

四半期見通し

2020年1月

2020年見通しの確認：すべてを考慮すれば、悪くはない

当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの見解

見事なほど可もなく不可もない世界経済の成長を称えよう

当社チーフ・エコノミストの見解

債券市場概観

景気サイクルが終盤を迎える中、2019年の債券市場では大きなリターンが得られた。これに対して一般的に市場では、まだ資産価値が十分に評価されておらず更なるリターンが期待できるとする声と、潜在的なリスクが間もなく市場センチメントを変化させ、将来的なリターンに悪影響が及ぶとする声とが混在している。昨年と同水準のパフォーマンスを2020年に期待することは出来ないかも知れないが、引き続き債券市場はプラスのリターンを維持できると我々は考えている。経済もまた、減速しながら成長が続くであろう。このように考えるには十分な理由がある。

- 好調な債券市場が維持されるために必要とされる条件を、当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの Robert Tipp は「2020年見通しの確認：すべてを考慮すれば、悪くはない」と題したレポートにおいて2つ挙げた上で、これらが現実のものになりそうな理由について説明している。
- 世界経済の拡大を継続させるためには程々の水準の成長が望ましいということ、当社チーフ・エコノミストの Nathan Sheets は「見事なほど可もなく不可もない世界経済の成長を称えよう」と題したレポートで説明している。

最近のソートリーダーシップ・レポートもご参照ください。

ウェブサイトにも掲載されています >> PGIMFixedIncome.com.

- 国と国民の社会契約が失敗する時：社会的抗議活動は経済および投資にどのような影響を与えるか
- Greece—Near-Term Tailwinds, Medium-Term Headwinds
- Assessing Sub-Saharan Africa’s Long-Term Growth Upside
- 世界経済の潜在成長率：今後10年の見通し
- Dispatches from Lebanon, Jordan, and Iraq
- Credit Research Roundtable
- 景気サイクル後期におけるハイイールド債の事例として、住宅建設セクターを検証する
- 米国金利：しばらくは低い水準で推移するが、プラスの金利水準は維持される見込み

2019年、PGIM フィクスト・インカムレポートが賞を獲得しました。

PGIM フィクスト・インカムが作成した“制約から生まれる投資機会を捉える”が、先日 Savvy Investor が選ぶ2019年最も優れたレポートとして賞を獲得しました。このレポートはマルチセクター & ストラテジー責任者である Gregory Peters、およびライアビリティ・ドリブン・ストラテジー担当の Tom McCartan によって執筆されたものです。

グローバル・マクロエコノミック・リサーチ・チームの Nathan Sheets、および George Jiraneck によって執筆された“[Wealth Inequality – A Tale of the Diverging Tails](#)”が、Strategy & Economics 部門で「特に推薦すべき」レポートに選ばれました。

エマージング・マーケット・コーポレート・ボンド・リサーチ責任者の Nick Ivanov、およびエマージング・マーケット・コーポレート・ポートフォリオ・マネージャーの Aayush Sonthalia によって執筆された“[エマージング社債への投資における超過収益獲得機会を検証する](#)”が、Emerging Markets 部門で「特に推薦すべき」レポートに選ばれました。

[賞を獲得した全てのレポート、および採点方法については、こちらから確認いただけます。](#)

セクター別展望 & 運用方針（詳細はタイトルをクリック）▶

先進国金利 | 9

オポチュニスティックなスタンス。米国では、FRB の財務省短期証券市場およびレポ取引市場におけるプレゼンスにより、金利デリバティブが全般に割高な水準から公正価格に近づくかもしれない。ほとんどの名目金利はレンジ内で推移し、ドイツ長期国債あるいは日本国債の利回り上昇は買いの好機と予想する。長期の英国物価連動債は割高となっており、反落局面を予想する。

E-ジェンシーMBS | 9

先進国市場金利対比で強気のスタンスを維持。期限前償還のスピードは2019年にピークアウトしたと思われるため、新発債クーポンを避け、高クーポンの既発債を選択することで、セクター内で最も魅力的なポジショニングとなる。

証券化商品 | 9

レラティブ・バリュエーションの観点から、また他のリスク資産に対する分散投資の手段として、引き続き信用力の高い証券化資産を選択する。信用力の高い証券化資産の2019年におけるパフォーマンスは低調だった。メザニン債のリスクはファンダメンタルズの停滞に対してより脆弱であると我々は見えており、メザニン債へのエクスポージャーには選別的な慎重姿勢を続ける。

投資適格社債 | 11

良好なファンダメンタルズ、堅調な需給、スプレッド縮小の可能性を背景に、短期的には強気な見方。米国の大手銀行および一部のBBB格事業会社債を引き続き選好。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス | 12

強気。堅調な需給と比較的安定しているファンダメンタルズから、B格の米国ハイイールド債、米国レバレッジド・ローン、欧州ハイイールド債の投資機会を追求する。欧州レバレッジド・ローンに対しても引き続き楽観的ではあるが、発行条件を注視する必要がある。

Eマージング債券 | 13

強気。割安なバリュエーションと、好ましいグローバルの市場環境の中で、低格付の短期社債およびソブリン債（および、おそらくはディストレスト水準の低価格で取引される債券）と、高格付の長期債から成るバーベル型の投資戦略を選好する。現地通貨建エマージング債については、より慎重な姿勢を取る。エマージング通貨についてはレラティブ・バリュエーションに着目するものの、米ドルがより幅広い通貨に対して下落する兆しがある場合には、エマージング通貨の方向性から利益を得る取引を増やす可能性がある。

地方債 | 14

強気。非常に良好な需要環境と魅力的なバリュエーションを背景に、地方債の市場環境は良好となる見込みである。

債券市場の見通し

2020 年見通しの確認：すべてを考慮すれば、悪くはない

我々は、幾つかの節目に到達している。2010 年代が終わり、21 世紀に入って 20 年が経ぎた。そして、歴史的に見て債券の明らかな強気相場の 1 つが始まってから 40 年が経過した。¹

我々が置かれた現状、将来的な見通し、今後の債券市場に対処する上でどの様なアプローチが最も適切なのかといった問題を検証すべきタイミングに差しかかっていると見える。

我々の結論は明快である。それは市場に留まり続けるべきだということだ。それは少し奇妙に聞こえるかも知れない。利回りやスプレッド水準を考えれば偏執的であるようにすら思えるかも知れない。しかし、過去数年にわたり正しかった結論でもある。金利水準は既に下限まで迫り、景気サイクルも間違いなく終盤に差しかかっていると懸念にも関わらず、債券市場は好調なリターンを積み上げてきた。このような要因を複合的に考えれば、これらの結果として生まれた新たな投資環境下では、アクティブ運用によって価値を創出する大きな機会があるということが示唆されている。

先進国市場の金利や信用スプレッドはレンジ内で推移する見通しである。これは引き続きキャッシュを大幅に上回るリターンをもたらすと思われるが、それほど卓越したものにはならない。しかし、予想外の動きやボラティリティにより、超過収益を創出する大きな機会がもたらされる可能性がある。我々の見方は、現在の環境だけでなく、最近の動向、そして過去に遡った歴史的な動きも踏まえたものでもある。

図 1：利回りやスプレッドが低水準かつレンジ内で推移していることは、債券市場に投資価値がないことを意味するものではない（第 4 四半期のトータル・リターン順に表示）

個別セクター	Q4 2019	2019	2018	2017	2016
エマーゼン通貨	3.73	5.20	-3.33	11.54	3.5
米国ハイールド債	2.61	14.40	-2.26	7.48	17.5
欧州ハイールド債	2.08	11.40	-3.35	6.79	10.8
エマーゼン債 (ハードカレンシー建)	1.81	15.04	-4.26	10.26	10.2
米国レバレッジド・ローン	1.68	8.17	1.14	4.09	9.9
米国投資適格長期社債	1.33	23.90	-7.24	12.09	11.0
米国投資適格社債	1.18	14.50	-2.51	6.42	6.1
エマーゼン債 (現地通貨建ヘッジあり)	0.92	9.14	0.75	3.68	4.7
地方債	0.74	7.54	1.28	5.45	0.3
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	0.71	6.35	0.99	2.47	1.7
欧州レバレッジド・ローン	0.54	4.38	1.25	3.72	7.0
CMBS	-0.33	8.29	0.78	3.35	3.3
欧州投資適格社債	-0.51	6.24	-1.25	2.41	4.7
米国債	-0.79	6.86	0.86	2.31	1.0
米国長期国債	-4.12	14.80	-1.84	8.53	1.3

¹我々は新たな 10 年間が始まる年について議論があることを認識している。本稿では、文化的な側面から 2020 年をその年としている。

金利見通し：40 年が経過したが、現在もまだ続いている

2019 年には、40 年にわたって続く強気相場が、今なお大きな

マルチセクター	Q4 2019	2019	2018	2017	2016
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	0.49	6.84	-1.20	7.39	2.1
米国総合	0.18	8.72	0.01	3.54	2.7
グローバル総合 (ヘッジあり)	-0.49	8.22	1.76	3.04	4.0
円総合	-1.19	1.64	0.93	0.18	3.0
ユーロ総合	-2.24	5.98	0.41	0.68	3.3

その他セクター	Q4 2019	2019	2018	2017	2016
S&P 500 指標	6.75	32.6	-4.40	21.26	10.6
3ヶ月 LIBOR	0.50	2.40	2.23	1.22	0.7
米ドル	-0.67	1.35	4.90	-7.85	3.2

