

# 四半期見通し

2021年1月

## 新型コロナウイルスという霧の中を進む

当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの見解

## 大きな転換：コロナ禍による逆風からワクチンによる追い風へ

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・アシユアランス・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

2021 年を迎え、幅広くワクチンが配布されるとの期待が多くの人々に安心感をもたらしている。しかし、政府や中央銀行は新型コロナウイルスによる影響への対策を継続させており、産業界は需要の変化に対応すべくビジネスの転換に取り組み、家計は支出の優先順位を見直している。これらを背景に、コロナ禍が投資に及ぼす長期的な影響は今後数年にわたって続きそうだ。

今後の動向には大きな不透明感が漂うものの、一部ではインフレ期待が高まり、資産のバリュエーションが高騰するなど、この先には世界的な回復が待ち受けていることを市場は示唆しているように見える。

- インフレ懸念はなぜ債券購入の好機となり得るのか、G3 金利に関する我々の予測は世界の成長やインフレ見通しについて何を示唆するのか、そしてポートフォリオのリスクを機動的に高めること生まれる投資機会について、当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの Robert Tipp は「[新型コロナウイルスという霧の中を進む](#)」と題するレポートで検証している。
- 新型コロナウイルスは依然として短期的なマクロ経済の見通しに悪影響を与えているが、時間が経過してワクチンの接種が進展すれば、一段と見通しが晴れるものと考えられる。当社チーフ・エコノミストの Nathan Sheets は、「[大きな転換：コロナ禍による逆風からワクチンによる追い風へ](#)」と題するレポートで、2021 年に予想される急激な市場環境の変化にうまく対応することが、投資家にとって大きな課題となること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。

- [世界的なインフレ率の急上昇は間近に迫っているか？](#)
- [FOMC の結果が債券にもたらす 2 つのプラス材料](#)
- [中国による一帯一路政策に伴う債務問題が意味するもの：6 つの疑問点](#)
- [いよいよ LIBOR は最終局面に](#)
- [トルコ：金融政策の信頼性回復への道程 - 今のところ歩みは順調](#)
- [米ドル優位が終焉し、世界の通貨が米ドルに対して上昇する機会が到来](#)
- [ユーロ圏の慢性的な低インフレに対処するために、欧州中央銀行に残された時間は少ない](#)
- [現地通貨建エマーゼンシング債への投資において起こりつつある変化](#)
- [市場はファンダメンタルの鎖から解放されたのか？](#)
- [危機下において慎重ながらも積極的なスタンス](#)
- [英国の EU 離脱が更なる不確実性をもたらす](#)

## 先進国金利 | 9

強気。米国とオーストラリアでは経済成長と物価上昇に関する予想が過度に楽観的であると考えられ、それがイールドカーブのフラット化を誘発するだろう。欧州と日本の金利は、より緩慢な景気回復予想と量的緩和による大量の資産買い入れを背景に、足元の水準近くに張り付いて推移する公算が大きいと考えられる。

## E-ジェンシーMBS | 9

引き続き MBS よりもスプレッド・セクターを愛好する。ただし、米中期債と比較して、カレントクーポン債におけるヘッジ調整後の利率は相対的に魅力的であるが、2020 年末ほどではない。米中期債よりも期先物 TBA 債を保有し、また FRB の購入対象銘柄以外の特定プールに引き続き着目すべきとの見方を維持する。

## 証券化商品 | 10

ゼロ近辺の政策金利と FRB による持続的な資産買い入れがスプレッドの縮小を支える中、高格付銘柄のスプレッドについて強気に見ている。CLO やコンデュイット型 CMBS のメザンリスクには慎重な見方をしているが、一部の SASB CMBS、ABS の劣後債、一部の非 E-ジェンシー CRT RMBS には投資的味があると考えられる。

## 投資適格社債 | 11

中央銀行による市場支援策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 | 13

中長期的な観点から強気な見方。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。一方で、短期的には高いボラティリティが続く見込み。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。

## E-マーゼンシング債券 | 14

楽観的。良好な市場環境、魅力的なバリュエーション、世界的な利回り希求の動きを踏まえると、E-マーゼンシング債券市場のパフォーマンス見通しは明るい。ハードカレンシー建て E-マーゼンシング債券が最も魅力的。続いて、ドル安シナリオを背景に E-マーゼンシング通貨、そしてイールドカーブのフラット化の恩恵を受けると見られる一部の現地通貨建 E-マーゼンシング債も愛好する。2021 年初頭の大きな逆風は回避されると予想する。

## 地方債 | 16

良好な需給要因を背景に、我々は短期的には強気な見方をしている。

▼ セクター別展望 & 運用方針 (詳細はタイトルをクリック)

## 新型コロナウイルスという霧の中を進む

2020年3月に新型コロナウイルスの感染拡大によって市場が暴落して以降、市場関係者は危機後の回復を見据え、資産価格を見直すという反応を示してきた。世界中の国債利回りが若干上昇する一方で、株式や債券スプレッド商品の相場は大きく上昇した。リスク資産は、その全てではないにせよ殆どが2020年第1四半期の損失を取り戻し、年間リターンは概ね大幅なプラスとなった（図1参照）。

図1：コロナ禍の別の側面への見方がスプレッド・セクターの回復に寄与

個別セクター	Q4 2020	2020	2019	2018	2017
米国ハイイールド債	6.50	6.20	14.4	-2.26	7.48
エマーシング通貨	5.97	1.73	5.2	-3.33	11.54
エマーシング債 (ハードカレンシー建)	5.80	5.26	15.04	-4.26	10.26
欧州ハイイールド債	5.50	2.90	11.4	-3.35	6.79
米国投資適格長期社債	5.14	13.94	23.9	-7.24	12.09
米国レバレッジド・ローン	3.60	2.80	8.17	1.14	4.09
欧州レバレッジド・ローン	3.50	2.40	4.38	1.25	3.72
米国投資適格社債	3.05	9.89	14.5	-2.51	6.42
エマーシング債 (現地通貨建ヘッジあり)	2.24	6.07	9.14	0.75	3.68
欧州投資適格社債	1.98	2.77	6.24	-1.25	2.41
地方債	1.82	5.21	7.54	1.28	5.45
CMBS	1.05	8.11	8.29	0.78	3.35
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	0.24	3.87	6.35	0.99	2.47
米国債	-0.83	8.00	6.86	0.86	2.31
米国長期国債	-3.00	17.70	14.8	-1.84	8.53
マルチセクター	Q4 2020	2020	2019	2018	2017
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	3.28	9.20	6.84	-1.2	7.39
ユーロ総合(米ドルヘッジなし)	1.26	4.05	5.98	0.41	0.68
グローバル総合(ヘッジあり)	0.89	5.58	8.22	1.76	3.04
米国総合	0.67	7.51	8.72	0.01	3.54
円総合	-0.03	-0.80	1.64	0.93	0.18
その他セクター	Q4 2020	2020	2019	2018	2017
S&P 500 指標	12.15	18.40	32.6	-4.4	21.26
3ヶ月 LIBOR	0.06	0.74	2.4	2.23	1.22
米ドル	-4.21	-6.69	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 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。

## これまでもそうだったように、市場は実体経済よりもはるかに速く回復する

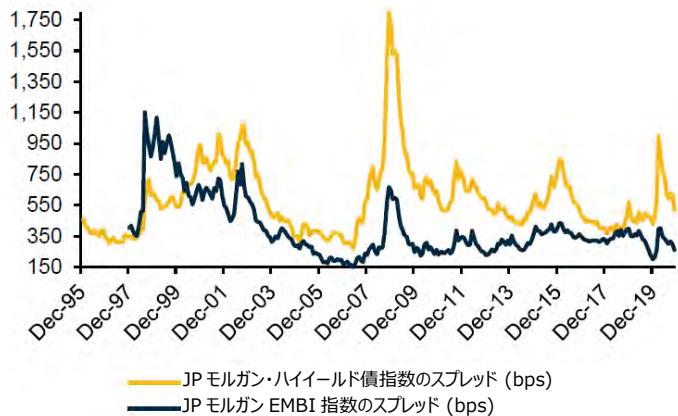
経済は急速に回復しつつあるが、新型コロナウイルスが依然として猛威を振っているため、完全な回復にはまだ道のりが遠い。それでも従来通り、株式や債券スプレッド商品といったリスク資産は主要国の実体経済をかなり先取りした動きを示している。それ自体は明るいニュースだが、バリュエーションが少し割高になっているという悪い側面もある。多くのセクターのスプレッドは過去の水準に照らしてタイト化しており、全体がアウトパフォームする余地は少なくなっているように見える。

## スプレッド商品：旺盛な需要が全般的なバリュエーションやリターンを支えている

回復が一進一退するのに伴い、市場が押し戻される場面もあるだろうが、スプレッド・セクターのアウトパフォーマンスが今後も続く可能性が高いことを示す幾つかの要因がある。第1に、潤沢なキャッシュバランスと低い市場金利という組み合わせが挙げられる。一部の先進国では金利がマイナス圏で推移する中、キャッシュが価値を失っている。これによって、利回りを希求する投資家は引き続き高リスク資産に向かう可能性がある。持続的な成長を支えるファンダメンタルズや企業心理も市場を更に支える材料となる見通しで、特に発行体が信用格付けを維持することに注力している多くの低格付債券が恩恵を受けそうだ。加えて、昨年はバランスシートの流動性を高めるため高水準の新規発行となったが、2021 年は供給がやや少なくなる可能性がある。これらを総合的に考えると、スプレッド商品には更にアウトパフォーマンスの余地があり、おそらく一部の BBB 格やハイイールドの社債、ハードカレンシー建エマーシング債、新型コロナウイルスで大きな打撃を受けた一部の銘柄といった高リスク・セクターが牽引役となりそうだ（次ページ図 2 参照）。昨年同様に、発行体の選別（勝ち組を見つけ出し、負け組を避ける）が引き続き重要となる。

