

# 四半期見通し

2020年10月

## 荒海で船酔いしないための秘訣：水平線に目をやる

当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの見解

## 世界経済の回復を精査する – 次に何が起きるのか？

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

より長期的な将来を見据えれば、必然的に不確実性も大きなものとなる。時間の経過とともに予期するリスクおよび予期せぬリスクが生じる可能性が高まるからだ。しかし、現時点においては、時間とリスクに関する我々の認識は逆転している。緊迫感の漂う米国大統領選挙、先行きが読めない新型コロナウイルス感染の動向、大規模な金融および財政刺激策の影響を巡る不透明感などを踏まえれば、長期よりも短期的な不確実性の方が高いと我々は考えている。長期的に見れば、クレジット市場のファンダメンタルズが改善し、利回りを追求する投資家の行動が持続することにより、いくつかのクレジット市場で良好なリターンが得られるであろう。本稿では、こうした見方について詳細に検証する。

- 今後数ヶ月に発生し得るいくつかのシナリオや、それが金利やクレジット商品に与える影響について、当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの Robert Tipp は、「[荒海で船酔いしないための秘訣：水平線に目をやる](#)」と題したレポートで検証している。
- 概ね順調に経済が回復に向かっていることによって今後の世界経済の見通しにも楽観した見方が広がる中、当社チーフ・エコノミストの Nathan Sheets は、「[世界経済の回復を精査する - 次に何が起きるのか？](#)」と題したレポートにおいて、世界経済の回復状況を分析し、新型コロナウイルス以前の状態に戻るのに要する時間や、今後の世界経済をさらに揺るがしかねないリスクについて考察している。

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。

- 📄 [マックス Q 到達に向けた連邦準備制度理事会の取り組み](#)
- 📄 [政策当局への道標：アベノミクスは今後も参考にすべき教訓である](#)
- 📄 [政策の軌道修正：欧州の気候変動対応政策がマクロ経済に与える影響](#)
- 📄 [安倍首相の辞任：対外的な影響について](#)
- 📄 [クレジット市場の黄金時代が到来](#)
- 📄 [パウエル FRB 議長、ジャクソンホール会合で平均 2% のインフレ目標を発表](#)
- 📄 [連邦準備制度理事会 \(FRB\)、新型コロナウイルスの不確実性に対し「あらゆる政策手段」の維持を発表](#)
- 📄 [エマージング市場の先行き：嵐が去った後の見通し](#)

## 先進国金利 | 9

日利見。概してボラティリティが低い金利環境において、中央銀行に対する期待感や米国債の入札を背景とした適正価格からの乖離による投資機会に引き続き注目している。

## エージェンシー MBS | 9

米中期国債対比で、現行クーポン債や TBA 債に積極的な見方。FRB による購入対象銘柄以外の特定プールにも投資妙味がある。このセクターが抱える潜在的なマイナス材料を考慮すれば、引き続き MBS よりも他のセクターを好む。

## 証券化商品 | 10

ゼロ近辺の金利水準と FRB の積極的な政策介入がスプレッド縮小傾向を後押しするため、高格付銘柄のスプレッドについては依然として積極的な見方をしていく。その一方、CLO やコンデュイット型 CMBS のメザンリスクは懸念材料だが、一部の SASB CMBS、ABS、非エージェンシー RMBS の劣後債には投資妙味がある。

## 投資適格社債 | 11

中央銀行による支援や景気回復の見通しを踏まえて積極的な見方。米国の大手銀行、一部の BBB 格社債、景気循環銘柄、墮天使債 (フォールン・エンジェル) 銘柄を好む。

## グローバル・レバレッジド・ファイナンス | 12

中長期的な観点から強気な見方。過去の基準対比で足元のスプレッドは魅力的な水準にあり、長期にわたり投資家に良好なリターンをもたらすであろう。短期的には、概ねレンジ内での推移が見込まれるものの、新型コロナウイルス感染の再拡大に対する懸念と米国大統領選挙の不確実性によって高いボラティリティが続く。我々は、アクティブな銘柄選択がマネージャー間の差別化要因になると考える。

## エマージング債券 | 13

エマージング市場のパフォーマンスは第 4 四半期に引き続き回復するが、先進国市場を覆う政治的不透明感を踏まえると乱高下する可能性がある。先進国通貨建債は魅力的な相対価値の恩恵を受けると見られ、現地通貨建債と通貨対比でより魅力が大きいと判断している。高格付けの銘柄、および更なる上昇余地のある一部の高リスク銘柄を引き続き好む。現地通貨建債は引き続き好調に推移する可能性があるが、現在オーバーウェイトしているポジションを重視する。米ドル安の動きが再開すればエマージング通貨高の勢いが強まると見るが、引き続き選択的なポジション構築が重要となる。

## 地方債 | 14

バリュエーションは魅力的だが、米選挙前の発行増加見通し、州・地方自治体に対する連邦政府の追加的支援の欠如、市場ボラティリティの高まりを考慮して、短期的には慎重な見方を維持する。年末にかけては、より良好な需給要因が非課税地方債を下支えすると予想する。

▼ セクター別展望 & 運用方針 (詳細はタイトルをクリック)

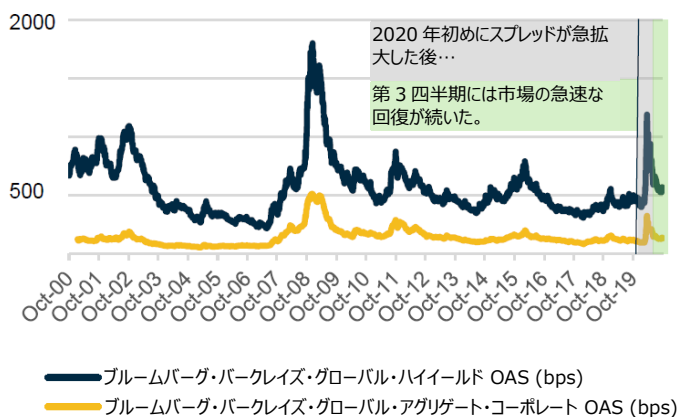


# 債券市場の見通し

## 荒海で船酔いしないための秘訣：水平線に目をやる

2020年の最終四半期を迎えるに当たり、投資家が浮足立つのも無理はない。新型コロナウイルス流行による暴落や、これを受けた積極的な政策対応に支えられた急回復を経験し、市場は歴史的にも短期間のうちに大きな振れ幅で変動した（図1参照）。投資家は、新型コロナウイルスによる経済活動の落ち込みで、各々が直接的あるいは間接的な影響を受ける中、新型コロナウイルス感染の動向、11月の米国大統領選挙、その他の多くの固有の問題など、第4四半期以降に浮上しかねない頭の痛い数多くの複雑なリスクに直面している。次には何が起きるのだろうか？

図1：信用スプレッド - 2008年ほど悪くはないが、それを除けば、過去数十年で最も拡大し、最も急速な回復を遂げた



出所：ブルームバーグ、2020年10月現在

図2：年初時点の利回りが低水準だったにもかかわらず、一部の投資適格セクターは1ケタ台半ば以上の良好な年初来リターンを達成した。年初の利回りがゼロ%をわずかに上回る程度に過ぎなかったユーロ総合ですら、3%近いリターンを上げている。一方、経済に関するリスクが燃る中、ハイイールド債やハードカレンシー建エマーシング債などの高リスク・セクターの回復は遅れている

個別セクター	Q3 2020	YTD 2020	2019	2018	2017
米国長期国債	0.12	21.35	14.8	-1.84	8.53
米国債	0.17	8.90	6.86	0.86	2.31
米国投資適格長期社債	1.91	8.36	23.9	-7.24	12.09
CMBS	1.71	6.98	8.29	0.78	3.35
米国投資適格社債	1.54	6.64	14.5	-2.51	6.42
エマーシング債 (現地通貨建ヘッジあり)	0.23	3.75	9.14	0.75	3.68
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	0.11	3.62	6.35	0.99	2.47
地方債	1.23	3.33	7.54	1.28	5.45
欧州投資適格社債	1.99	0.78	6.24	-1.25	2.41
米国ハイイールド債	4.71	0.00	14.4	-2.26	7.48

エマーシング債 (ハードカレンシー建)	2.32	-0.51	15.04	-4.26	10.26
欧州レバレッジド・ローン	2.69	-0.75	4.38	1.25	3.72
米国レバレッジド・ローン	4.13	-0.83	8.17	1.14	4.09
欧州ハイイールド債	2.60	-2.47	11.4	-3.35	6.79
エマーシング通貨	1.42	-4.00	5.2	-3.33	11.54
マルチセクター	Q3 2020	YTD 2020	2019	2018	2017
米国総合	0.62	6.79	8.72	0.01	3.54
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	2.66	5.72	6.84	-1.2	7.39
グローバル総合(ヘッジあり)	0.73	4.65	8.22	1.76	3.04
ユーロ総合	1.50	2.76	5.98	0.41	0.68
円総合	0.13	-0.77	1.64	0.93	0.18
その他セクター			2019	2018	2017
S&P 500 指標	8.93	5.57	32.6	-4.4	21.26
3ヶ月 LIBOR	0.08	0.91	2.4	2.23	1.22
米ドル	-3.60	-2.60	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。

ボラティリティが高まる可能性があることは明らかである。しかし、バリュエーション、ファンダメンタルズ、財政政策や金融政策などを総合的に勘案すれば、債券市場の見通しについて我々は比較的楽観的な見方をしている。足元の環境は「クレジット市場の黄金時代」後期にあり、中・長期的に見れば、特にスプレッド商品について強気の見方をしている。国債利回りは過度に高い水準にあって今後相場上昇が期待される訳ではないが、反対に利回りが持続的に上昇し続けて今後のリターンにマイナスの影響を与え続けることも考えにくい。

