位性は失われているものの、警戒感から米ドル高が続いた。各国通貨の状況が改善した（少なくとも、一時的に息をつく猶予を与えられた）ことを踏まえれば、米ドル安に向かうべきではないか。実際に第 2 四半期には通貨はドル安に向かった。しかし現時点では、第 2 四半期よりも状況はより混沌としている。地政学的状況と新型コロナウイルス問題を背景とした不透明感が高まっており、各国通貨の対米ドルでの割安感は減退している。そのため、北半球では夏場にリスク許容度と流動性が低下するという季節要因で、米ドルが弱含む可能性はこれまでに比べて低下している。また、不確実性の高まりで質への逃避が選好される状況では、一段と米ドル高に振れる可能性もあろう。

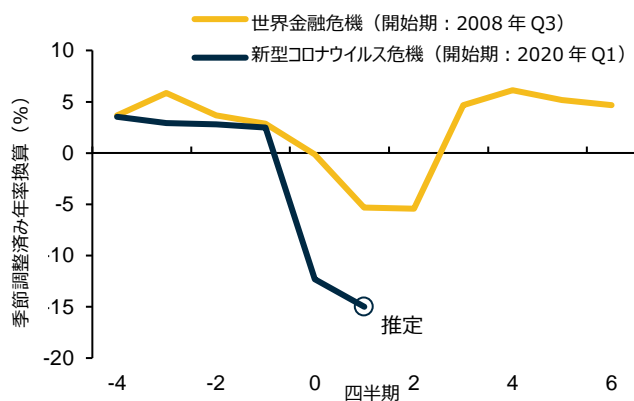
**結論：**第 2 四半期には回復が見られたが、今後の市場の上昇余地は縮小しており、多くのリスク要因や夏季ゆえの流動性欠如を背景に、ボラティリティが高まる可能性がある。しかし、財政および金融政策による下支えが維持される可能性が高いことや、経済回復が続くことから、第 2 四半期のトレンド（厳しいクレジット環境が続く中、低金利の継続で高利回り銘柄が選好され、長期国債金利は抑制され、ファンダメンタルズ改善の前にスプレッドが縮小する状況）が続くと思われる。その間、不確実性や強弱入り交じる流動性が市場のボラティリティを高め、セクター配分、銘柄選択、および通貨と金利のポジショニングを通じた超過収益獲得の機会が、通常よりも多く出現する可能性がある。

# 世界経済の見通し

## トンネルの先に見える光

世界経済は、ここ数十年で最も困難な状況に直面している。2020 年前半、経済は年率で推定 14%も縮小した。これは、世界金融危機発生時の最悪時の約 3 倍に相当する（図 1 参照）。新型コロナウイルス感染拡大とそれに伴う経済活動の停止は、経済に想像しがたいほどの打撃を与えた。

図 1：世界の実質 GDP 成長率



出所：ハーバー・アナリティクス

今後、世界経済の成長は 3 つの主要な要因により方向づけられて行くと考えている。即ち、ウイルスの感染拡大、消費者心理、および長期的に残る負の影響の大きさである。各要因について、我々は以下のように考えている。

- **新型コロナウイルスの感染拡大は今後どうなるのか？** 新型コロナウイルスは一時的には更なる急拡大を見せるのではないかと我々は以前から予想していた。米国の一部地域で感染拡大が続いているのは、こうした予想と整合しているのではないかと、あるいはウイルスが強毒化している可能性もあるのではないかと我々は考える。いずれにせよ、政治指導者や一般市民はこの新型コロナウイルスをより良く抑制する方法につき、徐々に学びつつあるように見える。これらの方策や、現在も検査・治療の分野で進展が見られることにより、主要国が再び広範な（かつ同時発生的な）都市封鎖・経済活動の制限を実施せずに済むだろうというのが我々の基本的な見方である。新型コロナウイルスが経済の回復ペースの重石となることはあっても、経済活動そのものを再び完全停止させることはないだろう。
- **消費者が再び安全だと感じることは、いつになるのか？** 消費者行動が、経済回復の要になる。経済が回復するためには、消費者が感染リスクに対して十分に安全であると感じ、サービス業に対する消費を含め消費を再開したいと思うようにならなければならない。これに関連して、消費者が経済的に十分な安心感を持ち、危機に備えるための貯蓄の積み上げに代わり、貯蓄を取り崩して支出を始め、更にはある程度の借金を始めるようにならなければならない。現在までの経済データによれば、この方面では明るい兆しが見られている。
- **経済に対する回復不能な負の影響はどのくらい大きなものになるのか？** 回復不能な負の影響は、さまざまな形を取り得る。コロナ禍を

背景として、効率的に業務を行っていた企業が短期間のうちに破綻する、労働者の失職状態が長期化してその間にスキルが劣化する、公共あるいは民間部門を問わず負債水準が上昇して経済にとつての逆風となるなどが起こりうる。こうした影響の大きさを評価するには時期尚早だが、我々は大きなマイナスの影響が生じる可能性があるかと判断している。問題は、どのくらい大きな影響が生じるかという点である。その意味で、米国の失業率が直近 2 ヶ月で急速に改善したことは、労働市場に長期的なダメージを与えるリスクの軽減には役立つはずである。

これらを考慮すれば、世界経済は徐々に回復し、2020 年下半年には GDP が持ち直すことが最も可能性の高いシナリオだと我々は考えている。しかし、同時に逆風の存在を考えれば、経済活動が 2019 年第 4 四半期の水準まで戻るには 2021 年後半かそれ以降になるだろう。この見方を基本シナリオとしつつ、一次的な上方リスクと下方リスクについても注視しておく必要があると我々は考えている。例えば、新型コロナウイルスがより早期に終息すれば、あるいは消費者心理が想定以上に好調であれば、経済はより力強く回復する可能性がある。逆に、公衆衛生当局が警告してきたように、ウイルス感染拡大の深刻な第 2 波（2020 年秋の可能性が最も大きい）が到来する場合には、更なる経済活動の制限が必要になり、再び景気後退に陥る可能性もある。

次に、我々の見通しの論拠について、より詳細な検証を行う。まず、2020 年前半の経済縮小について確認し、高頻度で更新される経済指標に見られる景気回復の初期的な兆候について触れる。次に、今後数四半期の景気回復を下支えすると見られる各国当局が実施した大規模な金融財政施策について考証する。見通しに影を落とす可能性のある不確実性についても、複数の視点で考察を行い、我々の考えを示す。

## 未曾有の景気後退とかなやかな希望の光

前章では、世界の実質 GDP 成長率がかつてない幅で落ち込んだこと、また全世界の経済が需要と供給両面で、前例のない打撃を受けたことに焦点を当てた。主要国の中で、新型コロナウイルスによる打撃を免れた国はなかった。

- **中国：**この新型コロナウイルスの打撃を最初に受けたのは中国であり、第 1 四半期の GDP は急落した。その後、中国経済は緩やかに回復してきたが、セクターによって回復の程度には差がある。工業生産は、小売業界よりかなり急速に回復した。特に、政策による刺激策の効果には目覚ましいものがあり、更に追加支援の必要性も認識されている。
- **米国：**米国経済は、現在、景気後退局面入りしており、第 2 四半期の GDP 成長率は推定で年率マイナス 30~35%の落ち込みとなる見通しである。また、新型コロナウイルスの影響には大きな地域差がある。春には、北東部が大きな打撃を受けたものの、南部と西部の多くの州は相対的に無傷のままだった。最近になって、様相は逆転し、第 1 波の大打撃を免れた一部の州（テキサス州、フロリダ州、アリゾナ州など）では、足元で感染者数が急増している。逆に、北東部の



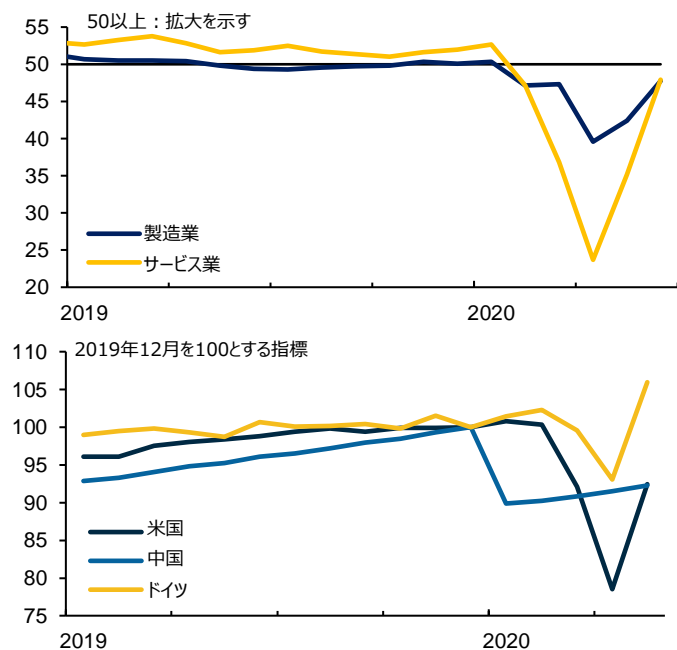
# 世界経済の見通し

州では徐々に経済活動の制限が解除されつつあり、回復局面を迎えたように見える。

- **欧州**：米国経済以上に、欧州では新型コロナウイルスによる打撃が深刻であった。これは、欧州主要国がほぼ同時に大打撃を受けたこととも関係している。明るい材料は、こうした国々が、現在、同時にウイルス感染の出口に差し掛かりつつあることだ。また、これらの国では、米国とは異なる労働市場の構造を背景として、また政府による賃金補償プログラムとも相まって、失業率の急速な悪化を回避できている。これらのプラス材料にもかかわらず、欧州経済は外需依存率が高いため、これらの国々が世界経済の回復ペースを持続的に上回るのは難しい状況である。
- **新興国**：新興国は、資本の海外流出と海外市場の需要消失による打撃を受けてきた。より最近では、いくつかの国が新規感染者と死者数の急増に直面している。こういった国の多くは、資源・コモディティの輸出国でもある。世界市場の緩やかな回復と国際通貨基金（IMF）による金融支援もあって、これらの国における金融状況はある程度改善されてきたものの、依然として逼迫した状況にある。<sup>1</sup>