# 債券市場の見通し

図 2：ハイイールド債やハードカレンシー・建エマージング債など一部のセクターはまだ完全に回復していない。これは、信用を巡る懸念が消えていないこと同様に、スプレッドのさらなる縮小や価格上昇の余地があることも示している



出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2020 年 12 月現在

## インフレを懸念すべきか、それとも債券を購入するチャンスか？（この利回り下でも、購入のチャンス…）

スプレッド商品に対する明るい見通しとは裏腹に、多くの専門家は 2021 年の「悲惨なサプライズ」リストに債券の弱気相場を挙げている。その背景には、金融や財政面での大規模な刺激策の影響が累積し、遂にはインフレ率やイールドカーブの急激な上昇を招くのではないかと懸念がある。しかし、注目すべきは、専門家の利回り予想はいつも高すぎたことである。今回は彼らの見方は正しいだろうか？（図 3 は過去 10 年間の予想がどれほど外れたかを示している。）

### 図 3：専門家は債券の強気相場をいかに予測できなかったか

当初予想	2011:	2012:	2013:	2014:	2015:	2016:	2017:	2018:	2019:	2020:	2021:	
2010:	3.96	3.53	2.66	2.18	3.38	3.06	2.80	2.70	2.88	3.29	1.93	1.25

年末時点の利回りの差	-166	-89	+84	-121	-39	-36	-39	-20	-137	-102	?
	-67										



出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2020 年 12 月現在

債券市場は 3 月に底を打って以来、インフレ懸念を噛み締めており、この間に期待インフレ率は 55bps から年末には 200bps まで上昇した（図 4 参照）。1997 年に米インフレ連動債市場が誕生して以降、

インフレ期待が同じような振動を示したのは 2 度しかない。それは 1998 年の LTCM（ロングターム・キャピタル・マネジメント）危機直後と、2008 年の世界金融危機の後である。

図 4：米国のブレイクイーブン・インフレ率が足元で最低値の 55bps から 200bps まで上昇したことで、一部投資家が警戒感を抱いている：インフレ期待の急上昇は債券利回りを押し上げるのだろうか？過去を例に取れば、債券市場は既に景気回復やインフレ率上昇の可能性をかなり織り込んでいた可能性がある。



出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2020 年 12 月現在

## 金利見通し：インフレ懸念/始まったばかりの債券の弱気相場は既に終わったのか？

1998 年と 2008 年の事例を見ると、債券市場にとって支援材料となる長期的要因が景気回復に伴う利回り上昇圧力を抑え込んだ結果、長期債利回りは最終的に低下した。我々は、今回も同様の現象が起きると見ており、専門家の予想に反して金利は 2021 年上半年期に安定を取り戻した後、危機以前の低成長、低インフレのトレンドへの回帰を市場が感知するのに伴い、やや低下する可能性があると思われている。そう考えるのは時期尚早かもしれないが、コロナ禍終息後を見

# 債券市場の見通し

---

据えれば、世界経済は債務負担、人口高齢化の進行、膨大化した過剰生産能力を背景に、以前よりも強い逆風に直面すると考えられる。これを踏まえれば、インフレ率が目標を下回る状況（敢えて言うならば、一部の国ではデフレの状況）はコロナ禍以前よりも更に深刻化する可能性がある。そのため、**米国 10 年債利回りは 2021 年上半期に大きく上昇した後は下落に転じて年末にはコンセンサス予想の 1.25% を下回り、場合によっては 1% を下回る可能性もあると我々は考えている。他の主要先進国の利回りが低水準で推移すると見られることも米国の利回りを抑える要因となる見通しで、日本 10 年債利回りはゼロ% をわずかに上回る水準に留まるほか、ドイツ 10 年債利回りは -50bps 前後での推移が予想される。**

## 通貨：ドルの下落は終わったか？その可能性はあるが、そうではない可能性もある

2020 年には新型コロナウイルスに起因する米国の利回り低下が米ドルを押し下げた。2021 年も同じような動きを予想しがちであるが、世界的な金利の収斂や米国における双子の赤字の拡大は既に昨年のドル安に十分に反映されている可能性があり、2021 年初時点の為替相場見通しはよりバランスの取れたものとなっている。我々は一部の新興国通貨に投資機会があると考えている（エマージング債券のセクションを参照）が、**特に米国の成長が今後主導的となった場合、他の先進国通貨に対する米ドルの見通しは 2021 年中に安定するだろう。**

## 要注意：今後はノイズが増える見込み

金利や信用スプレッドに関する我々の比較的明るい見通しは、債券市場にとって好ましいものだ。金利が比較的 low 水準のレンジ内で推移し続け、一般的にスプレッドが安定ないしはタイト化すれば、債券はキャッシュをアウトパフォームし、ハイイールド・セクターはおそらく最も高いリターンを達成できるだろう。それでも、依然として不透明感が高く、今後は波乱含みの展開となる可能性がある。それに加え、金利やスプレッドが低水準にあることを踏まえれば、それに応じてリターンも低くなり、結果としてリターン対比でのボラティリティが高まりかねない。ボラティリティが高まるとの見通しは概ねネガティブな要因だが、こうした不安定な動きは、アクティブ運用を通じて機動的に価値を創出する機会を提供するものでもある。

---

**結論：**利回りやスプレッドは非常に低水準に留まる見通しで、債券は引き続きキャッシュをアウトパフォームする余地があり、特にハイイールド・セクターや銘柄が有望である。景気回復や良好なテクニカル環境がスプレッド・セクターの支援材料になると見られる。利回りが低く、スプレッドがタイトな環境においては、一時的にボラティリティが急騰する局面が生まれ、リスクと同時に投資機会も生み出される。

---

# 世界経済の見通し

## 大きな転換：コロナ禍による逆風からワクチンによる追い風へ

過去 1 年、新型コロナウイルスの感染拡大、生産や支出の急激な減少と増加、世界中の家計・企業に対する大きな下押し圧力などにより、世界経済は打撃を受けてきた。こうした打撃に対処するため、世界中でかつてないレベルの大胆な金融・財政支援策が実施された。そして、その後わずか数カ月のうちに、研究者たちは画期的なワクチン開発に成功した。

世界の金融市場はこうした大きな嵐を驚くべき抵抗力をもって乗り越えて、年末を迎えた。実際、米国株式市場はかつてない活況を呈し、ダウ平均は 3 万ドルの大台を突破した。世界の他の株式市場もほぼ同じように好調なパフォーマンスを達成した。

こうしたイベントも今や過ぎ去りつつあり、明るく、そして希望が見える新年を迎えた今、世界経済や市場の今後の展開について、我々の見方を伝える良いタイミングであるように見える。

こういった「1 年後を予想」する作業は困難を伴うケースが多い。しかし今回は、見通しの主要な特徴は通常よりも明確であり、2 つの相反する要素がパフォーマンスを決定づけることになると見込まれる。

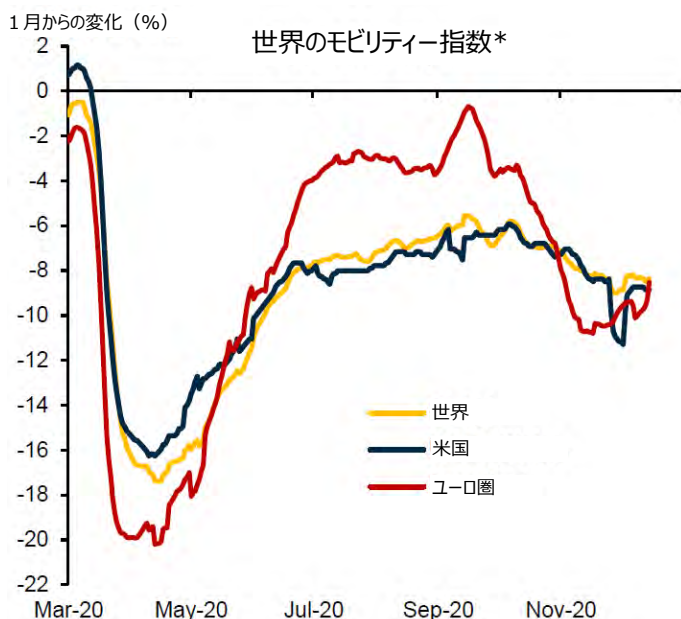
まず、2021 年の最初の数カ月は、世界の多くの地域で新型コロナウイルスとの闘いが続くと思われる。第 2 に、その後は、ワクチン開発によって自由を取り戻し、世界経済は正常化への道を歩み始めることができるだろう。

これらの要因を総合的に考えれば、引き続き 2021 年は困難に直面するものの、全般的には昨年に比べて非常に小さな混乱に留まりそうだ。経済や市場にとっての大きな課題は、コロナ禍によってもたらされた逆風が、ワクチン開発を背景とした同じくらい強い追い風に転じる場面に、どう対応していくかということである。

