

四半期見通し

2020 年 4 月

PGIM フィクスト・インカムの CEO 兼チーフ・インベストメント・オフィサーからのご挨拶

これまでの見解を踏まえ、改めて検証する

当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの見解

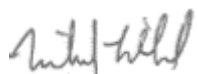
台風の目を検証する

当社チーフ・エコノミストの見解

PGIM フィクスト・インカムはブルデンシャル・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。米国に本拠を置くブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするブルーデンシャル社とは何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流行により、わずか3ヵ月足らずで世界の経済活動がほとんど停止し、11年続いた景気拡大が突然幕を閉じました。本稿で当社チーフ・エコノミストが説明しているように、経済的損害の規模や今後の回復の力強さについては、依然として広範にわたり不透明感が漂っています。しかし、こうした不透明感は、当社顧客や従業員に対する我々の長期的なコミットメントを強めるものに他なりません。当社では米国、欧州、アジア地域の従業員が、それぞれの自宅、バックアップ・オフィス、あるいは社会的距離を確保できるようなオフィス環境において、安全な環境の下で勤務しています。どこで働こうと、お客様の長期的な投資目的のために従事するという職務を果たす上で必要なインフラを我々は提供し、引き続き従業員をサポートしています。本稿では、当社チーフ・インベストメント・ストラテジストが、世界のクレジット市場において歴史的に見て魅力が増している投資価値について検証しています。今後数四半期および数年にわたり大きなリスク調整後リターンを得るには、経済の封鎖状態を乗り切った後の景気回復局面で大きな恩恵を受けると見られる投資機会を選別することが重要な要素となります。こうした環境下では、ファンダメンタルとバリューに基づく我々の銘柄選別プロセスが、引き続き機能するものと確信しています。「第2四半期セクター見通し」では、それぞれのセクターの責任者が、今後どこに投資機会が生じるかについて、詳細な見解を示しています。現在の危機は我々が戦後に経験したどのような危機とも異なるものですが、いずれは我々が克服した多くの危機の一つとなるでしょう。加えて、我々は引き続き長期的な視点でポートフォリオを運用いたします。実際、今後数週間に亘り不透明感が極度に高い状況が続く見込みですが、今後数年間について言えば、見通しはより明瞭です。こうした短期的な不透明感が、コロナウイルスの流行、世界経済および市場動向に関する懸念や混乱を増長する可能性があります。お客様におかれまして、ご不明な点やご懸念があるようでしたら、どうぞお気軽に当社クライアント・アドバイザリー部門までご連絡ください。また、我々の最新の見解については、[PGIMFixedIncome.com](https://www.pgim.com/PGIMFixedIncome.com) をご参照ください。我々は、引き続き皆様からの長期的な信頼とパートナーシップを得られるよう全力を尽くす所存です。近い将来には、皆様と直接お会いして、こうした当社の考えをお伝えしたいと考えています。



マイク・リラード
CEO 兼チーフ・インベストメント・オフィサー

直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](https://www.pgim.com/PGIMFixedIncome.com).

- FRB、2008 年の金融危機時を上回る政策を直ちに実施
- 最新の市場見通し
- Market Update: Opportunities in Securitized Credit
- Market Update: Investment Grade Corporate Bonds
- Market Update: Global High Yield

先進国金利 | 9

戦術的なスタンス。FRB が継続的に市場に流動性を供給するため、米国債利回りは第 2 四半期初には低下の可能性もある。しかし、その後は財政刺激策に伴う巨額の国債増発のため、10 年債利回りは上昇する可能性。我々は、割高なデリバティブについてはショートポジションを、また 5 年ないし 10 年物の TIPS についてはロングポジションを 선호する。また、中期ゾーンのフランス OAT 債やカナダ対英国の実質金利ポジションにも投資妙味がある。

E-ジェンシーMBS | 9

他のセクターのスプレッドと比較して、アンダーウェイト。MBS のスプレッドは、FRB の資産購入プログラムによってさらに圧縮圧力を受けるが、既にかなりタイト化しているため、追加的な圧縮の余地は少ないと我々は見ている。そのため、MBS より他のスプレッドを 선호する。

証券化商品 | 9

流動性および確実性の高さの観点から短期的には資本構造の最上位部分に極めて強固な見方を維持。指標性の低い資産タイプやメザン債への投資機会の魅力も高まっているが、第 2 四半期に入って、身動きの取れなかった投資家がロングポジションの低減を図る一方、経済的損失の程度が明確になる中で、より適当な参入ポイントが出現すると考える。

投資適格社債 | 11

回復の兆しとスプレッド縮小の可能性を背景に、中長期的には非常に強固な見方。米国の大手銀行および一部のディフェンシブ・セクターを好み、割安な銘柄を模索。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス | 12

中期的に強固。新型コロナウイルスは経済に大きな打撃を与えているものの、レバレッジド・ファイナンスセクターにはいくつかの緩和要因が存在する。また、スプレッドの大幅拡大により、よりディフェンシブまたはウイルス禍の影響を受けにくい業種を中心に、中長期的に魅力的なエントリー・ポイントが生じている。アクティブ運用の銘柄選択は、今後のパフォーマンスを左右する要因になると見られる。

Eマージング債券 | 13

長期的に前向きな見方。スプレッドと利回り格差が大きく拡大し、先進国の金利が長期的に低水準で推移することが見込まれることから、新興国資産には引き続き長期的な投資妙味があると予測する。ハードカレンシー建ソブリン債と一部の社債を好み、現地通貨建 Eマージング債がこれに続く。Eマージング通貨に関しては、乱高下が続く、過去の危機発生時よりも回復に時間がかかる可能性がある。なお、経済指標が好転する前に Eマージング市場は何らかの回復の兆しを示すと予想しており、回復の際は、高格付発行体が先行し、その後、低格付発行体が回復すると考える。

地方債 | 14

短期的には慎重、中長期的には前向きなスタンス。短期的には、新型コロナウイルス危機の深刻度と期間、および地方債への最終的な影響について不透明感が高い。一方、地方債の信用力、連邦政府の支援、大幅に拡大したスプレッド水準は幅広い投資家に魅力的な投資機会を提供すると考えられる。市場ボラティリティが高い環境下、引き続き長期的な投資機会を追求。

セクター別展望 & 運用方針 (詳細はタイトルをクリック) ▼

債券市場の見通し

これまでの見解を踏まえ、改めて考証する

2020 年は過去に例のない、予想すら出来なかった混乱に見舞われた年となっている（そして、既に丸 1 年が経過したように感じられる）。年初時点では、市場に影響を与える可能性のあるイベントとして広く認識されていたのは、1)世界的な低成長、2)激しい貿易戦争、3)米国の大統領選挙を巡る混乱などだった。景気後退についてはどうだろうか?かなり先までその心配はないと見られており、それを否定する理由もなかった。

だが実際は、「瀕死になるまで生産を続ける」ような激しい原油価格戦争が起きたところに、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大が重なり、世界経済は突然活動が停止した。第 1 四半期と第 2 四半期の国内総生産（GDP）は年率換算で 2 桁台の落ち込みとなる見通しで、失業率も 2 桁に急上昇すると予想されている（「世界経済の見通し」を参照）。

第 1 四半期中の市場の急落は過去にほとんど例のないものだったが（図 1）、幸いなことに、政策当局者がかつてないほど強力な介入に踏み切ったほか、あらゆる視点からコロナウイルスの感染を食い止めるための措置を講じ、社会、経済、そして市場を支えようとしている。今のところ、「これをやればどうなるだろうか?よし、やってみよう」という精神が、危機対応を象徴する行動となっている。

図 1：リスク資産はここ数年素晴らしいパフォーマンスを上げた後、急激な下落に見舞われた…

個別セクター	Q1 2020	2019	2018	2017	2016
米国長期国債	20.9	14.8	-1.84	8.53	1.3
米国債	8.20	6.86	0.86	2.31	1
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	2.82	6.35	0.99	2.47	1.7
CMBS	1.19	8.29	0.78	3.35	3.3
地方債	-0.63	7.54	1.28	5.45	0.3
エマーシング債 (現地通貨建ヘッジあり)	-1.43	9.14	0.75	3.68	4.7
米国投資適格社債	-3.63	14.5	-2.51	6.42	6.1
米国投資適格長期社債	-4.51	23.9	-7.24	12.09	11
欧州投資適格社債	-6.15	6.24	-1.25	2.41	4.7
エマーシング通貨	-8.48	5.2	-3.33	11.54	3.5
米国ハイイールド債	-13.12	14.4	-2.26	7.48	17.5
米国レバレッジド・ローン	-13.19	8.17	1.14	4.09	9.9
エマーシング債 (ハードカレンシー建)	-13.39	15.04	-4.26	10.26	10.2
欧州レバレッジド・ローン	-14.40	4.38	1.25	3.72	7
欧州ハイイールド債	-14.50	11.4	-3.35	6.79	10.8
マルチセクター	Q1 2020	2019	2018	2017	2016
米国総合	3.15	8.72	0.01	3.54	2.7
グローバル総合(ヘッジあり)	1.45	8.22	1.76	3.04	4

グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	-0.33	6.84	-1.2	7.39	2.1
円総合	-0.34	1.64	0.93	0.18	3
ユーロ総合	-1.13	5.98	0.41	0.68	3.3
その他セクター	Q1 2020	2019	2018	2017	2016
米ドル	2.76	1.35	4.9	-7.85	3.2
3ヶ月 LIBOR	0.43	2.4	2.23	1.22	0.7
S&P 500 指標	-20.00	32.6	-4.4	21.26	10.6

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、エマーシング債は 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 3 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。

政策当局の対応は、2008 年の世界金融危機とは大きく異なっている。当時、当局は危機に対して即座に、そして断固たる措置を講じることを躊躇した。なぜなら、それは実質的に、経済や市場を救うために危機を引き起こした張本人（無謀なほど負債を膨らませた投資家や借り手、それを可能にした金融セクター）を助けることを意味していたからだ。今回の危機的状況下、せめてもの慰めは、政策当局者がそうした葛藤を感じていないことである。救済は真の意味で助けることを意味し、モラルハザードはさほど懸念されていない。政策措置が講じられるのが早いほど経済や市場は迅速に危機から脱することが可能になるため、それは大きなプラス要因である。投資の観点から見れば、危機から脱した後の社債セクターのリターンは歴史的に非常に高くなるため、回復のスピードは重要な意味を持つ。