## 低水準の推移を続ける先進国金利

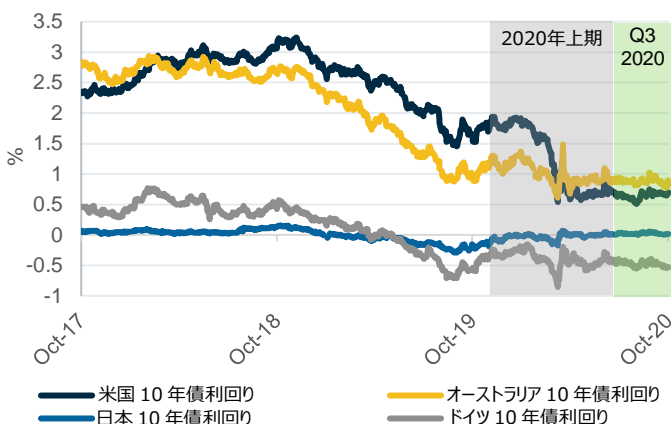
スプレッドに関しては、完全とは言えないまでも概ね全面的に回復している一方、先進国金利については状況が異なる。すなわち、利回りの低下は恒常的であるように見受けられる。各国の中央銀行は恐らく非現実的に高いインフレ目標の達成に躍起になるといふ罫に陥っており、金利に関するファンダメンタルズはこうした中央銀行の動きによって大きく様変わりしてきた。つまり中央銀行は、実効的な下限であるゼロ%やマイナス水準へと相次いで金利を引き下げてきた挙句に、足元では行き詰まりを見せている。もしも米連邦準備制度理事会（FRB）が、コア個人消費支出（PCE）インフレ率平均2%の目標達成に真剣に取り組むことになれば、FRBもこうした中央銀行の集団に仲間入りすることになる。

市場への影響という観点から見ると、他の主要な金利市場は米国金利を大幅に下回る水準に留まっている。コロナ禍以前でも、10年物日本国債の利回りは0%付近で推移し、10年物ドイツ国債もマイナス

# 債券市場の見通し

0.5%付近で推移していた（図 3 参照）。経済成長に向けたファンダメンタルズが米国よりも良好であるオーストラリアでさえも、10 年物国債利回りは 2019 年半ば以降 1%付近で推移している。よって、当面にわたって 10 年物米国債利回りは 50-100bps のレンジの下半分で推移すると我々は見込んでいる。

図 3：先進国金利は低水準のボックス内で推移する見通し



出所：ブルームバーグ、2020 年 10 月現在

## 万が一の事態に備える！

第 4 四半期を迎えても、トランプ大統領がウイルス陽性との検査結果を受けて入院するなど、新型コロナウイルスの感染は拡大を続けている。しかし、新型コロナウイルスの今後の動向とその封じ込めのために必要とされる時間は、最も憂慮される今後の懸念事項ではない。足元では、米国大統領選挙（結果はどうか、その過程）が最大の関心事に位置づけられている。その後もなくして、願わくば年末までには、選挙結果を受けた政策運営の及ぼす影響が、新型コロナウイルスの今後の動向と並んで最大の関心事に位置づけられるようになるだろう。

## 選挙の結果

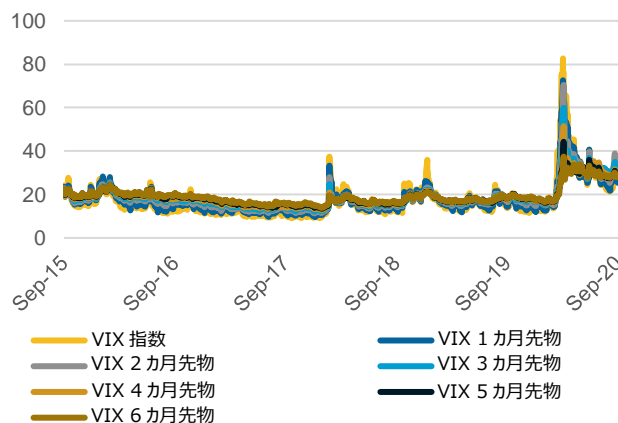
率直に言ってしまうと、短期的にはさまざまなシナリオが想定され予測がつかない。その選択肢として、大統領や国民が容易に受け入れられる単純明快な選挙結果になる場合も考えられれば、長期にわたり裁判で論争が繰り広げられたり、場合によっては街頭での抗議活動や大統領執務室からの異議申し立てがされるような選挙結果も考えられる。民主党の圧勝に終わるといっても考えられれば、現状維持、すなわち共和党の大統領および共和党多数による上院支配という結果になることも考えられる。間違いなく、新型コロナウイルスがトランプ大統領の選挙戦および支持基盤に及ぼす影響が、選挙結果を左右するだろう。では、混乱とまでは言わないまでも、確実に市場のボラティリティは上昇するのだろうか？

## 市場のバリュエーション・プレミアム・クッション

おそらく、第 4 四半期は市場のボラティリティが高まるだろうが、そうならない可能性もある。その理由として、市場にクッションが存在することが挙げられる。例えば、米国と欧州における信用スプレッドは長期的に見た平均値付近で推移しているものの、投資適格債およびハイイールド債のスプレッドは年初の水準よりも 50%高い。よって、この先 12 か月から 24 か月にわたって経済の正常化傾向が続くという状況の中でスプレッド商品から資金を引き揚げる投資家は、インカムゲインの積増機会およびキャピタルゲイン獲得機会を共に失うリスクがある。

株式のボラティリティを取引する市場は、リスク・プレミアムの大きさ、あるいは別の言い方をすれば、株式市場における保険コストを示している。先物市場では、S&P500 種株価指数のインプライド・ボラティリティ（30%）は、通常の水準（15%）の約 2 倍で推移しているが、これは選挙当日までに限ったことではなく、この先半年間にわたるインプライド・ボラティリティも同様の水準にある。

図 4：VIX と 1-6 カ月の先物取引



出所：ブルームバーグ、2020 年 10 月現在

## バイデン氏は市場を盛り下げる存在か？

市場関係者は、バイデン氏が大統領に就任すると増税によって経済は必要以上の負担を強いられ、市場は打撃を受けるのではないかと警戒している。一方、特に民主党が圧勝した場合は、追加経済対策が増税による負の影響を十分補う可能性がある。確かに税金が引き上げられる可能性がある。しかし、これまでに提案されている景気刺激策（共和党による提案は 1 兆米ドル弱で、民主党の提案は 2 兆米ドル以上）に関して言えば、どちらの政策が「優れているか」はさておき、明らかに市場はより大規模な景気刺激策に関する報道を好感し、景気刺激策の先送りに関する報道を嫌気した。そして経済活動が停滞する中、バイデン氏の政策綱領には、民主党が政権を奪取した場合に経済活動を後押しするような政策が確かに多く盛り込まれている。

# 債券市場の見通し

## 2018年の時のように、財政出動は市場に混乱をもたらすか？

2016年に大統領選でトランプ氏が勝利した後、公約に掲げていた減税は棚上げとなっていたが、2017年末になって突然法案が可決されたことで市場は混乱に陥った。米国債利回りは急上昇し、ボラティリティは大幅に高まり、スプレッドは急拡大した。その理由は何か？

まず、2017年末に同法案が可決された時は、現在とは異なる景気サイクルの地点にいた。法案の成立時、米国のGDP成長率は3%台に迫り、失業率は数十年ぶりの低水準で推移していた。そして信用スプレッドも遥かに低い水準で推移していた。その結果、減税によって景気が刺激されるだろうとの見通しによってFRBが利上げペースを加速させるのではとの警戒感から金利は上昇し、そして国債の大量発行により「クラウドイングアウト」が生じるのではという警戒感からスプレッドが拡大した。新たに導入される景気刺激策に対して、当初こうした反応が生じる可能性を除外できない。一方で、今回の刺激策は景気の浮揚を狙ったもので、明らかに必要とされている。よって、発作的に金利が急上昇したり信用スプレッドが拡大したとしても、最終的には金利は足元の水準にまで反落し、スプレッドも最終的には足元の水準以下まで縮小すると我々は見ている。

## 新型コロナウイルスについて…

新型コロナウイルス新規感染者数は再び急増している。これは「学校再開」に伴うものなのだろうか？今後「インフルエンザの季節」に伴って感染者数は急増するのだろうか？現時点で予測することは難しいが、いくつかの理由により市場は様子見をする可能性がある。第1に、新規感染者数は増加している一方で死者数は大半の地域において抑制されており、よって経済に打撃を与える大規模な都市封鎖が実施される可能性は低いと考えられる。第2に、当面にわたって市場が不安感を押し殺し、ワクチンがこの先数ヶ月の間に開発されるという期待に固執する可能性もある。第3に、ワクチン実用化の有無にかかわらず、緩慢な経済成長は株式市場にとっては理想的ではないかもしれないものの、債券投資家にとっては問題ない、あるいは望ましいものであるかもしれない。何故なら、こうした環境下では国債利回りが極めて低い水準に抑えられる公算が高く、その結果として生じる利回り追求の動きによって引き続きスプレッド商品のリターンが下支えられると考えられるからである。

## 量的緩和政策で全て（市場）が良くなる

コロナ禍の中、量的緩和政策が市場を落ち着かせる上で大きな役割を果たしてきた。積極的な量的緩和策によって、米国債市場における流動性が回復しただけでなく、財政刺激策のために大量発行される米国債を吸収してきた。もし、積極的な資産買い入れが実施されなかったとすれば、大量の国債発行によって市場では「クラウドイン」が発生し、その結