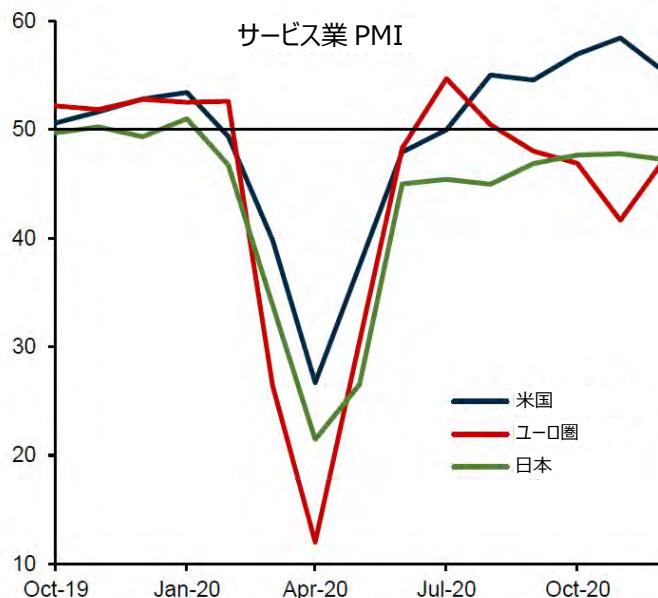
北半球では現在インフルエンザ流行シーズンの真っただ中にあり、米国や欧州諸国を含む多くの国で新型コロナウイルス感染者が急増している。その結果、公衆衛生上の行動規制が強化されている。

こうした規制が長引けば、世界の広い地域で経済成長が再び鈍化し、一部の国では 2020 年末や 2021 年初に成長率がマイナスとなる可能性がある。景気鈍化を示す証拠はデータに現れ始めたばかりだが、リアルタイムのモビリティ指数にはその兆候が明確に示されており（図 1 参照）、特にユーロ圏で急激な落ち込みが見られる。に加え、サービス業の購買担当者景気指数（PMI）が過去数か月低迷しているほか、米国では 12 月の非農業部門雇用者数が減少に転じた。こうしたモメンタムの鈍化は、今後の世界経済の重石となる見込みで、国際貿易やコモディティへの需要を抑制する要因となりそうだ。

図 1：直近の世界の経済指標



出所：グーグル、\*自宅以外で過ごした時間、2020年12月現在



出所：PGIM フィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス、2020年12月現在

それでも、行動規制の強化やその結果生じる経済の落ち込みは、2020 年春先ほど厳しいものとはならないと思われる。家計や企業はコロナ禍を通じて、ウイルス感染を予防しながら消費や生産のバランスを取ることを学んだ。それは、耐久財への消費を増やす一方で、対面での接客に依存するサービスの消費を減らすことを意味した。

2021 年最初の数か月間は引き続き経済を支える上で、金融・財政政策が重要な役割を果たすことになるだろう。中央銀行がこのような課題に上手く対処するものと我々は考えている。こうした中央銀行は、コロナ禍がもたらす未曾有のマイナス効果を相殺し、今後の景気回復を支援するため、引き続き様々な政策的枠組みを活用する意向を示している

# 世界経済の見通し

ようだ。特に、欧州中央銀行（ECB）は12月の理事会で資産買い入れ額をさらに拡大することを決めた。米連邦準備制度理事会（FRB）も、インフレ率や雇用目標の達成に向けて経済が大きく前進するまで現在の資産買い入れペースを維持する考えを表明した。

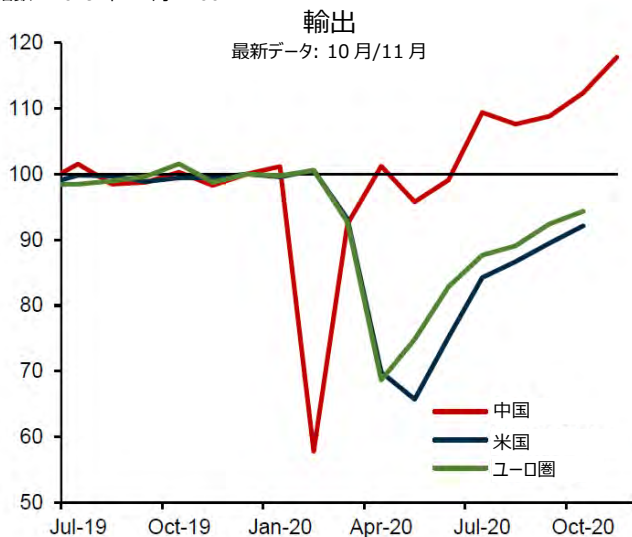
世界各国の財政政策も適度に景気刺激的な状態が続いている。米国ではスケジュールが想定より遅れたものの、議会が年末間際になって9,000億米ドルに上る追加経済対策を承認した。トランプ大統領は家計向けに現金支給の上乗せを求めたものの、やむを得ず法案に署名した。次期政権下では民主党が辛うじて上院を支配したことから、今後数ヵ月以内にさらなる刺激策が講じられる可能性がある。それでも、その規模は依然として抑制されたものとなりそうだ。民主党の穏健派議員は追加刺激策をさほど求めておらず、民主党上院議員50人の一致団結を維持することは容易ではない。新政権は何を行うにも、民主党上院議員全員の賛成票が必要になるため、各議員は党幹部に様々な譲歩を求めるインセンティブを持つことになる。

米国や各国によるこれらの財政刺激策は、長期的な「傷跡」を癒し、貯蓄を押し上げることにより、コロナ禍の期間を通じて世界の支出を支えており、2021年後半の急速な回復に寄与すると思われる。

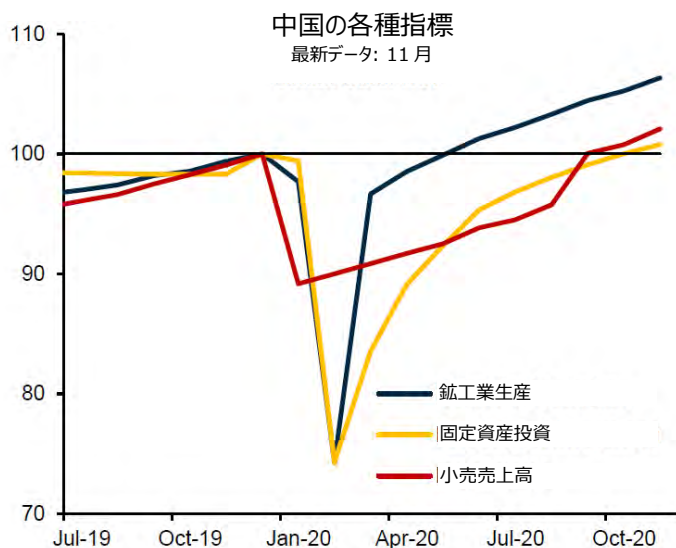
とりわけ中国経済は好調で、他国よりも力強い回復を遂げている。今のところ、中国の景気回復を牽引しているのは大規模な国内刺激策と、特にヘルスケア商品やエレクトロニクス製品をはじめとする輸出の高い伸びである。図2に示したように、中国の輸出はコロナ禍を通じて20%近く増加し、低調に推移する米国やユーロ圏の輸出をはるかに上回る伸びを示した。中国では輸出増と歩調を合わせるように、鉱工業生産も急増した。しかし、中国が全面的に世界経済の原動力となれるかどうかは、消費セクターの力強さにかかっている。中国の消費支出は今のところ、コロナ禍以前の水準をわずかに上回る程度である。

図2：世界貿易と中国の指標

指数：2019年12月=100



指数：2019年12月=100



出所：ハーバー・アナリティクス

しかしながら、2021年には、時間の経過とともにワクチンの実用化および配布がこうした状況に大きな変化をもたらし、力強い世界経済の回復が続きそうだ。ワクチンの臨床試験結果は期待をはるかに上回るもので、ワクチンの有効性についてはほとんど疑いの余地がない。むしろ、ワクチンの配布を効率的に進められるか、そして、人々が接種を希望するかどうか引き続き懸念材料となっている。

**それでも、我々は米国や他の先進諸国では、基本的に2021年末までにワクチン接種が完了すると考えている。一方、新興国ではロジスティクス面における制約のため、接種が完了するのは2022年のかなり先となる可能性が高い。**

ワクチン接種が進めば、深刻な打撃を受けたサービス業界は力強い回復を遂げるだろう。ただし、これらのセクターがコロナ禍前の水準まで回復できるかどうかは不透明である。例えば、これまでは対面で行われていた会議の一部がバーチャルに移行したり、ビジネス目的の旅行やホテル需要が恒久的に減退する可能性はないだろうか？ **もっと一般的に言えば、多くの企業や労働者は、コロナ禍を通じてこれまでと異なるビジネスのやり方を学び、その結果生じた変化の一部が恒久的なものとなる可能性がある。**

いずれにせよ、ワクチンの配布によって人々が落ち着きを取り戻し、学校が完全に再開され、労働者が職場復帰し、需要が全般的に回復すれば、経済面のセンチメントへの圧迫は緩和されそうだ。こうした環境を背景に、**2021年下半年と2022年初は実質GDP成長率が押し上げられる見通しだ。家計がより正常な状態にまで回復すれば、先送りされていたpent-up需要が顕在化し、支出が拡大する可能性が高い。**

しかしながら、留意すべき点の1つは、企業がバランスシートに積み上がった債務を削減しようとするため、このレバレッジ解消の動きによって今後数年にわたって企業の投資活動が抑制される可能性があることだ。これ