ここからどこに向かうのか？

一時的な効果が期待されるあらゆる措置が講じられたとしても、今後の動向は依然として不透明感が強い。市場見通しに関する具体的な道筋を我々が描けている訳ではないが、長期的にみれば今回の危機は金利や信用スプレッドにとって時代を画するものとなる可能性がある。例えば、米国の金利は何年にもわたって低下した結果、先進国の中でも低い水準となっており、今後もわずかな上昇しか見込まれていない。一方、証券化商品、投資適格債、ハイイールド債、エマーシング債などの信用スプレッドは、歴史的に大きな投資妙味を提供している。しかしながら、今回は大きな相違点がある。特定の業界や発行体が大きなストレスに直面しているという前例のない市場環境を踏まえれば、アルファ創出および損失回避の両面から、アクティブ運用がこれまでになく重要になりそうだ（我々の見解の概要については後述の一覧表を参照。また、「セクター見通し」でより詳細に解説している）。

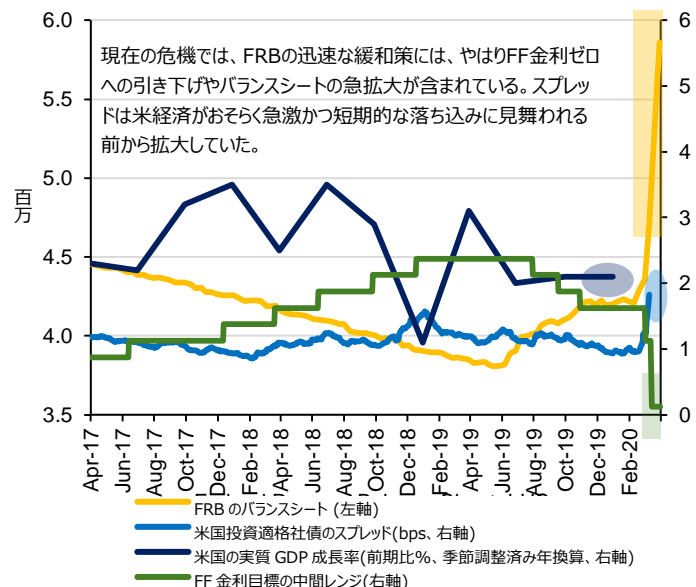
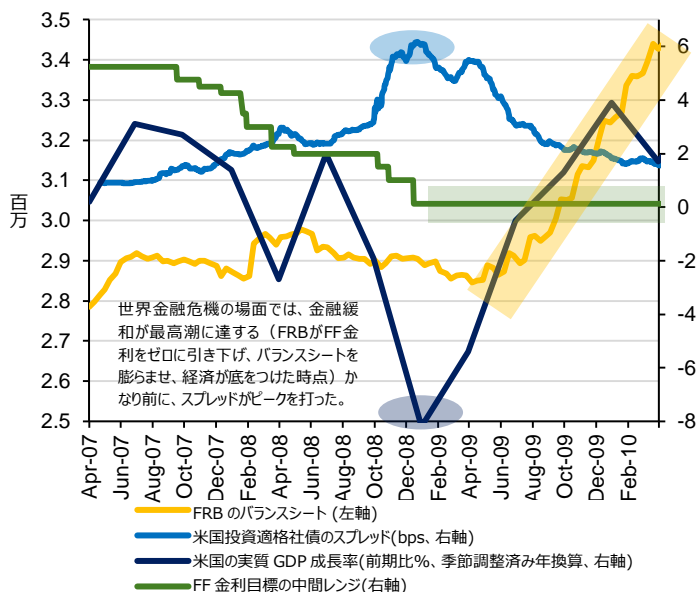
危機はいつピークを迎えるか？

過去の危機の残骸が散らかった道のりを振り返れば、市場は総じて先を読んで推移してきたことが分かる。つまり、市場は経済活動の回復よりもかなり早い時期に底打ちする傾向があり、迅速かつ大規模な刺激策が講じられた場面では特に顕著である。例えば、世界金融危機に見舞われた場面では、多くの中央銀行が積極的な利下げに踏み切り、米国連邦準備制

債券市場の見通し

度理事会（FRB）が量的緩和策など幅広い非伝統的な緩和策に着手するなど、あらゆる金融政策や財政政策が発動されたことから、信用スプレッドは2008年第4四半期末にピークを打った。スプレッドがピークに達した2008年12月は、経済活動が底入れする3～6ヵ月前だった（図2）。

図2：2008年の危機/景気後退/市場の回復は、現在の危機から脱する上で大まかなロードマップとなるのだろうか？FRBがFF金利をゼロに引き下げ（2008年12月）、非伝統的な緩和策に着手（2008年12月に発表し、2009年に本格的に開始）して以来、2009年半ばまでプラス成長に回復しなかったにもかかわらず、信用スプレッドはピークを打った。



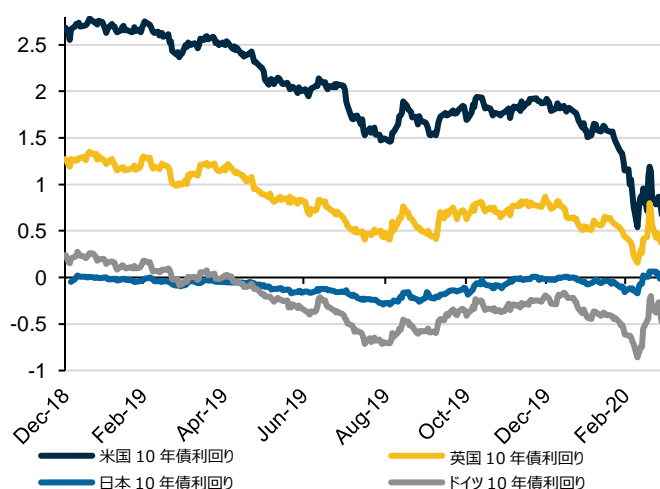
出所：ブルームバーグおよびPGIMフィクスト・インカム、2020年3月31日現在。社債のスプレッドは、ブルームバーグ・バークレイズ米国総合インデックスによる。

成長が今年後半のどこかの時点でプラスに転じるという現時点の想定の下、現在の危機でも同じパターンを辿るとすれば、市場の不安は第2四半期中に頭打ちになると考えるのが妥当であるように見える。現時点ではまだ確かなことは言えず、

経済活動の度合いや政策当局者が講じる対応策のタイミングや規模にもよるが、第1四半期最後の週に市場のボラティリティがピークに達した可能性がある。危機に関する悪いニュースが市場に既に概ね織り込まれているとすれば、市場は今後12～24ヵ月間にどこに向かうのだろうか？もっと具体的に言えば、スプレッド市場はどの程度回復し、安全資産への逃避や景気後退懸念が薄れた場面で長期国債の利回りはどこまで上昇するのだろうか？

金利については、2020年初時点では、（例えば）世界的な労働力減少や高水準の債務負担といった持続的な要因により、先進国の国債利回りはしばらく低水準にとどまると我々は予測していた。例えば、日本の10年債利回りは0%前後、ドイツの10年債は0%を大幅に下回る水準、オーストラリアの10年債は1%前後で推移するといった具合である。それらの金利はすでに下限に近い水準にあるため、直近のボラティリティ上昇局面でも低下幅はごくわずかで、全く低下しない市場もあった（図3）。今後、状況が正常に戻った場面でも、それらの市場では利回りの修正幅は比較的限られたものに留まりそうだ。しかし、危機以前の米国は例外で、FRBはFF金利を、そしてそれによって米国のイールドカーブ全体を、他のすべての先進国のイールドカーブと比べて維持できないと考えられるほど高い水準に据え置いてきた。その結果、FRBが危機対応の第1段階としてFF金利を0%に引き下げた時、米国の金利には他国では考えられないほど大きく低下する余地があった（FF金利と米ドルに関するボックス記事を参照）。

図3：2020年の危機以前における米国を除く先進国金利は、債券の強気相場が終わった後の市場環境を予測するカギを提供してくれる可能性がある。他のG4金利がすでに下限に近づいていたために、直近のパンニック的に安全資産に逃避する動きが高まった局面でも、金利のさらなる低下余地はあまりなかった（ドイツでは利回りが25bps、英国では45bps低下したが、日本では全く低下しなかった）。足元の市場のボラティリティが高まっている局面では、安全性の高い政府債を保有することで多少の分散投資効果が得られたが、その効果は大きくはなかったといえる。危機から得られる教訓の一つは、金利が一定以下の水準に達した後は、長期の政府債がもたらす保底的な価値はかなり限られる可能性があるということかもしれない。



出所：ブルームバーグおよびPGIMフィクスト・インカム、2020年3月31日現在。

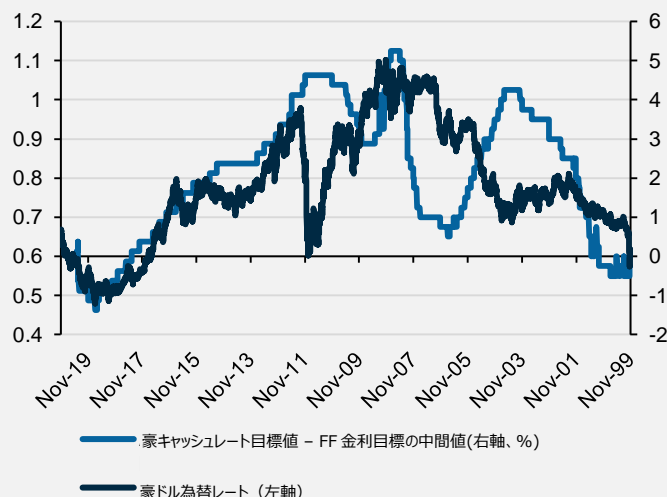
債券市場の見通し

今後数週間あるいは数ヵ月は、経済が急停止の状態から抜け出すまでは、米国 10 年債利回りは足元のレンジである 0.3-1.3% の下半分で推移する見通しだ。景気回復が始まって（今後数ヵ月はかからなくとも、数週間は必要となろう）、長期的な中心トレンドが従来予想である 1.5-2.0% に完全に戻るとは考えにくい。むしろ、世界経済が直面している一層の逆風や、FF 金利が低位に止まると予想されることを踏まえれば、中心的なトレンドはもっと低い 1.25-1.50% になると考えるのが妥当だと思われる。