重要なのは、世界経済にいくつかの明るい兆しが見られるようになっていくことであり、購買担当者景況指数（PMI）は5月、6月と反転上昇している。春季を通じて、サービス業のPMIが製造業よりも急激に下落したが、足元では、両者ともに景気拡大と縮小の分岐点である50手前まで回復している（図2参照）。まとめると、これらの指標は世界経済の景況感が改善していることを示しているものの、依然として低調な水準にあることが確認できる。

図2：世界のPMIsと小売売上高



出所：ハーバー・アナリティクス

米国では、5月に小売売上高が目覚ましい回復を遂げた。新型コロナウイルスによる売上減少幅の半分以上を回復した形である。対照的なのは中国で、米国ほど急激に小売売上高が落ち込まなかったが、小売売上高の回復はより緩やかなペースになっている。オンラインでの小売売上高の落ち込みに関しては、米国と中国はほぼ同様の傾向を示した。これに対して、ドイツの消費活動は相対的に底堅く、売上高をほぼ回復している。春季を通じた売上高の減少は相対的に穏やかであり、更に5月は単なる回復に留まらず、前月までの減少分をほぼ取り戻すほど急激な上昇が見られた。

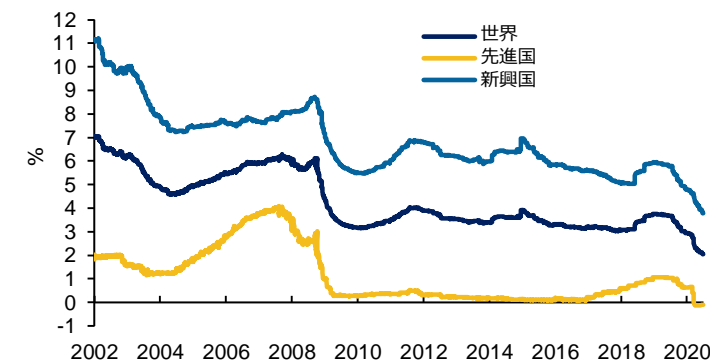
足元のデータによると、他にも明るい兆しが見られる。原油需要は、3月～4月の最低水準から、最近では穏やかな回復が見られる（そのため、原油価格も足元では若干持ち直している）。自動車の通行量やその他の移動手段の動向などにも回復の兆しが見られる。また、飲食店の予約も増加している。航空機運航量も、非常に低水準に留まっているものの、若干ではあるが増加傾向にある。

まとめると、これらの指標によって世界の経済活動が息を吹き返し始めたことが示されているが、依然として世界経済は新型コロナウイルス前の状態を大きく下回る水準にあることも示唆されている。

## 前例のない政策対応

世界経済の急激な縮小を受けて、金融財政刺激政策が矢継ぎ早に実施された。FRBと欧州中央銀行（ECB）による迅速な対応に促される形で、世界中で何十もの中央銀行が積極的な景気刺激策（例えば、政策金利の引き下げ、資産購入策の開始または拡大、流動性ファシリティーの拡充など）を実施した。さらに、市場機能の円滑化、経済活動の支援、およびデイスインフレ圧力の相殺を図るべく、金融政策が展開された。

図3：名目政策金利



出所：ハーバー・アナリティクス

- 主要先進国の政策金利の加重平均を計算すると、名目ではマイナスとなっている（図3参照）。また、主要国の中央銀行のバランスシートは膨張しており、対GDP比率で見ると、リーマンブラザーズ破綻後の2008年よりも大きい。

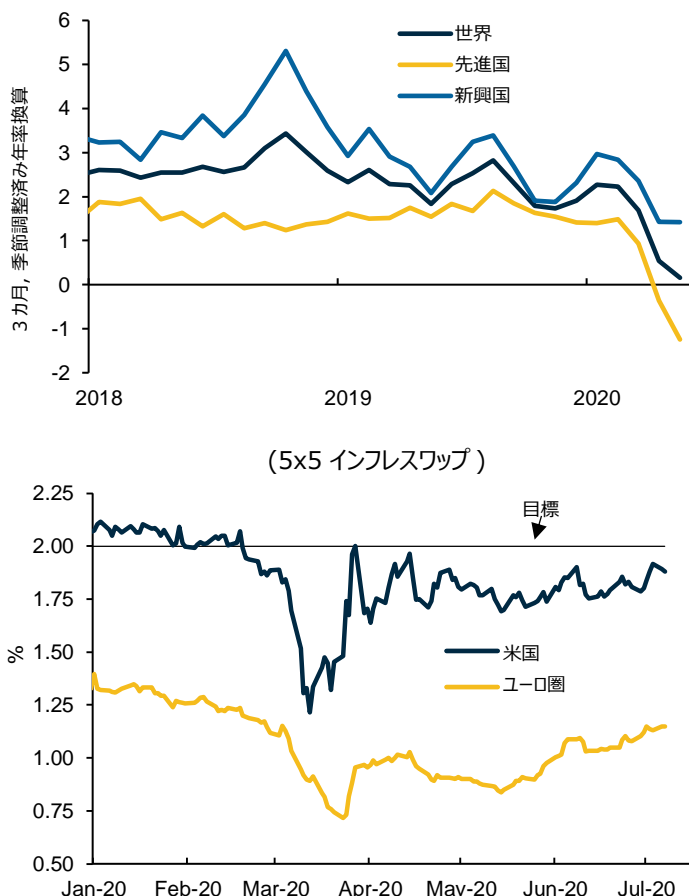
<sup>1</sup> 新興国市場の脆弱性に関するより広範な議論については、当社発行のレポート「The Prospects for the Emerging Markets—Looking Beyond the Storm」（2020年7月発行）を参照。

# 世界経済の見通し

新興国においても、中央銀行は積極的に金利引き下げを行った。多くの新興国の中央銀行は、100bps またはそれ以上の利下げを行ったが、さらなる利下げを検討している国もある。全体として、政策金利は歴史的な低水準にある。景気減速に対処するために実施されている金融緩和策の状況は、新興国の制度的な信頼性が拡大していることを示している。これまでの景気減速局面では、通貨を下支えし、通貨下落によるインフレ率の急上昇に対して予防的な抑制策を実施するため、金利はしばしば急激に切り上げられていた。

より広い視点から見ると、世界中でインフレ率が低水準で推移していることから、各国の中央銀行が一斉に景気刺激策を実施することが可能であったと言える。インフレ率が政策目標に届かない国では、インフレ率が低水準で推移していることが、景気刺激策を実施することの主要な根拠となってきた。図4に示す通り、世界のコアインフレ率は、足元で極めて低い水準で推移しており、直近の数ヶ月は、先進国、新興国ともに低下している。さらに、米国とユーロ圏を含むいくつかの国では、経済活動の急激な落ち込みと原油価格の下落を反映する形で、期待インフレ率も低下している。

図4：世界のコアインフレ率と期待インフレ率



出所：ハーバー・アナリティクス

金融政策による景気刺激策は、財政政策と組み合わせて実施されてきた。米国では、財政支出と減税合わせて2兆5,000億米ドルもの予算を議会が承認したが、追加刺激策がこの夏にも承認される可能性がある。日本、ドイツ、オーストラリア、ブラジル、南アフリカを含むその

他の多くの国でも、前例のない大規模な景気刺激・支援策が決定されている。全体では、IMFの推計によると、G20国の景気刺激策は平均でGDPの6%近い水準である。こうした政府支出は、世界経済が低迷する中で大きな景気支援効果と、より迅速な経済回復に向けた促進効果を持っている。

## リスクを評価する

結論として、世界のあらゆる主要地域・国で経済が縮小しており、2020年には世界全体で5.25%のマイナス成長となる見込みである。つまり、新型コロナウイルスの影響により世界経済は史上最悪の打撃を受けたことになり、全体的に言えば、足元の経済回復も、なお初期段階にあるに過ぎない。この回復過程は、2020年後半に加速するものと我々は予想している。そうだとすると、打撃の大きさや依然として逆風も存在することから、世界のGDPが、2021年末、あるいはおそらく2022年まで、2019年第4四半期の水準に戻る可能性は低いだろう。

こうした見直しには間違いなく不確実性が伴うことにも言及しておく必要がある。米国の一部の州で新型コロナウイルスの感染が予想外の再拡大をしたことは、このウイルスが非常に強い感染力を持っていることを裏付けており、また社会的距離を保つ必要性や店舗等が再開する際には慎重なアプローチが必要とされることも再認識させてくれた。新型コロナウイルスが、引き続き最大のリスクであり、感染第2波の可能性（特に秋のインフルエンザ流行期において）について警戒を続けている。