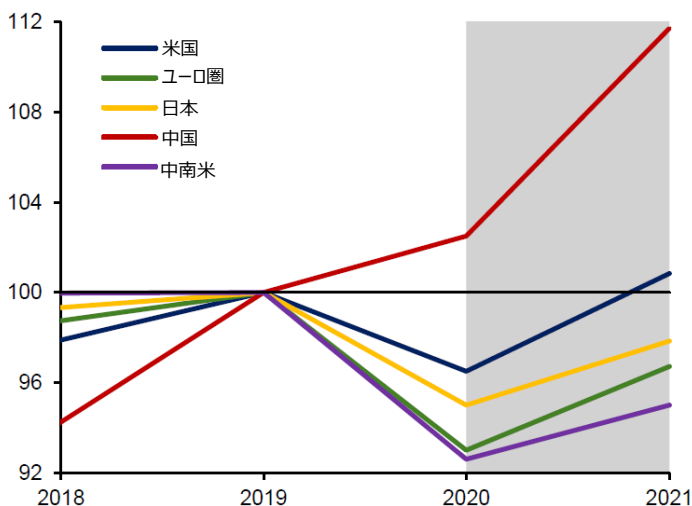
# 世界経済の見通し

は企業が信用格付を維持するには有用かもしれないが、ワクチンが普及した後も経済成長を圧迫する要因となりそうだ。

各国別のパフォーマンス（図 3 参照）を見ると、中国が回復を先導しており、GDP はすでにコロナ禍前の水準を上回っている。それに続くのがアジアの新興諸国で、次いで米国、オーストラリアの順となっている。米国とオーストラリアではワクチンによって 2021 年末までに GDP が 2019 年の水準を上回る見込みだが、ユーロ圏と日本はやや回復が遅れる見通しだ。特に、欧州当局は、米国と比べて公衆衛生上の行動規制の解除に慎重な姿勢を示しており、欧州では支出の回復もより抑制されたものとなりそうだ。新型コロナウイルスで大きな打撃を受けた中南米諸国は、コロナ禍以前からマクロ面の不均衡という問題に直面しており、回復はさらに遅れることが見込まれる。

図 3 : 各国の実質 GDP 見通し

指数 : 2019 年=100



出所 : PGIM フィクスト・インカム、2020 年 12 月現在。

この図が示す見通しに対する上下方向のリスクは、概ねバランスが均衡していると我々は見ている。下振れリスクとしては、ワクチンの配布に困難が生じ、現時点での予想よりも時間が要する可能性が挙げられる。一方、上振れリスクとしては、ワクチンがもたらすセンチメントの変化が大きくなることなどが挙げられる。そうなれば、大きく積み上がっている貯蓄が取り崩されるため、2021 年下半年には支出が予想以上の回復を遂げる可能性がある。

インフレ圧力は、コロナ禍収束後の数年も、コロナ禍以前と同様に抑制された状態が続くと見込まれる。人口の高齢化、高水準の債務およびレバレッジの解消、様々な自動化、長期化するインフレ期待の低迷など、従来から需要や価格決定力を圧迫していた構造的要因は今後もなくなりそうにない。世界経済における過剰生産能力や余剰リソースの縮小も緩やかなペースに留まると見られるため、需給ギャップの拡大も新たな構造的な要因となりそうだ。

それでも、ワクチン効果で支出が押し上げられ、また一部で供給不足やボトルネックが生じる可能性があるため、急激な経済活動の回復が一時的にインフレ率を押し上げる可能性がある。しかし、構造的な要因が

インフレ率を低水準に抑制すると見られるため、上昇圧力が持続するとは考えにくい。2020 年第 3 四半期には、ある程度こうした圧力が見られた。図 4 に示されているように、行動制限が解除された後に支出が急回復し、数カ月にわたってモノのコアインフレ率が世界的に上昇したが、現時点ではこうした上昇圧力は一服しているようだ。同時に、より広範な世界経済の低迷が、サービス部門のインフレ率も世界的に低迷し、全体のインフレ率を低水準に押し下げている。

図 4 : 世界のコア CPI インフレ率



出所 : ハーバー・アナリティクス、2020 年 12 月現在。

もちろん、世界経済のパフォーマンスを決定づける要因はウイルスとワクチンの「綱引き」だけではない。前述したように、世界中の中央銀行はコロナ禍が収束するまで前例のない刺激策を継続する見通しだ。また、欧州連合と英国がブレグジットに伴う貿易協定で合意したことを受け、双方は新たな関係という現実に適応していこう。そして米国では、バイデン政権が誕生する。1 月 6 日の米議会乱入事件からも明らかのように、米国は依然として深く分断されているが、新政権は追加経済対策の実施、貿易戦争の緩和、同盟国との協力関係の再構築、多国籍機関の強化といった課題に取り組むことにより、地政学的不透明感を軽減し、世界の成長を支える役割を果たしていくと思われる。

予想される経済環境の急激な変化に、いかに対応するかが投資家にとっての課題となる。新型コロナウイルスとの闘いが続く今後数カ月にわたっては逆風を適切にヘッジする一方、それ以降については約束された力強い世界経済の回復に備えた適切なポジションを維持していかなければならない。



### 先進国金利

先進国金利を見渡してみると、一部のセクターでは将来の成長とインフレについて過度に楽観的な予想が織り込まれている一方、別のセクターでは、コロナ禍以前から見られた歴史的な低金利環境を促す要素の多くが再浮上しているというのが、我々の見方の土台となっている。

米国金利は、ワクチンが広く行き渡り、且つバイデン政権の下で追加経済対策が講じられるとの見直しがある中、10 年債利回りは第 4 四半期に 22bps 上昇して 0.92%に達し、イールドカーブがベア・スティープ化した。これは、過度に楽観的な予想が織り込まれたセクターの 1 つだと言える。この金利水準が織り込む回復シナリオは、極めて楽観的なものであり、債務の増大が成長率に及ぼす影響や、高齢化の進む人口動態など、過去数十年にわたり金利を押し下げてきた構造的な要因を見逃している可能性がある。また、足元の危機（新型コロナウイルスの世界的な流行）は、今後こうした要因による影響を一層顕著にする可能性がある。

よって、イールドカーブのベア・スティープ化はピークに達しつつあり、イールドカーブは今後フラット化する可能性がある。特に追加経済対策が講じられる見直しや、ワクチンの接種がクリティカルマスに近づいてゆくことを踏まえると、こうしたフラット化は最終的には短期ゾーンが牽引する可能性があると考えている。また我々は、米国クーポン・ストリップ債がアウトパフォーマンスすると予想しているほか、米財務省の現金残高減少に依る追加財政支出では国債増発圧力が限定されることから、中期ゾーンのスワップ・スプレッドをワイド化させる可能性があると考えている。

米国で過度に楽観的な成長シナリオが織り込まれている一方で、他の世界各国・地域の市場の足元の推移は対照的となっている。第 4 四半期、ドイツとフランスの 10 年債利回りは 5bps と 10bps 低下して、それぞれ-0.57%と-0.34%となった。また、10 年日本国債の利回りは 0.02%と横ばいで推移した。2020 年には GDP が急激に落ち込んだが、ユーロ圏と日本における 2021 年の成長見直しは、それぞれ 4.0% と 3.0%の控え目な回復に留まると見られる。

よって、我々は日本と欧州の金利は今後も低水準に張り付いて推移すると予想している。ただし欧州については、長期債の発行が若干大規模なものとなり、第 1 四半期の始めは一時的に上昇圧力がかかる可能性があると考えている。長期的には、控え目な成長見直しと ECB の量的緩和策による資産買い入れによって、欧州の金利は足元の水準が維持されると見込まれる。その他の国や地域については、英国の物価連動債は引き続き割高感がある一方、オーストラリアのイールドカーブにはフラット化が進む条件が揃っている様子である。

政策に関しては、我々は ECB による政策枠組みの見直しが完了するのを心待ちにしている。欧州域内の慢性的に低い物価上昇率を考慮して ECB がインフレ目標を 2%以下（ただしその近辺）に引き下げるか否かはまだ不透明である。また、米国のインフレ率は 2021 年春に上

昇する可能性があるが、これは一時的なベース効果に起因するものであり、FRB は材料視しないことが見込まれる。

**見直し：** 強気。米国とオーストラリアでは経済成長と物価上昇に関する予想が過度に楽観的であると考えられ、それがイールドカーブのフラット化を誘発するだろう。欧州と日本の金利は、より緩やかな景気回復予想と量的緩和による大量の資産買い入れを背景に、足元の水準近くに張り付いて推移する公算が大きいと考えられる。

### エージェンシーMBS

2021 年を迎え、米国 MBS 市場のバリュエーションは米国債と比較して堅調に推移しているものの、FRB による過去のバランスシート拡大期と比較するとスプレッドは依然として大きい。ただし、同市場が直面している逆風を考慮すると、他の高格付のスプレッド・セクターの方が引き続き MBS よりも優れた相対価値を提供している。

まず第 1 に、FRB は米経済が雇用の最大化と物価の安定という目標を達成するまで MBS を 1 か月当たり少なくとも 400 億米ドル買い入れることを表明しており、今後も MBS の購入を維持すると考えられるが、これが年末まで続くというのが我々の基本シナリオである。量的緩和策による買い入れに加え、償還を加味した時の FRB の MBS ポートフォリオの再投資ニーズは、1 か月当たり約 700 億米ドルになると考えられる。これを踏まえると、FRB からの需要は引き続き TBA 市場で重大な役割を果たすだろう。貸出余力の拡大、延滞債権の最終的な買い取り、史上最低水準にあるプライマリー金利が影響して、期限前償還率は高い水準を維持すると考えられる。

FRB 以外の要素に目を向けると、利回りに敏感な買い手による購入が活性化することから、第 1 四半期、MBS には引き続き旺盛な需要が集まると考えられる。金利が小幅に上昇するという想定では、特にそうしたことが言える。更に、現金預金が相変わらず大きく膨らんでおり、同四半期中は米国内の銀行による購入が続くことが予想される。また、株価の反発を踏まえ、モーゲージ型 REIT が新たな資金を調達するのではなく、借入れによって MBS を買い増す可能性がある。