リターンを創出できることが証明された (図 1 参照)。

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 2019 年 12 月 31 日現在。インデックスに直接投資することはできません。

我々は、好調な債券市場が 2019 年に終焉を迎えたとは考えていない。先進国の長期金利はしばらく低水準かつレンジ内での推移が続いており、信用スプレッドは平均よりもタイトな水準にある (図 2 および 3 参照)。それでも、スプレッドやイールドカーブのロールダウン効果に多少のスプレッド縮小や若干の利回り低下が重なった結果、過去 4 年のうち 3 年で高水準のリターンが得られた (図 1 参照)。確かに、現在の利回りやスプレッド水準を考慮すれば、少なくとも現時点では、昨年と同等のリターンは得られないかもしれない。だが、これまで見てきたように、2つの条件が確保されれば、こうした環境は依然として債券市場にとってプラスに作用する可能性がある。1つには、金利が低水準かつレンジ内で推移し続ける環境が持続されることであり、もう 1つは、現在の景気サイクルが長期化することである。「見事なほど可もなく不可もない」と銘打った我々の 2020 年経済見通しは、間違いなくこの条件を満たすものである。長期的な視点に立てば、こうした環境は今後もしばらく続くように見える。次に、それぞれの要因について検証する。

債券市場の見通し

図 2 および 3 : 投資適格債とハイイールド債のスプレッド、米国 10 年債の利回りは一定のレンジ内で推移している

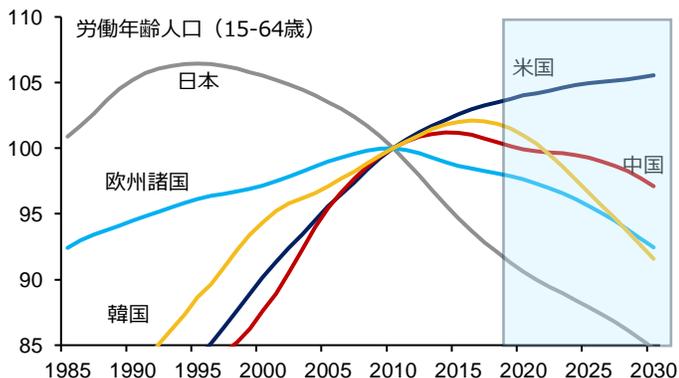


出所：ブルームバーグ、2019年12月7日現在。利回りは、ICE BofAML インデックスによる。

人口動態の変化の影響は表れ始めたばかり

人口動態の高齢化が世界的に急速に広がっていることは周知の事実だが、経済的に重要な地域（欧州、中国など）の多くで、労働人口が拡大から縮小へと変化している状況は総じて過小評価されている可能性がある（図 4 参照）。

図 4 : 労働年齢人口—最近の大幅減速による影響は恐らく表れ始めたばかり



出所：ハーバー・アナリティクス、国連、2018年現在。2010年=100とした指標

すなわち、債務水準の上昇、中国経済の成熟化ならびに減速、更には世界的な労働人口減少へのシフトが組み合わさった結果、金利の均衡レベルはエコノミストの予想を大幅に下回る可能性がある。そして、我々が以前に指摘したように、こうした要因の複合的影響は過去のものでなく、いまだ初期段階にあると考えられる（“ゼロ金利へのカウントダウン—最終章”を参照）。

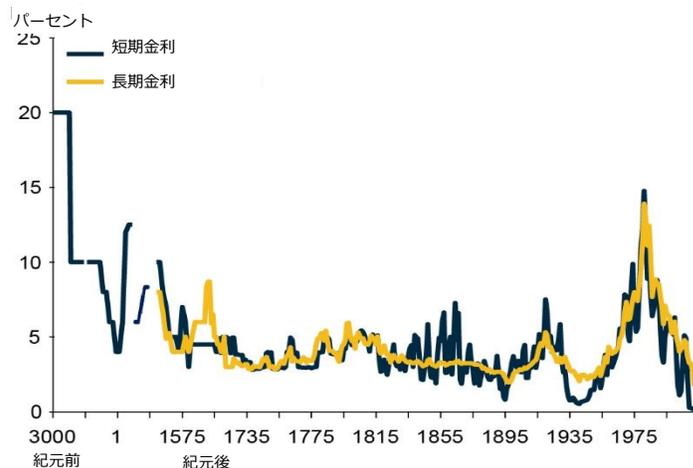
中央銀行による過度な政策

先進国の中央銀行は、超低金利環境を決定付けている存在である。中央銀行は不合理なほどに高い成長率とインフレ率を追い求め、（米国を除いて）短期金利を不自然な低水準にまで引き下げ、積極的な債券購入プログラムで長期債利回りに再び大きな重石を乗せた。持続的な債券の強気相場と先進国の中央銀行が設定した道筋を考え合わせると、金利は想定外の低水準に留まる可能性がある。

歴史的観点からの考察：恐らくこれが標準

金利が低水準かつレンジ内で推移するとの見通しは歴史的な観点から見て妥当だろうか？イングランド銀行のチーフ・エコノミストは2015年に、金利は近年の最低水準に迫っているだけでなく、過去数千年来の低水準であると指摘した（図 5）。多くの人々にとって、イングランド銀行によるリサーチでポイントとされるのは、現在の先進国金利は過度な低水準にあり、より高い水準に戻るべきだということだろう。

図 5 : 新しい現象ではない…



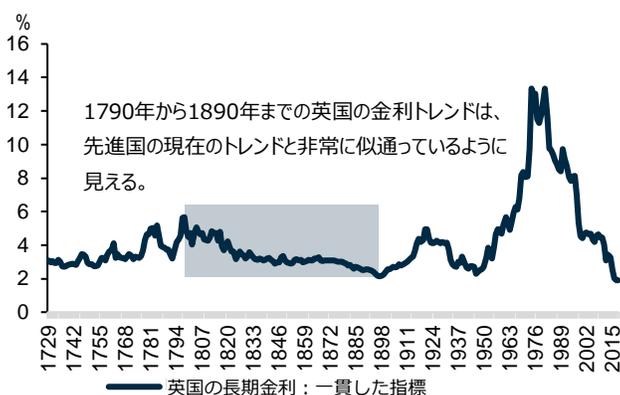
出所：グローイング、ファスト・アンド・スロー。イングランド銀行のチーフ・エコノミストであり、マネタリー・アナリシス & スタティスティクス部門のAndrew G. Haldane氏による2015年2月7日のスピーチより。

しかし、我々にとって、このリサーチで重要となるポイントは、第 1 に高金利が持続することは稀であり、第 2 に金利のトレンドは非常に長期にわたるといえる点である。例えば、1890 年代以降に出現した主要トレンドは 4 つだけである（2 つが弱気、2 つが強気）。更に、1690 年から 1890 年までの約 200 年間に出現した主要トレンドはわずか 2 つに過ぎない（1 つが弱気、1 つが強気）。

債券市場の見通し

現在の状況と符合するもう 1 つの例として、中央銀行ならびに財政の枠組みが比較的安定的で、地政学的なトレンドも総じて落ち着いていた 1790 年から 1890 年までの英国に注目したい (図 6)。² この期間の英国債券市場の基本的なトレンドは 1 つのみで、長期金利が最終的に現在の金利水準程度まで低下するというものだった。景気サイクルおよび他の循環的な浮き沈みは通常、短期金利の上昇/下降の波として表れる。だが、長期的な成長とインフレの見通しが安定的に推移する中、長期金利の全般的なトレンドはほとんど影響を受けなかった。

図 6 : 過去に英国で低金利が長期にわたって続く期間があった



出所 : Lawrence H. Officer による "What Was the Interest Rate Then?" メジャリングワース, 2019 年

英国の例との比較結果が、必ずしも今後の我々の見解を決定付ける訳ではないが、長期金利が低水準かつレンジ内で推移するとの当面および予見可能な将来に対する我々の見通しを特徴付けている。ファンダメンタル、テクニカル双方の状況がこのような方向性を示しており、歴史を参考にするなら、40 年を経た債券市場のトレンドはまだ道半ばかもしれない。

より長期的に低金利が続くだけでなく、景気のレイトサイクルもより長期にわたって持続する

現行の景気サイクルも、足元の緩慢なレイトステージに長期にわたって留まる可能性がある。過去のサイクルでは、規制当局と中央銀行が金融バブルの膨張や経済活動の過熱を黙認する傾向が見られ、その後、積極的な利上げやバブル崩壊、経済成長の低迷を招く結果となった。これに対し現在は、根柢のあるなしに関わらず、資産価格の明らかな高騰が発生していない、むしろ拍子抜けする状況となっている。

恐らくより重要なのは、BBB 格の社債やバンクローン市場といった例外はあるものの、金融危機後の環境下で比較的慎重な信用供与が行われたことだろう。従来のレイトサイクル政策とは異なり、中央銀行は景気減速によるインフレ抑制を意図した積極的な利上げを行っていない。手短かに言えば、現在のところ、はじけるようなフロスやバブルが存在していない。

² 例えば、コープルの英国コンソリ公債の利回り 2~3%は、ノンコープルの米国 30 年債の現在の利回りとそれほど差はないと言える。

中央銀行は過去数十年間にわたり景気サイクル悪化の最大の責任を負う機関であると考えられてきたが、最近、自らの責任を認めたことは、景気サイクルの長期化という点において一大転機と言えるかもしれない (下記ボックスを参照)。

