

四半期見通し

2021年4月

債券の強気相場の次なる展開：グレートローテーション

当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの見解

世界経済の回復が確実視される一方で、今後、景気が過熱する可能性はあるか？

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

2021年第2四半期のレポートでは、この1年余りの間にさまざまな出来事がいかに急速に展開したか振り返ってみたい。

1年前に発行した四半期見通しにおいて、当社チーフ・インベストメント・ストラテジストである Robert Tipp は、「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？」との疑問を投げかけていた。まさに我々はこうした状況に直面しているように見受けられる。信用スプレッドは全般に長期的な平均水準あるいはそれ以下の水準に縮小し、先進国金利は経済がリフレに向かうシナリオが意識されて上昇している。

- 債券市場のパフォーマンスの牽引役が変化する可能性、長期金利を決定づける最も重要な要因、および我々の見通しの根拠となっている2つの要素について、当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの Robert Tipp は「[債券の強気相場の次なる展開：グレートローテーション](#)」と題したセクションで検証している。

1年前はコロナ禍の先行きや世界経済の回復を巡る不透明感が高まっており、2020年第2四半期の経済見通しは、歴史的に見ても大きな不確実性を伴っていた。その当時、当社チーフ・エコノミストの Nathan Sheets は、「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」との見方を示していた。

まさに我々はこうした状況に直面しており、2020年の世界経済の成長率は-3.3%となった模様である。

- 当社チーフ・エコノミストの Nathan Sheets は「[世界経済の回復が確実視される一方で、今後、景気が過熱する可能性はあるか？](#)」と題したセクションで、特に2022年に、世界のインフレ率と中央銀行の政策がどの程度乖離する可能性があるか検証している。

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。

- [金利リスクをハッジすることの妥当性について検証する](#)
- [米中関係を左右する3つの問題](#)
- [パウエル議長は政策維持を表明するも、中期的には政策転換の可能性も](#)
- [グローバル・レバレッジド・ファイナンス市場における、ESG情報の開示に関する5つの枠組み](#)
- [電気自動車の普及はクレジットの選別にも影響](#)
- [米国レバレッジド・ローン：市場はコロナ禍に関連した不安感を払拭し、リフレッシュに向かう可能性を意識し始めている](#)
- [新型コロナウイルス第2波によって景気が冷え込む中、ドイツおよび欧州にとって中国が頼み綱に](#)
- [通信事業者の熾烈な5G争奪戦](#)
- [EUと中国の投資協定には多面的な含意がある](#)

先進国金利 | 9

強気。過度に楽観的であると思われるインフレ期待を背景に、先進国のイールドカーブは基本的にブル・フラット化することが見込まれる。

エージェンシーMBS | 9

第2四半期にわたって米国債やスワップに対して相対的にニュートラルな見方。エージェンシーMBSよりも、他の高格付スプレッド・セクターを我々は選好する。

証券化商品 | 10

第2四半期に入って当初はスプレッドが更に軟化すると予測されるが、高格付けの証券化商品については強気な見方をしている。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、非エージェンシー-CRT RMBSの劣後債には投資妙味があると見ている。

投資適格社債 | 11

中央銀行による市場下支え策や景気回復の見通しを踏まえ、やや強気な見方をしている。米国の大手銀行、一部のBBB格債、景気敏感銘柄、墮天使債（フォールン・エンジェル）などを選好する。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス | 12

中長期的には強気な見方。スプレッドは魅力的な水準にあり、長期的な時間軸で投資をしている投資家には力強いリターンをもたらすと考えられる。短期的には、引き続き高いボラティリティが続き、予測が困難となる見込みである。こうした環境の下、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

エマージング資産全体にわたり、ボトムアップ分析に基づくレバティブ・バリューを重視する。エマージング市場のソブリン債と社債を組み合わせたバーベル型のポジションは、緩和的な金融状況が維持されれば有効だと我々は見込んでいる。現地通貨建エマージング債市場では、既に大幅な相場調整が進んでいる。米ドルが小幅に下落するシナリオに基づいて、エマージング通貨に投資妙味があると我々は見ている。

地方債 | 14

第2四半期を通じて良好な需給環境が予想されており、我々は強気な見方をしている。

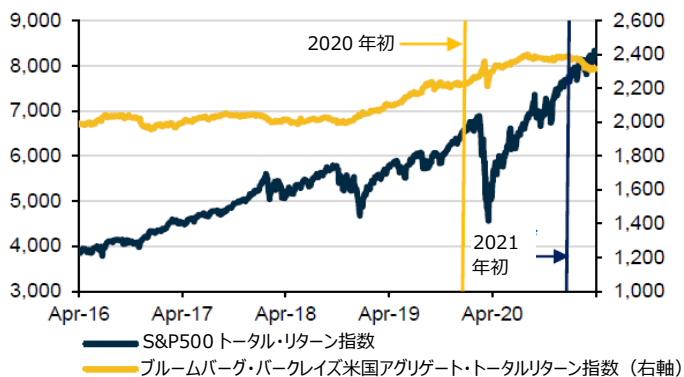
▼ セクター別展望 & 運用方針 (詳細はタイトルをクリック)