こうした旺盛な需要にかかわらず、大量のオリジネーションに起因して供給が足枷になる可能性がある。2020 年末、オリジネーションは平均すると 1 日当たり総額 80 億米ドルを超え、同年のそれまでのペースの 2 倍に膨れ上がった。2021 年、エージェンシーMBS の正味供給量は 4,500 億米ドルを超えると試算されている上、プライマリー金利は引き続き低下すると考えられ、流通市場利回りとのスプレッド格差が縮小を続ける中、活発なオリジネーションを支えるだろう。2021 年の住宅市場が好調に推移し、且つ米連邦住宅金融局（FHFA）が定める適格住宅ローンの上限額（conforming limits）が引き上げられた場合、他の全ての条件が同じなら、TBA 受渡債は元本残高が増加しバリュエーションが割高化するという影響を受ける。

第 2 四半期が近づくにつれ、景気が予想よりも好調に推移した場合には、投資家は更に弱気なポジションにシフトすると考えられるものの、プ

## 2021 年第 1 四半期セクター見直し

イマリー・モーゲージ金利の水準を踏まえると、MBS のデュレーションは短い状態が続くだろう。最終的には、ディーブ・イン・ザ・マネーの高クーポン債における期限前償還のバーンアウトに促されて、投資家はよりデュレーションが短くクーポンが高いエクスポージャーを受け入れ、カレントクーポン債へのエクスポージャーを減らすだろう。モーゲージ金利が比較的安定しながら低下基調にある中、投資家はヘッジ目的で金利市場を利用して、コンバクシティに注目する投資家の動きは鈍い状態が続くと我々は予想している。

政策に関しては、FRB と次期バイデン政権は、住宅ローンの借入コストを可能な限り低く抑えることを目指すと考えられる。また、次期政権は現 FHFA 局長の交代と、政府系企業 (GSE) の公的管理を解消する計画の中止を試みると考えられる。ジニーメイに関しては、新政権は格好の標的として保証料の引き下げを求める可能性がある。

**見直し :** 引き続き MBS よりもスプレッド・セクターを選好する。ただし、米中期債と比較して、カレントクーポン債におけるヘッジ調整後の利率は相対的に魅力的であるが、2020 年末ほどではない。米中期債よりも期先物 TBA 債を保有し、また FRB の購入対象銘柄以外の特定プールに引き続き着目すべきとの見方を維持する。

### 証券化商品

セクター	サブセクター	スプレッドの変動 (bps)	
		Q4	12/31/2020
CMBS			
CMBS: コンデュイット型証券 2.0	利子先払い 10 年債	-19	75
BBB-格 CMBS コンデュイット型証券 3.0	BBB-	-120	395
CMBS: CMBX (OTR)	AAA	-15	48
CMBS: CMBX (2012 年)	AA	-24	153
CMBS: エージェンシー集合住宅	シニア	-10	32
<b>非エージェンシーRMBS</b>			
レガシー	RPL シニア	-15	80
レガシー	2006/2007 年のオルト A	-30	170
GSE リスクシェアリング	M2	-155	200
<b>CLOs</b>			
CLO 2.0	AAA	-10	120
CLO 2.0	AA	-15	155
CLO 2.0	BBB	-55	330
<b>ABS</b>			
消費者 ABS	シニア	-40	90
消費者 ABS	B クラス	-35	140
民間学生借り換えローン	シニア	0	105
ジェネリック	AAA クレジットカード	-12	8

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 12 月 31 日現在

多くの証券化セクターが既にコロナ禍前の水準またはそれを超える水準まで値を戻しているにもかかわらず、第 4 四半期、中央銀行による大胆な措置 (例えばゼロ金利政策や資産の買い入れ) の影響で証券化資産のスプレッドは縮小した。今後目を転じると、高格付の証券化商品が比較的好調に推移すると我々は見ている。これらのスプレッドは、短期物の投資適格社債と比較すると依然大きい上、米国新政権の誕生に伴って生じる可能性のある税制・規制政策の変更による影響をそれほど受けない。米国の新たな財政出動は、消費者関連のデフォルトによる悪影響を軽減させると考えられる。

**CMBS :** 2021 年を迎えた後も、良好な需給環境が続くと予想する。AAA 格のコンデュイット型 CMBS のスプレッドは、昨年 3 月に約 400bps となった後、足元ではコロナ禍前の水準に戻っている。第 4 四半期、資本構成面ではクレジットカーブは引き続きフラット化したが、特に BBB-格以下については、依然としてコロナ禍前よりスティーブな状態にある。足元では、AAA 格のコンデュイット型 CMBS のスプレッドは 70bps で足踏みしており、供給が 1 月に前倒しされる可能性があるものの、現在の好需給環境により、スプレッドはこの水準を突破し更に縮小し得ると我々は見ている。メザンクラスのコンデュイット型 CMBS については、構造上のレバレッジと商業不動産を巡る不確実性を考慮し、我々は慎重な見方をしている。第 1 四半期も苦境が続くことが見込まれるホテルと、B クラスおよび C クラスのショッピング・センターに関するリスクが特に懸念される。シングルアセット/シングルボロワー (SASB) の優良案件のシニア債とメザン債は、AAA 格のスプレッドが +85 ~ 100bps、BBB 格が +200 ~ 250bps と、依然としてコロナ禍前より高い水準で取り引きされており、引き続き投資妙味があると見ている。

リスク許容度の高いマニデートにおいては、我々はコンデュイット型よりも SASB 型においてメザンリスクを取ることを選好している。後者の方が物件のファンダメンタルズの透明性が高いことが理由にある。取得価格ベースの還元利回り (キャップレート) は、足元の危機以降概ね横ばいで推移しているが、商業不動産の売出しは限定的に留まっている。硬直的なキャップレートが影響し、キャップレート・プレミアム (米国債に対する還元利回りのスプレッド) は過去最高水準まで拡大しており、これが、高稼働物件の価格下落に対する緩衝材となっている。我々は引き続き、賃貸住宅、インダストリアル、冷蔵・冷凍倉庫、物流施設について強気な見方をしている。これらの物件の純利益は危機を持ち堪えており、長期的には旺盛な需要が維持される見込みである。オフィス物件は、既存のリース契約が寄与して建物の高水準のキャッシュフローが維持されており良く持ち堪えているが、柔軟な勤務形態へのシフトとそれに伴うオフィススペースに対する需要の変化は、大きな不確実性の種である。優良な商業施設には安定化の兆しが見られる。

**非エージェンシーRMBS :** 2020 年における住宅価格の上昇率が 7%を超えた中、2021 年も住宅ローン金利の低下が引き続き住宅価格上昇の追い風になると見込まれる。長期的には、平均年齢が 30 歳前後の大規模なミレニアル世代が住宅需要の鍵を握っており、これまでの歴史に照らせば、この先 5 年は世帯形成が急増する可能性がある。学生ローンによる債務が重石になっているものの、ベビーブーム世代の縮

## 2021 年第 1 四半期セクター見通し

小にも関わらず、大規模なミレニウム世代が住宅価格を支えると我々は見ている。また、有効な住宅供給量も過去最低水準にある。

また、住宅ローン債務履行状況に関する見通しも明るい。住宅ローンの引受姿勢は依然として慎重であり、オリジネーターは、特に GSE や FHA の適格住宅ローンに関して、指針の柔軟性を十分に活用していない。2020 年は、住宅ローンの返済猶予プログラムが住宅価格を安定させ、同猶予は第 2 四半期に全住宅ローンの 10% をつけてピークに達し、その後年末にかけて 5% まで低下した。もともと、低下ペースは減速しており、概して条件変更を通じてどのくらいのローンについて長期的な支援が必要になるかは不透明であることから、注視が必要である。AAA 格のリパフォーミング・モーゲージ債 (RPL) のスプレッドはコロナ禍前の水準まで概ね回復している。RPL のキャッシュフローの回収速度 (住宅ローン返済率) の回復は引き続きスプレッドの回復に比してより緩やかであるが、大半の RPL 債券が額面以上で取り引きされている中で、住宅ローンの期限前償還ペースが加速しているため、コンベクシティが問題になりつつある。そうしたコンベクシティ・リスクに加え、他により魅力的な投資機会が存在するため、我々は基本的に AAA 格の RPL の売り手に回っている。

モーゲージ保険のクレジットリスクトランスファー債のスプレッドは依然として魅力的である。これらのスプレッドも急速に縮小したものの、コロナ禍前の水準よりもまだ大きい水準で取り引きされている。また、同資産は通常の GSE クレジットリスクトランスファー債ほどローン条件の変更に伴う損失や気候変動リスクの影響を受けない。

その他では、英国の RMBS について、プレグジットにより構造的な経済上の課題が発生して信用面の懸念が生じる可能性が浮上している。ただし同セクターは、これまで住宅価格の下落を切り抜けてきた上、英国不動産融資の求償性が戦略的デフォルトを選択する傾向を薄めていると見られる。

**CLOs** : 米国および欧州の AAA 格と AA 格の CLO については、魅力的な絶対的・相対的価値を背景に引き続きオーバーウェイトにしている。A 格のトランシェも、場合によってはローン自体の代替として魅力的な投資対象になり得る。ただし、裏付けとなる多くのバンクローンの高い負債比率と不利な契約内容が、デフォルトに陥ったバンクローンの回収率の足枷になる点と、従来からのプライベートエクイティ・スポンサーによる奇怪な行動に加え、債権者同士による積極的な債務再編行動により損失がより甚大化する可能性がある点につき我々は懸念している。我々は、資産回収率減少による損失の増大は、CLO のエクイティおよび下位のメザニン・トランシェにより大きな影響を及ぼすとの見方を維持している一方、資本構成の最上部に関しては十分以上の信用補完がされていることが実証されると予想する。BBB 格以下のトランシェについては、高利回りに対する圧倒的な需要を背景に市場が原担保の損失増大の可能性を織り込んでいない様子であるため、我々は慎重な見方をしている。