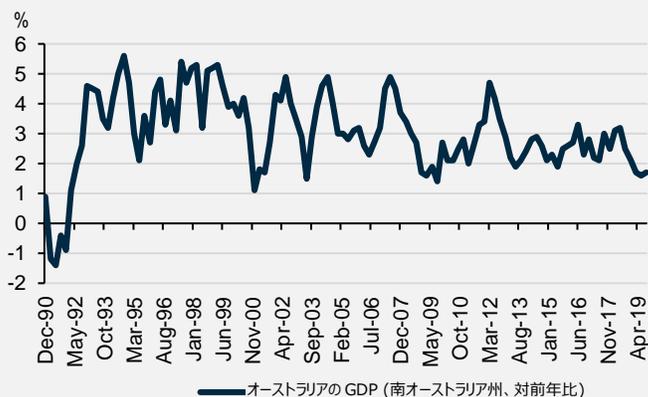
21 世紀はこれまでのところ変動が大きい—今後も同様の見通し

金融危機以降、経済的ボラティリティが抑制されているにも関わらず、信用スプレッドの発作的な拡大が度々顕在化している。こうした並列状況は、低成長、高水準の債務、指標銘柄利回りが歴史的に低い中でのデレレーション拡大、そして下限に近い実質金利というネガティブな組み合わせに起因すると考えられる。

景気サイクルの長期化を予想するのは非常識か？

オーストラリアが景気後退に陥った時期から 30 年近くが経過する。これは、中央銀行に阻止されなければ、景気サイクルが 1 世代、あるいはそれより長く持続可能であることを示している。

重要なポイントは、成長が持続し、景気サイクルが長期化するのに伴って、スプレッド・セクターのアウトパフォームンスが続くということである。



出所 : ブルームバーグ, 2019 年 12 月 27 日現在。

急激な調整局面と断続した神経質な相場展開の可能性は、相場が悪い方向にシフトした場合に有望な救済策が何も残されていない場合に増幅される。今後についてもこれまでと同様、投資家の信頼が揺らいだ場合には市場が激しく動揺する局面が予想される。

2020 年は、米国と英国の政局や経済指標の慣例的な変動といった既知のリスク・ドライバー、ならびに未知のリスク・ドライバーによって間違いなく投資家に幾つかのサプライズがもたらされるだろう。これらのリスクが現実のものとなった時、投資家の不安は高まり、ボラティリティは 2011 年、2015 年、2018 年のように急上昇する可能性が高い。

債券市場の見通し/世界経済の見通し

結論：低金利が長期間にわたって続き、景気のレイトサイクルがより長期化する環境下では、しっかりとベルトを締め、バリューと戦術的機会を追求すべきである。結論として、将来の債券市場のリターン環境は従来に比べて十分ではない。しかし、低水準かつレンジ内で推移する長期金利は、大きなボラティリティを伴いながらも、世界の債券市場が引き続きキャッシュをアウトパフォーマンスする状況をもたらすと見込まれる。

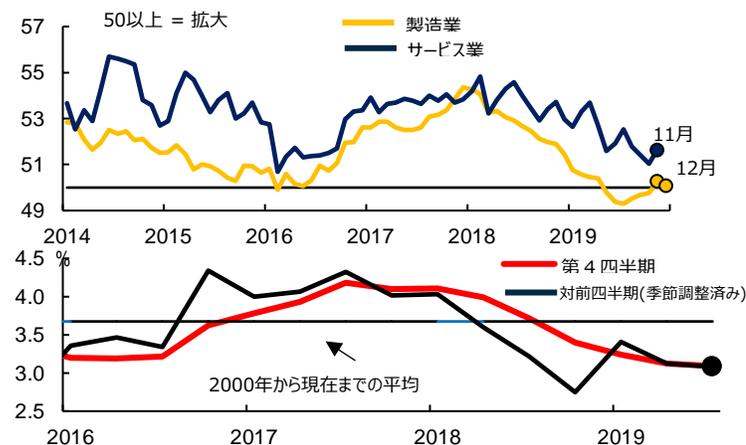
景気サイクルの長期化と、タイトな信用スプレッド、高い負債比率、中央銀行の下限に近い実質金利の環境下での投資家の利回り追求という新たな関係性は、引き続きスプレッド・セクターの全般的なアウトパフォーマンスをもたらすだろう。こうした新しい環境は引き続き投資家を困惑させてボラティリティを生み、アクティブ運用を通じた付加価値創出の機会を創出すると考えられる。

見事なほど可もなく不可もない世界経済の成長を称えよう

2020年に世界経済は市場にとって好ましい環境を提供すると予想する。経済成長はトレンドを若干下回る緩やかなペースになると見込まれる。それでも、この状況はリスク選好と市場心理を支えるのには十分である。一方で、景気拡大期の終盤に発生しがちな不均衡と脆弱性をもたらすまでには至らないと考えられる。世界経済の拡大が戦後最長の11年目に突入した点を考えると、このような程々の経済成長の方が、景気拡大が継続する確率を最大にするためには最適であると思われる。

具体的に言うと、足元のデータは、世界の製造業が長引く不振から脱却しつつあることを示唆していると我々は捉えている。とりわけ、図1に示す通り、グローバルの製造業購買担当者景気指数(PMI)はここ数ヶ月上昇に転じており、現在は安定化あるいは緩やかな拡大を示している。こうした注目すべき動向と各国・地域の中央銀行による積極的な景気刺激策が相まって、サービス業は十分に足場を固め、景気後退を回避できると考えられる。こうした押し上げ要因が効果を発揮し、2020年の世界のGDP成長率は、過去20年の平均をやや下回る(しかし大幅に下回るわけではない)3.25%程度になると考えられる(図2)。世界経済の成長は、今年前半に安定化し、後半に幾分加速する可能性があるという我々は見ている。

図1 および 2：世界のPMIとGDP成長率



出所：IHS マークイット、ハーバー・アナリティクス、PGIMフィクスト・インカム。最新のデータは、2019年11月と12月の比較、および第3四半期との比較。

各国・地域を個別に見ると、米国の成長率は財政出動が縮小する中で若干低下する公算が大きいものの、長期的なトレンドである2%近い水準を保つと見込まれる。米連邦準備制度理事会(FRB)による最近の緩和策が住宅市場をはじめ景気を下支えすると考えられるが、企業の間で広がっている政局と貿易環境を巡る懸念が解消されないため、設備投資は低調に留まる公算が大きい。ユーロ圏においては、今年の成長率は更に低下する見通しだが、景気後退は回避されると予想している。ドイツ製造業の状況が徐々に改善すると見込まれるほか、欧州中央銀行(ECB)による持続的な刺激策が労働市場および消費支出を支えたと考えられる。日本経済は、政府による大型財政出動、オリンピック関連の観光客による消費期待、逼迫する労働市場を背景とする消費支出の押し上げを踏まえると、昨年の消費税引き上げによる足かせを振り払えると考えられる。中国では、習近平国家主席が推し進める金融リスク抑制策が引き続き制約になって景気刺激策の規模と内容が限定される中、経済成長は概して減速傾向が続くと見ている。

エマージング市場も概ね緩やかなペースでの成長が続くと予想される。アルゼンチンの新政権の動向や雪解けの様相を見せるロシア・ウクライナ関係など、個別国の動向がそれぞれの国に異なる形で影響するだろう。そして、それぞれ大きく異なる経済情勢にある国々(エクアドル、レバノン、イラク、チリなど)で、同時に発生した民衆の抗議活動が2020年も続くか否か、そしてこれが財政出動の拡大をもたらすかは、注視すべき重要な動向の1つである。

本稿では、次に我々の見通しの根拠について詳しく検討する。

根底となる2つの見解

我々の見通しは2つの重要な見解を前提としている。1つ目は、世界各国・地域の物価は抑制された状態が続くという前提である。世界的に労働市場の逼迫が消費の支えになっており、賃金の伸びは全般的に堅調である。しかし、それが契機となって物価に上昇圧力がかかるという展開にはなっていない。むしろ、インフレ率が目標とする水準になかなか達しない状況に、引き続き多くの中央銀行が悩まされている。緩やかな経済成長と各国・地域の中央銀行の緩和姿勢が影響して、今年、インフレ率は徐々に上昇する可能性があるものの、急激に上昇するリスクは限定的だと見込まれる。

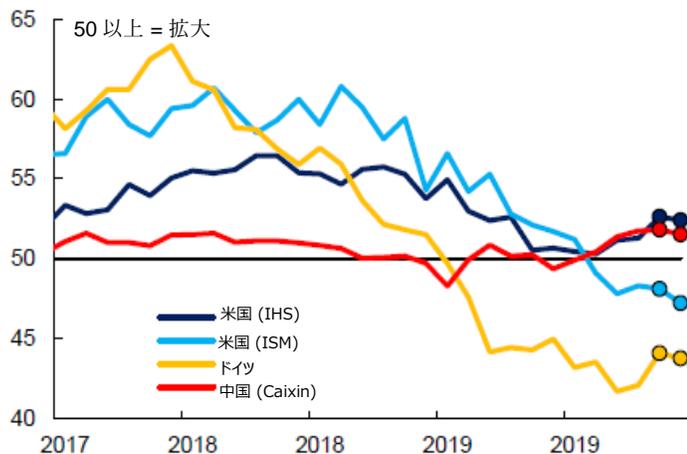
2つ目は、習国家主席とトランプ大統領が、ともに今年「骨抜き」貿易協定に従う十分な理由があるという点であり、これは成長見通しにとっては明るい材料であると考えられる。両者が関税を以前の水準にまで更に引き下げることに越したことはないが、我々の見解では、それは必要不可欠ではない。それよりも、両者が休戦し、貿易環境が一定の安定を取り戻せるようにする必要がある。現行の関税引き上げは消費と経済成長の足を引っ張っている。しかし、貿易戦争に起因した先行きを巡る不確実性の増大が、これまで企業の景況感や投資を抑制してきており、これが貿易戦争のより厄介な影響となっている。骨抜きの米中貿易協定が内包する休戦は、ダウンサイドの「テールリスク」を軽減し、世界経済の成長と金融市場の下支え要因になるはずである。