債券市場の見通し

債券の強気相場の次なる展開：グレートローテーション

ここ数年、市場は不慣れたボラティリティを伴って大きな上下動を繰り返している。明らかに、こうした傾向は過去 1 年間に増幅された。しかし、時には困難に状況に晒されながらも、依然として主な市場は平均すれば堅調なリターンを上げている。

図 1：回復局面におけるトータル・リターン

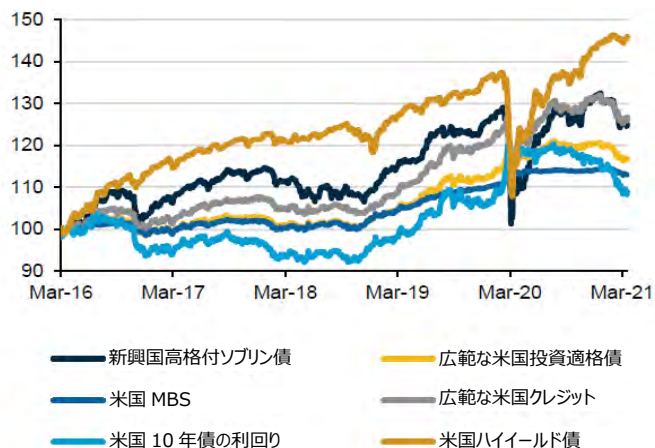


出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2021 年 4 月現在

こうした意味においては、「コロナ禍からの回復局面における投資」は特段新しい局面をもたらした訳ではない。確かに、足元の金利上昇は債券市場のリターンを一部損なっているが、これは長期的な債券市場のトレンドが強気から弱気へと転じたことを意味するのだろうか？リターンに基づいて判断すると、その答えは明らかに「そうではない」と我々は見ている。

全般的に見れば、債券市場が受けた打撃は限定的である。主要な債券インデックスは（相対的に劣後している米国債を含め）、新型コロナウイルス流行以前の水準を相当程度上回っている（図 2 参照）。今後はいずれかの時点において、パフォーマンスの牽引役がクレジットからデュレーションに移行すると我々は予想している。

図 2：債券市場が受けた打撃は今のところ限られている



出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2016 年 3 月を 100 として標準化

依然として低利回りが続く足元の環境下で、債券がキャッシュ運用を着実に上回るのみならず、相応の魅力のあるリターンを提供し得るのだろうか？世界経済がコロナ禍から力強く回復することが確実視される中、第 1 四半期に多くの債券セクターがマイナスのリターンを記録したが、こうした傾向は長期にわたって続くのではないだろうか（図 3 参照）？

図 3：第 1 四半期にはマイナスのリターンを記録：今後は改善に向かうか？

個別セクター	Q1 2021	2020	2019	2018	2017
欧州レバレッジド・ローン	2.08	2.40	4.38	1.25	3.72
米国レバレッジド・ローン	2.01	2.80	8.17	1.14	4.09
欧州ハイイールド債	1.54	2.90	11.40	-3.35	6.79
米国ハイイールド債	0.90	6.20	14.40	-2.26	7.48
地方債	-0.35	5.21	7.54	1.28	5.45
欧州投資適格社債	-0.68	2.77	6.24	-1.25	2.41
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	-1.10	3.87	6.35	0.99	2.47
CMBS	-2.32	8.11	8.29	0.78	3.35
エマーシング通貨	-2.57	1.73	5.2	-3.33	11.54
エマーシング債 (現地通貨建ヘッジあり)	-3.65	6.07	9.14	0.75	3.68
米国債	-4.25	8.00	6.86	0.86	2.31
エマーシング債 (ハードカレンシー建)	-4.54	5.26	15.04	-4.26	10.26
米国投資適格社債	-4.65	9.89	14.50	-2.51	6.42
米国投資適格長期社債	-8.51	13.94	23.90	-7.24	12.09
米国長期国債	-13.51	17.70	14.80	-1.84	8.53
マルチセクター	Q1 2021	2020	2019	2018	2017
円総合	-0.39	-0.8	1.64	0.93	0.18
ユーロ総合(米ドルヘッジなし)	-1.90	4.05	5.98	0.41	0.68
グローバル総合(ヘッジあり)	-2.47	5.58	8.22	1.76	3.04
米国総合	-3.37	7.51	8.72	0.01	3.54
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	-4.46	9.20	6.84	-1.20	7.39
その他セクター	Q1 2021	2020	2019	2018	2017
S&P 500 指標	6.17	18.40	32.6	-4.4	21.26
3ヶ月 LIBOR	0.06	0.74	2.40	2.23	1.22
米ドル	3.66	-6.69	1.35	4.90	-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 2021 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。