果として信用スプレッドは拡大し、民間の借手は国債に対抗するためにより高い利回りの設定を余儀なくされていただろう。

各国の中央銀行が、これまで達成できなかったインフレ目標をどのように達成するかについて再検証しており、また世界経済の回復が足踏みする中、量的緩和政策が市場および景気回復を下支える面で重要な役割を果たすことを考慮すれば、こうした政策による大規模な流動性の供給は今後も維持されるであろう。

## 水平線に目をやる…

大統領選挙の推移、選挙結果を受けた政策運営、そして新型コロナウイルスの影響（選挙前・選挙中・選挙後）など、次から次へと荒波が押し寄せると考えられる。しかし、市場には、長引く選挙の混乱、新型コロナウイルスのさらなる感染拡大、そしてワクチン実用化を待ち侘びる状態に対して少なくともある程度の備えができていようと思われる。間違いなく、今後はボラティリティの高まりや市場にとってのサプライズが予想されるが、市場はこうした不測の事態を織り込んでいる。おそらく何よりも重要なのは、経済活動が緩やかに回復する中で引き続きインフレ目標の達成は難しく、各国の中央銀行は短期市場金利を極めて低い水準に据え置き、流動性の供給を維持すると見込まれることである。

---

**結論：**市場における最悪の懸念が現実化しない限り、不確実性が一段落すれば、債券市場とりわけクレジットセクターは、警戒されている状況よりもはるかに好調に推移すると我々は予想している。緩やかな経済成長と大規模な量的緩和が相まって、国債利回りは低水準で推移し、これによって信用スプレッドを一段と縮小させるような利回り追求の動きが促されるであろう。

---



# 世界経済の見通し

## 世界経済の回復を精査する – 次に何が起きるのか？

現在も続くコロナ禍の影響で、世界の GDP 成長率は前例のない乱高下を示した。今年の上半期に世界金融危機時の最悪期を数倍も上回る急落を記録した後、世界経済は第 3 四半期に予想を大きく上回る回復を記録した模様である。

結局、世界の各種景気指標の中心的傾向を見てみると、この春に記録した下落幅の約 3 分の 2 をこれまでに回復している。これは一方で、第 4 四半期を迎えるに当たって世界経済は我々が予想していたよりも遙かに堅調な状況にあることを意味する。こうした状況を受けて、我々は購買力平価 (PPP) 加重ベースでの 2020 年世界経済成長率予想を 3 カ月前のマイナス 5.3% からマイナス 3.6% へと上方修正した。他方、経済活動は依然としてコロナ禍前の水準を大幅に下回っている上に、回復の足取りはこの先減速する公算が大きいと見ている。

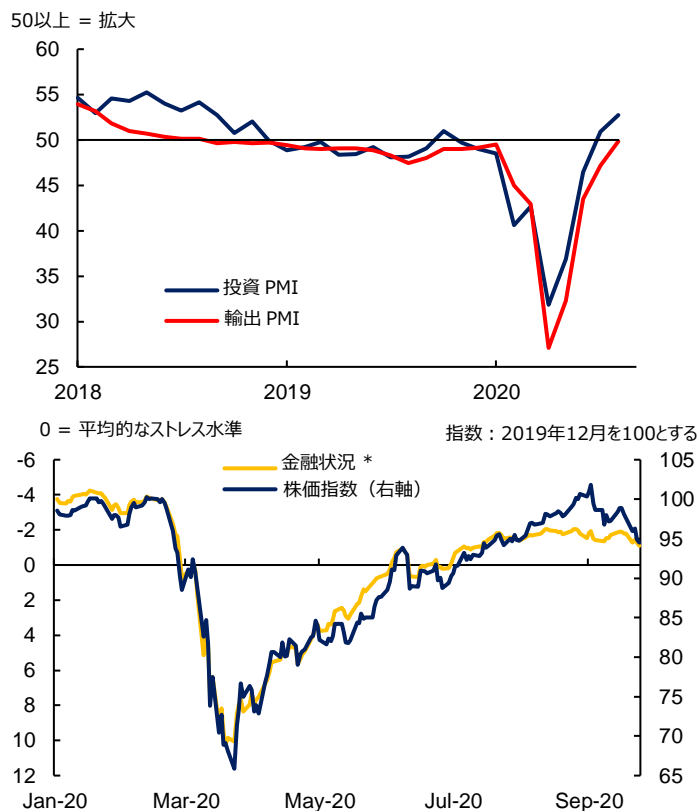
### 第 3 四半期は予想よりも力強い回復

第 3 四半期における回復にはいくつかの要素が反映されている。まず、当初の都市封鎖が解除され、世界的に消費が力強く回復した。消費者は、我々が想像していたほどコロナ禍に伴う経済的混乱と健康不安に委縮していない。消費の回復は財のセクターが牽引しており、サービス・セクターは出遅れている。その一方、生産財への支出が雇用を支え、在庫水準を押し下げている。また、図 1 の上の表が示す通り、現在はその影響が国際貿易や投資にも及んでいる。

回復の 2 つ目の原動力は、各国の中央銀行と政府による大規模な景気刺激策である。このような支援策は驚異的なスピードと規模で実施された。多くの国において、特に家計所得の支援に注力した政策が実施された。こうした政策は、企業が景気後退の間に雇用を維持するための給与補助、あるいは失業給付の上乗せを含め家計への直接給付という形で実施された。こうした支援策は特に労働者階級の給与所得者を対象としたものであり、消費支出を押し上げる上で重要な役割を果たしてきた。

3 つ目は、世界の金融市場が、春先の景気後退を特徴付けている不安や不確実性を振り払い、急回復してきたという点である。図 1 の下の表が示す通り、世界の金融状況指数はコロナ禍以前の水準にまでほぼ回復しており、世界の株価はそれと足並みを揃えるように推移している。こうした反発は、経済活動の回復と金融・財政政策による下支えを反映している。そして、このような金融状況の回復によって企業の景況感が改善し、消費支出が押し上げられている。

図 1：世界の PMI と金融状況



出所：PGIM フィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス

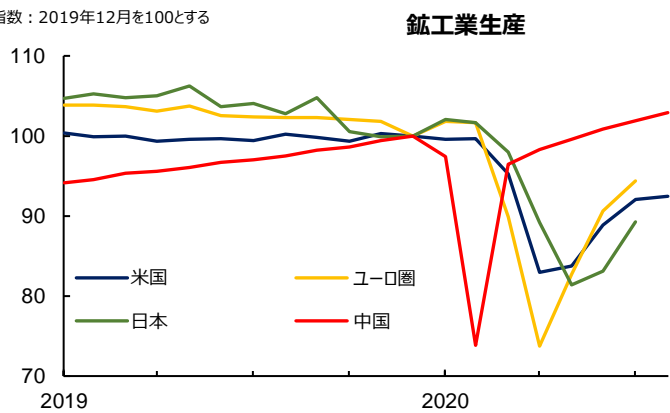
現在の市場の水準が過度に楽観的なものかという問題は非常に重要であり、足元の株価調整が明らかに示唆しているように、徐々に投資家はこの問題に向き合おうとしている。とは言え、過去の景気サイクルにおいては、今回と同様に金融指標とマクロ経済指標との間に乖離が生じた後、多くの場合において景気は回復してきた。

回復の軌道が地域によって大きく異なるという点も重要な意味を持っている。次ページの図 2 が示す通り、中国における鉱工業生産の回復は特に顕著であり、足元の鉱工業生産はコロナ禍以前の水準を大きく上回っている。個人用防護具（感染症対策用のマスク・手袋など）と電子製品を中心とした輸出の増加が主にこの回復に寄与しているほか、当局による景気刺激策も産業セクターを下支えしている。対照的に、米国、ユーロ圏、および日本においては、消費者セクターの回復が最も顕著となっている。中国を除く新興国では、鉱工業生産が小売売上高よりも大幅に低下したが、どちらもコロナ禍前のおよそ 95% を上回る水準にまで回復している。