世界経済の見通し

製造業は底打ちしつつある

図1に示した通り、世界の製造業 PMI は足元で節目となる 50 を僅かに上回った。過去数ヵ月、主要国の PMI (図 3) は安定を取り戻した様子であり、上昇に転じている国もある。ドイツの製造業 PMI も景気後退を示す水準から脱却するにはまだ程遠いものの安定化ないし反転を見せており、他国の例外ではないという点には注目すべきである。更に製造業の輸出、投資財の生産、在庫水準に関する世界の PMI がここ数ヵ月で若干改善している。もっとも、鉱工業生産を含む世界の製造業の「ハードデータ」指標は、まだ PMI と同じような改善を示していない。

図 3 : 製造業 PMI

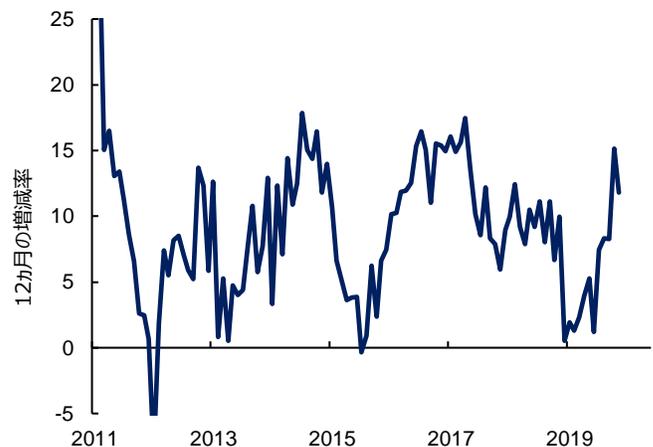


出所：HIS マーケット、ハーバー・アナリティクス、PGIM フィクスト・インカム。最新のデータは 12 月。

図 4 および図 5 に示した世界の自動車とハイテク・セクターの数値は、我々が製造業に関する予測を立てる上で重要な要素となっている。2018 年半ば以降の世界の製造業の落ち込みのおよそ半分が、ドイツを筆頭とする自動車セクターの不振に関連している。電気自動車への移行など構造的な要因も低迷の一因である一方、いくつかの循環要因も重要である。例えば、中国はこの数年で大規模な消費者購入支援策を段階的に縮小させている。欧州による排出ガス基準の強化は在庫調整の必要性を増幅させ、生産の重石になっている。そして、より高い視点に立てば、世界の自動車需要は、金融危機後、長年にわたり急速な伸びを記録してきたが、一服感が広がっている。しかし、この先 1 年は、こうした逆風が弱まると我々は予想している。とりわけ、世界の消費について我々は強気な見方をしており、これがいずれ自動車セクターを支えると考えられる。

図 4 および 5 : 製造業の減速に対する自動車の寄与度 (2018 年 6 月から 2019 年 9 月) と世界のハイテク生産

	製造業生産高増減 (%)	自動車生産高増減 (%)	生産高に占める比率 (%)	自動車の寄与度 (% Points)
世界	-1.1	-6.1	0.09	-0.6
その内訳				
ユーロ圏	-2.1	-12.9	0.10	-1.3
ドイツ	-6.4	-16.3	0.18	-2.9
米国	-0.1	-4.2	0.07	-0.3
日本	-0.5	-1.6	0.15	-0.2
英国	-2.4	-3.3	0.09	-0.3



出所：ハーバー・アナリティクス、PGIM フィクスト・インカム。最新のデータは 11 月現在。

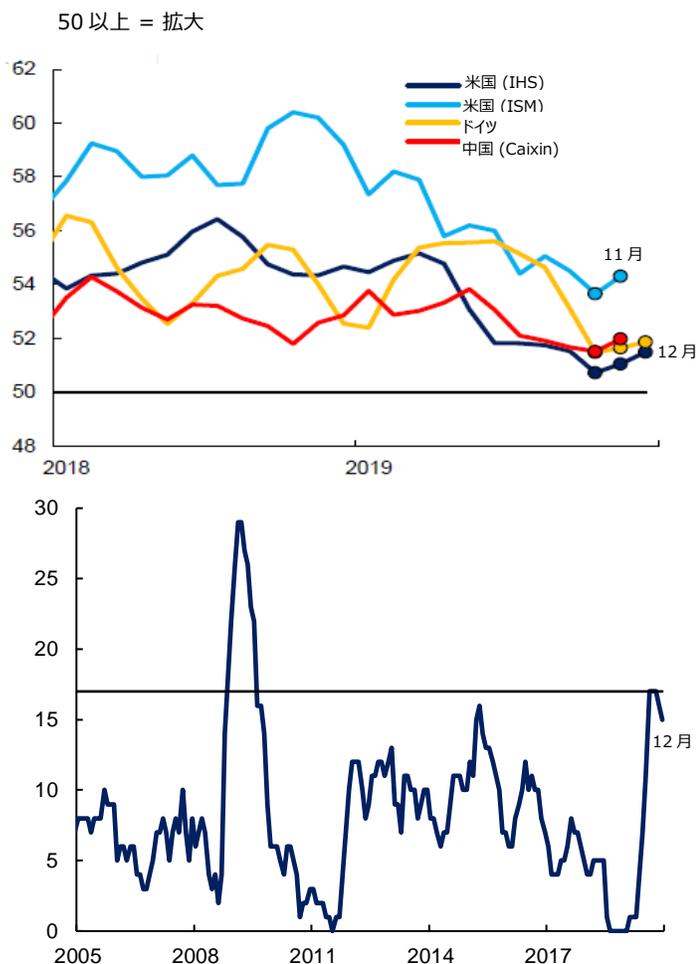
他にも、期待できる兆候が 2 つ存在する。1 つ目は、ハイテク製品の世界生産量が、中国と米国に主導されて反発している点である。2 つ目は、世界的な在庫調整は、底を打ったと宣言するには早計であるものの、2020 年に底を打つと我々は予想している点である。その時点で、世界の製造と輸出の反発がより鮮明になるだろう。そうした展開になれば、世界経済には上振れ方向のサプライズがあるかもしれない。

サービス業は景気後退を回避

世界のサービス業 PMI はこの 1 年低下が続いたが、サービス業は後退を回避できると予想している。サービス業の指数は、拡大と後退の節目である 50 を基本的には割り込んでおらず、足元も低下傾向にはあるものの、プラス成長を維持している。11 月および 12 月の水準を見ると、いくつかの主要国が改善しているほか (図 6)、雇用に関するグローバルの PMI は急激に上昇している。

世界経済の見通し

図 6 および 7 : サービス業 PMI*と各国中央銀行の利下げ**



出所：HISマーケット、ハーバー・アナリティクス、PGIM フィクスト・インカム、最新のデータは11月/12月 *3ヵ月移動平均 **過去3ヵ月、主要な30の中央銀行による公開討論。

こうした足元のデータは心強いものではあるが、本質的にはサービス業に関する我々の予想は、他のいくつかの要素を前提としている。まず、先述した通り、我々は製造業が底打ちしつつあると見ており、よってサービス業への悪影響の波及も弱まっている。2つ目は、中央銀行が緩和姿勢に大きく転換した点である。この数ヵ月を見ると、緩和的な政策を実施している中央銀行は世界金融危機以来で最も多くなっている(図7)。さらに、主要先進国の中央銀行は、ネットベースでバランスシートを再び拡大させている。ECBは量的緩和政策を再開したほか、9月にレポ市場の混乱の直面したFRBは、主にイールドカーブの短期ゾーンを購入することで準備金を増やしている。3つ目は、堅調な労働市場が消費支出とサービス需要を支えるはずであるという点だ。結論を言うと、世界のサービス業は向こう6ヵ月については横ばいで推移し、その後再び成長に転じると我々は見込んでいる。

貿易戦争その他のリスク

貿易戦争を巡る不確実性は、先日の米中合意にも関わらず世界経済にとっては引き続き主要なリスクの1つである。一方

では、トランプ大統領と習国家主席には同協定を守り、第2段階に向けて交渉を継続する動機があると我々は見ている。トランプ大統領にとっては、大統領選挙が実施される本年に貿易摩擦が低下すれば経済および市場を支えることになる。習国家主席については、香港における緊張への対処と景気減速への対応というより喫緊の問題に迫られている。他方、貿易戦争の解決に向けた動向について予想することは困難であることが証明されている。例えば、今後、トランプ大統領が中国による農産物の購入ペースに不満を抱くようになるなど、この問題を巡る政治の風向きを左右するトランプ大統領の認識が変わる可能性もある。そうした事態になれば、追加関税が発動されかねない。よって、貿易戦争については悲惨な結末に終わる可能性も残されていることを我々は十分に認識している。貿易戦争が再燃すれば、始まったばかりの世界の製造業の安定化は泡と消えかねない。