しかし、新型コロナウイルスだけが不透明要因ではない。我々は、政治動向についても注視している。特に、米国大統領選挙が次第に近づいており、世論調査でトランプ大統領が苦戦を続ける中、市場関係者は、特に税制と規制の点で、バイデン氏が当選した場合に起こり得ることについて、より真剣に考え始めている。はっきりしているのは、現在とは正反対の政策が実施される可能性があることだ。しかし、どの程度までオバマ大統領時代の政策に戻るかという点については、依然として不透明である。これに関連する懸念事項として、米中関係の悪化が挙げられる。今のところ、両国は完全な対立は回避している。しかし、最近になって中国が香港国家安全維持法（これにより、香港に対する中国の統制はより厳格なものになる）を成立させたことから、両国間の緊張は一層高まったように見える。

新型コロナウイルスに対処するために必要とされた未曾有の大規模な金融・財政刺激策が世界的に実施されたことで、中期的なリスクに対するいくつかの懸念も持ち上がっている。過去において、中央銀行が膨大な流動性を供給し、政府債務が膨らんだ際には、その後にインフレ率の上昇が起きた。世界金融危機時にも同様の懸念が高まったが、実際にはその後のインフレは、多くの国で中央銀行が政策対応したにも拘らず、目標よりも低い水準に留まった。もう1つのリスクは、今後、経済活動が停滞した場合、マクロ政策による経済刺激を行う余地がより限定されることである。しかし、今回のコロナ禍で我々が経験したように、上記のような制約があるにもかかわらず、各国の政策担当者は必要な支援策を提供するための制度的な枠組みを適切に実施する能力を示している。3つ目の懸念は、モラルハザードが高まるのではないかと（これが我々には最大の懸念である）という点である。政策当局による積極的な介入を



## 世界経済の見通し

---

受けて、一部の投資家の中には「経済的な苦境に直面しても、中央銀行と財務省当局を当てにすることができる」との考えも見受けられる。こうした解釈が広がれば、規律のないリスクテイクやボラティリティの上昇が助長される可能性がある。今後、こうした可能性について我々は注視してゆく。

### 先進国金利

第 2 四半期における、米国債市場の動きの中で注目すべき事象の 1 つとして、経済の確かな回復を示す初期徴候のいくつかに反応して、イールドカーブが鋭角的にスティープ化したことが挙げられる。2 年物と 10 年物の利回り格差は、当該四半期を 43bps でスタートしたが、その後期待以上に強い 5 月の賃金統計を受けて、10 年債利回りが 90bps を超えると共にベアスティープ化し 69bps まで拡大した。その後、第 2 四半期に、カーブはフラット化した。しかし、このことは我々が想定するより緩やかな回復や、FRB が物価の安定化と完全雇用の実現という 2 つの政策目標を実現するために実施するであろう今後数年にわたる金融緩和の可能性に鑑みれば、フラット化期待ポジション構築の好機になったと言える。10 年債利回りは、第 2 四半期末には 65bps となった。

第 3 四半期が始まり、新型コロナウイルス感染状況の多様性とそれが経済に与える影響が、20bps 近い歴史的な高水準にあるタームプレミアムと相まって、米国イールドカーブのブルフラット化を後押しし続けると考えている。景気回復を示す兆候が出てくるたびに長期金利は上方修正される可能性があるが、こうした調整局面は買い場を提供することになるだろう。

不確実な経済状況の中での金利上昇によって、FRB がイールドカーブ・コントロール (YCC) を含む追加緩和策を実施するのではないかと期待感が高まっている。しかし、現時点では YCC の効果は実証されていないため、FRB は間接的なアプローチを取る可能性の方が高いだろうと我々は見ている。その場合は、より明示的な、時間基準ではなく目標基準のフォワードガイダンスを提供する形になるだろう。

今後の見通しとして、米国 10 年債利回りは年内は 50-100bps の範囲で推移すると我々は予測している。しかし、もしリスク選好や経済成長が急速に陰り、FRB が市場への介入を拡大しなければならないと考えた場合には、30bps 近辺に下落するダウンサイド・シナリオも（可能性は相対的に低いものの）浮上してくる。逆に 1.0-1.3% のレンジに上昇するアップサイド・シナリオもあるが、こちらも我々の基本シナリオでは想定していない。このようなアップサイド・シナリオは、追加の刺激策、より強い経済成長、ウイルス感染者数の著しい減少、その他のリスク要因の消失といったことを前提にしなければならないが、それらが全部満たされる可能性は低い。

その他のポジションに関しても触れると、20-25 年ゾーン（最近発行された 20 年債よりやや残存の長い）の国債はアウトパフォーマンスを予想している。また、20 年のスワップ・スプレッドのワイド化、並びに第 2 四半期の実質金利下落にもかかわらず 5 年 TIPS の上昇も予想している。

それ以外では、英国物価連動債は米国 5 年 TIPS よりはるかに割高であるためショートポジションを維持し、逆にカナダの実質金利にはロングポジションを維持している。ECB が継続的に TLTRO プログラムを進める中で、欧州主要国の金利は引き続き銀行からの堅実な需要に支えられているようだが、フランスの 5-10 年国債はやや魅力的に見える。我々はまた、円ドルの通貨ベースの払いも選好している。

**見通し：**高いタームプレミアムと、緩やかな景気回復に伴う FRB の長期にわたる金融緩和政策維持の可能性から、米国のデフレーションには強気。また継続的な需要によって欧州主要国の金利は低位安定を予想。

### エージェンシーMBS

エージェンシーMBS に対する FRB のコミットメントが確認されたことで、第 2 四半期に市場の流動性は改善し続け、当該セクターは米国債をアウトパフォーマンスした。しかし、他のスプレッド物のセクター全般で同四半期に見られた強い上昇と歩調を合わせるまでには至らなかった。

FRB は、MBS のペイダウン分の再投資に加えて、月間 400 億米ドル相当のペースでエージェンシーMBS のエクスポージャーを増やしていく計画だが、第 3 四半期開始時点で MBS の保有残高は約 1 兆 9,000 億米ドルとなっていた。市場の透明性と流動性が改善したことがブローカーやディーラーを勇気付け、再びクーポンスワップ、ダラー・ロールおよび MBS/米国債のベース取引に係る市場が双方向で活況を呈している。

低金利環境下の第 2 四半期に FRB による購入が発行量対比で増加したが、第 3 四半期期初には、オプション調整後スプレッドは、引き続き狭い範囲での取引となっている。金利低下に応じて繰上償還も加速しており、コロナ禍による経済活動の停止にもかかわらず、予想以上に借り換え需要が堅調であることを示した。事実、全体的な繰上償還スピードは第 2 四半期に 2016 年のペースを上回り、ここ数年来の最高値を記録した。

今後の動きだが、FRB による資産購入が継続的ななされ（6 月の FRB レポートを見ると、少なくとも第 3 四半期までは継続される模様）、かつ、以前の量的緩和サイクルと比較しても現行クーポン債に強いダラー・ロール需要が見られヘッジ後のキャリーがポジティブになっている状況に照らせば、MBS のオプション調整後スプレッドは米国中期債対比で魅力的に見える。FRB が購入により債券を吸い上げ、TBA 市場を在庫一掃する中で、スプレッド水準はイールド志向の強い国内外の購入者にとり魅力的なものとなるであろう。

足元の状況が維持されるなら（新型コロナウイルスの大きな第 2 波がなければ）、MBS のパフォーマンスは同様な水準を維持するに違いない。すなわち、米国債をアウトパフォーマンスするが、市場が回復過程を進み、経済が徐々に復調し、そして投資家が利回り追求を続けていく中では、他のスプレッド・セクターをアンダーパフォーマンスする可能性がある。

市場にとってのリスクは、プライマリー金利低下に伴うデフレーション短期化、そしてしばらく抑制されていたハウジング関係の活動が再開されオリジネーション水準が高まってきたこと（最近の平均では 1 日当たり 80 億米ドルに達しており、これは 2020 年年初の 2 倍の水準）などがある。低金利環境が長く続く可能性が高いこと、および返済を猶予されたローン（GSE ブックの約 10%）や延滞債権は最終的にはパイアウトや繰上償還により処理される可能性があることを前提に考えるならば、予見できる範囲の将来において、繰上償還が逆風となり得る。低いクー

## 2020 年第 3 四半期セクター見通し

ポンの TBA を選好するが、高クーポン債に関しては特定プールを選択することも堅実なアプローチと言えるかもしれない。

**見通し：**米中期国債と比べて魅力的。投資家は経済が徐々に回復していく中で利回りを求め続けるので、その他のスプレッド・セクターをアンダーパフォームする可能性がある。バリュエーションに割安感が台頭する中、低クーポン、30 年物の TBA 債券は国債やスワップ金利に比べ魅力的なキャリアを提供している。FRB による購入対象銘柄以外では、我々は特定プールを引き続き選好。