FF 金利の急低下は最終的に米ドルの独走を抑えることになるだろうか？

最近 10 年の大半は米ドル高基調だったが、FRB の最近の急激な利下げでこの流れは弱まるかもしれない。例として 2000 年以降の豪ドルの値動きを見ると、豪ドルは実質的に米国との金利差に連動している。オーストラリアの金利が高いか上昇していた時には豪ドルも上昇し、その逆も然りであった。ここ 10 年間は、オーストラリア金利の低下と豪ドル安が連動している様子がよく表れており、オーストラリア金利が米国金利に対して 4% ポイント低下する中で、豪ドルの価値は約半分に下落している（図 4）。

図 4：豪ドルの下落は、FF 金利がゼロをつけた時の米ドルの値動きの先例か？



出所：ブルームバーグおよび PGIM フィクスト・インカム

FRB が FF 金利をゼロに引き下げると、豪ドルやその他先進国通貨に対して辛うじて維持していたドルのキャリー面での強みがなくなるため、最終的にキャリー取引主導の米ドル高は終焉を迎えるだろう。キャリー要因以外にも、これまでの大幅な上昇が米ドルのバリュエーションを押し上げている可能性があるため、先進国通貨の（対米ドル）の為替見通しはこれまでよりも好転すると見られる。また、米国金利の低下は過去数年間下落していたエマージング通貨にも好材料となるが、新型コロナウイルスの感染拡大と原油価格の急落でファンダメンタルズへの逆風が強まる中、先進国通貨と比べてエマージング通貨のパフォーマンスが振るわない可能性がある。

スプレッド市場の長期的な見通しについては、以下の 2 点が明確と思われる。1 つ目は、クレジット銘柄の選別が重要になるということだ。つまり、ある銘柄がデフォルトしてしまうようであれば、価格やスプレッドがどうであれ、その銘柄は十分割安だったとは言えない。突然の企業活動の停止で、数ヵ月以内に多くの信用問題が生じるだろう。分析する際には、今回の危機で生き残れそうな企業を特定するだけでなく、回復時に恩恵を受ける企業を見極めなければならない。

他方、大半のクレジット銘柄はデフォルトに陥ることなくこの危機を乗り切る可能性が高く、今後 1~2 年の間にこれらのスプレッドは大幅ではないにしろ、最終的に縮小するだろう。米国債の利回りが直近の低水準から多少上昇したとしても、クレジット・スプレッドが全体的に縮小すれば、国債以外の各種クレジットセクターのリターンには追い風になるとみられる。

スプレッド・セクター	見通しの要約
エージェンシー MBS	その他スプレッド・セクターに対してアンダーウェイト。MBS のスプレッドはその他スプレッド・セクターに比べて縮小余地が小さい。
証券化商品	当面は資本構成の上位を推奨。周辺銘柄やメザン債の投資機会は時期尚早。
投資適格社債	回復が表面化する中で中長期的に積極姿勢。米国のマネー・センター・バンクや一部のディフェンシブ・セクターを推奨。
レバレッジド・ファイナンス	中期的には、特にディフェンシブなセクターや影響を受けにくいセクターに対して強気。アクティブな銘柄選択が重要。
エマージング債券	長期的には強気。ハードカレンシー建のソブリン債や、一部の社債や現地通貨建債を推奨。エマージング通貨の投資機会は時期尚早。
地方債	短期的には慎重な見方だが、長期的にはオポチュニスティックな投資機会がある。

結論：金利は当面、おそらくこれまでの予想よりもさらに低位でのボックス圏で推移する公算が大きい（例えば、米 10 年国債金利の当面の中央値は 0.3~1.3% でその後 1.25~1.50%、日本 10 年国債は 0%、ドイツ 10 年国債はマイナス）。2020 年後半に見込まれる景気回復が、積極的な利回りとリターンの追及への回帰を促すため、年後半のスプレッド商品のパフォーマンスはボラタイルながらも堅調となる見通し。

世界経済の見通し

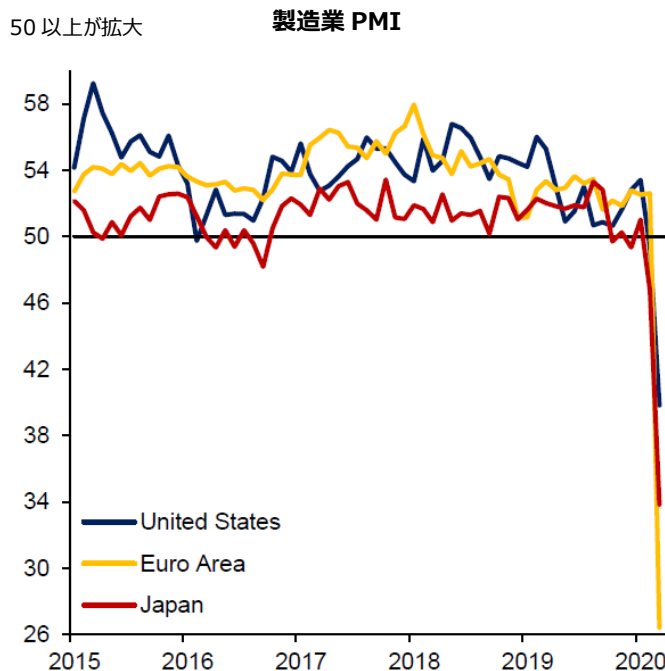
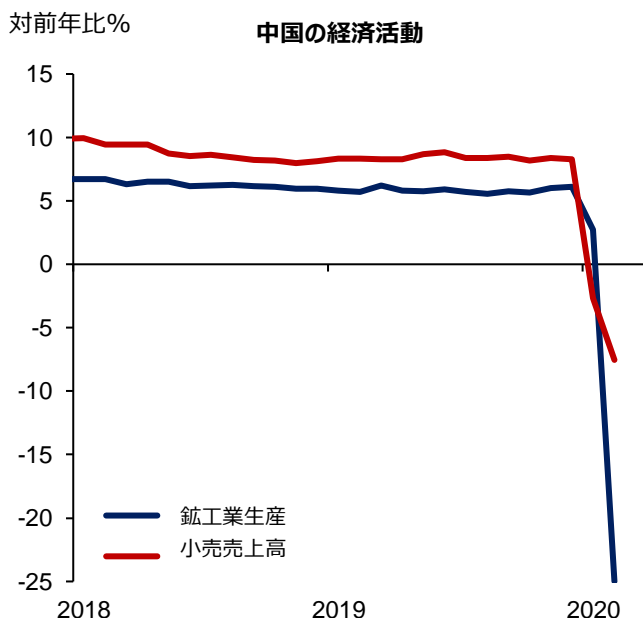
台風の目を検証する

何の前触れもなく新型コロナウイルスが世界経済を襲った。公衆衛生を守るために必要な隔離と「ソーシャル・ディスタンス（社会的距離）」と呼ばれる人と人が距離を取って接する措置により、経済の生産面が幅広く停止する一方、需要面では消費が落ち込んだ。さらに悪いことに、経済の不透明性が高まった。現時点では、こうした混乱がどの程度続くかを確実に予測することは難しい。

新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、各国中央銀行は市場に流動性を供給し、景気を下支えする大胆な政策に乗り出した。また、多くの国が巨額の財政刺激策を実施している。こうした政策は新型コロナウイルスによる深刻な影響を緩和するのに役立つだろうが、結局のところ、経済成長に対する見通しは、いかに早く新型コロナウイルスの感染拡大を食い止められるかにかかっている。感染拡大が長引くほど、景気後退への打撃が大きくなる。またパンデミックの長期化は、経済の基本構造へのダメージを長引かせることになり、ウイルス流行が収束に向かっても回復の足取りが重くなる可能性がある。

第1四半期の中国の動向を見ることで、その他各国の経済活動がこれからどの程度の悪影響を受けるかを推測することができる。図1のように、中国の鉱工業生産指数と小売売上高は、隔離政策の効果が出るにつれて大幅に落ち込み、第1四半期全体では経済活動は急激に縮小したことが示されている。米国、ユーロ圏、日本では、他の経済指標と同様に、3月のサービス業PMI（速報値）が急落し、消費者信頼感指数も低下した。3月最後の2週間における米国の新規失業保険申請者件数が累計1,000万人と、先の世界金融危機時とは桁違いに急増したことも先行きに警鐘を鳴らしている。これを踏まえ、数カ月以内に米国の失業率が10%かそれ以上に上昇すると見ている。

図1：経済指標



出所：CNBS、IHS マークイット、ハーバー・アナリティクス、データは、それぞれ2020年2月および3月時点。注記：級数は1985年から現在のデータによって標準化されたもの。

新型コロナウイルスの感染拡大と並行して、世界経済は深刻な原油ショックに見舞われ、原油価格が急落した。我々は、サウジアラビアやロシアといった主要な原油輸出国は今回の原油価格の下落を乗り切るのに十分な財政・経済的な余力があると考えられる。だが、その他産油国、特にコロンビアや債務再編懸念が高まっていると見られるエクアドルについては注視が必用である。また、世界に数多くある社債発行体（米国のシェールガス生産業者を含む）は、原油価格の下落に左右されやすい。トランプ大統領は、ロシア、サウジアラビアと日量1,000万バレルの減産を目指しているが、これが成功するかどうかは不透明である（その後4月13日に、主要産油国が970万バレルの減産で合意した）。