これに関連して、この先1年、市場は米大統領選挙と2021年の見通しに関わるリスクを織り込むのに苦労するだろう。仮にトランプ大統領が再選された場合、第2次トランプ政権はどのようなものになるだろうか。選挙を控えているという足かせが外れ、貿易面を含め一期目よりも破壊的な構想を遠慮なく追求できると感じるだろうか。民主党候補が選出された場合、選挙遊説で掲げている多様な公約が実現する確率はかなり限られている。ただし、消費者や労働者の権利、環境、医療、金融セクター、エネルギー政策に関するものを含め、大統領令によって実現される可能性がある規制および行政上の施策の大幅な転換は、市場を混乱させる可能性がある。さらに、増税の必要性については民主党内で意見が概ね一致している。民主党が政権を取れば、トランプ大統領が2017年に実施した減税の多くが取り消される公算が大きい。

もちろん、政治に関する不確実性に加え、世界の経済情勢を我々が読み違える可能性もある。世界的なサービス業と特に製造業の低迷は、我々が想定するよりも根強く残るかもしれない。中国やユーロ圏の経済動向が引き続き予想を下回る可能性もある。

他方、上振れリスクも存在する。現在の米中貿易協定による下支え効果が予想よりも強くなる可能性や、米中の持続的な交渉が最終的には実を結び、より抜本的な合意に達する可能性もある。また、中央銀行が昨秋に実施した緩和策の効果が世界経済に十分に反映されているかもまだ明確ではない。他にも、ユーロ圏や中国の財政政策が、日本と同様、より景気刺激的になる可能性もある。さらには、ボリス・ジョンソン英首相にとってEUとの貿易協定に署名するにはまだ大きなハードルがいくつか残されているが、少なくとも英国の政治情勢は過去数年よりも分断が解消されるはずである。

要するに、依然として大きなリスクは未解決のままであり、注視していく必要があるが、2020年の世界経済は心地よい程度に可もなく不可もない状態が続く、長期的なトレンドを若干下回るものの、それでもしっかりと拡大基調を維持する公算が大きい。さらに、低い物価上昇率と概して緩和的な中央銀行の姿勢を踏まえると、景気動向がリスク資産に向かいやすい環境を提供すると見込まれる。更に言えば、市場の阻害要因は景気後退リスクよりも資産のバリュエーションになる公算が大きい。

2020 年第 1 四半期セクター見通し

先進国金利

FRB は 2020 年の 1 年間とまでは行かずとも、大半の期間、金利を据置くとみられる先進国中央銀行の 1 つである。しかし、財務省短期証券の大量買入れおよび一連のレポ取引を含む 2020 年の継続的な取組みは、年が明けた現在、当社のオポチュニスティックな投資ポジションの根拠となっている。

短期証券市場における FRB のプレゼンスと市中銀行のバランスシート余力の改善を背景に、財務省短期証券の価格が好転し、反対に金利デリバティブが全般に割高な水準から公正価値に近づくと我々は予想している。そのため、先物のベース・ポジションとスワップ・スプレッドをロングに維持している。加えて、ストリップ国債に関してはクーポン部分のストリップと元本部分のストリップとのスプレッドが歴史的に見ても極めて拡大した水準で取引されていることを受け、我々は今後、同スプレッドが平均回帰すると予想している。

米国の名目金利については、第 1 四半期の 10 年国債利回りに関して 1.50%~2.25%のレンジを予想しており、イールドカーブが若干ベア・スティーブ化する可能性も予想している。しかし、世界的に利回り低下が広がっている先進国金利を見れば、10 年債利回りの 2.00%越えが持続するのは困難であろう。米国以外では、ECB や日本銀行も現状維持のスタンスを取る可能性が高く、ドイツ国債や日本国債の名目利回りに大きな変化は期待できないが、そのいずれかの市場、例えばドイツにおいて第 1 四半期の新発債が増加することなどにより、利回りが上昇に向かうなら、買いのチャンスとなるだろう。

米国以外で最も魅力的な投資機会は、(まだ当分の間、不透明ながら) プレグジットの進展と歳出見通しを背景とした、英国実質金利のショート・ポジションであると考えられる。ベースケース・シナリオにおいては、足元で-235bps で取引されている英国 10 年物価連動債は 100bps 近く売り叩かれる(利回りが上昇する)かもしれない。

見通し：オポチュニスティックなスタンス。米国では、FRB の財務省短期証券市場およびレポ取引市場におけるプレゼンスにより、金利デリバティブが全般に割高な水準から公正価値に近づくかもしれない。ほとんどの名目金利はレンジ内で推移し、ドイツ長期国債あるいは日本国債の利回り上昇は買いの好機と予想する。長期の英国物価連動債は割高となっており、反落局面を予想する。

イージェンシー-MBS

MBS のスプレッドは 2019 年後半に安定したが、新発 MBS に対し米国債の発行が増加し、また全般的にボラティリティが低下すると予想される中、引き続き先進国金利に比べて魅力的である。期限前償還は、特に 2018 年と 2019 年初めに発行された証券で昨年ピークを迎えた可能性がある。そのような背景のもと、大量発行されたクーポンを避けつつ、ある程度期限前償還のリスクを取ることで、セクター内で最も魅力的なポジショニングが取れるものと我々は考える。

我々はオプション調整後スプレッドとコンベクシティの優位性を根拠に TBA ではなく、特定のプールを引き続き選好するが、特定のプールは妥当な水準で調達することが一段と困難になっている。期限前償還のスピードがピークを越えたのであれば、今後は最もコール・プロテクションの価値が高く、ペイアップ(TBA に対するプレミアム)が高水準なプールが逆風を受ける可能性があるため、我々はむしろ TBA より割安な低価格プールに注目している。TBA のポジショニングについては、期限前償還がある程度終息すると予想していること

から、我々はクーポン 3.5% の TBA UMBS を選好する。クーポン 3.0% の 30 年債については、今後大量発行が予想されるため、投資対象から外している。

GNMA2 の中では、中程度のクーポン水準の債券が大きな売り圧力を受けたため、最近の市場での売り圧力が後退すれば魅力が増す可能性がある。期限前償還がピークアウトした後の GNMA2 のプール、特にクーポン 3.5% 以上について、強気の見方を維持する

我々のポジショニングに関するリスクには、金利上昇とボラティリティ上昇の結果、期限前償還が加速、新規供給の増加と利回り追求型の買い手からの需要減少がもたらすリスクオフのシナリオが含まれる。FRB が財務省短期証券から利付債の買付けにシフトするか、明白な量的緩和政策を再開した場合にも、同様の結果が予想される。また、受渡最割安銘柄の価格下落によりダラー・ロールがアンダーパフォーマンスすれば、TBA は更に値を崩す可能性がある。

見通し：先進国市場金利対比で強気のスタンスを維持。期限前償還のスピードは 2019 年にピークアウトしたと思われるため、新発債クーポンを避け、高クーポンの既発債を選好することで、セクター内で最も魅力的なポジショニングとなる。

証券化商品

セクター	サブセクター	LIBOR OAS		スプレッド変化 (bps)	
		2019 年 12 月 31 日	Q4	2019	
CMBS					
CMBS: コンデュイット型証券 2.0	利子先払い 10 年債	82	-13	-21	
BBB-格 CMBS コンデュイット型証券 3.0	BBB-	275	-3	-145	
CMBS: CMX (OTR)	AAA	49	-6	-28	
CMBS: CMX (2012 年)	AA	64	-17	-82	
CMBS: E-ジェンシー集合住宅	シニア	55	-5	-13	
非 E-ジェンシー RMBS					
レガシー	RPL シニア	83	2	-24	
レガシー	2006/2007 年のオルト A	140	0	-10	
GSE リスクシェアリング	M2	193	-9	-97	
CLOs					
CLO 2.0	AAA	133	0	-2	
CLO 2.0	AA	180	0	-25	
CLO 2.0	BBB	360	-40	-65	
ABS					
消費者 ABS	シニア	85	-10	0	
消費者 ABS	B クラス	130	-10	15	
民間学生借り換えローン	シニア	100	5	5	
英国のノンコンフォーミングシニア債 2.0	A クラス	100	0	-35	
ジェネリック	AAA クレジットカード	34	1	2	

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、2019 年 12 月 31 日現在。

2020 年第 1 四半期セクター見通し

非エージェンシーRMBS：非エージェンシーRMBSのレガシー債については、特有のダウンサイドリスク（クリーンアップコールによる代金が不確実であることやLIBORの公表停止が及ぼす影響など）と構造的な複雑さが混在しており、依然として割安感はない。住宅市場の減速が、他のリスク資産に対する魅力度を、リスク/リターン面において一層減じることになると思われる。GSEのモーゲージ引受けは、柔軟性を増したガイドラインをオリジネーターがまだ十分に活用できておらず、依然として保守的である。このことが住宅市場の安定に寄与しており、住宅バブル発生の見込みも低い。とは言え、住宅価格の上昇は減速しつつあり、住宅市場に変化の兆しが見られる。2020年の住宅価格の上昇率は2-3%と予想される。住宅取得能力が低下し、これまで高い伸びを示していたエリア（沿岸部や人気の高い都市）で買い控えが予想されることから、住宅購入の地域差は縮小すると思われる。今後の住宅価格の動向は、大勢を占めるミレニアル世代の動きによって決まるだろう。ミレニアル世代が家庭を持ち始め、住宅需要の急増が見込まれる一方で、学生ローン問題をはじめとする逆風は止んでいない。非エージェンシーRMBSの中では、我々がLIBOR+115-225bps程度のスプレッドで実行してきた信用力の高いモーゲージ・プールへのビスポークの優先貸付を引き続き選好する。2020年に向けて英国のEU強硬離脱をめぐる短期的リスクが減少していることから、我々は英国のRMBSのスプレッドに対して従来よりも強気の姿勢に転じている。