この先 6 か月については、発行市場における大量供給と 2019~2020 年の取引のリセット・借り換え増加懸念から、米国 CLO のスプレッドは

足元のレンジ内で推移すると我々は予想している。欧州 CLO のスプレッドは依然としてコロナ禍前の水準に達していない上、需要が旺盛であるため、むしろスプレッドは一段と縮小すると予想する。

**ABS** : 大半のセクターのスプレッドがコロナ禍前の水準まで回復している上、多くが既にコロナ禍前の水準を突破して取り引きされている。2021 年におけるマイナスの正味新規発行額と投資家の幅広い投資ニーズを踏まえた安定した需要を背景に、良好な需給環境が続くと予想する。我々は、より有利な相対的価値が他に存在する場合には、クレジットカードやプライム自動車ローン、フロアプランなど特定の ABS 資産クラスを足元の水準で機動的に売却している。学生ローンはコンベクシティのコストが高いことを受け、我々は同資産についても売手に回っている。また、学生ローン債務に対する新政権の姿勢が、この資産クラスを巡る不確実性を強める可能性がある。ただし、規制措置の対象は連邦政府が直接保有するローンが大半となる見通しである。劣後クラスについては、コロナ禍前の水準よりも大きなスプレッドで取り引きされている無担保消費者ローンの特定の発行体を積み増しているが、価格が上昇すればこのエクスポージャーを減らす可能性もある。また、特定のサブプライム自動車ローン、レンタカー、米国以外の ABS も選好している。規制リスクやエコノミック・キャピタル・リスクに関わるクレジット・リスクのトランスファー債も魅力的なリターンを獲得できる可能性がある。ファンダメンタルズについては基本的に慎重な見方をしている一方、今年も時間の経過とともにデフォルトが増加したとしても、それは一時的なものだと考えており、構造的な防御策によって損失の増加を乗り切ることが可能であろう。長期的には、我々はファンダメンタルズについて強気に見ている。2020 年、大半のオリジネーターがコロナ禍に起因するリスクに対処するために引き受け基準を厳しくしたため、ABS の担保の質は改善したが、我々はこうした傾向が続くと予想している。

**見通し** : ゼロ近辺の政策金利と FRB による持続的な資産買い入れがスプレッドの縮小を支える中、高格付銘柄のスプレッドについて強気に見ている。CLO やコンデューイト型 CMBS のメザニンリスクには慎重な見方をしているが、一部の SASB CMBS、ABS の劣後債、一部の非エージェンシー-CRT RMBS には投資妙味があると考える。

## 投資適格社債

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS (bps)
	Q4	YTD	Q4	YTD	12/31/2020
米国投資適格社債	3.05	9.89	-40	3	96
欧州投資適格社債	1.98	2.77	-27	-1	92

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

各国中央銀行による大規模な市場支援策、米国と欧州の追加景気刺激策に対する楽観的な見通し、新型コロナウイルスのワクチンの接種開始、予想を上回る企業業績、引き締まった需給などを背景に、第 4 四半期の投資適格社債は堅調なリターンとなった。2021 年第 1 四半

## 2021 年第 1 四半期セクター見直し

期には、長期ゾーンを中心にスプレッドが一段と縮小する可能性があると考えている。2021 年の主要リスクとしては、特に高格付企業の間での M&A 活発化と、それに伴う信用力悪化が挙げられる。社債のスプレッドは 3 月のワイドな水準から大幅に縮小したものの、中期的に見れば依然として投資妙味があると考えている。我々の基本シナリオでは、緩やかな景気回復は、特に業績が回復しつつある業種における相対的に低格付の投資適格社債に有利と見ている。

**米国投資適格社債：**2021 年を迎えるにあたり、銘柄選択は特に重要である。全体的に見て、全てではないものの、多くのセクターや銘柄のファンダメンタルズは予想以上に堅調である。BBB 格の発行体をはじめとする企業経営陣は債権者寄りの姿勢を維持し、経費削減、自社株買いの先送り、フリー・キャッシュ・フローの改善を続けている。新型コロナウイルスに伴う都市封鎖が有利に働いたセクター（テクノロジーやオンライン小売業者）は、直接打撃を受けたセクター（レジャー、カジノなど）と比べ、好調さを維持している。自動車、素材、エネルギーなど、著しく低迷していたセクターの一部（エネルギー銘柄の発行体のほとんどは今も低迷を続けている）は 2020 年後半に回復し、また投資適格から格下げされた墮天使債（フォールン・エンジェル）の多くも回復しつつある。FRB は FF 金利を少なくとも 2022 年以降までゼロ近辺に維持する見通しであり、そのため我々は、高格付短期社債のスプレッドの更なる縮小余地は小さいと見ている。第 4 四半期の企業業績は、引き続き堅調に推移すると予想される。

また需給環境は引き続き良好であり、足元の「利回りを希求する」環境下において、投資家需要は旺盛である。とりわけヘッジコストの低下を背景に、海外投資家からの資金流入が活発となっている。2020 年の 1.8 兆米ドルという記録的な起債額から一転して、2021 年には新規発行が約 1.2 兆米ドルまで縮小するとの予想も、一段と需給を支えたと見られる。2020 年に調達された資金の大部分は手元現金として留保されるか、既存債務のより低金利での借り換えに回されており、2021 年に M&A 活動が活発化するかどうかは景気回復のペース次第であろう。

我々は、厳選され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。また我々は、経済環境の改善見通しに基づき、一部の厳選された高利回りの BBB 格社債、オフ・ザ・ラン銘柄、墮天使債（フォールン・エンジェル）銘柄、クロスオーバー銘柄、コロナ禍から回復しつつある業種、自動車や化学などの景気循環銘柄で、スプレッド縮小による投資機会を探っている。また、我々は引き続き大手銀行、電力、課税地方債、パイプラインを中核的なポジションとしている。なお、バイデン新政権がいずれ法人税率の引き上げに踏み切るかどうかについても注視していく。

**欧州投資適格社債：**欧州社債のスプレッドは、新規供給の差や ECB の社債買い入れプログラムを主因として、米国より 4 bps タイプな水準で年末を迎えた。2021 年第 1 四半期にはスプレッドが更に縮小する可能性があるが、この見直しは BBB 格債のスプレッド縮小の度合いと、

新型コロナウイルスで打撃を受けた発行体がどこまで回復するか左右される。

米国と同様に、中央銀行による大規模な市場支援策、新型コロナウイルスの感染第 2 波に対する懸念とワクチン接種の開始に対する楽観姿勢とのせめぎ合い、2021 年のプラス成長への回帰が引き続き市場のテーマである。米国と比較すると、欧州市場では、2 回目の都市封鎖によって影響を受けた企業と労働者を支援するための新たな刺激策が追い風となった。

事業会社による起債は年末にかけて急激に減少したものの、マイナス金利環境下で利回りを希求する動きや ECB の社債買い入れプログラムを背景に、投資家需要は引き続き旺盛となった。極端な低金利にもかかわらず年末の事業会社の発行が低調だったことは、発行体が自身の手元流動性を不安視しておらず、必要に応じて随時発行が可能であるとの自信の表れと言えるだろう。発行市場では、特に高ベータの発行体に加えて、グリーンボンドおよびサステナビリティボンドに対する需要が旺盛だった。

ファンダメンタルズについては、欧州企業の経営陣は軒並み保守的な経営姿勢を維持していることから、第 4 四半期の企業利益はこれまでの低水準から改善すると予想される。企業がコロナ禍をどのように切り抜けるか、我々は慎重に分析しており、企業の収益に影響を及ぼす可能性のあるシナリオの吟味に加え、「健全なバランスシート」を維持するという経営陣の決意を見極めることも重要であると考えている。

我々は、スプレッド・デューレーションをインデックス対比でややロングとし、政府による全面的な支援が追い風となると見られる銀行のオーバーウェイトを維持している。また、我々は欧州リスクをオーバーウェイトしているが、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）を選好している。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、概ね米ドル建債のスプレッドを選好しているが、ユーロ建債を全般にアンダーウェイトする代わりに、ユーロ建 ECB 適格債をアンダーウェイトとしている。一方で、引き続きリバースヤンキー債を選好し、スプレッド・デューレーションをややオーバーウェイト（ユーロと米ドルをロング、日本円、スイスフラン等をショート）としている。また、米国大手銀行、米ドル建の電力、課税地方債を選好している。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マッチが生じる機会を探っている。

我々は全体として、良好な需給環境と世界各国の中央銀行による支援策が世界貿易や政治的不和、新型コロナ禍の行方を巡る弱気材料を緩和するとの予想に基づき、市場に対する強気な見方を維持している。とりわけ 2021 年の景気回復見直しを踏まえ、社債のスプレッドには引き続き中期的に投資妙味があると考えている。主要な潜在的リスクとしては、ワクチンの普及の遅れに伴う世界的な景気後退の長期化、

## 2021 年第 1 四半期セクター見通し

予想以上の金利の上昇、M&A 活動の活発化、また株式市場の調整を想定している。

**見通し：**中央銀行による市場支援策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）銘柄を選好する。

### グローバル・レバレッジド・ファイナンス

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS/DM (bps) 12/31/2020
	Q4	YTD	Q4	YTD	
米国ハイイールド債	6.5%	6.2%	-155	26	386
欧州ハイイールド債	5.5%	2.9%	-120	41	365
米国レバレッジド・ローン	3.6%	2.8%	-93	26	486
欧州レバレッジド・ローン	3.5%	2.4%	-90	53	459