コロナウイルスの感染状況を見極める

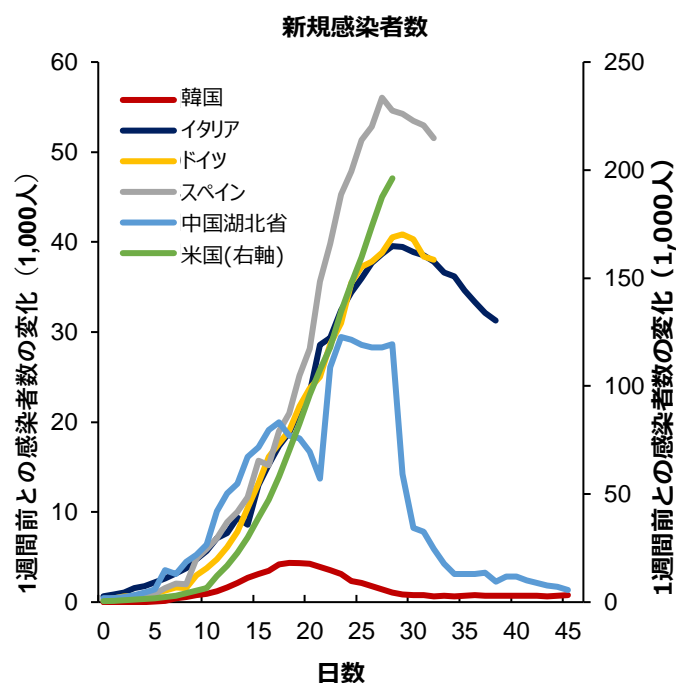
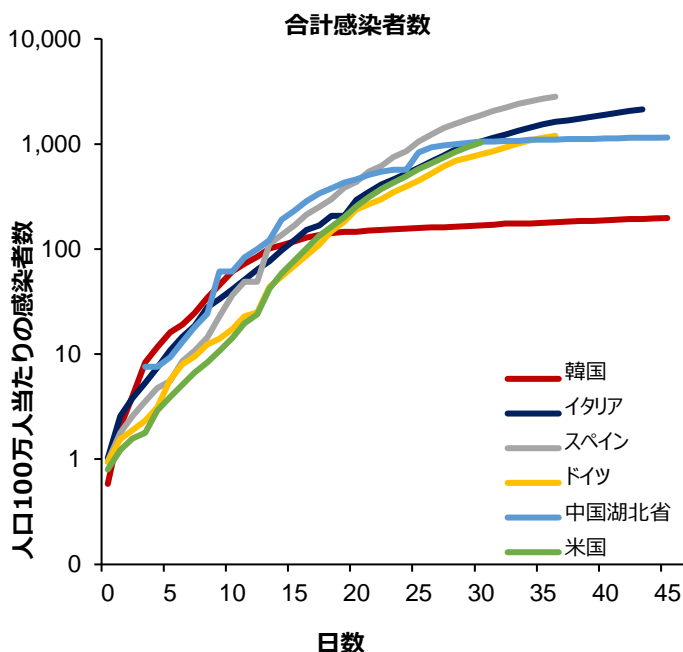
世界中に新型コロナウイルスが急拡大しており、確認済みの感染者数は130万人を超え、死者数は7万人を突破した。こうしたデータを議論する上で、国別データの質と比較可能性（特に中国のデータ）に疑問があることは認識しつつも、見通しを立てる上でウイルスの感染状況は重要であり、全体像を導き出すには有意義であると考えられる。

最も憂慮すべきことは、深刻な感染拡大に対処してきた国の中で、明らかにウイルスの封じ込めに成功しているのは中国と韓国だけに見えることだ（図2）。隔離政策やその他の対策に関わらず、イタリア、スペイン、ドイツ、フランス、イランではウイルスの感染拡大が続いている。とはいえ、これらいくつかの国では新規感染者数が減少に向かっているようだ。直近では、米国で感染者数が急増しており、ニューヨーク州とニュージャージー州を筆頭に、感染者数は35万人

世界経済の見通し

に上っている。米国、ドイツ、中国の湖北省では、依然として人口 100 万人当たりの感染者数は 1,000 人を超えており、イタリアとスペインでは 2,000 人を突破した。特筆すべきことは、高齢者の多い日本が新型コロナウイルスの感染拡大を水際で食い止めていることである。対策をさらに強化するために、安倍首相は最近、緊急事態宣言を発令するとともに大規模な景気刺激策を発表した。

図 2：新型コロナウイルスの感染拡大の推移



出所：ジョン・ホプキンス・コロナウイルス・リソース・センター、Worldmeters、および PGIM フィクスト・インカム。2020 年 3 月 29 日現在。

今後、世界経済の行方を決定づける上で、新型コロナウイルス感染拡大の動向が重要な要素であると述べたが、これについて、1) 米国およびその他の国での新規感染者数がピークを打つのにどのくらい時間がかかるか、2) 新規感染者数がピークを打ってから感染者数全体が横ばいになり、ウイルスの封じ込め策が効果を上げたと言えるまでにどのくらい時間がかかるか、3) 感染拡大が終息してから経済が危機前に近い水準まで回復するのにどれくらい時間がかかるか、という 3 点が最も重要である。

各国の政策対応

今回の危機に対し、各国の政策当局は迅速な対応を見せている。FRB は政策金利をゼロに引き下げ、スワップラインを再開し、量的緩和政策による無制限の資産買い取りを発表し、潤沢な流動性を市場に供給するなど、世界金融危機時の対応を上回る対策をかつてないほど精力的に繰り出した。さらに財務省と協力して、FRB はコマーシャル・ペーパー(CP)、証券化商品、投資適格社債などさまざまなリスク資産の下支え策を講じた。米議会は、失業者には支援を、多くの家計には現金を、小規模企業には必要なリソースを、航空機業界には救済策を提供するために合計 2 兆米ドル (GDP の約 10%) の経済対策を承認した。また議会は FRB による制度的枠組みの追加拡大に備えて、4,500 億米ドルの資金を財務省に供給した。FRB は個別の状況に応じて、これら資金に 5~10 倍のレバレッジをかけることができる。

全体としては、FRB の制度的枠組みを通じた米政策当局によるこうした政策は、労働者、小規模事業者、投資適格企業に大きな支援となると見ている。FRB と財務省はハイイールド債の発行体にも支援策を打ち出す可能性があるが、このセクターに対するセーフティネット (安全網) は十分ではないように見える。

FRB と同じく、欧州中央銀行 (ECB) も積極的に対策を講じている。記者会見で不用意な発言はあったものの、ラガルド総裁は 7,500 億ユーロの巨額な量的緩和政策としてパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) をまとめた。注目すべきことは、33% の発行/発行体上限という現行ルールを除外し、ギリシャ債もこのプログラムの買い取り対象に含めたことだ。既存の購入プログラムと併せて、ECB は年末までに 1 兆ユーロを上回る資産購入を予定している。市場はこの対策を好感し、欧州周辺国の国債スプレッドは大幅に縮小した。一方、財政政策については、各国政府がユーロ圏全域での大胆な新政策にまだ合意できておらず、ドイツとオランダはフランス、イタリア、スペインが支持する EU 共通の「コロナ債」の発行に反対している。だが、他の手段も検討中であり、例えば ECB によるアウトライート・マネタリー・トランザクション (OMT) への道を開く欧州安定化メカニズム (ESM) により、条件の緩い国債買い入れオペを再開する可能性がある。国レベルで見ると、ドイツ、フランス、スペイン、イタリアなど多くの国が大規模な財政刺激策を承認しており、エマージング市場でも多くの国々が金融および財政政策を講じている。例えば、インド、チリ、ペルーが大幅な利下げに踏み切ったほか、南アフリカは量的緩和政策を開始し、ブラジルも同様の措置を検討中である。特筆すべきは中国だ。中国は最近政策金利の 1 つであるリバースレポ金利の 20bps 切り下げ

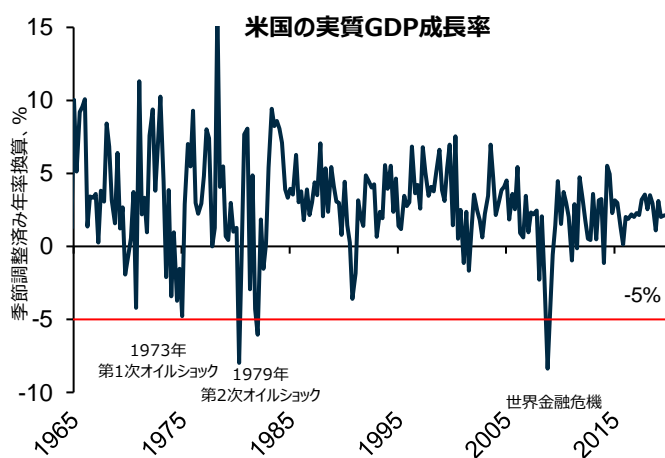
世界経済の見通し

を実施し、預金準備率（RRR）の目標レンジを引き下げたものの、当局は政策対応に比較的慎重な姿勢である。過剰債務への懸念から、マクロ経済政策の柔軟性が失われつつあるように見える。

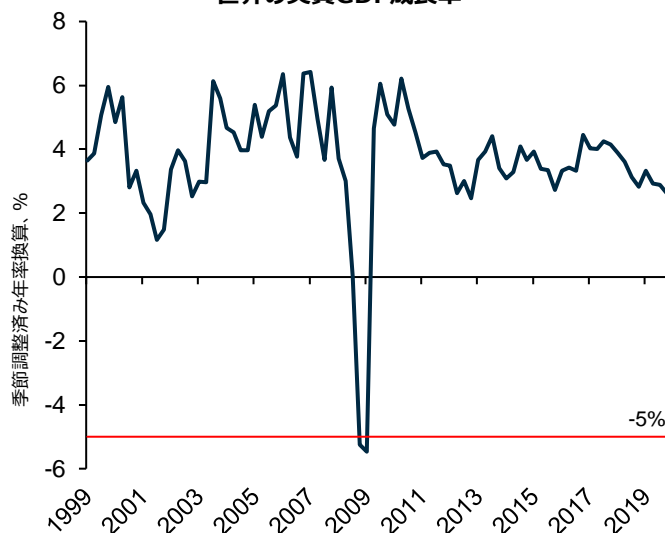
世界経済の成長－難局を切り抜ける

前例のない事態を背景に、第1、第2四半期の世界経済は急速に落ち込むと見ている。第1四半期の収縮は、新型コロナウイルスの感染拡大と、それによるロックダウン（都市封鎖）が重石となり、中国経済が大幅に減速したことが原因である。また、これと並行して中国を除く世界経済も、中国経済の鈍化とコロナウイルス感染拡大により急ブレーキがかかった。第2四半期は、労働者が仕事に復帰しつつある中国はいくぶん回復する公算が大きい。その他の国では、新型コロナウイルスの影響が深刻に表れると見られる。世界のどの地域も、新型コロナウイルスによる影響を逃れることはできない。第2四半期の米国GDPは、大きく落ち込む見込みである。各社アナリストのGDP予想値は-10%～-40%（季節調整済み年率換算）で、図3が示す通り戦後最大の下落になる見通しだ。欧州も概ね似たような状況である。欧州主要国経済は新型コロナウイルスにより大きな打撃を受けており、ユーロ圏の第2四半期のGDPは米国よりもさらに大幅に悪化する可能性がある。