CMBS：2019年後半にスプレッドが縮小したことから、2020年のCMBSに対する短期的に強気な見方は和らいでいる。第1四半期におけるAAA格の最終キャッシュフロー(LCF)とBBB格のコンデュイット型CMBSのスプレッドは、それぞれ一定のレンジで推移すると思われる。2020年の発行額は2019年と同程度と見込まれ、これはスプレッドが一定レンジに留まるとの我々の予想を裏付けている。またCMBSのスプレッドの動きは、社債のスプレッドに比べて穏やかな傾向が見られる。我々のモデリングによると、コンデュイット型CMBSの引受け基準が2019年下半期に改善されたことが分かる。とは言え、担保クオリティーの二極化は進行していると考えられ、CMBS資本構成の下部におけるリスクが増加していると我々は見ている。シングルアセット/シングルボロワー(SASB)取引の発行額は2019年の450億米ドルとほぼ同額になると思われる。BB格のスプレッドはローン・トゥ・バリュウ(LTV)のレバレッジが安定すれば、より足元よりもやや高いレベル(250-260bps)で横ばいに推移すると予想するが、今後の取引でLTV比率のレバレッジが更に上昇するようであれば、BB格のスプレッドは更に拡大する可能性がある。キャップレート(収益還元率)が過去最低を記録し、商業用不動産が高値を更新し続けているが、我々は商業用不動産(CRE)に対する積極姿勢を崩していない。歴史的に見てキャップレートプレミアム(収益還元率から国債利回りを引いたもの)が高く、キャップレートの水準は妥当と考えられるため、商業用不動産の評価額は現在のレベルを維持できると見込む。我々は集合住宅、工業用建物、冷蔵施設、物流施設などのCMBSに対して強気の姿勢を取っている。(コワーキングスペース提供会社WeWorkの事業縮小などがあったものの)フレキシブルなオフィス形態をとる企業が増えていることに注目し、企業がどのように拠点を整備しているのかを知

るためのモニタリングを続ける。我々は、引き続き立地の悪い低層ショッピングモールには弱気であり、また営業レバレッジの観点からホテルには慎重な姿勢を維持する。トランジションローンとCRE CLOのパフォーマンスについても弱気姿勢を維持する。

ABS：2019年全体に比べて管理しやすい新規発行高(2,250億-2,500億米ドル)が予想され、2020年のABSのスプレッドについては良好な需給環境を維持できるとと思われる。我々は、ABSが第1四半期中にキャリア相応のリターンを上げると予想しており、全般的なデレートの短さを考慮すると、これは見通しとしてはポジティブであると言えよう。かつてないほどの失業率の低さを背景に、2020年の消費者ファンダメンタルズは全般的に安定が予想されるが、依然として逆風も続いている。具体的には、ローン引受け基準が緩和され、消費者の負債率が二極化しており、特に金融危機後の景気拡大期にレバレッジを解消できなかった低所得者層が苦境に陥っている。ABSの担保プールはこうしたファンダメンタルズの影響を受け始めており、マージナルな借り手の脆弱性が明らかになっている。更に、ABSは構造的にまだ堅牢性を維持しているものの、一定の格付を得るための信用補完率を格付機関が引き下げ始めていることから、ABSの構造的な信用保護は劣化しつつある。長期的に優れたパフォーマンスが見込まれる、信用度の高いABSの取引を我々は引き続き選好する。我々は、無担保消費者ローン(シニアで+85-130bps)、サブプライム自動車ローン(シニア/セカンドペイで+80-115bps)、民間学生借り換えローン(シニアで+100bps)の、ESG特性の強い一部の発行体にバリュウを見出し、また(FICOベースの引受けモデルとは対照的な)消費者インカムベースの引受けを行うオリジネーターと、構造面で強固な証券を重視する。

CLO：CLOのスプレッドは、2020年第1四半期にわずかに縮小に向かうものの安定が続くと思われる。新発の米国AAA格債のスプレッドは、ファンドマネージャーの信用度に応じて3か月LIBOR+132-150bpsの範囲に留まると予想される。AA格のスプレッドは引き続きAAA格を50-125bpsほど上回る水準となる可能性が高い。第1四半期のメザニン債(BBB/BB)は従来のレンジか幾分それよりタイトな水準で推移すると見られ、これはスプレッド市場全体が堅調であるとの当社の見通しとも一致する。現在のスプレッドでCLOシニア債には引き続き優れたリスク調整後リターンが見込まれるが、メザニン債については、スプレッドが銀行ローンの回収率低下、キャッシュフローの変動性および格付のボラティリティの上昇、不安定な流動性、これらのトランシェの時価評価のボラティリティ上昇の可能性を反映していないことから、我々は慎重な姿勢を維持する。次のデフォルトサイクルにおける担保ローンの回収率はこれまでより低くなると予想される。ローンのみで資金調達する発行体が増加した場合、これらの発行体は劣後する債券を発行していないため損失を吸収するクッションが減り、またディストレス債券投資家がワークアウト期間中にCLO購入に適さない資金を築いてバリュウを引き出す可能性もあるため、ローンの回収率が低下する。それでも2020年の銀行ローンのデフォルト率は低水準に留まると我々は見ている。2020年第1四半期の欧州AAA格債のスプレッドは3か月EURIBOR+100bps近辺に留まると

2020 年第 1 四半期セクター見通し

思われる。長期的には、欧州市場における今後の新発案件の吸収能力に疑念がもたれる一方、米国投資家にとってもレラティブ・バリューの魅力が足りないとの懸念から、欧州市場におけるスプレッドの拡大が予想される。目下のスプレッド（通貨ベースおよび EURIBOR フロア調整後）とドキュメンテーションの違いを考慮し、我々は引き続き欧州 CLO よりも米国 CLO を選好する。また、2020 年には ESG を重視する CLO 投資家ならびにファンドマネージャーが増えると予想する。

見通し：レラティブ・バリューの観点から、また他のリスク資産に対する分散投資の手段として、引き続き信用力の高い証券化資産を選好する。信用力の高い証券化資産の 2019 年におけるパフォーマンスは低調だった。メザニン債のリスクはファンダメンタルズの停滞に対してより脆弱であると我々は見ており、メザニン債へのエクスポージャーには選別的な慎重姿勢を続ける。

投資適格社債

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS (bps)
	Q4	2019	Q4	2019	2019 年 12 月 31 日
米国投資適格社債	1.18	14.50	-22	-60	93
欧州投資適格社債	-0.51	6.24	-18	-59	93

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、2019 年 12 月 31 日現在。インデックスに直接投資することはできません。

2020 年第 1 四半期は、世界経済の（緩やかではあるが）プラス成長、各国中央銀行の緩和的な姿勢、堅調な信用ファンダメンタルズ、投資家による利回り追求の継続などが社債市場を下支えし、スプレッドの更なるタイト化に寄与すると見られる。

米国投資適格社債：2019 年には増益率が低下したものの、良好な利益率と潤沢なフリーキャッシュフローを背景に、信用力指標は引き続き明るい材料となっている。M&A 活動は減速し、BBB 格債のレバレッジはわずかに低下している。大規模発行体もレバレッジを引き下げ始めており、信用格付の引き上げ件数は、引き続き引き下げ件数を上回っている。ただし、世界貿易と製造業の減速は、米中貿易摩擦の緩和だけでは回復しないため、注視が必要である。

需給面については、企業はスーパーチューズデー（大統領予備選挙開催日）の前に新規発行を試みるため、2020 年初頭の発行は通常よりも増える可能性がある。しかし、2020 年にはグロス発行額とネット発行額は概して減少し、市場の追い風になると見られる。2019 年に続き、米国投資適格社債の高水準の絶対利回りは、実質利回りがマイナス圏の国々を中心とする海外投資家の関心を集めるだろう。実際に、利回り追求の動きは極めて強く、為替エクスポージャーをヘッジしない海外投資家も増えている。

ポートフォリオのポジショニングは前四半期からほぼ変わっていない。引き続き、相対的に低格付の短期債をオーバーウェイトとし、「過大評価」されていると我々が見なす高格付企業の長期債をアンダーウェイトとしている。また、レバレッジを引き下げつつある企業（特にヘルスケア、通信、エネルギー、パイプラインセクター）の BBB 格債に選別的に投資を行っている。米国の大手銀行に加え、2019 年第 4 四半期に好調だった英国や欧州系の一部の銀行を選好している。また、米国の投資適格企業が欧州で発行するリバース・ヤンキー債にも若干の投資妙味があると考えのほか、電力会社および課税地方債も引き続き選好する。一方、低格付の金融機関に対しては否定的な見方を取り、自動車セクターに対しては慎重な姿勢を取っている。自動車セクターの諸課題は、製造業セクターの活動縮小に大きく影響している。