### 証券化商品

セクター	サブセクター	LIBOR OAS	スプレッドの変動 (bps)
		6/30/2020	Q2
<b>CMBS</b>			
CMBS: コンデュイット型証券 2.0	利子先払い 10 年債	112	-88
BBB-格 CMBS コンデュイット型証券 3.0	BBB-	700	-118
CMBS: CMBX (OTR)	AAA	62	-39
CMBS: CMBX (2012年)	AA	213	-92
CMBS: エージェンシー集合住宅	シニア	45	-40
<b>非エージェンシーRMBS</b>			
レガシー	RPL シニア	130	-170
レガシー	2006/2007 年のオルト A	285	-315
GSE リスクシェアリング	M2	300	-625
<b>CLOs</b>			
CLO 2.0	AAA	165	-85
CLO 2.0	AA	220	-155
CLO 2.0	BBB	415	-385
<b>ABS</b>			
消費者 ABS	シニア	190	-510
消費者 ABS	B クラス	300	-600
民間学生借り換えローン	シニア	130	-195
ジェネリック	AAA クレジットカード	25	-125

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスの正式名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投資には元本損失のリスクがあります。出所：PGIM フィクスト・インカム、2020 年 6 月 30 日現在。

**非エージェンシーRMBS：**RMBS に対しては広範な返済猶予プログラムが存在しており、今回のリセッションは世界金融危機当時のそれと根本的に異なるものとなる。不注意な借り主や貸し主を救済することに伴うモラルハザードに関して、今回の政策決定者は悩む必要がなくなっている。RMBS の返済猶予は自由に行うことができるようになっているが、誰が復帰するのか、ローンの条件改定により誰が支援を必要としているのか、誰が差し押さえに服することになるのか、といった帰結は今のところ不明である。短期的な効果は、商品の種類により異なる。ファニーやフレディー (GSE) の場合、返済猶予率はモーゲージ総額の 7% 程度であるのに対し、非適格モーゲージのプールでは返済猶予率は最大 40% にも達することがある。報告される延滞率とキャッシュフロー額が必ずしも

整合しない場合があるため、担保のパフォーマンスに関するレポートの内容に、我々は細心の注意を払っている。こうした環境下にもかかわらず、全ての種類の商品において、当該四半期にはスプレッドが縮小した。GSE のリスクトランスファー債 (CRT) に関しては、コロナ問題に関連して返済猶予を受けた借り主は満期到来時または転売実行時に利息額を除いた延滞債務の残額を資本勘定に組み入れることができる旨を公表することを通じ、GSEs が投資家への債務実行を「肩代わり」した。短期的に見れば、これは CRT にとって朗報であり、スプレッドは当然大幅に縮小した。長期的な観点からは、GSEs と FHFA に裁量権があるため、CRT リスクをどのように評価するかは、我々にとって難しい問題となる。

**CMBS：**資本構成の全ての部分で大きくスプレッドが縮小したにもかかわらず、商業用不動産 (CRE) 市場は難しい環境に直面しており、新型コロナウイルスから受ける影響は不動産セクターにより強弱入り交じっている。ホテルの室当たりの収益 (RevPAR) は、対前年で 62.4% の減少となったが、エコノミークラスのホテルは、高級ホテルをアウトパフォームした。しかし、セグメントを問わず、4 月中旬に経済が底入れして以降、収益は着実に改善してきている。リテール物件は新型コロナウイルス禍以前から苦しい状況となっていたが、ショッピングモールの一時的な営業停止や店舗の閉店が続出したことで、新たな困難に直面している。ショッピングセンター REITs のデータでは、賃貸料の回収率は非常に低く 25% に留まっているが、小規模商店街 REITs でも 50% 前後と、やや上回る程度に過ぎない。優良な賃料回収率を記録しているのは、オフィス、多世帯住宅および産業用物件であり、賃料純回収率は一貫して高い水準 (90% 超) にある。この水準は、1 年前と変わりが無い。しかし、ここにも不確実性が見られる。CMBS セクターでも、延滞率が上昇している。コンデュイット型証券の担保ローンの 30 日以上延滞率はほとんど 9% に達しており、その大半をホテルローンとリテールローンが占めている。こうした状況を勘案し、投資対象となる CMBS のユニバースに目を向けると、(1) 我々は、コンデュイット型のシニア債券は十分な信用補完が確保されておりスプレッドのタイト化傾向を予想する一方で、メザンランシエは環境悪化の影響を受けるものと考え、(2) しっかりした調査を踏まえた SASB (単一資産・単一借り主) 案件 (例えばロジスティクス物件関連) は価値を増大させ続ける一方で、ホテルやリテール関係の大型案件は、より低い購入価格にもかかわらず、躊躇せざるを得ないような状況に直面する可能性がある。

**ABS：**第 2 四半期に、ABS は大きく上昇した。ABS 証券への強い需要と流動性状況の改善は、当局による大規模な刺激策の副産物である。また、供給面でのテクニカルも、好環境となっている (2019 年のペースと比較すると、34% の供給減)。ABS にとってのテクニカル面は強いにもかかわらず、ファンダメンタル面では特に消費セクターを始めとして不確実性の高まりに晒されている。この状況がどう打開されるかは、結局、新型コロナウイルスの事態がいつまで、どこまでの範囲で続くのか、およびそれに伴う経済活動制限の度合いに依存している。全般に、政府による刺激策と発行体による返済猶予プログラムの活用は、ABS 信託のパフォーマンスに短期の安定性をもたらしてきた。しかし、第 3 四半期には、経済再開のペースを刺激策がどこまで補えるかによって、担保債務不履行とデフォルトの実際の程度が定まることになる。オリジネーターの健全性と担保のパフォーマンスに関し見通しが明確になるまでは、



## 2020 年第 3 四半期セクター見通し

我々は強い ABS オリジネーターと「資本構成上最上位の」証券への選好を継続する。我々は、自動車プライムローンのリボルバー、リファイナンスされた学生ローン、および自動車ディーラー在庫ローンを選好する。これらのスプレッドは足元ですべて+100~175bps のレンジで取引されているが、引続き 2020 年初頭の水準に戻し得るアップサイドを有している。無担保の消費者ローン（特にジュニアクラスのもの）については、裏付けになる借り主たちが相対的に劣悪な与信状況に直面し兼ねないので、我々は警戒している。AAA 格のクレジットカードについてはスプレッドが新型コロナウイルス禍発生前の水準に戻ってきたため、リスク志向の強いポートフォリオにおいては売却している。

**CLOs :** AAA CLO のスプレッドは、資本構成におけるその他のトランシェと共に、引き続き第 2 四半期には回復した。AAA のスプレッドは直近の最高水準から約 75%戻してきたが、市場が元本毀損のリスクを織り込みつつ値付けしている中で、メザニン CLO のセカンダリー市場におけるスプレッドは大きく二極化している。こういった元本毀損は、経過年数の長い CLO において発生する可能性が高い。これらの CLO の担保プールは新型コロナウイルス禍発生以前から存在していた問題、とりわけ小売とエネルギーセクターにおける問題によりストレスを受けているためである。こういった損失の可能性にもかかわらず、投資家がより高い利回りを求め続けるため、プライマリー市場では BB-トランシェの発行が再開している。プライマリー市場での BB-格債のスプレッドは、セカンダリー市場における同格付の債券に比して少なくとも 500bps 程度低い水準にあるが、これは裏付け担保の質が高いことや信用補完の高さを反映している。裏付けローンに係る問題から、メザニントランシェについては、さらに格付の下方遷移が予想される。担保ローン企業の格付が CCC に遷移するかデフォルトとなる事態が今後加速することが予想され、そのため、CLO に係る超過担保テストに抵触する傾向に拍車がかかる（これは、レバレッジを下げるため AAA トランシェにとってはポジティブな状況となる）。CLO のシニアトランシェは 引続き与信損失から保護されると我々は予想するが、それより低位のメザニントランシェは毀損するか完全にライトオフされる可能性がある。CLO マネジャーの一部は、ウェアハウス中のポートフォリオで損失が発生していたり、ストラクチャー内のキャッシュフローの流れが切り替わったりすることで劣後部分のアセットマネジメントフィーが減収となることにより財務上のストレスがかかる可能性があるため、マネジャーの動向も注視している。向こう 1 年間では、我々はシニア債のスプレッドに関しては強気の見通しを維持しており、新型コロナウイルス禍以前と比べてタイト化する可能性が高いと考える。しかし、新型コロナウイルス禍から経済が影響を受ける中でボラティリティは高まるものと我々は予想しており、向こう数ヶ月の中で市場のリスクセンチメントの変化に伴う収益機会が随所で出現することが予想される。

**見通し :** 概ねポジティブな見方。高格付債のスプレッドは、新型コロナウイルス禍以前の最低水準に迫ることが予想される一方、メザニン債は特に小売業界と接客業界へのエクスポージャーが大きい CLO と CMBS を始めとしてファンダメンタルズ面で苦しい状況にある。コンシューマー ABS と商業 ABS および高格付の RMBS に関しては、やや強気のスタンス。米国では大統領選挙の日程が近づく中で、法人税および関連規制に係る政策変更に対する脆弱性がより少ない証券化資産は他のクレジットセクターをアウトパフォームする可能性がある。

## 投資適格社債

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS (bps)
	Q2	YTD	Q2	YTD	6/30/2020
米国投資適格社債	9.36	5.18	-122	57	150
欧州投資適格社債	5.28	-1.19	-90	56	149

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスの正式名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投資には元本損失のリスクがあります。上記はブルームバーグ・バークレイズ米国社債インデックスおよびブルームバーグ・バークレイズ欧州社債インデックス（ヘッジなし）のデータに基づきます。出所：ブルームバーグ・バークレイズ、2020 年 6 月 30 日現在。インデックスに直接投資することはできません。