結論に至る前に、留意すべきことがある。この先景気が回復し、景気刺激策によってインフレ懸念が高まれば、更にもう 1 四半期、場合によっては年内にわたって、債券市場は混乱するかもしれない。

しかし、コロナ禍からの回復の勢いがピークを過ぎれば、足元の利回り上昇が債券市場におけるリターンの牽引役の交代を促す前兆であったことが明らかになるだろう。過去 1 年にわたって債券のリターンを牽引してき

債券市場の見通し

たクレジットリスクは、引き続きリターンを生み出すと思われるが、そのペースは急激に鈍化しそうだ。一方、利回りがピークアウトすれば、過去1年にわたって債券市場全般の足を引っ張ってきたデフレリスクがプラスに寄与する見通しだ。直近スティーブ化したイールドカーブによりキャリアーやロールダウンがリターンの原動力となることに加え、足元で上昇した利回り水準が部分的にでも反落すれば、キャピタルゲインが得られる可能性もある。

本稿を執筆している間にも、急速な成長によってインフレ懸念が高まり、利回りが上昇しているが、我々は以下の2つの要因を根拠として、長期的には債券に強気の見方をしている。

1. この先数四半期の後は、コロナ禍以前と同じように、インフレ率は抑制されたものになると考えられる。
2. 先進国の中央銀行は、インフレ目標を達成するために市場金利を低水準に維持し、必要に応じて量的緩和を実施すると見られる。

これらの要因は、長期的な経済見通しに関する我々の見方を反映している。つまり、一連の景気刺激策の効果がピークを過ぎると、高水準の債務負担や人口の高齢化という構造的な問題が再び顕在化すると考えられる。その結果、経済成長が鈍化するほか、さらに重要なことに、インフレ率は中央銀行の目標値を下回るになると我々は考えている。

低金利がもたらされるとの前提を支える第1の要因：抑制されたインフレ

インフレおよび期待インフレ率が債券市場の見通しの重要な要素となると考えられ、その理由は2つある。第1に、インフレ連動債市場を見ると、投資家の期待インフレ率が名目債の利回りに直接影響を及ぼしていることが分かる。実際、過去20年にわたる実際のインフレ率の平均を40bps程度上回る市場の期待インフレ率（ブレイクイーブン・インフレ率）の上昇幅は、過去1年間の名目債利回りの上昇幅を上回っている。図4は、これまで期待インフレ率の上昇が債券パフォーマンスにどのような影響を及ぼしてきたかを示している（期待インフレ率の上昇は名目金利のピークと一致する傾向があり、債券市場の強気相場の始まりを示唆する場合が多い）。

図4：過去の事例を検証すると、ブレイクイーブン・インフレ率の上昇は、弱気な債券市場の始まりではなく、むしろ金利上昇やインフレに対する懸念が過度なものであることを示唆してきた



出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2021年4月現在

低金利がもたらされるとの前提を支える第2の要因：先進国中央銀行の政策

中央銀行の政策は非常に重要である。何故なら、これによってイールドカーブの短期ゾーンは固定され、また中央銀行によって管理される政策金利の将来的な見通しが徐々に誘導されるからである。中央銀行のフォワードガイダンスが長期金利に及ぼす影響について疑問を抱く投資家には、図5が参考になる。この図は、連邦準備制度理事会（FRB）のドット・チャート（連邦公開市場委員会：FOMCのメンバーによる将来的なFF金利の見通し）と米国10年債利回りの関係を示したものである。これを見ると、米国10年債の利回りは財政刺激策やインフレ率、経済成長率の如何に関わらず、FRBのフォワードガイダンスと密接に連動していることが分かる。

しかし、足元ではコロナ禍からの経済回復で市場は過熱しており、FRBの金利見通しから乖離している。足元のFF金利やFRBによるドット・チャートによると2023年までゼロ金利が維持されると見込まれているに

債券市場の見通し

も拘わらず、米国 10 年債利回りなど市場が示す金利は大幅に上昇している。FRB が短期ゾーンの金利を引き上げる可能性があるとの憶測が広がる中、FRB のドット・チャートが示すゼロ金利と市場における金利上昇の綱引きは、この先数四半期にわたって続くと思われる。しかし、最終的には、インフレ圧力は高まるよりも抑制される可能性が高く、経済成長のペースも鈍化すると考えられるため、FRB や多くの先進国中央銀行は、引き続き政策金利を非常に低い水準に据え置こうとするだろう。