図3：過去GDPが大きく落ち込んだ時期



世界の实質GDP成長率



出所：米国経済分析局、PGIM フィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス。2020年3月31日現在。

エマージング市場の経済成長も鈍化している。これらの国々は、新型コロナウイルスの感染拡大を防ぐための社会的距離の確保やその他の措置を受けて混乱していることに加え、世界的な需要減退と投資家のリスク許容度の低下が悪材料となっている。加えて、先述した原油価格の急落が打撃となっている国も多い。このような環境の中、相次ぐ格下げも始まっている。

以上を踏まえ、我々は2020年上期の世界経済の成長率を-5%～-10%（季節調整済み年率換算）と、世界金融危機時よりも大幅に落ち込むと予想する。この予想には、先送りされた需要と金融・財政刺激策が回復を後押しすることで、下期のいずれかの時期に景気が回復を始めるという見方を反映している。しかし、この見通しの基となる最も重要な問題は、どの程度早く、力強く経済が回復するかということである。景気が比較的早く持ち直し、上期の落ち込みが-5%近辺で踏みとどまることが出来れば、2020年の世界経済の成長率は横ばいで終える可能性がある。だが、上期の成長率が-10%近辺となり、それに合わせて回復も遅れる（その可能性が高い）ようならば、通年の成長率は-3%程度となることが妥当な水準と思われる。

現時点では、こういった経済予測もあり得る状況である。新型コロナウイルスの感染拡大の行方は非常に不透明であることから、発生し得る最善および最悪のシナリオの幅も極めて広く、最悪のシナリオが発生時にはリスクが最も大きくなる。

先進国金利

先進国における金利の状況を詳細に検証してみると、最も流動性の高い金利市場の環境を改善するために主要国中央銀行が実施してきた数々の政策により、明らかに状況の改善が見られる。特に、FRB による無制限の米国債と MBS の購入、およびより大規模なレポ資金供給により、新発債と既発債のспレッドは、最も大きく乖離した状況から約 60% 縮小し、また先物と現物国債のベーススは、同様に最も大きく乖離した状況から約 80% 縮小した。

米国市場に関しては、FRB が当面は FF 金利をゼロ水準に据え置く公算が高く、第 1 四半期に 124bps から 68bps へ大きく低下した 10 年債利回りは、50bps 台までの低下もあり得る。しかし、財政刺激策の効果と経済活動の回復に関するいくつかの明い報道を受け、10 年債の利回りが第 2 四半期末にはむしろ上昇に転じる可能性がある。さらに、財政刺激策の財源となる米国債の発行増加により、まずは財務省短期証券、次いで長い年限の利回りが上昇するとみている。

さらに、市場環境が安定化する中で、我々は 5 年ないし 10 年物の TIPS についてロングのポジションを維持している。5 年物 TIPS の利回りは -1.0% から -1.5% まで低下し、ブレイクイーブン・インフレ率は上昇する可能性がある。もし 5 月に財務省が 20 年物米国債の入札を再開するようであれば、魅力的な利回りが提示される可能性があり、投資機会が生まれると我々は考えている。

FRB が現物国債の取引環境の改善を目指す第 2 四半期においては、一部の割高な金利デリバティブが大きくアンダーパフォームする可能性がある我々は見ている。また、第 2 四半期の早い時期において、FRB による CP 買い取りが可能となるため、LIBOR/OIS のспレッドは、大幅にワイドな状況からタイト化する公算である。

米国以外に目を転じると、ECB が資産買い入れを継続する中、我々はフランスの OATs の 5 年物および 10 年物に関してはロングのポジションを取っている。また、ややプラス圏にあるカナダの実質金利をロングする一方、恒常的にマイナス圏にある英国実質金利をショートしている。

見通し：戦術的なスタンス。FRB が継続的に市場に流動性を供給するため、米国債利回りは第 2 四半期初には低下の可能性もある。しかし、その後は財政刺激策に伴う巨額の国債増発のため、10 年債利回りは上昇する可能性。我々は、割高なデリバティブについてはショートポジションを、また 5 年ないし 10 年物の TIPS についてはロングポジションを愛好する。また、中期ゾーンのフランス OAT 債やカナダ対英国の実質金利ポジションにも投資妙味がある。

エーエンシーMBS

米国の MBS 市場は、FRB による無制限の資産購入プログラムの発表を受けて相場が勢い付く中で第 1 四半期末を迎え、これにより第 2 四半期の開始とともにспレッドは大幅にタイト化した。前回の量的緩和政策によるサイクルの中で見られ

たように、今回も FRB による資産購入の影響で（対象市場セクターから大きな額の債券を吸い上げることになるため）спレッドが一層タイト化する可能性がある。

しかし、オリジネーションの規模がわずか 2~3 週間前と比べて 3 分の 1 程度に激減したため、спレッドのタイト化は急速だった。新型コロナウイルスによるロックダウンが終わるまで、オリジネーションの規模が、この季節における過去の水準まで戻ることはないであろう。供給は、以前売り出した債券を買い戻す必要に迫られたオリジネーターの動向により一層逼迫化している。

こうした背景から、FRB は 2020 年に予測される純供給量のすべてを吸収し、2019 年供給分についても一部吸収するものと我々は予想している。第 2 四半期の終わりにかけてオリジネーションがもし増加するようであれば、または利益確定に動く投資家がいるようならば、第 3 四半期へ向けての更なるспレッドのタイト化には一定の抵抗がある可能性がある。

ポジション設定に関しては、新規オリジネーションと FRB の需要との相対感がパフォーマンスを左右するが、我々は第 2 四半期開始後、低クーポン債を嗜好しつつニュートラルなポジションを維持している。MBS の繰上償還が加速しても、FRB が MBS に再投資するものと期待しており、それは、かかる再投資に再度上限設定する意思決定がなされるまで継続されるだろう。我々は、달러・ロールが（調達コスト上有利な）「スペシャル」で取引されることを想定しており、流動性の観点から特定プールよりも TBA のポジションを維持することを嗜好する。特定プールは引き続き相対的に割安だが、パフォーマンスの改善は、最終的に FRB による需要が退潮し投資家がジェネリック債を上回る個別銘柄価値を追求するようになってからであろう。FRB の需要がより長期の満期を優先しているため、我々も 15 年物より 30 年物の債券を嗜好する。

見通し：他のセクターのспレッドと比較して、アンダーウェイト。MBS のспレッドは、FRB の資産購入プログラムによってさらに圧縮圧力を受けるが、既にかなりタイト化しているため、追加的な圧縮の余地は少ないと我々は見ている。そのため、MBS より他のспレッドを嗜好する。

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)
		3/31/2020	Q1
CMBS			
CMBS: コンデュイット型証券 2.0	利子先払い 10 年債	180	98
BBB-格 CMBS コンデュイット型証券 3.0	BBB-	900	625
CMBS: CMBX (OTR)	AAA	93	46
CMBS: CMBX (2012 年)	AA	293	228
CMBS: エージェンシー集合住宅	シニア	75	20

2020 年第 2 四半期セクター見通し

非エージェンシーRMBS			
レガシー	RPL シニア	300	214
レガシー	2006/2007 年のオルト A	600	460
GSE リスクシェアリング	M2	925	732
CLOs			
CLO 2.0	AAA	250	117
CLO 2.0	AA	375	195
CLO 2.0	BBB	800	440
ABS			
消費者 ABS	シニア	500	420
消費者 ABS	B クラス	900	775
民間学生借り換えローン	シニア	325	230
ジェネリック	AAA クレジットカード	100	72

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 3 月 31 日現在。

非エージェンシーRMBS：新型コロナウイルスによる困難な状況の中で、第二の担保差し押さえ危機をくい止めるべく、GSEs では大型の救済プログラムを繰り出している。例えば担保差し押さえや強制退去命令は 60 日間猶予することとしており、また融資返済猶予に関しては最長 12 ヶ月まで認められる。このプログラムは民間市場には適用しないものとされているが、訴訟手続きに際しての安全措置が確保される場合には（2009 年の金融危機の際にそうしたように）、サービサーもこれらを適用することになるものと我々は予想する。失業率の急増と経済活動の収縮により、住宅市場と建設市場では大きなネガティブ効果が生まれている。一方で危機発生後における、より厳しい引受基準（保守的なドキュメンテーションや保守的な LTV の設定を含む）の設定は、こうしたリスクを緩和している。住宅ローン金利の低下により借入れ余地が大きく高まっていることも、当面の間は打撃を和らげる効果があるが、資本市場金利と住宅ローン市場のプライマリー金利間の価格移転メカニズムはなお破綻状態にあり、実際両市場間の金利スプレッドは、歴史的に見て最もワイド化した状態に近いままである。第 1 四半期終盤にかけてのリスクトランスファーズ債（CRT）市場の大幅な水準訂正は、魅力的な参入ポイントにも見えたが、月次のサービサー・レポートやそれに付随する債務不履行レポートは今後しばらく驚くような内容となることが予想され、損失の全貌を見極めるにはもう暫く時間をかけるべきだと考える。リバフォーミングローン案件のシニアトランシェは足もとのボラティリティ高騰下での値下がりにより魅力的な水準にあると考えるが、月次のサービサー・レポートが当面は目を剥くような内容となることから、時間分散を図った投資を心掛けることになる。

CMBS：新型コロナウイルスは、商業不動産市場に大きな影響をもたらしている。商用・観光旅行激減のため、宿泊施設業界への影響は甚大であり、客室売上（RevPAR）は対前年度比で、およそ 70% の減少となっている。以前から問題を抱えていたリテールセクターにとっては、まさに限界状況となる可能性がある。長期的に見れば、勤労者の一定部分にとり在宅勤務が長い目で見るとより好ましいオプションとなるため、足元の危機はオフィス物件にとってもネガティブ要因になる