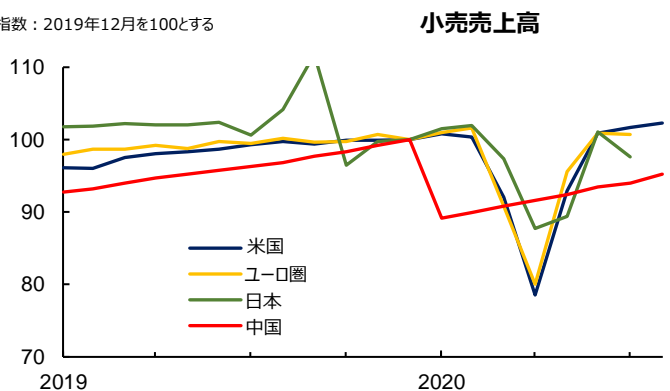
# 世界経済の見通し

図 2：先進国および新興国における鉱工業生産と小売売上高

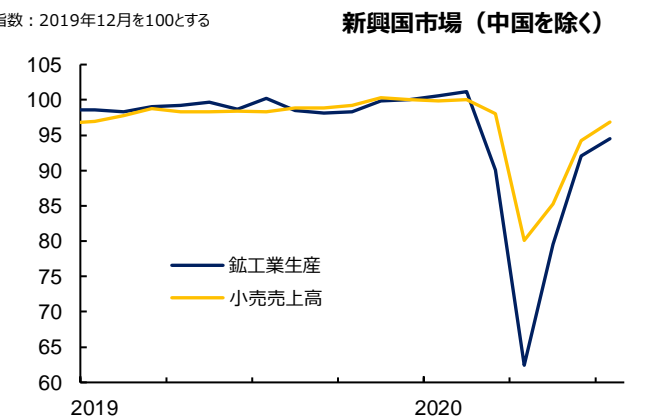
指数：2019年12月を100とする



指数：2019年12月を100とする



指数：2019年12月を100とする



出所：PGIM フィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス

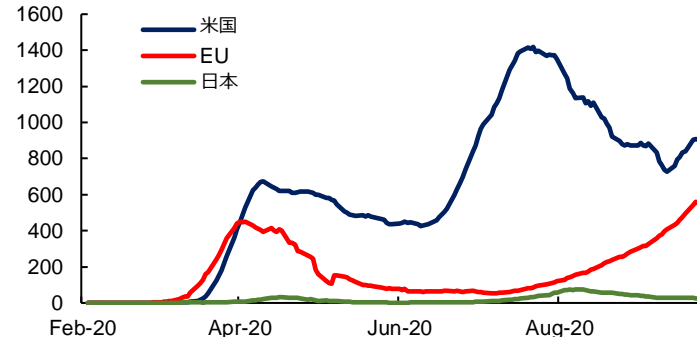
新型コロナウイルスは地域によって異なる影響を及ぼしており、そのため各国の回復の道筋は異なるものになっている。もともと新型コロナウイルスは中国で発生したが、中国での感染拡大は間もなく終息した。図 3 に示す通り、次にウイルスの感染拡大は欧州へ飛び火し、そして米国に拡大した。これらの国々はいずれも春先に深刻な感染拡大に見舞われた。米国では夏場に大規模な第 2 波が生じた一方で、欧州の新規感染者数は 8 月まで比較的抑えられていたが、足元では再び増加傾向にある。新興国の感染状況も国によって異なる。南アフリカは夏場に特に大きな打撃を受けたが、新規感染者数はそれ以降急速に減少して

いる。対照的に、中南米では新規感染者数が依然として高止まりしている。

図 3：新型コロナウイルスの新規感染者数

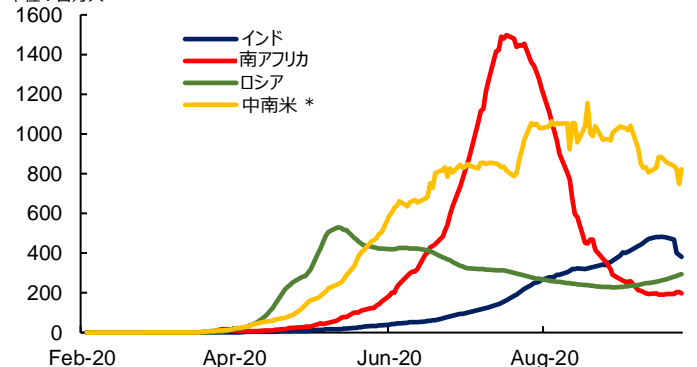
1週間ごとの変動、

単位：百万人



1週間ごとの変動、

単位：百万人



出所：PGIM フィクスト・インカム、ジョン・ホプキンス大学コロナ・ウイルス・リソース・センター、\* アルゼンチン、ブラジル、チリ、メキシコ、ペルー

財政支援策の内容が異なっている点も重要な要素である。先述した通り、中国の景気刺激策は主に産業セクターを対象に実施された。対照的に、欧州では給与補助プログラムのために企業へ大規模な支援を行ない、これにより危機時の雇用の維持と労働者への給与支払いに必要とされる資金が供給された。米国においては複合的なアプローチが採られた。給与保護プログラム（PPP：Paycheck Protection Program）には企業による従業員の再雇用を奨励する施策が盛り込まれ、これが失業率の低下に寄与している。また、（現在は期限切れとなっている）失業保険給付の上乗せと家計への現金給付によって、コロナ禍の最悪期を乗り越えるための資金が家計に供給された。日本も、雇用と消費支出のために大規模な支援策を実施した。

## しかし、この先回復は鈍化する可能性が高い

我々は、回復に向けた足取りはこれから大きく減速すると考えている。既に急回復期は過ぎている。社会的距離（ソーシャルディスタンス）の確保やその他の新型コロナウイルス予防策を迅速に導入することが出来た多くの国では、現在では多かれ少なかれ経済活動が通常通り機能している。先述した通り、消費財セクターは世界的に急激な回復が見られた。対面での接触に大きく依存するサービス部門の業績は依然と

# 世界経済の見通し

して大きく落ち込んでおり、回復に向けた道のりは長く難しいものになる可能性が高い。サービス部門の一部では、永続的に規模が縮小したままになる可能性もある。我々は、「これまでと違うやり方で行動する」ことを学んでおり、これが運輸、宿泊・旅行、娯楽に対する需要に永続的な影響を及ぼすことが見込まれる。

一部の地域は学校再開に伴う課題を抱えており、こうした問題が浮き彫りになっている。従来の教育の形は対面での接触に大きく依存してきた。教育は経済の重要な構成要素の一つであり、その機能が制約されると GDP は直接的な打撃を受ける。一方で、間接的な影響も存在する。多くの学校がオンラインで授業を行なっている、またはオンラインと対面を併用して授業を行なっている中、多くの共働きの親に仕事と家庭の両立という現実的な課題を生み出している。長期的に見れば、教室で過ごす時間が減少すれば学生という人的資源が減少し、また生産性も低下する恐れがある。

言うまでもなく、新型コロナウイルスは引き続き景気の重石となっている。治療法は大きく改善し、足元の感染致死率は春先より大幅に低下した。その一方、ウイルス封じ込めのために必要とされる予防策が引き続き一部セクターの経済活動の妨げとなっており、また景況感の重石となっており、そして消費と投資を抑制している。我々の日々の生活において引き続き新型コロナウイルスがリスクでありつつける限り、生産と支出はコロナ禍以前の水準を下回り続けるであろう。よって、世界経済の回復には、ワクチンが不可欠であると我々は考えている。

実際、足元の世界の主な景気指標は成長鈍化を示している。代表的な例をいくつか挙げるとすれば、米国では新規失業保険申請件数がこの数週間横ばいで推移している。ユーロ圏の総合購買担当者景況感指数 (PMI) は 9 月に 50 に逆戻りし、特にサービス部門の後退が目立った。米国、ユーロ圏、および日本の小売売上高はこの数か月にわたって減速している。中国の消費者は慎重な姿勢を崩していない。

これらをまとめると、我々の基本シナリオでは、この先 1 年にわたって世界経済の回復ペースは減速し、GDP がコロナ禍以前の水準にまで回復するのは 2021 年末から 2022 年末のいずれかのタイミングになると予想している。もちろん、中国は予想以上の急速なペースで回復しており、他のアジア新興国もこれ続く態勢が整っているように見受けられる。これと対照的に、主な中南米諸国と南アフリカの回復はもっと緩慢になる可能性がある。

## まだ危機を脱したわけではない

当然、こうした見通しには大きな不確実性を伴う。インフルエンザの季節が到来する中、この秋に新型コロナウイルスが世界中で再拡大するという展開も我々が従来から指摘している懸念の 1 つである。現在実施されている予防措置によって、こうした事態を十分に回避できるというのが我々の基本的な見方だが、確実とは言えない。これに関連して、ワクチンの開発が遅れる、あるいは予想よりも効力を発揮しないという懸念もある。

他にも、長引く新型コロナウイルスの影響（あるいはその後遺症）が我々の想定よりも深刻になるという可能性もある。例えば、失業者が新しい仕事を見つけるのに苦労する中で、それぞれの失業者の技能が劣

化するなど、雇用市場の機能が低下する可能性がある。これに関連して、危機を乗り越えるだけの十分な資金を有していなかったというだけの理由で、小規模企業が数多く倒産している。こうした企業の倒産は、経済における生産力の喪失を意味する。また、新型コロナウイルスは、家計、企業、および公的部門のバランスシートにも傷痕を残すだろう。その結果として生じるレバレッジの解消も、消費支出や成長の重石となると見込まれる。我々は、こうした要素も考慮した上で世界経済が「緩やかに」回復することを予想しているが、これら要素の影響が想定よりも深刻になる可能性もある。

また、我々は「政策疲れ」についても憂慮している。金融・財政刺激策は景気回復の大きな支えになってきた。新型コロナウイルスによる経済的な落ち込みを乗り越え、多くのケースにおいてはインフレ目標の達成に向けて顕著な前進が見られるまでは、各国の中央銀行は景気刺激策を維持すると我々は確信している。しかし、財政政策に関する不確実性が高まっている。財政出動を支持する政治的コンセンサスは、新型コロナウイルス感染拡大初期には大勢を占めていたが、いずれ勢いを失う可能性もある。債務水準の上昇は大きな懸念材料であり、特に新興国においては強く懸念される。しかし、緊縮財政への転換を急ぎ過ぎれば、そのコストは高つく可能性がある。

現実問題として、こうした政策疲れは、現在、米国で顕著となっている。この 2 か月、米国議会は、失業給付金上乗せの延長を含めた追加経済対策について合意に至ることが出来ていない。コロナ禍にあっても家計が消費を維持出来てきたのは、こうした給付金の上乗せがあったからである。こうした支援策が実施されないとすれば、特にこの先数四半期にわたる消費の見通しには暗雲が立ち込める。対照的に、概して欧州の政府は財政支援策が維持できるよう措置を講じている。

最後に、政治的な動向およびその結果として生じる影響が想定外の展開を見せる可能性もある。日本では、国内史上最も長い期間にわたって首相を務めた安倍晋三前首相から菅義偉現首相への政権交代が円滑に進んだ。菅首相は、安倍政権が推し進めてきた政策を基本的に引き継ぐことが予想されているが、菅首相に同じ政治・外交手腕が備わっているかは、現時点では明らかではない。米国では、激戦が繰り広げられてきた大統領選挙戦が終盤を迎えつつある。世論調査によると、概してバイデン前副大統領がトランプ大統領をリードしているが、どちらの陣営が勝利するか分からないと我々は考えている。仮にバイデン氏が勝利すれば、市場はバイデン氏による従来型の政策運営手法と追加経済対策の実施を歓迎するものと見込まれるが、一方で増税と規制強化の可能性を懸念することになるであろう。反対にトランプ大統領が勝利すれば、中国との貿易戦争が再燃する可能性が高いことに加え、場合によっては EU とも貿易戦争に突入する可能性がある。また、選挙結果を巡る紛争が生じ、投票日から数週間にわたり選挙結果が確定しないという事態も、市場にとっては懸念の 1 つである。こうした事態に発展すれば社会の分断がさらに深まり、市場にとって、更には世界経済にとって歓迎されざる不確実性がもたらされる可能性がある。