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 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。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：**新型コロナウイルスの感染拡大よりもワクチンの接種開始に投資家の注目が集まる中で、ハイイールド債は第 4 四半期も上昇を続けた。ハイイールド債投信に対する年初来 436 億米ドルもの記録的な資金流入や、主に借換え債からなる新規発行を背景に、引き締まった需給環境となった。一方、投資家が低金利環境下で利回りを希求する中で、ハイイールド債のスプレッドは引き続き相応の投資妙味を提供した。これまでの大規模な金融・財政政策を背景として、我々は当セクターに強気の見方を維持している。更なる都市封鎖が重石となり、短期的には足踏みする可能性があるものの、中期的にはスプレッドの縮小が続くと予想しており、今後 2 年間でスプレッドが更に 100 bps 縮小すると強気な見通しを維持している。ワクチンを巡る楽観論、利回りを希求する持続的な動き、デフォルトの減少、M&A の活発化、コロナ禍以前と比較した相対的な格付の高さを追い風に、スプレッドは今後縮小していくと見ている。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 4%、その後の 12 カ月間の予想を 2%にまで引き下げた。この楽観的な見方を若干後退させる要因として、新型コロナウイルスの変異種によってワクチン接種の効果減退や、インフレ率の急激な上昇（一時的な現象と思われる）に動揺した FRB が予期せぬ利上げを実施するというテール・リスクが挙げられるが、その確率は極めて低い。

ポジショニングの観点からは、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 波による経済封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、住宅およびカジノ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、原油関連企業に対するアンダーウェイト幅を圧縮し、天然ガス関連企業を引き続きオーバーウェイトとしている。

CLO の組成が続き、第 4 四半期を通じて需給環境が良好となる中で、米国レバレッジド・ローンも上昇した。ローンのスプレッドは 3 月に 974 bps まで拡大した後、前年より 30 bps 弱ワイドな水準で年末を迎えた。第 4 四半期末時点のインデックスに含まれるすべてのローンの平均価格は 95.7 と、1 月につけた年初来高値を 1.4%だけ下回った。

CLOの組成は今後も堅調に推移すると予想され、投資家がローンの額面価格への回復に着目した取引に焦点を当てることで、市場の勢いは続くと思われる。我々は現在、相対的に高格付の BB 格、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選好している。これらの銘柄は、相対的に高クーポンの B 格発行体より価格の回復が遅れていることが背景にある。また、B 格でもリスクに直面していない、またはコロナ禍が有利に働い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。

**欧州レバレッジド・ファイナンス：**年初来最もワイドな 884 bps から大幅に縮小したとは言え、欧州ハイイールド債のスプレッドは現在も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と考えられる。

短期的なリスクは依然として高水準にあり、新型コロナウイルスの変異種が発見され、都市封鎖が厳格化される可能性があることから、我々は 2021 年第 1 四半期のパフォーマンスについて慎重な見方をしている。しかしワクチンの接種が進展しつつあることや、財政・金融刺激策が維持されていることを踏まえ、欧州ハイイールド債とローンに関しては中期的に強気の見方を維持している。

経済環境の悪化にもかかわらず、2021 年のデフォルト率は欧州ハイイールド債に関しては 2.0%未満、欧州ローンに関しては 3.0%未満に留まると見ている。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得られ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。

**見通し：**中長期的な観点から強気な見方。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。一方で、短期的には高いボラティリティが続く見込み。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 (%)		スプレッド / 利回り変化 (bps)		OAS (bps) / 利回り%
	Q4	YTD	Q4	YTD	12/31/2020
エマージング債券 (ハードカレンシー建)	5.80	5.26	-81	61	352
エマージング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	2.24	6.07	-26	-100	4.22%
エマージング通貨	5.97	1.73	-21	-180	N/A
エマージング社債	4.44	7.13	-69	27	316

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 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 年はエマージング市場の様々な資産クラスにとって、資産クラス内での異なる動き、底堅さ、そして回復力を示す 1 年となった。次の要因を背景に、2021 年もこうしたテーマの大半が継続すると見込まれる。

(1) 経済成長の回復と世界的に落ち着いたインフレ見通し、(2) 潤沢な流動性と継続的な資金流入、(3) エマージング市場の信用スプレッドと利回りが相対価値の観点で引き続き魅力的な状況の中、投資家のグローバルな利回り希求の動き、(4) 米ドル安と堅調なコモディティ価格という基本シナリオ。世界的な投資環境が第 1 四半期の力強いリターンをあと押しする可能性は高いものの、資産クラス、地域、信用力によってパフォーマンスは異なると見られ、ボトムアップのクレジット分析が引き続き重要となる。

**ハードカレンシー建エマージング債：**エマージング市場では、絶対ベースでも、また他の債券セクターとの対比でも、ハードカレンシー建(先進国通貨建て)債が、短期・中期的ともに魅力的なリターンをもたらすことについて、我々は高い確信度を持っている。ワクチンの普及、緩和的な財政・金融政策、米国の政治情勢の安定、発行体と債権者への公的支援を背景に、2021 年の新興国の経済成長率は 7.2%に回復する(先進国の成長率を 3.1 ポイント上回る)と我々は予想している。更に、先進国市場全体での「低金利の長期化」とは対照的な相対価値の魅力の踏まえると、エマージング債は投資家の利回り希求の動きから最も恩恵を受ける可能性がある。

我々は、相対的に質が高い発行体(投資適格債およびハイイールド債)や一部の高ベータの発行体に投資機会があると見ている。2020 年末時点のベンチマーク指数の 350bps というスプレッドは、過去 10 年間の平均的水準であり、投資適格債のスプレッドは昨年 3 月の急落以降、拡大幅の約 95%を回復した。しかしながら、引き続き更なる縮小余地は残っており、先進国市場の利回りの低さを踏まえると、質の高いエマージング債のスプレッドは新型コロナウイルス危機前の水準を下回り、史上最低水準まで至る可能性もある。特に、中・東欧は広範な EU 復興基金と支援プログラムの恩恵を受け、そして湾岸協力理事会(GCC) 地域では原油価格上昇と一部の国々の間の緊張緩和が追い風になる可能性がある。我々は米国債利回りの動向による影響を慎

重に見ており、今後のアップサイド・ダウンサイドを比較して投資妙味が低下した長期ゾーンのパフォーマンスを削減した。

エマージング市場のソブリン債と社債の発行額は 2020 年に過去最高水準を記録したが、2021 年は投資適格債を中心にソブリン債の純発行額が 550 億米ドルに減少すると予想されている。魅力的な相対価値と資金流入見通しを踏まえると、良好な投資環境下で新規発行は順調に消化されると見られる。

他方、ハイイールドソブリン債のスプレッドは 3 月の急落から約 85%回復し、特に B 格および BB 格債では長期平均を割り込む水準まで縮小する可能性がある。多くの高ベータ発行体のスプレッドは拡大した状況が続いており、近い将来のクレジットイベントの可能性を十分に反映している。こうした銘柄の多くはコモディティ価格の上昇と中国経済の力強い回復による恩恵を受けると見込まれる。同様に、国際通貨基金(IMF) と G20 は(「政府債務再編の共通の枠組み」)に示されるように) 支援策の提供に意欲的である。ただし、これは状況に応じて実施され、場合によっては引き続き民間部門のヘアカットが求められる可能性もある。このため、エマージング市場のハイイールド債のパフォーマンスは発行体によって大きく異なり、債務水準が大きく上昇した一部の銘柄は引き続きスプレッドが拡大した状況が続く可能性がある。したがって、ハイイールド債においては、最も強固な信用力を持つ我々が考える銘柄に対してエクスポージャーの配分を行っている。我々はサハラ以南のアフリカ地域の一部の国々、ウクライナ、一部の BB 格債、および一部の準ソブリン債を愛好している。

我々はエマージング社債に対し強気な見方をし、非常に良好なファンダメンタルと需給見通しを背景に 5~7 年ゾーンの一部 BB 格債および投資適格債に魅力的なポジション積み増しの投資機会があると見ている。企業の利益回復は 2021 年も継続し、ハイイールド債のデフォルト率は 2020 年の 3.5%から 2021 年には 2.8%に低下すると予想している。これは米国ハイイールド債の水準を下回り、新型コロナウイルス発生当初の予想よりも低い。社債セクターの今後のリスクとしては、大量の新規発行が見込まれること(2021 年の発行総額は 2020 年の 5,000 億米ドルを若干上回ると予想される。ただし、2020 年の純発行額は 750 億米ドル程度)、およびコモディティ価格の調整が浮上する可能性がある。

**現地通貨建エマージング債：**現地通貨建エマージング債市場については、新興国の多くの中央銀行が金融緩和サイクルの出口に到達した可能性があり、全体としては投資機会が縮小している。しかし、国毎のイールドカーブを見れば、なお魅力的な投資機会が存在する。現地通貨建ベンチマーク指数の利回りは過去最低水準で 2020 年を終え、エマージング通貨の更なる上昇は、先進国のイールドカーブの一段のステイプ化と現地通貨建エマージング債の供給増加によるネガティブな圧力を相殺する可能性がある。我々は徐々に米ドル安が進み、落ち着いたインフレ状況が続くと予想しており、第 1 四半期はベンチマーク指数レベルで利回りが更に 10~15bps 圧縮される可能性があると見ている。広範なワクチン普及に後押しされた世界経済の回復は、ベータの観点

## 2021 年第 1 四半期セクター見直し

から現地通貨建エマージング債に逆風となる可能性があるが、新興国の大部分の中央銀行は、恐らくメキシコと中国を除いて第 1 四半期に現状維持の姿勢をとる公算が大きい。一方、経済活動の再開はエマージング通貨を上昇させ、新型コロナウイルス発生後に現地通貨建エマージング債のイールドカーブに織り込まれたリスク・プレミアムの一部は解消される可能性がある。