と我々は見ている。CMBS 価格の動きは、流動性プレミアムとファンダメンタルなクレジット懸念の間での相互作用として興味深いものであった。例えば、AAA 格 CMBS では、スプレッドが 400bps 前後までワイド化していたが、FRB が強力な介入を行ったため、200bps を切る水準まで押し戻された。逆に、劣後債券では、ファンダメンタルズ面での恐ろしさ（例えば、BBB 格の CMBS では、モーゲッジ損失が約 10% を越えると元本が 100% 毀損する）から相場は下がり続けている。資本構造の下部にストレスがあるため、AAA 格のスプレッド回復にもかかわらず、CMBS の発行に関しては短期的には手控えが続くだろう。FRB が TALF 貸出しの実行により AAA 格 CMBS のスプレッドをさらに下支えしてくれるまで発行体は様子見姿勢を続けるものと予測する。SASB（単一資産・単一借り主）では、劣後債券が AAA 格債券よりワイド化しており、構造的なレバレッジにより、我々が想定していたより良いパフォーマンスをもたらしている。多くのメザニン SASB では CRE 重視の購入層（彼らは相対価値志向がさほど強くない）を擁しているため、マーケットセグメンテーションが価格の動きを制する重要な要素になっているものと我々は推測する。

ABS：ABS に係る概況は、非常に複雑な状況だ。主流の ABS（自動車やカードなど）は良いパフォーマンスをあげるだろう。マーケットプレイス貸出は、惨憺たるパフォーマンスとなろう。（一般的でない）特殊な資産担保証券は良いパフォーマンスのものと悪いパフォーマンスのものが入り交じることになる。我々は引き続きリファイナンスされた学生ローンのセクターを選好するが、最近成立した学生ローン救済法がどのような影響を与えるかを借主が咀嚼する間、短期的に困難な状況に直面する可能性がある。当該法案は、民間金融機関による学生ローン市場を助けるものではないが、政策関連のリスクはかつてないほどに高まっている。最近発表された TALF 適格セクターの中で注目すべきは、自動車、学生ローン、クレジットカード、設備ファイナンス、立替金サービスなどである。改訂 TALF は新規発行取引にしか適用されないということで、市場関係者はやや失望した（以前の TALF では、セカンダリー発行のものも対象になっていた）。

CLOs：AAA 格の CLO トランシェの価格は、第 1 四半期の最後の週に 10 ポイントほど回復し、第 2 四半期期初時点では LIBOR+250 bps ほどの水準にある。ファンダメンタルな視点からは、AAA トランシェの健全性に対する懸念はほとんどないが、メザニントランシェと裏付けとなるローンに対する市場の懸念は明確に存在している。グローバルな経済停滞が起る時には、ポートフォリオを構成する担保ローンに対しては、格付機関が引き続きネガティブな評価をするものと我々は予測する。ますます多くの企業が CCC 格またはデフォルトに格下げされるため、CLOs に関して超過担保テストが求められるようになる（これは、レバレッジ引下げを通じて AAA 格トランシェにはポジティブな結果をもたらす）。最近我々が行ったバנקローンに係る社内査定では、期待損失率の上昇が想定されることから社内格付を下げたが、現時点では、デフォルト発生率数も同様にかかなり高くなるものと判断している。与信損失に対して CLO のシニアトランシェは保全されると予想するが、より下位のメザニントランシェは毀損するか場合によっては完全にライトオフされてしまう可能性がある。CLO のトランシェ格下げについては、格付機関がメザニントランシェの格下げを始めてお

2020 年第 2 四半期セクター見通し

り、今後、その動きは加速するだろう。TALF による第 1 期の貸出し実行では CLO は対象から除外されたが、今後、CLO を限定的に対象に加えることに関しニューヨーク連銀は受け入れる構えを示すだろう。その場合、対象となる可能性が最も高い CLO は「スタティック案件」である。我々は、CLO マネージャーの動向を詳細に追っているが、損失を抱えた案件在庫（ウェアハウス）や構造上のキャッシュフロー迂回措置により劣後資産に係るマネジメントフィーの削減等により、一部のマネージャーのビジネス・モデルがストレスに晒される可能性がある。

見通し：流動性および確実性の高さの観点から短期的には資本構造の最上位部分に極めて強気な見方を維持。指標性の低い資産タイプやメザニン債への投資機会の魅力も高まっているが、第 2 四半期に入って、身動きの取れなかった投資家がロングポジションの低減を図る一方、経済的損失の程度が明確になる中で、より適当な参入ポイントが出現すると考える。

投資適格社債

	トータル・リターン (%)	スプレッド変化 (bps)	OAS/DM (bps)
	Q1	Q1	2020 年 3 月 31 日
米国投資適格社債	-3.63	+179	272
欧州投資適格社債	-6.15	+146	239

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・パ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・パ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・パークレイズ、2020 年 3 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。

投資適格社債は、新型コロナウイルスと原油価格の急落が経済と事業環境にもたらした、前例のない下押し圧力に晒される格好となった。米国社債の対国債スプレッドは、3 月半ばに 375 bps という高水準まで拡大した後、FRB が積極的な対策を打ち出したことを受け、第 1 四半期末にかけて縮小した。相対的には高格付の短中期債が最も持ちこたえた。

欧州社債のスプレッドも大幅に拡大したものの、ECB の既存の債券購入プログラムに加え、3 月半ばに発表された債券購入額の大幅拡大を含む刺激策が市場を支えた。

米国投資適格社債：短期的には、主として米国政府による 2 兆米ドルの刺激策や、FRB が投資適格社債の発行・流通市場を支えるために新たに打ち出した社債買入枠が投資適格社債市場を支えると見られる。FRB による買い入れは第 2 四半期前半まで開始されないものの、新しいプログラムは、相対的に低格付の投資適格発行体による市場アクセスを含め、社債市場の機能維持に役立つと思われる。

流動性は一時枯渇しかけたものの、FRB が対策を打ち出したことで改善し、新規発行と投資家需要は大幅に拡大した。3 月 23 日の週には新規発行額が約 1,000 億米ドルに達し、応札額は発行額の約 5.5 倍にのぼった。新発債は好調に推移し、スプレッドは平均約 40 bps 縮小してその週の取引を終えた。

当然ながら、市場の注目は信用ファンダメンタルズに集まった。様々な業種の経営陣が、レバレッジの削減や財務基盤の

強化、フリーキャッシュフロー拡大のために奔走しつつある。一方、信用格付機関は見通し引き下げと、格下げの動きを活性化させた。ハイイールドに格下げされた主要なフォールン・エンジェル銘柄には、Kraft Heinz、Occidental Petroleum、Ford Motor Company、その他いくつかのエネルギー企業が含まれる。今後の格下げの度合いは、ウイルスがどの程度の影響を及ぼすかに左右される（今後 6 ヶ月間の投資適格未満への格下げ見通しは 2 億米ドルから 6 億米ドル超まで多岐にわたっている）。現時点で最もウイルスの影響を受けているのは、エネルギー、自動車、旅行、レジャー関連、カジノおよび（二極化しているとは言え）小売セクターである。

我々は現段階では、長期債を含め、流動性の高い多くの高格付銘柄のほか、レバレッジ、配当、または自社株買いを縮小すれば投資適格格付を維持できる一部の BBB 格の発行体に投資妙味があると考えている。現在、BBB 格の発行体の多くが BB 格債より低価格で取引されており、そのため一部の企業には長期的な投資機会が存在すると言えよう。また我々は、新型コロナウイルスの影響が和らいだ場合の、フォールン・エンジェルの格上げ可能性についても分析していく。

我々は引き続き、米国の大手銀行、電力会社および課税地方債（その多くは病院や大学を裏付けとする）をオーバーウェイトとする。産業セクターについてはアンダーウェイトとするものの、FRB の社債購入プログラムによって恩恵を受ける可能性のある短期債を含め、BBB 格債のコア・ポジションを維持する。また、レバレッジ引き下げ途上にあった一部のエネルギー銘柄は低迷したものの、その多くは、十分な短期流動性と、原油が値上がりするまで信用力指標を安定させるのに必要な手段を備えていると見ている。

欧州投資適格社債：新型コロナウイルス流行に伴う経済封鎖を背景に、欧州投資適格社債のスプレッドは大きく変動したものの、ボラティリティは米国投資適格社債をやや下回った。悪影響を受けた業種は米国と似ているものの、主な違いとしては、ECB による既存の債券購入プログラムと、3 月半ばに年内の国債および社債の買い入れ額を最大 7,500 億ユーロまで拡大すると発表したことが挙げられる。イングランド銀行や欧州のその他諸国の政府も追加の支援を提供しつつある。

欧州投資適格社債のスプレッド拡大に歯止めがかかった他の要因としては、エネルギーおよび石油業界の規模が比較的小さいことが挙げられる。欧州の同セクターの発行体のほとんどは米国企業よりもディフェンシブであり、パイプラインおよび掘削産業へのエクスポージャーはほとんどない。また、欧州の社債指数は米国指数よりもデュレーションが短い傾向にある（欧州の 5 年に対して米国は 6.5~7 年）。

米国と同様、欧州の新規発行市場も第 1 四半期末にかけて活性化し、多くの銘柄が大幅にディスカウントされた価格で発行され、その影響で一部の既発債は低迷した。複数のトランシェで発行されている欧州投資適格社債は、一般的にクレジットカーブがスティーブであり、アクティブ運用に投資機会を提供している。スプレッドは全年限を通じて拡大したものの、金融銘柄や、経済封鎖の影響を最も受ける業種はアンダーパフォームした。公益事業など景気動向に左右されにくい業種は、スプレッドは拡大したものの、この逆風を比較的うまく乗り越えている。

2020 年第 2 四半期セクター見通し

欧州の社債ポートフォリオでは、指数に対して中立としていたスプレッド・デュレーションを小幅に引き上げた。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選好している。我々は、政府による全面的な支援がプラス寄与するとの予想を元に、銀行に対するオーバーウェイトを維持する。また、ユーロ建「リバース・ヤンキー」債をオーバーウェイトとする。これらの銘柄の多くは、米ドル建社債や類似格付の欧州発行体に対し、大幅なコンセンションで発行されている。

グローバル投資適格社債：我々は、グローバル投資適格社債のポートフォリオでも、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、スプレッド・デュレーション・リスクをややオーバーウェイトとしている（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）。また、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している。米ドル建社債では引き続き米国の大手銀行や公益企業、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。

要約すると、足元の投資適格社債のスプレッドは景気後退局面を反映した水準まで拡大しているものの、市場は既に悪材料のほとんどを織り込み済みであり、我々は中長期的に価値を創出する機会を積極的に模索している。世界的な景気後退が目前に迫りつつあるとは言え、ほぼすべての国の中央銀行と政府が打ち出している異例の対策は、ウイルスの影響が後退した後の経済活動の再開を後押しすると考えている。そうでない場合は、世界各国の中央銀行と政府は今後、実際に刺激策の規模を拡大していくと見られる。