欧州投資適格社債：欧州投資適格社債市場では、米国と同様にマクロや信用関連の好ましいトレンドが見られたが、主に需給面でいくつかの相違点が存在する。2020 年のグロス発行額は引き続き増加すると見られるが、償還分（1,800 億ユーロから約 2,000 億ユーロに増加する可能性がある）、利息分、ECB からの需要を考慮すると、ネット発行額は減少する可能性がある。一方、リバース・ヤンキー債の発行増加は特筆すべきポイントであり、この傾向は 2020 年を通して続くと思われる。最後に、ECB の緩和姿勢も追い風になっている。2019 年 11 月に再開された資産購入プログラムでは、月額 20~40 億ユーロの社債購入が予定されていたが、いずれはこの金額が 60 億ユーロまで引き上げられる可能性があり、2020 年初頭には購入ペースがある程度明らかになるとみられる。

欧州の社債ポートフォリオでは、スプレッド・デュレーションを中立水準に引き上げ、銀行、保険会社および非コア REIT を引き続きオーバーウェイトとし、市場が強含む局面では銀行セクターのポジションを削減することを検討している。また、良好なコンセッションで発行されるユーロ建てリバース・ヤンキー債に対するエクスポージャーも拡大している。

グローバル投資適格社債：グローバル投資適格社債のポートフォリオでも、スプレッド・デュレーション・リスクを中立としている（内訳は、ユーロとドルに対してロング、円やスイスフランなどにはショート）。ECB のテクニカル面での支援を背景に、我々は米ドル建投資適格社債よりもユーロ建投資適格社債のスプレッドをやや選好している。英ポンド建社債については、中立からアンダーウェイトを維持する。米ドル建社債では引き続き大手銀行、米国公益企業、ユーロ建社債では（必ずしも欧州企業ではない）銀行や一部事業会社を選好している。我々は引き続き同一／類似発行体のユーロ建と米ドル建債に注目し、その価格差や利回り較差に投資機会を探っている。

今後の米国と欧州の投資適格社債について、我々は短期的には強気の見方をしており、スプレッドは昨年大幅に縮小したものの、経済が緩慢とは言え安定した成長率を維持していることや、需給が堅調であることを背景に、第 1 四半期、場合によっては第 2 四半期においても一段と縮小する可能性がある。リスク要因としては、実質金利と名目金利の想定外の上昇、英国の EU 離脱に伴う貿易面での混乱、中国を含む主要国の経済成長の失速などが挙げられる。2020 年秋の米国大統領

2020年第1四半期セクター見通し

選挙によってもボラティリティが高まる可能性があり、買いの好機をもたらす可能性がある。

見通し: 良好なファンダメンタルズ、堅調な需給、スプレッド縮小の可能性を背景に、短期的には強気な見方。米国の大手銀行および一部のBBB格事業会社債を引き続き選好。

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)
	Q4	2019	Q4	2019	2019年 12月31日
米国ハイイールド債	2.61	14.41	-42	-173	360
欧州ハイイールド債	2.08	11.38	-59	-198	324
米国レバレッジド・ローン	1.68	8.17	-17	-90	461
欧州レバレッジド・ローン	0.54	4.38	+7	-35	423

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、2019年9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: 米国ハイイールド債については、スプレッドが年初来最もタイトな水準に到達して堅調だった第4四半期に続き、我々は2020年初についても強気な姿勢を維持している。限定的な純発行額、運用会社の高水準の現金比率、ディフェンシブなポジションを取ってきた投資家のセンチメント転換の可能性を背景に、第1四半期にはオプション調整後スプレッドが330bpsへとタイト化する可能性がある。貿易戦争リスクならびに2020年の米大統領選に伴うテールイベントリスクが減少していること、そして中央銀行が全般的に緩和的であることから、中期的にも楽観視している。

サイクルの終盤に通常現れる兆候も比較的に弱いため、クレジット・ファンダメンタルズも引き続き良好である。既にディスカウントで取引され、より大きな困難に直面しているセクター（エネルギーやコモディティ関連など）は、2020年に世界経済が安定化することである程度の恩恵を受けるだろう。米国のデフォルト率は2019年11月時点の3.9%から（エネルギーセクターを中心に）若干上昇するものの、大方の予想に反して、引き続き過去の平均を下回ることが予想される。

供給に関しては、グロス発行額が前年比で約20%減少すると予測されている。ネット発行額はやや増加することが見込まれるが、増加分は投資家の需要によって容易に吸収されるだろう。

ポジションの面では、B格銘柄を選好するとともに、2019年に著しくアンダーパフォームしたCCC格の銘柄も一部選好する。また、現状ステイプなスプレッドカーブに乗じて、低スプレッドの短期ゾーンをアンダーウェイトとする一方、中間ゾーン（4年から7年）をオーバーウェイトしている。BB格への大幅なアンダーウェイトに対しては、AAA格CLOのポジションでバランスを取っている。また、独立発電会社と米消費者関連銘柄を引き続きオーバーウェイトとしている。

我々は最近になってエネルギーセクターをオーバーウェイトする方針に転換し、特に天然ガス（および関連燃料）の生産企業や販売企業に重点を置いている。また、市場動向に応じて選別的にヘルスケア銘柄も追加している。

同様に、2019年のレバレッジド・ローン市場ではB格銘柄がBB格銘柄に対して大きくアンダーパフォームしたことから、B格銘柄を選好している。とは言え、低格付ローンは世界経済の減速や発行体寄りの条件決定に関連するリスクが高いため、慎重な銘柄選択と注意深い監視が必要であることを我々は認識している。

ローンのデフォルト率は1.75%近辺で推移しており、2020年後半にかけても低水準で推移すると予想されるが、個別要因によるデフォルトの脅威により、見通しより上昇するリスクが生じている。2020年上半期にはローンのリプライシングが増加し、新規発行を牽引すると予想する。同資産クラスからのリテール資金の流出が続く可能性はあるが、ある程度減速すると見ている。

また、業種別にリスクが最も大きいのは小売、テクノロジー、自動車部品、エネルギー、医薬品の各セクターで、建設資材、カジノ、ケーブルのファンダメンタルズは安定的に推移ないしは改善していると考えている。世界景気が減速し、債権者保護が弱まった場合、銘柄選択が引き続き重要になるだろう。

欧州レバレッジド・ファイナンス: 欧州ハイイールド債についても中期的には積極的な見方を維持するとともに、2020年上半期にはスプレッドがタイト化すると予想している。とは言え、市場が二極化しており、予想を下回る決算やその他のマイナス材料を出した発行体が大きく売り込まれる地合いを考慮すれば、銘柄選択が重要であることに変わりはない。欧州経済が伸び悩む中、低格付債は圧迫される可能性があり、デフォルト率は2020年末までに2~3%へと若干上昇すると予想している。ただし、状況の悪化は堅調な需要によってある程度相殺される可能性があり、純発行額は増加が予想されているものの、需要によって吸収されると見ている。

ハイイールド債のポジショニングとしては、引き続き、一部のB格発行体のリスクリターンが最も良好である。欧州レバレッジド・ローン市場では、今後も高格付発行体がローンを償還して債券を発行することが見込まれ、需給が良好であることから強気な見方を維持している。ただし、発行条件が悪化している点には注意が必要である。レラティブ・バリューに基づけば、ローンよりも欧州ハイイールド債券を引き続き選好するが、その差は2019年前半よりも縮小しており、状況に応じた検討が必要となる。

見通し: 強気。堅調な需給と比較的に安定しているファンダメンタルズから、B格の米国ハイイールド債、米国レバレッジド・ローン、欧州ハイイールド債の投資機会を追求する。欧州レバレッジド・ローンに対しても引き続き楽観的ではあるが、発行条件を注視する必要がある。

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)		AS (bps) / 利回り %
	Q4	2019	Q4	2019	2019年12月31日
エマージング債券 (ハードカレンシー建)	1.81	15.04	-47	-125	291
エマージング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	0.92	9.14	0.01	-1.24	5.22
エマージング通貨	3.73	5.20	-2.34	-1.94	3.36
エマージング社債	2.21	13.09	-36	-60	311

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、2019年12月31日現在。インデックスに直接投資することはできません。

2020年のエマージング債券に対する強気見通しは、米中貿易に関する緊張緩和が続き、世界経済が反発する可能性が大きな前提となる。そして、これは中国の成長率が予想の上限（6.0%をやや下回る水準）に達し、先進国の中央銀行が総じて緩和的な姿勢を維持した場合に、十分にありうるシナリオである。

経済成長の安定化はファンダメンタルズを支える可能性があるものの、最近、複数の国に広がっている[社会的抗議活動の波](#)は、依然として景気の下押し圧力である。社会的抗議活動が、いつどこで発生するかを予測することは困難だが、実際に発生した場合、経済活動が一時的に大きく混乱し、財政収支が一段と悪化し、信用スプレッドが拡大する可能性がある。ほとんどの場合、抗議活動がその国の信用力に対するクレジット・イベントにつながることはないものの、抗議活動に対する政府の対応によって国毎に長期的な影響が決まることになる。こうした動きが明らかになっていくのに伴い、投資家は抗議活動が繰り返される国々の中から魅力的な投資機会を選別することができるだろう。