### 先進国金利

先進国金利は、景気減速と財政拡大という 2 つの状況が市場内で認識され、第 3 四半期にわたって概ねボックス内で推移した。こうしたレンジ相場は年末まで続く我々は見込んでいるが、11 月の米大統領選挙まで断続的に相場のボラティリティが上昇すると予想する。リスク資産全般にわたり短期的にボラティリティが上昇する可能性が高まっており、米国 10 年債利回りは年末まで足元の 50-100bps という底値近辺のボックス内で推移すると見ている。

金利がボックス内での推移に終始するとの予測に基づき、先進国金利の中でもグローバルに相対価値の高い投資機会に引き続き注目している。その 1 つが、実質金利に注目した投資機会である。例えば、カナダ中銀は G4 諸国の中で唯一将来的な利上げを視野に入れており、これがカナダの 10 年実質金利に対するロングポジション推奨の裏付けとなっている。また英国物価連動債は、米国 10 年物価連動債 (TIPS) の直近の利回りであるマイナス 1.0% を遥かに下回るマイナス約 3.0% であるため、米国の実質金利に対して英国の実質金利をショートするポジションを維持している。

それ以外に、米国では国債の供給増を背景として新発債のコンセッションが拡大しており、大規模な米国債入札の予定日の前後で短期的な投資機会が生じている。さらに、金利のキャリー収益の側面から見ると、米国債 20~25 年物に投資妙味があるように見受けられる。また、加重平均年限を伸ばすと財務省の意向が、30 年物国債利回りに対する 30 年金利スワップのспレッドを引続きタイトな水準にとどめるだろう。

フラット化したイールドカーブと米国よりも低い利回りを考えると、欧州についてはあまり強気な見方をしていない。注目すべき通貨スワップとして、引き続き日本円/米ドルの通貨スワップ (ドル支払) を注視している。

長期的に見れば、世界規模の財政刺激策の拡大および米大統領選挙を巡る不確実性の高まりによって、レンジ内での取引が続くと我々の見通しが試される場面もあることは認識している。インフラ整備やテクノロジーを対象とした財政支出拡大が生産能力を引き上げ、最終的には実質および名目金利を押し上げる可能性があると考えられる。とは言え、今後先進国の経済回復が鈍化するとの見通しにより、先進国の金利は先々まで低水準のボックス圏内で推移する可能性が高いと考えられる。

**見直し：** 日和見的。概してボラティリティが低い金利環境において、中央銀行に対する期待感や米国債の入札を背景とした適正価格からの乖離による投資機会に引き続き注目している。

### エージェンシー MBS

「円滑な市場機能を維持し、緩和的な金融政策が家計に対する信用供与を下支えする環境を醸成するために、少なくとも今のペースで」今

後数カ月にわたって MBS の保有額を引き上げるとのガイダンスが FRB によって発表されたことが、MBS 市場に影響を与えている。結果として、国内銀行からの需要や利回りを追求する投資家に加えて、FRB による購入によって純供給額の増加の大半が消化されることから、今後は現行クーポン債の米国中期債に対するヘッジ調整後パフォーマンスがプラスになると予想する。

FRB の MBS 保有額が 2 兆米ドルに迫る中、FRB が市場からジェネリック債を吸い上げ、TBA 受渡債の在庫整理を果たしたことで需給が改善している。全てのエージェンシー、満期、クーポンにわたって FRB が最割安銘柄の MBS (すなわち、最もプリペイメントのプロフィールが悪く、最もコンベクシティがネガティブな債券) を吸収しているため、このセクター内のコンベクシティも改善している。現在の返済速度では、FRB のポートフォリオに対する返済の再投資額だけで、毎月約 700 億米ドルに上る。

プライマリー・モーゲージ金利が横ばいで推移しており、期限前償還を巡る市場の期待が大半の MBS 市場に既に織り込み済みなため、コンベクシティに注目する投資家の動きは鈍い。現行クーポン債へのダラーロール需要は堅調に推移すると予想されるが、高クーポン債のポジションは慎重に厳選した特定プールに集中すべきであろう。現行クーポンの足元のスプレッド水準は拡大したままなので、利回り重視の投資家にとっては米国債対比で魅力的に見えるかもしれない。第 4 四半期特有の購入傾向を踏まえると、大手銀行からの需要は引き続き底堅いと見られる。銀行の資本維持のために FRB が配当支払いや自社株買いへの制約を継続しているため、MBS 投資を通じたインカム収益の拡大に一段と銀行の目が向く可能性もある。

マイナス材料としては、現在のプライマリー金利の水準を反映した当セクターのモデル・デューレーションが比較的短いことである。また、住宅購入やリファイナンス指数が上昇していることから、住宅供給が高止まりすることが示唆されている。足元のオリジネーション・ペースは年初を遥かに上回っており、2020 年の純供給見直しは約 3,000 億米ドルから約 4,000 億米ドルに上方修正されている。さらに、米連邦住宅金融局 (FHFA) が先延ばしにしていた「アドバース・マーケット・リファイナンス・フィー」の実施開始日である 12 月 1 日が近づいて駆け込み的に供給が増加する可能性があり、また最終的に延滞債権の買い取りが期限前償還のスピードを早める可能性がある。

FRB による買い入れによって、購入対象となっている債券セグメントの調達コストが押し下げられていることを考えると、このセクターには政策の不確実性も伴う。FRB は年間を通じて低クーポンへの乗り換えを進めており、FRB の購入動向が変われば、異なるクーポン間のキャリー面でのメリットも変わってくるだろう。また、米大統領選挙の結果次第で、GSE や各種政策指導方針の将来的な方向性も修正される可能性がある。

**見直し：** 米中期国債対比で、現行クーポン債や TBA 債に積極的な見方。FRB による購入対象銘柄以外の特定プールにも投資妙味がある。このセクターが抱える潜在的なマイナス材料を考慮すれば、引き続き MBS よりも他のセクターを選好する。

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)
		9/30/2020	Q3
<b>CMBS</b>			
CMBS: コンデュイット型証券 2.0	利子先払い 10 年債	92	-48
BBB-格 CMBS コンデュイット型証券 3.0	BBB-	535	-231
CMBS: CMBX (OTR)	AAA	63	-6
CMBS: CMBX (2012年)	AA	177	-94
CMBS: エージェンシー集合住宅	シニア	42	-16
<b>非エージェンシーRMBS</b>			
レガシー	RPL シニア	95	-35
レガシー	2006/2007 年のオルト A	200	-85
GSE リスクシェアリング	M2	340	+50
<b>CLOs</b>			
CLO 2.0	AAA	130	-35
CLO 2.0	AA	170	-50
CLO 2.0	BBB	385	-30
<b>ABS</b>			
消費者 ABS	シニア	135	-55
消費者 ABS	B クラス	175	-125
民間学生借り換えローン	シニア	95	-35
ジェネリック	AAA クレジットカード	110	-10

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 9 月 30 日現在。

債券スプレッドのボラティリティ上昇要因として 2020 年大統領選挙が注視されているが、証券化商品は税制や規制方針の変更が与える影響が小さいため、比較的良好なパフォーマンスが見込まれる。FRB による米国債以外の資産購入、TALF による証券化商品の支援、長期にわたってゼロ水準の金利が維持されることなど、米大統領選挙の動向や結果にかかわらず、これらによってスプレッドが一段と縮小する可能性がある。どちらの陣営が大統領選挙に勝利しようと、FHFA のマーク・カラブリア局長は留任すると見られており、先行きは不透明ではあつつも、GSE を公的管理下から外すという命題は変わらないだろう。欧州では英国の欧州連合からの合意なき離脱の可能性が高まっており、英国 RMBS や欧州 CLO といったクレジットに逆風となる可能性がある。

**CMBS** : スプレッドが 90bps 前半の CMBS の AAA 格債は、新型コロナウイルス以前のタイトな水準から見れば 15-20bps 程度拡大した水準にあり、引き続き魅力的である。2020 年の後半とは言わないまでも、2021 年にはこのタイトな水準に再び戻ると我々は考えている。年末まで新規供給が限定的であり、市場では質の高いスプレッド商品が希求されるとの見方が需給面での追い風になる。資本構成のより下部については、第 3 四半期は割安銘柄狙いの投資家がメザンクラスに向かったため、CMBS のクレジットカーブのフラット化が進んだ。それにもか

かわらず、クレジットカーブは年初よりは依然としてスチープな状況にあり、特に新型コロナウイルス以前の案件については顕著である。コンデュイット型案件に含まれる物件の多くは不確実性が払拭されておらず、今はメザン投資を開始する時期だとは思われない。むしろ新型コロナウイルス流行以前の水準よりスプレッドが拡大しており、また物件のファンダメンタルズをよりよく理解できる機会に恵まれているシングルアセット/シングルボロワーのメザン債に投資妙味がある。物件タイプについては、集合住宅や産業用物件は総じて回復力が高く、オフィスのキャッシュ・フローも引き続き好調だが、鑑定評価は平均して 10%ほど下がっている。ホテルの稼働率は低く依然として不安定だが、一方で小売りについては特に立地に恵まれた大規模小売施設や単体のショッピングセンターなどで安定の兆しが見られる。