各国中央銀行による前例のない大規模な支援策、世界の多くの地域で始まった一定の制約下における経済活動の再開、原油価格の引き締まった需給といった要因によって、世界の投資適格社債は第 2 四半期に回復を見せた。新規発行は、米国でも欧州でも、発行体が低金利での手元流動性積み上げを意図したことから記録的な水準に達している。その間も、投資家は利回り希求の動きを継続したが、その中で、第 1 四半期には、新型コロナウイルス禍によってスプレッドがあまりにも短期間のうちに、あまりにも高い水準にまで達していたことが認識されていた。年初来で見ると、米国社債の対国債スプレッドは、2019 年末に +100bps 以下であったものが、3 月半ばには最大 370bps 前後にまで上昇し、その後、第 2 四半期末には +150bps まで縮小している。

**米国投資適格社債 :** FRB による積極的な刺激策（ほとんどゼロに近い FF 金利レート、プライマリー市場およびセカンダリー市場での社債買入枠など）により、第 2 四半期における市場の流動性は大きく改善した。今年の新発債の累積発行額は第 2 四半末までに約 1 兆 1,000 億米ドルと記録的な高水準に達しており、2019 年における通年の発行総額を既に超えている。ヘッジコストが下がったことから、米国内だけでなく米国外も含め、旺盛な投資家需要がみられている。第 1 四半期とは異なり、BBB 格債、長期債、およびエネルギーや自動車など大きく売り込まれた業種がアウトパフォームした。

フリーキャッシュフローの改善、バランスシートの改善、あるいは債券の借り換えや満期延長といった対策を講じる大多数の企業にとり、ファンダメンタルズが引き続き鍵となっている。こういった姿勢は、今後数四半期は債権者の利益となるものに違いない。例えば、新規調達資金の大部分は、株主配当金、自社株買い、あるいは M&A といった用途ではなく、資本構成や手元流動性の改善を目的としたものであった。第 2 四半期末に向けて見られた、もうひとつのゲームチェンジャーは、それまで ETFs の購入が中心だった流通市場社債買入枠（SMCCF）に個別社債を含めるという FRB の意思決定である。FRB は、今後、BBB 格以上で残存期間 5 年未満のインデックス適格社債の購入を進める。この動きは、市場のバックストップになるだけではなく、スプレッドを新型コロナウイルス禍以前の水準に戻すため自らが市場のアクティブな参加者になるという FRB の意思を示している。また、信用格付引き下げは引き続き懸念要因となるが、第 2 四半中に格下げの動きは減少している。

こうした背景を踏まえ、FRB の債券購入プログラムの恩恵を得ることが可能な短期債、およびスプレッド水準が魅力的で今後のタイト化に際して有利な長期債を我々は選好する。また、新発 20 年国債に比して 20 年近傍の社債も魅力的に見える。更に、一部の高利回り BBB 格社債、ディストレス状況から生き残る銘柄、自動車・石油化学製品など

## 2020年第3四半期セクター見通し

の景気循環銘柄、およびオフザラン銘柄などでスプレッド縮小の投資機会を我々は探してゆく。また、景気変動の影響を受けにくい電力、課税地方債、および大手銀行を我々は引き続き選好している。事実、大手銀行全行が第2四半期末に行われた年次ストレステストに合格したが、FRBは自己資本維持のために新たな規制（例えば、自社株買いの一時停止、株主配当の上限設定など）を課している。各行は、2020年のある時期までに配当計画を提出することを求められている。

**欧州投資適格社債：**欧州社債のスプレッドは米国社債に比して第1四半期の拡大幅が小さかったのと同様に、第2四半期の縮小幅も小さかった。また、欧州社債インデックスは、米国インデックスより残存年限が短めとなる傾向を示している（米国の6年半～7年に対して、欧州は5年程度）。

歴史的な高水準の新発債発行と投資家の利回り需要が、スプレッド縮小の主たる要因となっていた。新発債のコンセッションは発行体の格付や市場のリスクアベタイトによって大きく異なっていた。全体として、市場の需給は各国政府の経済刺激策およびECBの資産購入プログラム（既存のプログラムに加えて、規模が7,500億ユーロから1兆3,500億ユーロに拡大された新設のパンデミック緊急購入プログラム）により、強力に下支えされている。こうした資産購入プログラムの規模は、他の主要中央銀行（FRB、イングランド銀行）に匹敵している。

米国と同様、信用ファンダメンタルズについては、詳細な観察を続ける必要がある。大多数の企業経営陣はバランスシートを改善するべく努力を続けているものと我々は信じているが、新型コロナウイルス禍に伴う都市封鎖による最終的な影響がどうなるものになるのか、企業の安定性をどこまで揺るがすことになるのかについては、時間以外に証明できる者はいない。

欧州社債のポートフォリオにおいて、我々はスプレッド・デューレーションをインデックス対比+0.2年程度としている。米欧での中央銀行による政策の類似性から、我々はユーロ建社債スプレッドと米ドル建社債スプレッドの魅力度は拮抗していると見ている。政府施策によって全面的なサポートを得られるはずの銀行について、我々は引き続きオーバーウェイトとしている。リバースヤンキー債（ユーロ建米国社債）についても、我々はオーバーウェイトとしている。これらの債券の多くは、同一発行体の米ドル建社債や類似のユーロ建債よりも投資家に好ましい価格で発行されている。

**グローバル投資適格社債：**グローバル社債ポートフォリオに関しても、我々は同様なポジションを取っている。すなわち、ユーロ対米ドルのリスクエクスポージャーは拮抗しており、スプレッド・デューレーションはややオーバーウェイトしている。（ユーロと米ドルに関してはややロング、日本円、スイスフラン等に関してはややショート）。ポンド建スプレッドに関しては、引き続き中立ないしアンダーウェイトとしている。また我々は、米ドル建の米国大手銀行と電力、およびユーロ建の銀行・一部の産業セクター銘柄（ただし、必ずしも欧州企業に限定しない）を、引き続き選好している。我々は引き続き、同一発行体間や類似の発行体間のユーロ建債券と米ドル建債券間の価格・利回りの乖離が生む投資機会を探っている。

今後の見通しとしては、社債市場は新型コロナウイルス禍の不確実性が継続する中、短期的にはネガティブ報道のリスクに晒されており、経済

活動再開が停滞するリスクや世界貿易を巡って高まる緊張などにも敏感に反応するだろう。一方、第2四半期に記録的な高水準となった新規社債発行は、第3四半期には著しく減少すると予測している。また、米国と欧州のスプレッド水準は依然として魅力的であり、経済が回復していく中で、我々は付加価値追求の機会を積極的に探索してゆく。また、世界各国の中央銀行・政府は、引き続き経済回復のためのサポートを行い、必要に応じて追加刺激策を実施すると考えている。

**見通し：**中央銀行による市場サポートと経済回復への展望から積極的な見方。米国の大手銀行、一部のBBB格銘柄、景気循環銘柄、および「墮天使（フォールンエンジェル）」銘柄を選好する。

## グローバル・レバレッジド・ファイナンス

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS/DM (bps) 6/30/2020
	Q2	YTD	Q2	YTD	
米国ハイイールド債	+9.61	-4.78	-233	+284	+644
欧州ハイイールド債	+11.16	-4.95	-238	+217	+542
米国レバレッジド・ローン	+9.71	-4.76	-274	+239	+700
欧州レバレッジド・ローン	+12.95	-3.36	-391	+185	+607

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスの正式名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投資には元本損失のリスクがあります。出所：ICEバンクオブアメリカ・メリルリンチ・クレディ・スイス、2020年6月30日現在。インデックスに直接投資することはできません。欧州ハイイールド債および欧州レバレッジド・ローンはユーロ・ヘッジ後のリターン。

**米国レバレッジド・ファイナンス：**マクロ経済と資本市場の安定化を目的として前例のない規模で実施された金融および財政刺激プログラムに投資家がポジティブに反応したため、第2四半期に米国ハイイールド社債市場は急反発した。スプレッドは3月に1,087bpsまで拡大していたので、そこからは縮小したものの、1月の338bpsというタイトな水準と比較すれば、依然として大幅にワイドな位置にとどまっている。

投資家心理を反映する形で、第2四半期には資金フローは大幅プラスであった。直近の12週間の中で、過去最大級の週次流入超過が5回も観測された。相対的に低格付債が好調で、CCC格債がB格やBB格をアウトパフォームした。しかし、2020年初来で見れば、BB格債が引き続きB格やCCC格をアウトパフォームしている。空運を除くすべてのセクターが、第2四半期にはプラスのリターンを挙げており、エネルギー、カジノ、自動車、宿泊サービスなどがアウトパフォームしている。第2四半期に37%という強い上昇を示したエネルギーセクターは、2020年初来では依然として-17%となっている。

発行市場は、5年物・有担保債の発行から再開したが、投資家が資本構成や年限の観点からより積極的に買い意欲を示す中で、発行条件は徐々に緩やかなものになってきている。市場はほとんど1ヶ月近く閉鎖していたにもかかわらず、1,990億米ドルもの発行がなされ、これは対前年同期比で57%の増加となる。ネットの発行総額は810億米ドルだったが、これは対前年同期比で89%の増加である。