見通し：回復の兆しとスプレッド縮小の可能性を背景に、中長期的には非常に強気な見方。米国の大手銀行および一部のディフェンシブ・セクターを選好し、割安な銘柄を模索。

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)
	Q1	Q1	2020 年 3 月 31 日
米国ハイイールド債	-13.12	+517	911
欧州ハイイールド債	-14.50	+455	779
米国レバレッジド・ローン	-13.19	+513	974
欧州レバレッジド・ローン	-14.40	+576	998

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 3 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。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：ハイイールド債市場全体で混乱と機能不全が見られた第 1 四半期に続き、第 2 四半期もボラティリティの高い状態が続くと我々は予想している。短期的には、新型コロナウイルスによる経済封鎖の期間、景気に対する影響の度合い、および政策対応の有効性に関する市

場の見方が、ハイイールド債市場のリターンを左右すると見られる。ハイイールドに格下げされた発行体の債券が市場に流入する可能性があることも、不透明感に拍車をかけている。今回のフォールン・エンジェルの流入額は 3,000 億米ドル～6,000 億米ドル（ハイイールド債市場全体の 25%～50%）にのぼると推定される。とは言え、フォールン・エンジェルの流入による影響を和らげる要因もある。これらの発行体のすべてが一度に市場に参入するわけではなく、投資適格社債のマネージャーの大部分は、これらの銘柄を保有し続けると予想される。またハイイールド債市場の中でも、BB 格債に対する需要は比較的堅調である。

景気後退の影響を和らげる要因もある。例えばハイイールド債の発行体は、これまでの低迷期と比べ、よりディフェンシブな態勢にある。ハイイールド債市場に占める BB 格債の割合は過去のサイクルを大幅に上回っており、最近では、多額の借入を伴う LBO はごく少数に留まっている。加えて、ここ数年の低金利環境を背景に、企業は短期債務の低金利での借り換えを概ね完了し、返済期限を延長している。また、大半のアセット・アロケーション担当者は、第 2 四半期までハイイールド債をアンダーウェイトとしていたと思われる。様子見姿勢を取っていたマネージャーが資金を再度ハイイールド債に割り当てる最近の動きは、価格を下支えし、ハイイールド債の発行体に資本を提供している。

我々の基本シナリオでは、経済封鎖は最長で 4 ヶ月続き、必要に応じて追加の財政・金融刺激策が打ち出されることを想定している。このシナリオにおける推定デフォルト率は、今年が 15～20%、2021 年が 5～10%、2023 年が 1%である。累積デフォルト率は 24%（または 3 年間の年率換算では 8%）となり、これに対し、足元のスプレッド水準に基づく 3 年間のインプライド・デフォルト率は 9～10%である。よって、我々のデフォルト・シナリオから見て、市場のスプレッドは妥当な水準と言える。

結果として、我々は中期的には慎重姿勢を保ちながら強気な見方を取っており、新型コロナウイルスの新規感染者数が対処可能な水準で横ばいとなれば、市場は大きく値を戻すと考えている。さらに、ハイイールド債のスプレッドは、過去を見てもエントリー・ポイントとして魅力的だった水準に達している。過去 25 年間にハイイールド債のスプレッドが 800 bps を上回った期間は 7 回あり、いずれの場合もハイイールド債指数はその後 15 ヶ月間に平均を上回るリターンをあげている。したがって、当社は今後 2 年間について非常に強気な見方をしている。

ポジショニングの面では、明らかに経済封鎖を乗り越えられると判断した銘柄を買い入れるとともに、ある程度のデフォルト・リスクを伴うものの、回収価値を大幅に下回って取引されている一部の銘柄についても選別的に追加していく。レバレッジが比較的高いにもかかわらず、（市場がその業種を、我々が考える以上に新型コロナウイルスによる経済封鎖の影響を受けにくいと認識しているため）リプライシングが適切に行われていない銘柄については、エクスポージャーを縮小している。また、予想される回収価値が低く、デフォルトが発生する可能性のある銘柄についてもポートフォリオから除外している。

2020 年第 2 四半期セクター見通し

レバレッジド・ローン市場では、新型コロナウイルスによって大きな影響を受けることのない、耐久力のあるビジネス・モデルを持つ企業を中心に、BB 格銘柄を選好している。足元の市場動向を考慮すれば、ケーブル、ヘルスケア、食品およびスーパーなどの業種は堅調に推移すると見られる。

しかし全体としては、とりわけ新型コロナウイルスによる直接または早期の二次的な影響を受ける B2 格および B3 格の発行体を中心に、ローンのデフォルト率が上昇すると見ている。コロナウイルスに起因する足元の危機は、とりわけ今後 30～60 日以内に通常の経済活動を再開できなかった場合、多くの発行体に甚大な影響を及ぼすことが予想される。レバレッジド・ローンの発行体のほとんどは、3 四半期以上にわたる 30% の減収に耐えられる構造ではない。我々は、小売、エネルギー、カジノおよび宿泊、空運、自動車部品およびレジャー産業にリスクがあると見ている。

欧州レバレッジド・ファイナンス：我々は、足元のボラティリティの高さと資金流出の可能性を理由に、短期的には信用スプレッドについて慎重な姿勢を維持しているが、中長期的に見れば、足元のバリュエーションはエントリー・ポイントとして魅力的だと考えている。我々の基本シナリオでは、今後数四半期の経済情勢や格下げ、デフォルト動向を背景に、スプレッドは更に拡大すると予想しているものの、通信、テクノロジーおよびヘルスケアなどのディフェンシブな業種や、このところの価格変動によって適正な価値を超えて売り込まれたと思われる一部の個別銘柄に投資妙味があると見ている。

最も直接的な影響を受けた業種（例えば、レジャー、旅行、カジノなど）の発行体のいくつかは、急激に危機的な水準まで売り込まれた。また、格付機関は多くの銘柄を格下げし始めており、この動きは第 2 四半期も続く予想される。加えて、今後数四半期はデフォルト件数が大幅に増加し、最終的なデフォルトの深刻さは、経済封鎖期間の長さによって決まると見ている。

多くの欧州主要国の政府は、異例の景気刺激策を発表してきた。しかしレバレッジ比率の高い企業がそうした資金にアクセスできるかどうかについては疑問が残る。また、短期的な流動性難をしのぐための融資が役に立つことは明白だが、長期的には企業のレバレッジ比率が高まり、将来、副次的な影響を及ぼすことになるだろう。

ポートフォリオのポジショニングに関しては、我々は概ね市場並みのリスクを取り、絶えず変化する状況を踏まえ、レバティブ・バリュエーションに基づいた最も魅力的な投資機会に多くの資金を振り向けている。最終的に、不安定な市場環境では、アクティブ運用の銘柄選択がマネージャーのパフォーマンスを左右すると見ている。

見通し：中期的に強気。新型コロナウイルスは経済に大きな打撃を与えているものの、レバレッジド・ファイナンスセクターにはいくつかの緩和要因が存在する。また、スプレッドの大幅拡大により、よりディフェンシブまたはウイルス禍の影響を受けにくい業種を中心に、中長期的に魅力的なエントリー・ポイントが生じている。アクティブ運用の銘柄選択は、今後のパフォーマンスを左右する要因になると見られる。

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%
	Q1	Q1	2020 年 3 月 31 日
エマージング債券 (ハードカレンシー建)	-13.39	335	626
エマージング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	-1.43	0.14	5.36
エマージング通貨	-8.48	0.10	3.46
エマージング社債	-10.17	288	599

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 3 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。

第 1 四半期のエマージング債券市場は、新型コロナウイルスの感染拡大と原油価格下落に起因する世界的な流動性・市場心理へのショックの影響を受け、非常に急速で大幅な相場下落となった。各国の財政当局、FRB やその他先進国の中央銀行が第 1 四半期終盤に実施した政策は、新興国に必要な流動性と支援をもたらしたものの、新興国に影響している流動性不足が広範なソルベンシー問題へと発展しないよう、IMF と G20 が大規模な対策を実施する必要があると考える（本セクション末尾のボックス記事を参照）。さらに、FRB が直接的なスワップラインを新興国（中国、インドネシア、インド、南アフリカなど）へと拡大することで、各国の市場はより一層安定し、新興国における深刻な市場の混乱と経済成長へのショックへの対応を支えるだろう。

エマージング債券市場の急落の激しさは、リテール資金の流出（特にパッシブ ETF からの流出）による深刻な市場の混乱によって特徴づけられる。証券会社が提示するハードカレンシー建および現地通貨建債券市場のビッド・オファーのスプレッドは通常の 4 倍にまで拡大したが、このように異常に拡大したスプレッドよりもさらに拡大した水準でなければ実際の取引は行えなかった。B 格発行体の多くは、マクロ経済の見通しが厳しさを増しているとはいえ、ファンダメンタルな価値を大きく下回る 40～50 米ドルの水準まで債券価格が下落した。また、こうした大幅な価格下落の背景には、一部の国についてオーバーウェイトしている投資家が非常に多かったことや、原油価格に対する感応度の高い国があったことも影響している。新興国市場の債券残高や発行額の増加と、金融危機以降に投資家の数が増える一方で、証券会社・ディーラーの数が減少していることから、新興国市場の流動性は 2008 年よりも悪化した。すでに、海外居住者による新興国からの資金流出が大きくなっているため、今後、国際機関や G20 が支援策を講じ、新興国への悪影響を抑える必要性が高まっている。

新興国における成長ショックは大きなものになるだろう。2020 年の新興国成長率について年初の時点では +4.6% と予測していたが、現状では景気後退の年となる可能性がある。トルコ、南アフリカ、ブラジル、インドをはじめとする多くの国が経済活動のシャットダウン（営業停止・操業停止）を始めており、これが新興国の成長率予測の下方修正に大きく影

2020 年第 2 四半期セクター見通し

響を及ぼしている。シャットダウンの方法と積極性は国によって異なり、早期に対策を講じている韓国やシンガポール、その他のアジア諸国はいち早く回復する可能性が高い。一方、中南米諸国ならびにコモディティ価格に左右されやすいサハラ以南のアフリカ諸国は、より大きな成長ショックに直面するだろう。我々の基本シナリオではデフォルトや債務再編の著しい増加を想定していないものの、包括的な支援策の検討が必要であることは認識している。