**非エージェンシーRMBS** : 今般の危機においては、世界金融危機の時とは対照的に、極めて積極的かつ統制のとれた政策と外出禁止命令によって、これまで大規模な失業が発生した際に見受けられた住宅市場の低迷が食い止められた。今回、政策当局は無分別な借手/貸手/投資家を救済することに伴うモラルハザードについて懸念する必要がない。史上最低の住宅ローン金利にも後押しされて、実際に住宅供給は昨年を約 4% 上回っており、危機発生当初の我々の予想を覆している。AAA 格のリパフォーミング・モーゲージ (RPL) のスプレッドは大きく回復しているが、新型コロナウイルス以前からは依然として拡大した水準にある。RPL のキャッシュ・フローの回収速度 (予定返済額の回収割合) の回復はファニーメイ/フレディマック (GSE) の住宅ローンよりも遅く、RPL の期限前償還リスクは今のところ落ち着いてはいるものの、高価格のオーバーパー債券にとっては懸念材料である。また、このセクターについては非エージェンシーのレガシー債とともに需給悪化がリスク要因であり、マネーマネジャーがファンドの解約に対応するために、今後このセクターのオーバーウェイトを解消しなければならないような場合には影響が大きくなる。我々は、コロナ禍が契機となりスプレッドが拡大した GSE のリスクトランスファー債 (CRT) を選好しており、特に 3 月以降に発行された返済猶予銘柄がプールから除外されている案件が魅力的だと見ている。また足元のスプレッド水準ではモーゲージ保険 CRT (MI-CRT) も選好している。MI-CRT は通常の GSE CRT ほどローン条件改定に伴う損失や気候変動リスクの影響を受けないため、どちらかと言えば MI CRT を我々はより選好する。

**ABS** : 消費者 ABS が、再び住宅ローンの積極的な返済猶予による追い風を受けている。住宅ローンの支払いを猶予された消費者は、他の債務返済に多額のキャッシュを振り向けることができるからだ。無担保の消費者ローンと厳選した自動車ローンのサブプライム ABS については、すべての資本構成で強気な見方を維持しているが、AAA 格は新型コロナウイルス以前のタイトな水準で揉み合っており、場合によって新型コロナウイルス以前よりも縮小しているため、足もとは AAA 格よりもメザン債に注目している。学生ローンに関しては金利低下局面ではコンベクシティはコストが高つき、期限前償還により債券価格プレミアムが剥落している。スプレッド水準もタイトであることから現在は追加購入を停止している。消費者ローンに関しては、今後は政府による消費刺激策の終



## 2020年第4四半期セクター見直し

了や新型コロナウイルスに関連したローンの返済猶予の動向が、そのクレジット・パフォーマンスに不確実性をもたらす。しかし、初期的な兆候を見る限り、これらは大きな問題にはならないと思われる。

**CLOs** : 足元の水準では、引き続き AAA 格と AA 格の CLO を選好している。バンクローンの代替商品として A 格のトランシェもどちらかと言えば魅力的であるが、BBB 格以下には依然として慎重な見方をしている。低位トランシェについては、バランスシート上のレバレッジ比率の高い企業のバンクローンに対する CLO のメザニン債のレバレッジされたエクスポージャーや、資本構成面で脆弱な企業のバンクローンがデフォルトした際の最終的な回収率の低さが懸念材料である。CLO マネージャーは回収率の最大化を図る再編の取り組みに参加できないことがあるため、アグレッシブな債権者による債務再編が CLO に深刻な損失をもたらす恐れがある。新規発行増と、2017 年および 2018 年案件のリファイナンス増加懸念が米国 CLO の大幅なスプレッド縮小を妨げると考えられるため、今後半年は足元のレンジで推移すると我々は見ている。欧州 CLO については、スプレッドが再びコロナ禍以前の水準を回復すると見られ、更なるスプレッド縮小を予想している。

**見直し** : ゼロ近辺の金利水準と FRB の積極的な政策介入がスプレッド縮小傾向を後押しするため、高格付銘柄のスプレッドについては依然として積極的な見方をしている。その一方、CLO やコンデュイット型 CMBS のメザニンリスクは懸念材料だが、一部の SASB CMBS、ABS、非エージェンシーRMBS の劣後債には投資妙味がある。

## 投資適格社債

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS (bps)
	Q3	YTD	Q3	YTD	9/30/2020
米国投資適格社債	1.54	6.64	-14	43	136
欧州投資適格社債	1.99	0.78	-30	26	119

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。

各国中央銀行による大規模な支援策、経済成長率の改善（ただし対前年比ではまだマイナス）、予想を上回る企業業績、引き締まった需給を背景として、世界の投資適格社債は第3四半期も回復を続けた。短期的には、米大統領選挙やその他グローバルな政治動向、新型コロナウイルスの感染状況を巡ってボラティリティが高まる局面はあるだろうが、年末までに一段とスプレッドが縮小すると見ている。

**米国投資適格社債** : FRB によるゼロ金利政策、発行および流通市場における社債買入枠（ただし今のところほとんど活用されていない）、「必要なことは何でもやる」というコミットメントによって、社債市場の流動性は著しく改善した。一部の業種や発行体では、ファンダメンタルズと需給動向の両方が市場の牽引役となってきたが、今後もそうした状況が続くだろう。

ファンダメンタルズを見てみると、新型コロナウイルスに伴う都市封鎖が追い風となったテクノロジーやオンライン小売業者などの企業と、向かい風となったレジャー、カジノおよびその他サービス関連の企業の間大きな格差が生じている。こうした中、全業種にわたって企業経営陣（ただし多くは BBB 格の発行体）は、経費削減、自社株買いの抑制、フリー・キャッシュ・フローの改善など基本的に債権者寄りの行動を取り、保守的な姿勢を強めている。また、格下げの動きは減少し、ここ数カ月は投資適格から格下げされる墮天使債（フォールン・エンジェル）は少なくなっている。また、近く発表される第3四半期決算は前四半期から大幅に改善すると見込まれる。

需給面では債券の新規発行が続いており、年初来の発行額は過去最高水準となっている。足元の「利回りを希求する」環境下において、米国投資家のみならずヘッジコストの低下を受けた海外投資家からも旺盛な需要が寄せられている。一方、企業側は低金利での資金調達に躍起になっている。成長のための資金調達を目論む企業もあるが、調達資金の大部分は手元現金として確保されるか、既存債務の借り換えに回されている。いくつかの M&A 案件も始動しているが、大半は新型コロナウイルスの感染拡大を乗り切ることができた優良企業によるものである。企業が低金利環境で享受しようとする中、これまでみられたような既存債務の買入消却に係る資金調達は、今年既に前倒しで調達された資金に追加される形で今後も増加すると思われる。但し、全体としては、年末に向けて発行額は減少していくものと見込んでいる。

第4四半期を迎え、厳選した低格付の短期債に加えて、価格が魅力的な20年債や長期債を引き続き選好している。これらのスプレッドは魅力的であり、一段のスプレッド縮小が期待できる。また、景気の回復に伴い、一部の厳選された高利回りの BBB 格社債、コロナ禍の危機を乗り越えている銘柄、一部の自動車、化学、エネルギーなどの景気循環銘柄などでスプレッド縮小による投資機会を探っている。また、電力、課税地方債、FRB の監視下にある大手銀行など、今後のボラティリティ上昇を切り抜けられる業種を選好する。

**欧州投資適格社債** : 欧州社債のスプレッドが米国よりも縮小した結果、第3四半期の絶対収益は米国債を上回った。欧州社債のパフォーマンスは限定的な供給と ECB による大規模な市場下支え策に大きく影響された。投資家が引き続き利回りを求めていることや、米国と異なり8月、9月は新規発行が限定的だったこともスプレッド縮小を牽引した。発行された債券の大半が、米国発行体による魅力的な価格設定のユーロ建債だった週もあった。

今後の景気回復次第では、第2四半期に起債した一部の高格付企業が債券の買戻しを始めることも考えられる。2021年も全体の発行額は減少傾向にあり、ECBによる資産購入も維持されるため、少なくとも今後半年の需給は非常に底堅く推移すると見られる。

ファンダメンタルズについては、第3四半期に欧州企業の利益が回復すると予想するものの、2019年第3四半期の水準は大きく下回ったままだろう。足元では欧州全域で感染第2波が広がっており、それに伴い再び制限が強化される中、こうした重大な局面において企業がコロナ禍を



## 2020 年第 4 四半期セクター見通し

どのように切り抜けるか、我々は慎重に見極めている。「健全なバランスシート」を維持するという経営陣の決意と、企業の収益に影響を及ぼす可能性のあるシナリオを特定することが重要になる。

欧州社債のポートフォリオでは、スプレッド・デュレーションをインデックス対比で平均プラス 0.2 年とややロングを維持している。政府による全面的な支援が銀行セクターに追い風となると我々は見えており、オーバーウェイトを維持している。我々は引き続き欧州リスクに対するオーバーウェイトを維持するが、ECB 買入適格債のスプレッドが縮小していることから、適格債ではないリバースヤンキー債（ユーロ建米国社債）を 선호する。これら銘柄の多くは、同一発行体の米ドル建社債や類似格付のユーロ建債よりも健全なコンセッションとより有利な価格で発行されている。

**グローバル投資適格社債：**グローバル投資適格社債のポートフォリオでは、総じてユーロと米ドルに対するリスク・エクスポージャーをほぼ均等に保有しており、ECB 適格債よりリバースヤンキー債を愛好している。また、スプレッド・デュレーションのややオーバーウェイト（ユーロと米ドルをややロング、日本円、スイスフラン等をショート）を維持している。英ポンド建社債のスプレッドについては、引き続き中立からアンダーウェイトを維持している。また、米国大手銀行、米ドル建の電力、課税地方債を愛好している。引き続き、同一発行体や類似銘柄のユーロ建債とドル建債の間で、価格や利回りにミスプライスが生じる機会を探っている。