過去に例の無い金融および財政政策（直近の墮天使銘柄やハイイールドETFを購入するとのFRBの意思決定など）を背景に我々はハイ



## 2020 年第 3 四半期セクター見通し

イールド社債に中期的に強気の見方を維持している。また、向こう 2 年に、デフォルト率がそれぞれ 10%と 5%上昇することが予測される中、現在のスプレッド水準はリスクを適切にカバーしていると我々は確信している。ただし、目先の市場は新型コロナウイルスの第 2 波、11 月の米国大統領選挙、資金流入ペースの鈍化、企業の損失を補うための起債増などの不確実性に対する脆弱性があると考えている。

ポジショニングの観点からは、墮天使銘柄と墮天使候補銘柄を物色している。また、直近のアンダーパフォーマンスを受けて BB 格債は相対価値ベースで魅力的であり、第 2 波による都市・経済閉鎖の影響も相対的に小さいものと思われる。現時点では、我々は BB 格をアンダーウェイトとしているが、選別的にエクスポージャーを増加させている。独立系発電事業者を継続的にオーバーウェイトとしており、エネルギーセクターの中では、原油関連企業はアンダーウェイト、天然ガス関連企業はオーバーウェイトとしている。

レバレッジド・ローンのスプレッドは 3 月に 974bps まで拡大した後、第 2 四半期には縮小した。それでも、新型コロナウイルス以前のタイトな水準より、なお十分にワイドな水準にある。ローン投信は、第 2 四半期に引き続き大きな資金流出を経験したものの、限定的な新規発行と CLO からの需要によって、比較的引き締まった需給環境となった。

第 2 四半期に、ローンのデフォルト率は急激に高まったが、企業の手元流動性がさらに逼迫する中で、今後さらに高まるものと我々は予想している。その傾向は、新型コロナウイルス禍の直撃を受けた、または二次的な打撃を受けた B2 格と B3 格発行体において顕著なものとなるだろう。とりわけ、通常の経済活動に短期間に回復しない場合、今回の危機は多くの発行体に大きな損害をもたらすこととなり得る。我々の予想では、最悪のリスクに直面するのは、小売、エネルギー、カジノ、宿泊サービス、空運、自動車部品、およびレジャー産業となる。現在、我々は BB 格上位で、ケーブル、スーパーマーケット、食品、テクノロジー、ヘルスケアなどのディフェンシブ業種に属する銘柄を選好している。また公正価値を大きく下回る水準まで売り込まれた一部の銘柄についても物色している。

**欧州レバレッジド・ファイナンス：**第 2 四半期に、欧州のハイイールド社債は、スプレッドが 3 月中の最もワイドな 884bps から縮小する中で、四半期としては 2012 年第 1 四半期以来の好調なパフォーマンスを記録した。高格付銘柄やディフェンシブ業種から上昇が始まり、その後は市場がより楽観的な回復を織り込み始める中で新型コロナウイルス禍が直撃した業種（例えばレジャー、交通運輸、カジノ、自動車など）がリターンを牽引した。格付別にみると、CCC 格債がアウトパフォームした。第 2 四半期に回復したものの、スプレッドは過去の平均対比でなお魅力的な水準にあり、我々の見解では、長期的に投資家に良好なリターンをもたらすだろう。

今後、数四半期はデフォルトが増加する可能性があるが、既に予想された格付調整の動きは概ね終了している。経済面でのストレスにもかかわらず、欧州におけるハイイールド社債の 2020 年のデフォルト率は 3% 以下に留まり、米国でのデフォルト率をかなり下回ることになるだろう。我々の基本シナリオでは、デフォルト率は 2020 年に 1.3%、2021 年に 2.0%となる。短期のストレスの大部分は、企業の適切なコストと手

元流動性の管理、並びに投資家や当局によるサポートの組み合わせによって既に対処されている。

新型コロナウイルス禍からの回復過程では、何度も減速局面を経験するに違いない（そのため、市場の動きを短期で予測するのは困難である）ものの、我々は主要国の経済が緩やかに再開されていく中、マクロ経済データが徐々に改善していくものと確信している。アクティブ運用と優れた銘柄選択によって、大半の信用劣化を避け、かつ魅力的な投資機会を活かせるものと考えている。ポジショニングの観点からは、ハイイールド社債に関して強気の見方を維持し、当面はローンより債券を選好する。現在、我々は刻々と変化する状況の中でレティババリューに基づく最良の投資機会を見極めつつ、ポートフォリオのリスクをオーバーウェイトしている。

**見通し：**過去の平均対比で魅力的なスプレッド水準は長期的に投資家に良好なリターンをもたらすだろう。ただし、短期的には概ねレンジ内での動きとなるものの、新型コロナウイルス禍によって高いボラティリティが続く。ボラティリティが高まる局面では、アクティブな銘柄選択がマネジャー間の差別化要因になる。

## エマージング債券

	トータル・リターン (%)		スプレッド / 利回り変化 (bps)		OAS (bps) / 利回り%
	Q2	YTD	Q2	YTD	2020 年 6 月 30 日
エマージング債券 (ハードカレンシー建)	+12.26	-2.76	-152	+184	+474
エマージング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	+5.01	+3.51	-0.85	-0.71	4.51%
エマージング通貨	+3.42	-5.34	-1.57	-1.47	1.89%
エマージング社債	+11.15	-0.16	-160	+128	+439

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスの正式名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投資には元本損失のリスクがあります。出所：JP モルガン、2020 年 6 月 30 日現在。インデックスに直接投資することはできません。

エマージング市場は、第 2 四半期に大きく回復した。3 月の市場下落局面での最悪時に、最も大きく下落したエマージングのハイイールド債券は、売られ過ぎの水準から大幅に買い戻された。ソブリン債インデックスのスプレッドも、最も拡大した時点の+721bps から縮小しているが、年初からは依然として+170bps 拡大した水準にある。また同インデックスの中でも、発行体によって大きなスプレッドの違いがある。エマージング市場のハイイールド債のスプレッドは 817bps と拡大した水準が続いており、米国ハイイールド債のスプレッドよりも約 200bps ほど拡大した水準にある。エマージング市場の発行体は、先進国の発行体のように中央銀行の資産購入などの支援を受けることはできないとはいえ、広範な流動性の改善、経済見通しの改善、原油価格の反発、市場での資金調達が可能で状況が続いていること、突然の経済停止というシナリオに直面し得る新興国に対する IMF やその他のルートからのサポートなどの恩恵を受けると見ている。

本年 2 月に現地通貨建債券インデックスに組み入れられた中国を除いて、すべての国で全年限にわたり利回りが低下した。この顕著な動きの



## 2020年第3四半期セクター見通し

主な要因は、エマージング国の中央銀行が伝統的な金融政策と非伝統的な金融政策を活用した積極的な緩和策を実施したことであった。FRBとECBによる前例のない大胆な緩和策の実施が、エマージング国の政策当局者に対する追い風となった。また、インフレに繋がる可能性が低い環境であるため、通貨安の懸念なしに大胆に金利引き下げを行うことができた。その結果、大部分の新興国で、主要政策金利が史上最低の水準まで低下した。そして、3月に起きた急激なレバレッジ解消により、ほとんどの現地通貨建金利のカーブがスティープ化していたが、それも反転している。

エマージング通貨は、第1四半期に下落した分の半分以上を第2四半期に取り戻した。エマージング通貨の上昇は、5月18日に始まった。この日、フランスとドイツにより欧州復興支援ファンドの提案が行われ、またコロナワクチンの開発についての楽観的な見通しが広がったことをきっかけに、米ドルが幅広く売られた。大幅なロングポジションに偏っていた市場での米ドルのロングポジションが巻き戻されたことも、同時期に多くの脆弱なエマージング通貨がアウトパフォーマンスするのに大きな役割を果たした。エマージング通貨が先進国通貨建債券と現地通貨建債券市場に遅れて回復するという我々の見方が正しかったことが示された。我々は、引き続きエマージング通貨に対し慎重な見方を維持する。

**第3四半期は何が問題になるか？** 経済データと市場のパフォーマンスが反転したにもかかわらず、今後については、ファンダメンタルズ対比で見たバリュエーションと新型コロナウイルス感染第2波の可能性に関する議論が、投資家心理とリスクアパタイトを支配することになるだろう。新興国のファンダメンタルズの悪化が、どの程度までデフォルトを増加させるのか、あるいは債務の持続性に関する疑念を強めるかが投資家にとっての主要な関心事となるだろう。

より長期的な視点に立てば、新型コロナウイルス感染拡大による新興国経済に対する問題は、エマージング市場に脆弱性をもたらす複数の要因のひとつに過ぎないと我々は考えている。コロナ禍がもたらすより長期的な影響としては、それぞれの新興国における感染者数の拡大との相関関係よりも、根底にあるマクロ面、金融面のファンダメンタルズとの相関関係の方が大きいだろう。しかし、新興国の発行体の当面の資金調達ニーズが管理可能な水準であることを踏まえると、発行体の長期的な抵抗力の高さはしばしば見落とされがちである。

エマージング市場の先進国通貨建債券については、格付水準にかかわらず依然として縮小余地があり、引き続き、より高格付の銘柄とデフォルトリスクを過度に織り込んでいる低格付の発行体の両方に魅力があると我々は考えている。ディストレス銘柄を含め、エマージング資産に関わる脆弱性の多くは、既に価格に織り込まれていると見られる。仮に今後の回復軌道が失望を招くものとなった場合でも、先進国・新興国両方の政策当局からのサポートを踏まえれば、3月に起こったような市場下落は再現されないだろうと見ている。我々は、国際機関も支援の枠組みを強化していくと予想している。