金融政策の見直しからは、我々はメキシコと中国での 2~5 年ゾーンのロングポジションが魅力的であるとの高い確信度を持っている。両国の実質利回りはこの資産クラスで最も高く、世界経済の回復が予想外に減速した場合の悪影響を緩和する取引としても機能する可能性がある。中国は指数に占める割合が 9%と大きく、第 1 四半期の資金流入の大きな恩恵を受ける可能性がある。

2020 年がイールドカーブの一段のステープ化と短期ゾーンでリターンを稼いだ年だったとすれば、今年の市場ではカーブのステープ化とヘッジ後の利回りに基づいた若干の選別化が進むかもしれない。第 1 四半期は、2020 年 11 月以降のカーブのフラット化トレンドから恩恵を受ける観点から、10~15 年のロングポジションに投資機会があると我々は考えている。デュレーション長期化を行う主な候補としては南アフリカ、ブラジル、ペルー、インドネシアがあり、これら 4 市場はヘッジ後の利回りも魅力的で、為替の動きも支援材料となるだろう。今後は、欧州およびタイ、マレーシアといったアジアの一部の低利回りの現地通貨建エマージング債のアンダーウェイトポジションに超過収益の獲得機会が生まれる可能性がある。

**エマージング通貨：**2021 年を迎え、我々はエマージング通貨に対し強気な見方をしている。世界同時の景気回復が続く、こうした局面では米ドルの軟化を伴う場合が多い。足元の FRB の声明はかなりハト派的で、短期的なインフレ率の上昇は一時的な現象である可能性が高く、非常に緩和的な金融政策が維持されることが示唆されている。また、緩和的な金融環境は各国のイールドカーブの短期ゾーンの実質利回り低下を後押しすると見られる。エマージング市場への大規模な資金流入もエマージング通貨を支える要因となる。通貨のインプライド・ボラティリティは良好なマクロ経済環境に伴って低下すると見込まれ、これは、通常、エマージング通貨の安定/上昇を示唆する。

我々は、より高い経済成長率を背景にした資金流入が追い風となるアジア通貨を引き続き選好している。また、欧州では新型コロナウイルス感染拡大による経済封鎖はいずれ解除され、現地通貨建エマージング債の投資家は保有している米国資産の為替ヘッジを続けると見られることから、欧州通貨も選好している。我々は一部の中・高利回り通貨を選好し、ロシアルーブルが季節的要因から好調なパフォーマンスを示すと考えている。トルコリラもプラスの実質金利が、資産をドル化することの有効性を後退させるとの見方から、堅調に推移する可能性がある。メキシコペソは、米国で消費者が積み上げていた貯蓄を今後消費に向けることを追い風に、アウトパフォームする可能性がある。

我々の見直しには、いくつかのリスクシナリオがある。第 1 に、予想外にインフレ率が上昇し続ければ、米国債市場のボラティリティとスプレッドカー

ブのステープ化を招く可能性がある。このシナリオは、どちらかという第 2 四半期または 2020 年後半に発生するリスクと言えるかもしれない。こうした状況は相対的に短期ゾーン、格付けの低いエマージング・ソブリン債および社債を支える要因となる可能性がある。また、予想以上に力強い経済回復や米国の一連の追加経済対策は痛みを伴う米ドルの上昇に転じる可能性がある。エマージング通貨の強気な地合や、米ドルがテクニカルな主要支持線（価格が下げ止まる傾向を示す価格水準）に近づいている点を踏まえれば尚更である。さらに、新興国の一部の中央銀行は為替介入を強化しており、為替リターンを抑制する恐れがある。

第 2 に、地政学的要因や中国の経済成長の減速などを背景に、世界の成長見通しが過度に楽観的だったことが明らかになるシナリオも考えられる。しかし、先進国の中央銀行の持続的な金融緩和姿勢により、このシナリオ発生時の下振れは抑制される可能性がある。高リスクのポジションおよびエマージング市場に対するエクスポージャーの規模の適正化、すなわち現地通貨建エマージング債および質の高い銘柄を保有すれば、経済成長が減速する状況下で恩恵を受ける傾向があろう。

バイデン新政権は他国とより協調し、多国間による外交政策アプローチを採用すると見られるが、新政権は中国、ロシア、トルコ、ベネズエラ、イランなどの国々との複雑な関係性を引き継ぐことになる。「制裁外交」がどのように進展し、より幅広い地政学的なパワーバランスがどのような展開を見せるか注視する必要がある。エマージング市場における選挙日程は各国に影響を与える可能性がある（中南米で多くの選挙が予定され、エクアドル、エルサルバドル、チリでは大統領選が実施される。アルゼンチン、メキシコ、ペルー、ロシア、モンゴルでは議会選挙が実施される）。中国については、国営企業セクターの再編とデフォルトは対処可能と考えられるが、負債比率の上昇は、適切な対応がなされない場合、中期的なリスクを生じさせる恐れがある。

**見直し：**楽観的。良好な市場環境、魅力的なバリエーション、世界的な利回り希求の動きを踏まえると、エマージング債券市場のパフォーマンス見直しは明るい。ハードカレンシー建てエマージング債券が最も魅力的。続いて、ドル安シナリオを背景にエマージング通貨、そしてイールドカーブのフラット化の恩恵を受けると見られる一部の現地通貨建エマージング債も選好する。2021 年初頭の大きな逆風は回避されると予想する。

## 2021 年第 1 四半期セクター見通し

### 地方債

	トータル・リターン (%)	
	Q4	YTD
高格付債	1.82	5.21
ハイイールド債	4.51	4.89
長期課税地方債	1.87	12.72

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。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 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。

米大統領選前に起債が加速した後、11 月と 12 月は発行総額が 550 億米ドルに急減し、非課税および課税地方債市場の需給環境は年末にかけて良好だった。2020 年通年の発行総額は 4,980 億米ドルで、これには過去最高を記録した課税地方債 1,810 億米ドルが含まれている。地方債投資信託への安定的な資金流入は第 4 四半期も続き、年初からの流入総額は 400 億米ドルとなった。投資家はとりわけ長期債に投資機会を追求し、相対的にスティーブ化していた 5 年～30 年の地方債カーブは第 4 四半期に 19bps フラット化して 117bps となった。投資家の長期ゾーンでの利回り追求の動きに伴い、第 1 四半期は一段のカーブのフラット化が予想される。

連邦政府が足元で合意した追加経済対策には州および地方政府に対する直接的な財政支援が盛り込まれなかったが、教育、輸送、医療分野への追加的な資金提供はこうした地方自治体への支援材料となる。更に、多くの州と地方自治体が、過去数カ月間の歳入が春先以降の低調な予想から上振れしたと報告している。とはいえ、一部の州、地方政府、地方自治体は財政赤字の解消に腐心しており、追加的なレイオフや支出削減の実施を余儀なくされ、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が必要になると見られる。なお、歴史的には、行政サービスの引き下げはクレジットの質の低下をもたらさない。

低格付の投資適格債の信用スプレッドは引き続き魅力的で、利回り希求の動きが続く中、第 1 四半期は更なるスプレッド縮小の恩恵を受けると我々は引き続き考えている。また、ヘルスケアおよび運輸セクターでは信用スプレッドが全般に新型コロナウイルス発生前よりも拡大しており、一段のスプレッド縮小が見込まれる。一方で、限定的な歳入に依存した一部のハイイールド地方債は 2021 年も引き続き財務面での圧力に晒されると予想される。

イリノイ州は引き続き注目を集めると見られる。11 月に実施された住民投票で税制改正発議が否決され、投資家と格付機関は州知事と州議会による財政赤字解消に向けた行動を注視している。広範にわたる支出削減のほか、手数料の引き上げや均一税率引き上げによる歳入増への取り組みの可能性も残っている。構造的な財政赤字を解消する具体的な措置が第 1 四半期に提示されなければ、投資適格未満への格下げリスクも排除できない。

ジョージア州の上院決選投票で民主党が 2 議席を獲得し、支配権を握ったことで連邦政府の追加経済対策の実現性は高まった。これは地

方債にとって支援材料だが、連邦政府赤字の増大によって米国債利回りが上昇すると懸念が、地方債投資信託への良好な資金流入の妨げとなる恐れがある。

社債と比較した魅力の高さと消化可能な供給見通しを踏まえると、高格付の課税地方債のスプレッドは引き続き縮小する可能性が高い。加えて、社債と異なり、不可欠な公共サービスを提供しているレベニュー債が格下されるリスクは非常に低いと我々は考えている。

**見通し：** 良好な需給要因を背景に、我々は短期的には強気な見方をしている。



## 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、2021年1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 インクを通じ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・アシアランス・カンパニー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ス・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。

英国では、PGIMインクの間接子会社である PGIMリミテッドが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リミテッドは、英国の金融行動監督庁 (FCA) の認可および規制を受けています。(企業参照番号: 193418) **欧州経済領域 (EEA)** では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V. は、オランダ金融市場庁 (Autoriteit Financiële Markten - AFM) によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたは PGIMネーデルラント B.V. によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第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されるものです。**アジア太平洋地域**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) **カナダ**では、情報開示基準である NI 31-103 における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103 に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州における PGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。**ケベック州:** Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、**ブリティッシュコロンビア州:** Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、**オンタリオ州:** Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、**ノバスコシア州:** Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、**アルバータ州:** Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2021 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、エマージ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。

エマージング債券：JPモルガン EMBI グローバル・ディバースファイド・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・ディバースファイド (EMBI グローバル) は、エマージング市場の国債および準国債 (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ジング債券：JPモルガン GBI-EM グローバル・ディバースファイド・インデックス。JPモルガン GBI-EM グローバル・ディバースファイドは、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・ディバースファイド・インデックス。JPモルガン CEMBI ブロード・ディバースファイドは、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・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、ワインテージに基づいて、アグリゲートもしくはジエ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。

2021-0512

## 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 2021"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

PGIMJ78315

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。