第 4 四半期は、米大統領選やブレグジット交渉をめぐる不確実性から短期的にボラティリティが急騰する場面があると考えられる。また、新型コロナウイルスの第 2 波に対する懸念、経済再開が鈍化する可能性、世界的な貿易摩擦が足元の「クレジット市場の黄金時代」に短期的な影を及ぼす可能性がある。しかし、我々は年末までに米国社債スプレッドは縮小に向かうと見ており、現状のまま景気回復が進めば 2021 年 3 月までに 30bps かそれ以上縮小することもあるだろう。欧州社債のスプレッドは年末までボックス圏で推移する可能性が高いが、半年以内には縮小に転じるだろう。足元の米国および欧州社債のスプレッドは依然として魅力的であり、付加価値を得られる機会を積極的に模索している。

**見通し：**中央銀行による支援や景気回復の見通しを踏まえて積極的な見方。米国の大手銀行、一部の BBB 格社債、景気循環銘柄、墮天使債（フォールン・エンジェル）銘柄を愛好する。

## 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) 9/30/2020
	Q3	YTD	Q3	YTD	
米国ハイイールド債	4.71	0.00	-103	181	541
欧州ハイイールド債	2.60	-2.47	-56	161	485
米国レバレッジド・ローン	4.13	-0.83	-121	118	579
欧州レバレッジド・ローン	2.64	-0.75	-59	125	548

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 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：**ハイイールド債投信に対する年初来 390 億米ドルもの大量の資金流入、予想を下回る墮天使債（フォールン・エンジェル）銘柄、主に借換え債からなる新規発行を背景に、第 3 四半期の米国ハイイールド債市場では引き締まった需給環境となった。大規模な金融・財政政策を背景として、これまで我々は当セクターに強気の見方を維持してきたが、この先 2 年間の見通しも非常に強気である。短期的には 11 月の大統領選挙、新型コロナウイルスの感染再拡大、資金フローの反転などが懸念材料として残るが、我々はサイクルの最悪期は脱したと考えている。スプレッドは年初来最もワイドな 1,087bps から縮小した後、現在も 500bps と若干ワイドな水準にあるが、これは年初からは約 180bps 拡大した水準である。我々の基本シナリオでは、スプレッドは 2021 年にかけて 400bps 未満の水準に縮小すると見ている。さらに重要なこととして、我々の下振れシナリオの蓋然性が低下しており、今後 12 カ月間の予想デフォルト率を 8%、その次の 12 カ月間の予想を 2%にまで引き下げた。さらに、景気を下支える「意思と能力を持った」FRB の存在がシナリオの下振れを緩和させる材料となっており、大統領選挙の混乱が落ち着けば、必要に応じて 2021 年にさらなる景気刺激策が実施されると我々は見ている。

ポジショニングの観点からは、我々は墮天使債（フォールン・エンジェル）銘柄とその候補となる銘柄を積み増した。格付別には BB 格債が相対価値ベースで魅力的であり、新型コロナウイルス第 2 波による都市・経済閉鎖が及ぼす影響も相対的に小さいと思われる。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積み増している。独立系発電事業者を引き続き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、原油関連企業をアンダーウェイト、天然ガス関連企業をオーバーウェイトとしている。また、自動車、化学製品、カジノ、住宅、情報通信事業者もオーバーウェイトしている。一方、生活必需品、レストランの両セクターは足元で上昇が見られ、これらのエクスポージャーを削減した。

米国レバレッジド・ローンは、CLO の組成およびリファイナンスの追い風の恩恵を受け、ディスカウント・マージンは年初来最もワイドな 974bps から縮小した。ディスカウント・マージンは年初から約 90bps 拡大した水準にとどまっており、今後もこの追い風が続くとみている。

ローンのデフォルト率は 8 月に 4.3%と数年ぶりの最高値まで上昇したが、企業の手元流動性がさらに逼迫する中で、財務基盤の脆弱な発行体のデフォルトがこれからも続くと我々は予想している。コロナ禍により既に多くの発行体が大打撃を受けている中、一部の発行体にとって今後 3~6 カ月が持ち堪えられるかどうかの瀬戸際となるだろう。一方、ローンの回収率（現在、複数のサイクルにわたって最低水準にある）は過去の平均と比較しても非常に低水準で推移すると我々は予想している。現在、我々は相対的に高格付の BB 格セグメント、特にケーブル、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銘柄を愛好している。また、B 格でもリスクに直面していない、またはコロナ禍の恩恵を受けている魅力的な発行体も存在すると考えている。なお、小売り、エネルギー、カジノと宿泊サービス、自動車部品、レジャー産業は今後もリスクを伴うであろう。

## 2020 年第 4 四半期セクター見直し

**欧州レバレッジド・ファイナンス**：年初来最もワイドな 884bps から力強く回復したものの、欧州ハイイールド債のспредは、過去の基準対比でなお魅力的な水準にあるため、長期にわたり投資家に良好なリターンをもたらすと考えられる。

今後、数四半期はデフォルトが増加すると思われるが、欧州ハイイールド債のデフォルト率については、BB 格発行体の割合が高いこと、市場においてエネルギー関連の発行体の割合が低いこと、および政府による企業サポートの手厚さを考慮すれば、米国よりも低水準に留まると我々は予想している。経済的な圧力にもかかわらず、今後 24 カ月間にわたる欧州におけるハイイールド債のデフォルト率は 3.0%未滿に留まると考えているが、我々の基本シナリオでは、今後 12 カ月間のデフォルト率が 2.0%、その後の 12 カ月間で 2.2%と見ている。ローンにおいては、我々の基本シナリオは今後 12 カ月間のデフォルト率が 2.0%、その後の 12 カ月間は 3.1%となっている。

米国大統領選挙を控えて新型コロナウイルス感染者数が再拡大するなど依然として短期的なリスクは高水準にあり、市場動向を短期に見通すことは難しいが、我々は欧州ハイイールド債とローンに関しては強気の見方を維持している。ワクチン開発と現在進行中の世界規模の景気刺激策を背景とした経済の上振れリスクは、新型コロナウイルス第 2 波に伴う下振れリスクを十分に補うと考えている。アクティブ運用と優れた銘柄選択により、多くの業種で信用劣化の大部分を回避し、かつ魅力的な投資機会を活かせるものと我々は確信している。

ポジショニングの観点からは、我々は刻々と変化する状況の中で相対価値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。高いボラティリティが続く足元の市場環境において、結局はアクティブな銘柄選択がマネージャー間の重要な差別化要因となるだろう。

**見直し**：中長期的な観点から強気な見方。過去の基準対比で足元のспредは魅力的な水準にあり、長期にわたり投資家に良好なリターンをもたらすであろう。短期的には、概ねレンジ内での推移が見込まれるものの、新型コロナウイルス感染の再拡大に対する懸念と米国大統領選挙の不確実性によって高いボラティリティが続く。我々は、アクティブな銘柄選択がマネージャー間の差別化要因になると考える。

## エマージング債券

	トータル・リターン (%)		спред / 利回り変化 (bps)		OAS (bps) / 利回り%
	Q3	YTD	Q3	YTD	
エマージング債券 (ハードカレンシー建)	2.32%	-0.51%	-42	141	432
エマージング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	0.23%	3.75%	-0.03	-0.74	4.48
エマージング通貨	1.42%	-4.00%	-0.12	-1.59	1.77
エマージング社債	2.75%	2.58%	-35	93	404

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 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。

第 3 四半期のエマージング市場は、第 2 四半期からは減速しつつも回復基調を維持した。リスクオフの地合いが広がる中、ハードカレンシー建債とエマージング通貨は 9 月に下落した。トップダウン分析の視点に立てば、世界経済の成長、良好な流動性、先進国市場における低金利、金融緩和政策が引き続きエマージング市場への追い風になると考えられる。ボトムアップ分析の視点からは、2021 年が近づく中、新型コロナウイルス感染の影響が広がる中で経済回復の持続可能性に注目が集まると見られる。我々は 2021 年の新興国の成長率を 7.2%と予想している (2020 年はマイナス 2%)。こうした成長見直しは、2020 年に落ち込んだ状態からの統計上の回復を示すものであり、必ずしも「危険な状態が去った」というシグナルとは言えない。エマージング市場は今後、発行体の市場での資金調達能力、財政刺激策のさらなる活用、中国の景気回復が及ぼす影響および新興国の貿易活動、国際機関の持続的な支援といったいくつかの重要な課題に直面する。正確に言えば、これら要因のすべてがエマージング市場にマイナスの影響をもたらすわけではない。新興国の中央銀行は金融緩和サイクルの最終段階を迎えているかもしれないが、引き締め政策に転じることで新興国の成長見通しが阻害される可能性は低い。政策および政治の先行き不透明感が逆風となって、市場ボラティリティが高まる可能性がある。地政学的リスクや政治サイクル、様々な不均衡を巡る個別国の動きも今後に影響を与える。新たな貿易摩擦、新型コロナウイルス感染者数の増加を受けた経済成長の鈍化、コモディティ価格の下落、エマージング市場全般にわたるインフレの加速を想定したシナリオでは、短期的なパフォーマンスは乱高下する可能性がある。ただし、我々の基本シナリオでは、新興国が新型コロナウイルス感染拡大の大きな「第 2 波」を回避し、спредは縮小し、米ドルが再び徐々に下落することを想定している。このシナリオでは相対的にクレジットの質の高いエマージング通貨がエマージング市場全般の相対的に堅調なパフォーマンスを下支えすると考えられる。