ハードカレンシー建エマージング債：テクニカル面での短期的な市場の混乱とファンダメンタル面での中期的な変化を区別し、注意深い銘柄選択を行うことが、ハードカレンシー建ソブリン債の価値を見いだす最善の方法だと考える。我々の見解では、スプレッドが2倍超に拡大している一部のBBB格およびBB格のソブリン債に投資妙味があると見ている。また、同格の長期債も同じく投資妙味がある。ハードカレンシー建債券市場では高格付発行体・銘柄を引き続き重視しているが、現状では市場の流動性に制約があることから、発行市場を中心に高格付発行体へのエクスポージャーを拡大する方針である。当面、コロナウイルスの影響を相対的に受けにくいソブリン発行体が活発に債券発行を行うことが予想される。

世界的な景気後退とコモディティ価格とエマージング通貨の下落が、エマージング社債のファンダメンタルズにとって大きな逆風になっている。ハイイールド社債の2020年のデフォルト率は、年初の時点では2%と予測していたが、現時点では6~8%に達すると予想している（なお、2009年のデフォルト率は9.6%であった）。一方でバリュエーションは魅力的であり、600bps程度のスプレッドはリスクに十分に見合うと考える。ポートフォリオでは、質の高いハイイールド企業を選好し、小規模な石油・ガスおよびコモディティ生産企業をアンダーウェイトする。

現地通貨建エマージング債：ヘッジ有りの現地通貨建エマージング債に関しては、先進国の中央銀行が前例のない政策を打ち出し、新興国と先進国の利回り格差が歴史的に見て拡大した水準にあることから、全般的に投資妙味がある。我々は、現地通貨建エマージング債のイールドカーブの5~10年ゾーンに投資妙味があると考え、各国中央銀行による緊急利下げを受けて短期ゾーンの利回りはすでに低下した一方で、財政赤字と資金流出が拡大したことで長期ゾーンは出遅れている。我々は、特にメキシコやロシアなどの実質利回りの高い国々の債券に対して強気である。また、政策金利とスワップカーブの中期ゾーンの較差が極めて大きく、キャリーとロールダウンに投資妙味のある南アフリカ、ブラジル、イスラエルおよび中国のスワップカーブの3~5年ゾーンも選好する。

しかし、新興国からの資金流出が加速し、通貨下落が続けば、ハンガリーが最近実施した実質的な利上げと同様の措置を講じる国々が現れるだろう。市場が国の純外貨準備高を疑問視し始めているトルコは、資本規制を実施する可能性がある国の一つである。こうした国々は過去2年にわたって世界的に潤沢な流動性による最大の恩恵を受け、マクロ経済のファンダメンタルズと整合的でない政策を取ってきた。我々はイールドカーブの3~5年ゾーンでトルコとハンガリーの両国をアンダーウェイトする方針である。

我々は現在の金利水準では、今後先進国との利回り格差がさらに縮小すれば、現地通貨建エマージング債のエクスポージャーを削減することを検討する方針である。また、新興国は緊急利下げサイクルの終盤にあり、今後は新興国の中央銀行による前例のない量的緩和や場合によっては資本規制の可能性もあると見ている。

エマージング通貨：各国通貨は大幅に下落しているものの、エマージング通貨の持続的な回復に必要な条件が現時点では見受けられないため、米ドルのロングポジションを維持する。我々の見解では、FRBが主要中央銀行との無制限スワップラインを再導入し、その他先進国や一部新興国の中央銀行との間で制限付きスワップラインを迅速に締結したことで、破壊的かつ無秩序で急速なドル高リスクが大幅に緩和されたとみている。しかしながら、これらの安定化措置がトレンド転換を促進する可能性は低いと我々は見ている。エマージング通貨の下落は底を打ったと思われるが、第2四半期後半以降に成長安定化の兆候がある程度現れるまで回復は見込んでいない。

国際協調による新興国支援の必要性と方策

過去のグローバルな金融システム危機において、新興国は国際的な支援の恩恵を受けてきた。現在起きている世界規模の危機もまた、新興国が積極的な政策を講じることだけで防げたり、相殺できたりするものではない。多くの国で外貨準備高は増加しているが、今後の成長ショックが続く期間と程度が不透明であることから、外貨の必要性が今後さらに高まった際に備え、各新興国は外貨を即座に使うこと控えている。さらに、第一の防衛線である従来型の変動為替相場制にも限界がある。

明らかに最優先して実施すべきことは、現在の流動性に対するストレス（圧力）が広範なソルベンシー問題に発展することを防ぐことである。流動性ストレスが長期化し、世界経済の成長が鈍化すれば、ソルベンシー問題に発展する可能性も高まるからである。2008年と同様に、先進国の中央銀行は、限定的な対象国と規模ではあるものの、新興国とのスワップラインを開始している。一方IMFの対応は遅れており、これまでのところ、いわゆる「ラピッド・ファイナンス・インストルメント（RFI）」の発動にとどまっている。RFIとは、時間のかかる条件面の交渉を行うことなく限定的な融資を提供する制度である。さらに、IMFの融資枠はこれまでのところ拡大されておらず、加盟国からの既存の「借入協定」を通じた融資は、時間がかかる上に必ずしも承認されるとは限らず、従来型の融資条件プログラムを利用しなければならない。

これよりも良い方法は、1兆米ドル程度の特別引出権（SDR）を追加することである。これにより、即座の流動性として5,000億米ドルを新興国に供給することができる。これを補完し、代替する措置としては、先進国がより多くの新興国の中央銀行にスワップラインを提供することが考えられる。中でも、世界の需要と成長を支える上で不可欠な急成長中のアジア主要国に対するスワップラインの必要性は高い。ECBは既に中国人民銀行とスワップ協定を交わしており、他国がこれに追随して大規模なスワ

2020 年第 2 四半期セクター見通し

アップラインを締結すれば、新興国の信用力向上につなげることができる。一方、低所得国の債務再編の申請は成功する可能性が低く、また不十分な方策だと思われる。

見通し：長期的に前向きな見方。スプレッドと利回り格差が大きく拡大し、先進国の金利が長期的に低水準で推移することが見込まれることから、新興国資産には引き続き長期的な投資妙味があると予測する。ハードカレンシー建ソブリン債と一部の社債を選好し、現地通貨建エマージング債がこれに続く。エマージング通貨に関しては、乱高下が続き、過去の危機発生時よりも回復に時間がかかる可能性がある。なお、経済指標が好転する前にエマージング市場は何らかの回復の兆しを示すと予想しており、回復の際は、高格付発行体が先行し、その後、低格付発行体が回復すると考える。

地方債

第 1 四半期は地方債投資信託の資金流出と広範な信用スプレッドの拡大が市場を覆い、地方債はイールドカーブ全般で米国債に対して大幅にアンダーパフォームした。そんな中、クロスオーバーの買い手は市場の変調を機敏に利用し、期末にかけて非課税債の価格上昇を牽引した。しかし、10 年物と 30 年物の地方債 / 米国債の利回り比率はそれぞれ 191%、147% と、引き続き並外れた水準で期末を迎えた。地方債投資信託の流入サイクル (61 週連続の流入超) は 3 月初めに終了した後、2 週連続で記録的な流出に直面し、年初来の純流入額は若干のプラスにとどまっている。

クレジットの観点からは、空港、有料道路、特定財源債、医療、州政府など幅広いセクターが新型コロナウイルス感染拡大の影響を受けている。格付機関はこれまでも一部のセクターの見通しをネガティブに修正し、様々な債券を格下げしたが、危機の深刻度と期間が地方債への全体的な影響を左右すると見られる。前向きな要因としては、高格付レベニュー債の大部分が長年にわたる堅調な経済を背景に高い流動性を維持し、多くが借入返済準備基金を有することが挙げられる。州政府債については、税申告提出期限の延長が流動性に悪影響を及ぼすと見られるが、一般に、州は流動性を目的とした内部借入可能キャッシュへのアクセス、歳出削減能力および短期借入の可能性を有する。

加えて、先頃成立した「新型コロナウイルス支援・救済・経済安全保障法」(CARES 法) は、州政府および地方自治体、空港、輸送システム、ヘルスケア、教育に資金を供給する。多くの州知事は、これまでに発動された連邦政府の援助では州のニーズを満たさないと発言しているが、議会における緊急支出への超党派の支持は、今後のさらなる援助の可能性を示すポジティブなシグナルである。経済支援策第 4 弾を巡る議論は、州およびその他地方自治体への追加的な資金供給の必要性を浮き彫りにしている。加えて、最近 FRB が実施した地方債も対象とする市場下支え政策は、短期非課税債市場の安定化に寄与した。また、CARES 法は、FRB による地方債の公開市場買入枠 (およびこれら機関に対する直接貸付) 創設を可能にし

ている。現時点で詳細は明らかでないが、これは地方債市場の変調を考慮するとポジティブな兆候である。

地方債投資信託からの流出は当面続くと見込まれるが、調整後スプレッドは個人投資家に魅力的なエントリー・ポイントを提供している。足元のクロスオーバー買いの厚みは、市場変調局面での高格付非課税債に対する堅固な需要を示唆している。連邦政府による大規模な支援は、州およびその他打撃を受けている高格付セクターにとって支援材料となる。ただし、景気後退の深刻度と期間に対する不透明感は地方債の重石になると見込まれる。加えて、限られた収入源に依存する一部のハイイールド債はデフォルトの増加に直面する公算が高い。一方、高格付課税債は同格付の社債と同等のパフォーマンスが予想されるが、より流動性の制約の影響を受ける可能性がある。また、必要不可欠なサービスのレベニュー債は、社債に比べて複数ノッチ格下げのリスクが小さいと考えられる。

見通し：短期的には慎重、中長期的には前向きなスタンス。短期的には、新型コロナウイルス危機の深刻度と期間、および地方債への最終的な影響について不透明感が高い。一方、地方債の信用力、連邦政府の支援、大幅に拡大したスプレッド水準は幅広い投資家に魅力的な投資機会を提供すると考えられる。市場ボラティリティが高い環境下、引き続き長期的な投資機会を追求。

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4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 インクおよびプルデンシャル・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。プルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするプ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、プルデンシャル・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はありません。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職員が、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.

2020-2332

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。

エマーシング通貨：JP モルガン EIMI プラス・インデックス。JP モルガン EIMI プラス(JPM EIMI+)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バススルー証券(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。

2020-2332

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 / April 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、英国ブルー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

PGIMJ71996

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。