**エマージング社債：**コモディティ価格の正常化と金融市場の状況改善を踏まえ、エマージング社債セクターのファンダメンタルズについては、最悪の状況を回避することが可能だと我々は考えている。エマージング社債セクターのハイイールド銘柄のデフォルトは、我々の2020年の予想デフォルト率6~8%の範囲の下限に近いところで着地するのではないかと

見ている（年初来のデフォルト実績は1.7%）。エマージング企業は与信枠の引き出し、資産売却の交渉、設備投資の削減、そして債券発行までも可能になっている。こうした状況は、第1四半期末時点では想像できなかった。エマージング社債のスプレッドは6月末時点では439bpsで、3月後半の最も拡大した水準からは200bps以上縮小したが（長期平均は300bps台の半ば）、中長期に見てバリュエーションはなお魅力的である。今後も大量の新規発行が予定されているが、中国の不動産発行体など一部セクターでは、国内市場で低金利での借入れが行えるため、新規発行は恐れていたよりは少ない状況となっている。新規発行時のコンセッションはゼロ近くまで縮小しているとはいえ、堅調な需要が続いている。我々のポジションとしては、引き続き質の高いハイイールド銘柄を選好し、また十分な規模に達していない石油・ガス、コモディティ銘柄をアンダーウェイトとする。

**現地通貨建エマージング債とエマージング通貨：**絶対値で見ると、現地通貨建インデックス全体、個別国ごとのインデックスの利回りは、ともに史上最低水準となっているが、先進国の主要金利との比較では、新興国と先進国の利回り差は、さらに縮小する余地がある。第3四半期において、3つの要素によって超過収益獲得の機会が得られると我々は考えている。即ち、(1)中央銀行の利下げ余地がある国の短期の年限に焦点を当てること、(2)種々の量的緩和施策が実行される中で、カーブの形状変化を積極的に予測すること、(3)エマージング通貨と現地通貨建債券間の相関関係に着目することである。

FRBが今後2~3年は現行政策を維持することが予想される中で、イールドカーブ上の5年ゾーンは、タームプレミアムが生じている新たなポイントとして注目される。5年物米国債に対する指標インデックスのスプレッドは425bpsと、非常に魅力的である。現地通貨建債券の長期ゾーンは債務と財政赤字の増加に対し脆弱だと思われるが、5年から7年ゾーンは我々の見方を反映させるのに適切な年限だと考えている。

メキシコ、ロシア、インドネシア、中国の政策金利は、引き続き史上最低水準を上回っており、ブラジル、南アフリカなどの政策金利に見合う水準まで低下していく可能性がある。メキシコ、ロシア、インドネシアの政策金利は、2020年内に3%引き下げられる余地があると我々は見ており、これら3カ国について2年ないし5年の金利スワップと債券のポジションを構築している。中国の金利水準は、経済ファンダメンタルズに比し大幅に高い水準にあり、マネーマーケットの流動性は、いったん中国人民銀行が複数存在する金利裁定が可能な抜け道を閉じた場合、第1四半期の水準まで戻る可能性がある。チリ、ペルー、チェコ、ブラジルでは実質金利がマイナスであり、名目政策金利が史上最低水準にある状況で、量的緩和政策が超過収益を生み出す可能性がある。トルコは、インフレ圧力が再び高まり始めている唯一の国であり、アンダーウェイトすることを検討する必要がある。

我々は、資金フローの状況が改善しない場合、エマージング通貨の反転上昇は持続しないと考えている。第2四半期には、現地通貨建債券とエマージング株式の両方から純流出が見られた。エマージング通貨の市場ポジションは、以前の米ドルロングにかなり傾斜したポジションから、現在は継続的に平均的な位置に近い状況にある。今後を展望すると、エマージング通貨のパフォーマンスは、グローバルなリスク資産のパフォーマンス次第であり、グローバルなリスク資産のパフォーマンスは、年末までに

## 2020年第3四半期セクター見直し

明らかとなる経済回復の状況次第である。今後の回復が予想以上に速く強いものであれば、現地通貨建債券とエマージング株式への資金流入が復活し、エマージング通貨をある程度下支えするだろう。逆に、回復が失望をもたらすものであれば、市場ポジションがより中立に近い中で、エマージング通貨にとっては困難な状況になる可能性がある。現時点では、我々は相対価値による投資機会をより重視している。我々は、相対的に高いキャリー、より高い成長性、強い対外収支ポジション、そしてグローバリゼーションによる利益にあまり依存していないこと、などの要因から恩恵を受けている通貨がアウトパフォームする可能性が高いと考えている。我々は、インドネシアルピア、ロシアルーブル、韓国ウォン、シンガポールドル、タイバーツなどの通貨を选好し、続いてメキシコペソや中東欧の通貨も選好する。ブラジルレアル、チリペソ、コロンビアペソ、南アフリカランド、トルコリラは、財政赤字、経常収支赤字は相対的に大きく、そして低成長、実質金利が低水準ないしマイナスであるため慎重な見方をしている。

**見直し：** ポジティブな見方。先進国通貨建債券が、引き続き魅力的。予想される経済状況と財政の悪化に備えて、多くの発行体では資金調達を既に完了している。様々な信用力水準にあるいくつかのソブリン発行体や企業のスプレッドは縮小すると予想する。現地通貨建債券では、金利カーブのポジション、および実質金利がプラスで利下げ余地のある市場から超過収益が生まれる可能性がある。エマージング通貨については、より慎重な姿勢を取っている。一方、それぞれ異なる影響を受ける通貨間で、魅力的な相対価値に基づく投資機会があると考えている。

### 地方債

	トータル・リターン (%)	
	Q2	YTD
高格付債	2.72	2.08
ハイイールド債	4.55	-2.64
長期課税地方債	9.15	9.07

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスの正式名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投資には元本損失のリスクがあります。このデータは、ブルームバーグ・バークレイズ地方債インデックスによります。出所：ブルームバーグ・バークレイズ、2020年6月30日現在。インデックスに直接投資することはできません。

消化可能な範囲での発行（第2四半期までの年初来総額で1,980億米ドル）は、第3四半期にも続くと予測されている中、発行では課税地方債が全体の35%以上を占めており、非課税市場の需給をサポートする状況となっている。投信からの継続的な資金流入期待も、第3四半期の非課税地方債にとり有利な需給要因となるだろう。また、地方債のイールドカーブが相対的にスティープ化した（5年物-30年の地方債のカーブは、第2四半期に32bpsスティープ化し122bpsとなった）ことから、第3四半期にはカーブがフラット化する予想の中で、長期債での魅力的な投資機会を提供している。多くの高格付セクターの信用スプレッドが最もワイドな水準から概ね回復した中で、いくつかのセクター（例えば運輸、病院など）では後れを取っている。さらに、投資適格低位の銘柄は、AAAやAA格の銘柄に比しパフォーマンスが劣後している。第2四半期には立ち直りが遅れたセグメントも、第3四半期には

信用スプレッドタイト化の流れの中でアウトパフォームすると我々は予想している。

大半の地方債セクターでは、長期的な信用ファンダメンタルズは安定的だが、多くのセクターで短期的見通しが悪化している。景気後退の深刻度や期間、およびそれが発行体に与える影響に係る不確実性が、引き続き当該セグメントの重石になっている。第2四半期には、CARES法（新型コロナウイルス経済対策法）による連邦政府からの支援、およびFRBが新たに導入したMLF（地方債買い入れ制度）により、市場は安定化した。しかし、大規模な支出削減、公務員の一時休暇・レイオフ、および多くの州・地方政府が直面している予算ギャップ解消のための借り入れ増を防止するためには、連邦政府レベルでの追加刺激策が必要となるだろう。新型コロナウイルス感染者数が再増加している一部の州・地方政府では、連邦政府による新たな刺激予算が緊急に必要なとなっている。また、限定的な収入源に依存した一部のハイイールド地方債ではデフォルト増加の可能性があると思われる。

高格付の課税地方債は同格の社債と同等のパフォーマンスになるはずだが、地方債の方が流動性の制約はきついかも知れない。しかし、不可欠な公共サービスに係るレベニュー債の発行体は、社債発行体に比して、複数ノッチ格下げとなるリスクは大幅に低いと我々は考えている。

**見直し：** 多くのセグメントで魅力的なバリュエーションと良好な需給環境から強気の見方。しかし、新型コロナウイルス感染者が改めて急増する中、短期的には慎重な見方が必要となる。州・地方自治体に対する連邦政府の追加支援が短期のうちに実施されない場合、ボラティリティが上昇する可能性がある。



## 留意事項

### 留意事項 1 (原本の Important Information を翻訳)

データの出所 (その他特に断りのない限り) : PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ、2020年7月現在

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社である PGIM インクおよびブルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。PGIM フィクスト・インカムはニュージャージー州ニューアークを本社とし、世界的にみると次の事業も含まれます。(i) ロンドンの PGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM ジャパン)、(iii) シンガポールの PGIM (シンガポール) におけるパブリック債券部門。ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするブルデンシャル社とはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供して当ってPGIMはお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見及び推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方 (当初の配布先の投資アドバイザーを含む) に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点 (または本資料に記載したそれ以前の日付) における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより (直接的、間接的、または派生的に) 被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

**利益相反:** PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A 部をご覧ください。

欧州経済領域 (EEA) では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラントが第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです: Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)により、MiFIDのトップ・アップ・サービス能力を有するオルタナティブ・インベストメント・ファンド・マネージャーとして認可されています。(登録番号: 15003620) PGIMリミテッドとPGIMネーデルラントは、EEAの様々な法域でサービスを提供あるいは正式な営業権に基づき事業することが認められています。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州2001年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり (登録番号: 193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。(ライセンス番号: 49012)

© 2020 PFI and its related entities.