**先進国通貨建エマージング債**：我々の基本シナリオでは、年末にかけてソブリン債のспред縮小が続くと見ている。投資適格債のспредは 200bps 程度だが、予想を上回る成長、市場での資金調達が可能な状況、先進国市場のспред縮小を背景に、中期的に新型コロナウイルス発生以前の 150bps の水準を下回る可能性が高い。ハイイールドソブリン債の発行体のспредが 500bps を下回る水準に達する可能性は低い。現在のおよそ 750bps (3 月下旬に最大で 1,200bps まで拡大) の水準から縮小する余地があり、リスク選好が高まれば特に米国ハイイールド債と比較して大きな投資妙味がある。2020 年初からこれまでの所、ソブリン債の最も悲観的なデフォルト予測は現実化していない。レバノン、アルゼンチン、エクアドルでデフォルトが発生したが、アルゼンチンとエクアドルでは債務再編が行われ、今後のパフォーマンスはそれぞれの国固有の政策と需給要因を反映したのものと見られる。回収率は予想を上回っており、今後の借換えスケジュールを踏まえると、当面、必ずしもクレジットイベントの再発リスクは生じていない。債務再編後のアルゼンチン・ソブリン債のパフォーマンスは非常に低調で、需給要因と政策の誤りを反映している可能性が高い。その他の一部の新興国は、コモディティ価格の変動や国際通貨基金 (IMF)



## 2020 年第 4 四半期セクター見直し

による金融支援の要件に適合しない政治・政策に対して脆弱だが、短期的には市場にネガティブなクレジットイベントを誘発するような要因は多くない。我々は政策措置が信頼感や外貨準備の指標に影響を与えているトルコなどの市場や、地政学的リスクの影響を受けているペルー、ウクライナ、中国、ロシア、トルコなどの国々の動向を引き続き注視している。

最近の格付に関する動向が示すように（アンゴラとスリランカが CCC に格下げされ、トルコも格下げされた）、エマージング市場のソブリン債の信用格付は引き続き引き下げ方向に傾いている。しかし、これらの格下げの可能性は、市場では既にスプレッドに反映されており、デフォルト件数を増加させる可能性は低い。ハードカレンシー建債券市場への年初からの資金フローは第 3 四半期末に流入超となり、投資家は今回の危機が終息した後のエマージング債に価値を見出していることから、資金流入基調が続く可能性が高い。資金フローは市場のパフォーマンスに追随する傾向があり、また 9 月から 11 月にかけて流入額が増加する傾向がある。

**現地通貨建エマージング債：**現地通貨建エマージング債の利回りは過去最低の 4.35%をわずか 15bps 上回る水準にあることから、オーバーウェイトによるリターン積み増しの余地は限定的と見られる。大部分の新興国ではデysinフレが底打ちしつつあり、中央銀行の利下げ終了が近づいている。多くのエマージング債のイールドカーブは今後 2 年間の複数回の小幅利上げを織り込んでおり、短期ゾーンのポジションではキャリーおよびロールダウンの獲得を狙い、中長期ゾーンのパフォーマンスはエマージング通貨のパフォーマンスに大きく依存する可能性があるだろう。

我々は中国の国債に最も積極的なポジションを取っている。中国国債は他のエマージング債に出遅れており、インデックス組み入れに伴う資金フローが第 4 四半期以降の新たな支援材料になると見ている。また、米ドルヘッジ後の利回り 2 年・10 年のイールドカーブがスティープで投資妙味があるメキシコ、ロシア、南アフリカ、ブラジルなどの一部ハイイールド市場も選好する。現地通貨建エマージング市場の資金フローは年初来で流出が続いているが、エマージング通貨へのより強気な見直しに沿った足元の資金流入はブレンド戦略のシナリオを下支えすると考える。現地通貨建エマージング債の今後のパフォーマンスのリスクとして、米ドルのショートポジションの巻き戻しが起き、エマージング通貨と現地通貨建債の相関関係が再び強まること挙げられる。

**エマージング通貨：**新興国経済が新型コロナウイルス感染拡大に伴う景気後退に再び陥ることがなければ、米ドルは徐々に下落する可能性がある。FRB の柔軟な平均インフレ目標の導入は大きな意味があり、現時点において FRB は 3 年以上にわたって利上げを実施しないとの明確なシグナルを発している主要国で唯一の中央銀行である。結果として、FRB の量的緩和政策は縮小に向かうよりも、むしろ拡大傾向を強める可能性があり、緩和的な金融環境が持続すると見られる。新興国の中では中国が世界経済の回復を牽引しており、2021 年にかけて強力な財政刺激および信用拡大策が続くと予想される。現地通貨建債とエマ

ージング株式市場への資金流入の回復も追加的な支援材料となる可能性がある。エマージング通貨では一部の通貨が他の通貨に対して有意に良好なリスク・リターン特性を提供しており、通貨によって異なる動きとなると見ている。そのため、全体としては主要 10 개국通貨がエマージング通貨をアウトパフォームする可能性が高い。

**見直し：**エマージング市場のパフォーマンスは第 4 四半期に引き続き回復するが、先進国市場を覆う政治的不透明感を踏まえると乱高下する可能性がある。先進国通貨建債は魅力的な相対価値の恩恵を受けると見られ、現地通貨建債と通貨対比でより魅力が大きいと判断している。高格付けの銘柄、および更なる上昇余地のある一部の高リスク銘柄を引き続き選好する。現地通貨建債は引き続き好調に推移する可能性があるが、現在オーバーウェイトしているポジションを重視する。米ドル安の動きが再開すればエマージング通貨高の勢いが強まると見るが、引き続き選択的なポジション構築が重要となる。

## 地方債

	トータル・リターン (%)	
	Q3	YTD
高格付債	1.23	3.33
ハイイールド債	3.09	0.37
長期課税地方債	1.45	10.65

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はありません。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 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。

引き続き第 3 四半期の発行は安定したペースで推移し、課税地方債 1,310 億米ドルを含む年初来の発行総額は 3,620 億米ドルとなった。発行体は選挙前に起債を加速するものと見込まれ、10 月の供給が記録的水準となった後、11 月と 12 月はより消化可能な水準に落ち着く可能性がある。第 4 四半期初めは供給が非課税市場への重石となるだろうが、課税地方債の安定的な発行は非課税債市場のより良好な需給に繋がると思われる。加えて、安定的あるいは低下基調の金利環境は、通常は投信への資金流入の支援材料であり、第 3 四半期は投信からの継続的な資金流入が見られ、年初来の流入総額が 200 億米ドルとなった。地方債のイールドカーブは相対的にスティープ化している（5 年～30 年の地方債カーブは第 3 四半期に 14bps スティープ化し 136bps となった）ことから、第 4 四半期にカーブがフラット化すると予想される中、長期ゾーンで魅力的な投資機会を提供している。

今年初めに成立した CARES 法（新型コロナウイルス経済対策法）に基づく連邦政府からの広範な支援にもかかわらず、感染拡大による収入減と支出増で多くの州、地方政府、地方自治体は引き続き厳しい状況に直面している。追加的な財政支援が実施されなければ、これらの自治体は追加的なレイオフや支出削減を余儀なくされ、税金やその他手数料の引き上げを通じた新たな収入確保の追求が必要になると見られる。高格付債は全般に新型コロナウイルスによる足元の混乱を乗り越える上で優位な立場にあるが、コロナ禍が次の段階に移行するに



## 2020 年第 4 四半期セクター見通し

---

つれて回復の余地は小さくなるだろう。したがって、投資適格債の低格付セグメントにおける、よりワイドな信用スプレッドが投資機会を提供していると考えられる。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は引き続き厳しい状況に直面しており、ハイイールド市場の中でも相対的にデフォルト増加の可能性が高いと見られる。

FRB が導入した MLF（地方債買い入れ制度）は市場を下支えする重要な施策であり、低格付のイリノイ州、およびニューヨークのメトロポリタン・トランスポーターション・オーソリティー（MTA）がこれを利用している。これまでのところ、FRB は市場の状況に対応して MLF の一部の条件を調整しており、今後もこうした対応が続くと予想される。ニュージャージー州も第 4 四半期の全体的な借入計画の一部として MLF を利用した借入を検討する意向を示している。イリノイ州は税制に関する「Fair Tax」の住民投票を実施する予定であり、これが市場の注目を集めるだろう。発議が可決された場合は同州の州憲法が改正されて累進所得税を課することが可能となり、個人所得税構造が変更されて、切望されていた歳入の柔軟性が得られることになる。州知事は発議が否決された場合の他の歳入増加策も明らかにしている。

高格付の課税地方債は同格付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が厳しい可能性がある。加えて、課税地方債の非常に多額の供給ペースもスプレッドへの圧力となる可能性がある。しかし、社債発行体と異なり、不可欠な公共サービスを提供しているレベニュー債の発行体が大幅に格下げされるリスクは非常に低いと我々は考えている。

---

**見通し：**バリュエーションは魅力的だが、米選挙前の発行増加見通し、州・地方自治体に対する連邦政府の追加的支援の欠如、市場ボラティリティの高まりを考慮して、短期的には慎重な見方を維持する。年末にかけては、より良好な需給要因が非課税地方債を下支えすると予想する。

---

## 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10月現在

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク (PFI) の子会社である PGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。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拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iv) 香港拠点の PGIM (香港) における債券運用部門 (PGIM Hong Kong)、(v) シンガポール拠点の PGIM (シンガポール) における債券運用部門 (PGIM Singapore)。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・カンパニーとはなな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。特定の投資ニーズに関する情報が必要なお客様は、金融の専門家にご確認ください。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、意見および提言について示したものです。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、レバニュー債、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バスルー証券(固定金利型、およびハイブリッド・ARM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・バスルー証券)、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証券は、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。

2020-6300



## 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 / October 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

PGIMJ95996

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