2020年には、需給関係もエマージング債券をある程度支えると思われる。ソブリン債のグロス発行額は2019年の1,660億米ドルから今年は1,420億米ドルに減少し、ネット発行額は550億米ドルから210億米ドルへと、半分以上に減少すると予想されている。エマージング社債のグロス発行額は、2019年の4,850億米ドルから今年は4,320億米ドルに減少し、ネット発行額は960億米ドルからわずか40億米ドルまで急減すると予想される。需要面に関しては、個人投資家および戦略的投資家からの資金流入は2019年（約650億米ドル）から減少する可能性が高いものの、2020年も流入超の状態が続き、流入先はハードカレンシー建と現地通貨建てでほぼ半々となる見込みである。現地通貨建て債券指数に中国が組み入れられることも、現地通貨建てエマージング債券市場への資金流入を支えたと見られる一方、多くの投資家は2019年に好調なパフォーマンスをあげた現地通貨建て債券へのアロケーションを既にいったん引き下げている。

ハードカレンシー建エマージング債：ハードカレンシー建エマージング債のスプレッドは、長期的にも、レラティブ・バリュエーションの観点からも、引き続き魅力的な水準にある。新規採用

国とベネズエラをベンチマークとなる指数から除外した場合、スプレッドはおおよそ過去5年平均の水準にある。さらに、エマージング市場のハイイールド債と米国ハイイールド社債のスプレッドは、過去10年で最も拡大している。

我々は引き続きバーベル型の戦略の一環として、改革を実施しており、債券発行の実績があり、あるいはIMFの支援を受けているB格の短期ソブリン債を選別的に選好している。これには、エクアドル、ウクライナ、エジプト、コートジボワール、およびアフリカのサハラ以南諸国が含まれる。またアルゼンチンやレバノンなど、最近の動向が既に織り込まれており、大幅に売り込まれた水準で取引されているいくつかのCCC格ソブリン債も組み入れている。例えばアルゼンチンのドル建ソブリン債のリストラクチャリングが、足元の市場に織り込まれているよりも有利な内容となった場合、アルゼンチン資産は好調に推移する可能性がある。レバノンのソブリン債は、政治問題が決着し、国際的な資金援助を得られれば、今後、債券価格が上昇する可能性がある。我々はバーベル戦略のもう一方で、高格付の長期ソブリン債も選好している。これには、他の同格付の債券と比べスプレッドが拡大している湾岸協力会議（GCC）加盟国の一部ソブリン債や、ソブリン債とのスプレッドが拡大しているPEMEXなどの準ソブリン債、またはPetrobrasのように信用の質が改善している準ソブリン債が含まれる。

エマージング社債は、総じてソブリン債とのスプレッドが拡大しており、ハードカレンシー建債券へのアロケーションを分散しようとする投資家からの資金流入の拡大が追い風となる可能性がある。加えて、企業は有利な市場環境を背景に発行年限を長期化しており、また我々の基本シナリオでは、多くのコモディティ価格は底入れしている。この2つの要因により、2020年のエマージング社債のデフォルト率は2.5%という比較的低い水準に留まると見ている。中国ではこのところ社債のデフォルトが相次いでいるが、これは中国政府が市場の効率性を重視していることの表れであり、全体的なデフォルト率の上昇を表すわけではない。エマージング社債の中では、我々はメキシコおよびブラジルの銀行、中国の高格付不動産企業、インドの再生可能エネルギー企業、およびアフリカの移動通信用鉄塔会社の社債を選好する。

現地通貨建エマージング債：全体として、新興国と先進国の利回り較差は引き続き魅力的であり、我々は主に中央銀行が明確な緩和策を打ち出しており、実質金利が引き続き魅力的な水準にあるメキシコ、ロシアおよび中国のデュレーションをオーバーウェイトとしている。我々は、利上げが織り込まれているブラジルと南アフリカのイールドカーブの投資機会を模索する。コロンビアやチリなど財政難に直面するおそれがある国々や、トルコなどファンダメンタルズに問題があり、非伝統的な政策を取っている国々をアンダーウェイトとする。イールドカーブのポジショニングに関しては、主に5年～7年ゾーンのスティープ化を見越したポジションを取ると共に、リスク・プレミアムが低下した長期ゾーンを回避する。

エマージング通貨：米中貿易交渉の第1段階の合意が守られ、世界的に景気が上向いた場合、2020年はエマージング通貨の上昇にある程度弾みがつく可能性がある。反対に、逆風に見舞われたとしても、相対的に高い成長見通しと相対的に良好

2020年第1四半期セクター見通し

な国際収支を背景に、依然としてエマージング通貨のレラティブ・バリューに着目した投資機会を見出すこともできるだろう。

現時点では、我々は引き続きエマージング通貨のレラティブ・バリューに注目している。我々はロシア、メキシコ、ウクライナ、エジプトなど、キャリーの妙味が高く、実質利回りが魅力的であり、世界貿易の影響を受けにくい通貨を選好する。成長率が低く、平均を下回る成長率に留まるハンガリーやその他中欧/東欧諸国などの国々と、現地通貨市場から資金が流出しやすいブラジルなどの国々については、アンダーウェイトを維持する。アジアでは、台湾やシンガポールなど、信用力が高く、經常収支が黒字で、テクノロジー・サイクルの回復から恩恵を受ける通貨を選好する。また中国に関しては、貿易交渉に進展があった場合、1米ドル=7元を下回って推移する可能性があることから、前向きの見方をしている。全体として、ドル安が続く兆しがあれば、通貨のエクスポージャーを拡大する方針である。2020年にエマージング通貨がハードカレンシー建資産をアウトパフォームする可能性は低いと考えている。

見通し：強気。割安なバリュエーションと、好ましいグローバルの市場環境の中で、低格付の短期社債およびソブリン債（および、おそらくはディストレスト水準の低価格で取引される債券）と、高格付の長期債から成るバーベル型の投資戦略を選好する。現地通貨建エマージング債については、より慎重な姿勢を取る。エマージング通貨についてはレラティブ・バリューに着目するものの、米ドルがより幅広い通貨に対して下落する兆しがある場合には、エマージング通貨の方向性から利益を得る取引を増やす可能性がある。

地方債

2020年第1四半期の地方債の市場環境は、供給が安定する中、非課税および課税債に対する投資家需要が堅調に推移し、概ね好調となることが予想される。2019年に底堅く推移した地方債は、今なお課税換算利回りが魅力的であることを理由に、引き続き個人投資家の関心を集めると見られる。加えて、2019年第4四半期に5年対30年の利回り較差が22bpsから100bpsまで拡大した結果、イールドカーブは相対的にステイプ化しており、デュレーション長期化の魅力的な機会が生じている。

地方債投資信託の流入額は2019年の記録的な高水準から低下する可能性があるものの、特に第1四半期前半には、金利環境が安定的～低下傾向にあることが、継続的な資金流入に貢献すると思われる。とは言え、法人減税によって、米国の銀行と損害保険会社では非課税地方債に対する需要が低下しているため、投資信託資金が流出超に転じた場合には、長期債は下落圧力に晒されることになる。

発行額に関して言えば、2020年の新規発行総額の平均予想は、2019年の発行額とほぼ等しい約4,300億米ドルとなっている。非課税地方債の純発行額は、前年比横ばいか、前年をやや上回る見込みである。

課税地方債の発行総額は、2019年の800億米ドル前後から1,000億米ドル超に拡大する見通しであり、投資家に対し、コンセッションで発行される新発債への投資機会を提供すると思われる。発行額の増加は金利水準次第だが、投資家が高格付地方債による分散効果を歓迎しており、とりわけ投資適格社債よりもイベントリスクに対する安全性が高いことを考慮すれば、発行増は順調に消化される見込みである。全体として、課税地方債は投資適格社債のスプレッド縮小局面では社債をアンダーパフォームし、スプレッド拡大局面では社債をアウトパフォームする可能性がある。

クレジットに関しては、2020年には、プエルトリコ一般財源保証債の再編がハイイールド地方債に影響を及ぼす恐れがある。しかし再編手続きは複雑なため、いつ実施されるかは極めて不透明である。多くの州は準備金や緊急時の備えを積み上げてきたとは言え、一部の州および地域では、年金債務その他の退職後給付債務の積立て不足が引き続き長期的な懸念事項となっている。

見通し：強気。非常に良好な需要環境と魅力的なバリュエーションを背景に、地方債の市場環境は良好となる見込みである。

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1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するに当たって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おりません。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。

英国および欧州経済領域 (EEA) では、PGIM インクの間接子会社である PGIM リミテッドが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 リミテッドは英国の金融庁からの許可・規制を受けており (登録番号: 193418)、EEA の様々な法域での正式な営業権を有しています。本資料は英国金融行為規制機構 (FCA) の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令 (MiFID II) の 2014/65/EU に定義されている適格機関投資家に対して PGIM リミテッドが提供する資料です。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。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.

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

留意事項

ジング値は含まれません。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。

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。

エマージング債券：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。エマージング・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、エマージング市場の国債および準国債 (ブレイディ債、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+ を下回る格付を付与されている証券です。

現地通貨建てエマージング債券：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、エマージ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。

エマージング社債：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、エマージ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。

エマージング通貨：JP モルガン ELMI プラス・インデックス。JP モルガン ELMI プラス(JPM ELMI+)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、ヴィ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。

2020-0020

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 / January 2020"を PGIM ジャパン株式会社が翻訳したものです。

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

PGIMJ202001160044

原文（英語版）につきましてはウェブサイト (<https://www.pgim.com/pgim-fixed-income/thought-leadership>) をご参照ください。