## 留意事項

米国投資適格社債：ブルームバーグ・バークレイズ米国社債インデックス。ブルームバーグ・バークレイズ米国適格社債インデックスは、産業セクター、公益セクター、金融セクターが発行する、米ドル建、投資適格、固定金利またはステップアップ金利の課税証券を対象としています。これには、特定の満期、流動性、およびクオリティ要件を満たす、米国の公募社債および外国社債と海外の担保付き約束手形が含まれる。このインデックスに組み入れられている証券は、最終満期まで少なくとも1年の期間を有し、ムーディーズ社、S & P社、フィッチのミドル・レーティングにて投資適格(Baa3/BB-/BBB-)以上でなければなりません。

欧州投資適格社債：ブルームバーグ・バークレイズ欧州社債インデックス。ブルームバーグ・バークレイズ欧州総合社債インデックスは、投資適格債、ユーロ建、固定金利、社債のみを測定する、規定に基づいたベンチマークです。満期1年以上の債券のみが対象となっています。

米国ハイイールド債：ICEバンクオブアメリカ・メリルリンチ米国ハイイールド・インデックス。ICEバンクオブアメリカ・メリルリンチ米国ハイイールド・インデックスは、米ドル建、投資適格、固定金利またはステップアップ金利の課税社債市場を対象としています。このインデックスには、エマーゼンシング債は含まれません。このインデックスに組み入れられている証券は、最終満期まで少なくとも1年の期間を有し、ムーディーズ社、S & P社、フィッチの各ミドル・レーティングにて投資適格(Baa3/BB-/BBB-)未満でなければなりません。

欧州ハイイールド債：ICEバンクオブアメリカ・メリルリンチ欧州通貨ハイイールド・インデックス。このインデックスは、ICEバンクオブアメリカ・メリルリンチ欧州ハイイールド・インデックスの値を表しており、ユーロ建の国内債またはユーロ債市場で公募された、ユーロ建の、投資適格に満たない社債のパフォーマンスを参照しています。対象となる証券は、(ムーディーズ社、S & P社、フィッチの平均で)投資適格未満である必要があり、また、満期までの残存期間が1年以上、クーポン・スケジュールが固定されており、最低残高が1億ユーロでなければなりません。ICEデータ・インデックスLLCは、許可を得た上で使用されています。ICEデータ・インデックスLLCは、ICEデータ・インデックス及び関連データである「AS IS」の使用を認めるにとどまり、同インデックス及び関連データの適切性、品質、正確性、経済性、完全性について保証するものではありません。また、これに含まれる、あるいは関連するデータについて保証するものではなく、その利用についていかなる責任も負いません。ICEデータ・インデックスLLCは、PGIMフィクスト・インカム、並びにPGIMフィクスト・インカムが提供する商品やサービスを協賛、承認、推奨するものではありません。

米国シニア・セキュアード・ローン：クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデックス。クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデックスは、売買可能な米ドル建て変動金利型シニア担保ローンを対象とする代表的なアンマネージド・インデックスであり、米ドル建てレバレッジド・ローン市場の投資可能ユニバースを反映するように設計されています。このインデックスのリターンは当月の元本返済による影響を反映していません。

欧州シニア・セキュアード・ローン：クレディ・スイス西欧レバレッジド・ローン・インデックス(ユーロ・ヘッジ)。このインデックスは、ユーロに対して通貨ヘッジしています。売買可能な変動金利型シニア担保ローンを対象とする代表的なアンマネージド・インデックスであり、欧州レバレッジド・ローン市場の投資可能ユニバースを反映するように設計されています。このインデックスのリターンは当月の元本返済による影響を反映していません。

エマーゼンシング債券：JPモルガンEMBIグローバル・ディバーシファイド・インデックス。エマーゼンシング・マーケット・ボンド・インデックス・グローバル・ディバーシファイド(EMBIグローバル)は、エマーゼンシング市場の国債および準国債(プレイディ債、ローン、ユーロ債を含む)で構成される米ドル建て債券のトータル・リターンを計測します。このインデックスに含まれるのは、Moody'sまたはS&PからBaa1/BBB+を下回る格付けを付与されている証券です。情報は信頼できると考えられる情報源から入手されていますが、JPモルガンはその完全性や正確性を保証するものではありません。インデックスの使用には許可が必要です。本インデックスをコピー、使用、または配布するに当たっては、JPモルガンの事前の書面による許可が必要です。Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. 無断転載は禁じられています。

現地通貨建てエマーゼンシング債券：JPモルガンGBI-EMグローバル・ディバーシファイド・インデックス。JPモルガンGBI-EMグローバル・ディバーシファイドは、エマーゼンシング市場の政府が発行する現地通貨建て債券のトータル・リターンを計測します。

エマーゼンシング社債：JPモルガンCEMBIブロード・ディバーシファイド・インデックス。JPモルガンCEMBIブロード・ディバーシファイドは、エマーゼンシング市場の企業によって発行された米ドル建て債券のトータル・リターンを計測します。

エマーゼンシング通貨：JPモルガンELMIプラス・インデックス。JPモルガンELMIプラス(JPMELMI+)は、現地通貨建ての短期金融市場商品のトータル・リターンを参照しています。

地方債：ブルームバーグ・バークレイズ地方債インデックス。当インデックスは、米ドル建て、免税長期債市場をカバーしています。このインデックスは、4つの主要セクターを有します：州および一般財源保証債、レベニュー債、保証債、事前借換債。固定利付またはステップアップの1990年12月13日付以降の債券で、償還日まで少なくとも1年を有する債券で構成されます。クレジットのない債券(保証のない地方債)は、ムーディーズ社、S&P社、フィッチ社による中央格付けが投資適格(Baa3/BBB-/BBB-)以上でなければなりません。

米国債：ブルームバーグ・バークレイズ米国債インデックス。ブルームバーグ・バークレイズ米国債インデックスは、米国財務省によって発行された米ドル建ての固定金利の名目国債を参照しています。財務省短期証券は満期上の制約により除外されていますが、別の短期国債インデックスの一部となっています。

モーゲージ証券(MBS)：ブルームバーグ・バークレイズ米国MBSエージェンシー固定金利インデックス。ブルームバーグ・バークレイズ米国MBSインデックスは、ジニーメイ(GNMA)、ファニーメイ(FNMA)、フレディマック(FHLMC)が保証するエージェンシー不動産担保パススルー証券(固定金利型、およびハイブリッド・アーム型)を参照しています。このインデックスは、個々のTBA受渡適格MBSプールを、プログラム、クーポン、ヴァンテージに基づいて、アグリゲートもしくはジェネリックにグループ分けすることによって構築されています。

商業用モーゲージ証券(CMBS)：ブルームバーグ・バークレイズCMBSエリサ適格インデックス。このインデックスは、商業用モーゲージプールの株式を代表する証券クラスである、投資適格商業用モーゲージ証券のパフォーマンスを参照しています。このインデックスには、1974年従業員退職所得保障法(エリサ)のCMBSのみが含まれており、フィッチ、ムーディーズ社、またはS & P社の格付け分類において、上位3分類のいずれかに格付けされるという要件を含む一定の条件が満たされている限り、元本返済の最優先順位を有するエリサ適格証券と見なされます。

米国総合インデックス：ブルームバーグ・バークレイズ米国総合インデックス。ブルームバーグ・バークレイズ米国総合インデックスは、SEC登録証券で構成される、米ドル建て・投資適格の固定利付またはステップアップ課税債市場をカバーしており、米国債、政府機関債、社債、MBS(固定金利型およびハイブリッドARM型エージェンシーパススルー証券)、ABSおよびCMBSの各セクターの債券を含んでいます。このインデックスに含まれる債券は、最終満期までの期間が1年以上で、ムーディーズ社、S&P社、フィッチ社の各格付けの中央の格付けが投資適格(Baa3/BBB-/BBB-)以上でなければなりません。

S&P 500®は、米国大型株の唯一最良の指標として広く認識されています。この指標をインデックス、もしくはベンチマークとする資産は9.9兆米ドルを超えており、そのうち約3.4兆米ドルが当指標をインデックスとしています。この指標には500の主要企業が含まれており、時価総額の約80%をカバーしています。

2020-4400

## 留意事項 2

本資料は PGIM フィクスト・インカムが作成した"Quarterly Outlook / July 2020"を PGIM ジャパン株式会社が監訳したものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点での PGIM フィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIM フィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、米国 SEC 登録投資顧問会社である PGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。詳細は原文（英語版）をご参照ください。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIM ジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM 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 392 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

PGIMJ73981

原文（英語版）につきましては当社ウェブサイト（<https://www.pgimjp.com/outlook/quarterly/>）をご参照ください。