図 5：ドット・チャートは今後も長期金利が低水準で推移するとの見通しを示している



出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2021 年 4 月現在

結論として、今年は景気拡大が進む中でも米国 10 年債の利回りは 2% を下回る水準に留まり、景気の本質がピークを打った後は 1.25%、あるいは 1% にまで低下すると我々は予想している。更に、多くの先進国市場でも長期債の利回りが年央までにピークを打ち、その後は年初の水準（国によっては現在の水準を大幅に下回る）にまで低下する可能性があると考えられている。

クレジット：「緩和」マネーの影響は減退するも、景気拡大に伴って引き続きスプレッド商品はリターンに貢献すると考えられる

過去 1 年間にわたり金利上昇が債券市場のパフォーマンスを圧迫してきたが、一方でクレジット・セクターの回復がリターンに大きく貢献してきた。現時点では、多くの債券セクターのスプレッドは大幅に回復したのみならず、歴史的な平均スプレッドよりも縮小した水準にある。「セクター見通し」で詳述するが、我々はスプレッド商品が全般的に今後もアウトパフォームすると予想している。しかし、留意すべき点もある。第 1 に、スプレッドが比較的縮小した水準にあるため、更なるアウトパフォーマンスの程度は小さくなりそうだ。これに加え、縮小したスプレッド水準は損失を吸収する余地がほとんどないことを意味しており、長期的な景気回復が不透明であることを踏まえれば、スプレッドの急上昇や急激な変化を回避するためにも、銘柄選択には慎重さが求められる。更に、最近の株式ヘッジファンドの破たんて浮き彫りになったように、市場の脆弱性はより身近なも

のとなっており、市場が正常に推移している局面でも、時としてボラティリティが急激に高まる可能性がある。

通貨：米国金利のピークアウトや世界的なワクチン接種の進展を背景に、第 1 四半期に見られた米ドル高が後退

通貨は、引き続きコロナ禍からの回復に準じた動きとなった。FRB の利下げによってリスクオンの動きが加速し、2020 年第 2 四半期～第 4 四半期を通じて米ドルの下落が続いたが、米ドルの下落局面は終わりに近づいており、米国の景気回復が加速すれば米ドルが上昇する可能性があるとの見方を我々は以前に示していた。しかし、通貨においても市場でローテーションが発生する可能性がある。第 2 四半期には、米国以外の国々でワクチン接種のペースや経済成長が加速し、これに伴って米ドル高は後退する可能性がある。

結論：足元の債券市場の調整により、長期金利はフェアバリューを上回る水準に達したと我々は考えている。ただし、景気加速やインフレに対する懸念が頭打ちするまで、市場の安定や反転はもたらされない可能性がある。長期金利反転によるローテーションが起きる可能性を踏まえれば、過去 1 年間にわたって債券セクターのリターンに大きく寄与してきたクレジットのパフォーマンスは今後も続くものの、そのペースは鈍化すると考えられる。米国金利がピークに達するのに伴い、米ドル高は反転する可能性が高い。断続的なボラティリティの高まりや高い不透明感により不安定な局面も予想されるが、こうした環境下では引き続きアクティブ運用を通じて付加価値を創出する機会が生み出されることになると考えられる。

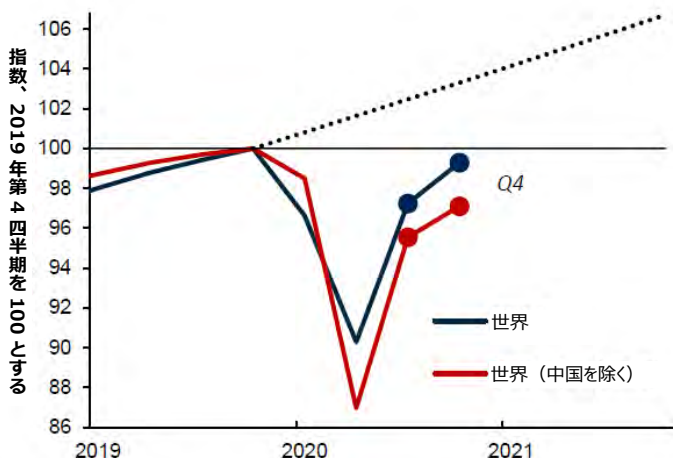
世界経済の見通し

世界経済の回復が確実視される一方で、今後、景気が過熱する可能性はあるか？

コロナ禍とそれに伴う都市封鎖によって、世界経済は未曾有の打撃を受けた。この1年、総供給と総需要の急減、労働市場の大幅な悪化、金融市場の混乱、そしてマクロ経済を巡る新しい種類のリスクと不確実性に、我々は耐えてきた。

こうした深刻な危機にも拘わらず、世界の GDP 成長率は 1%未満のマイナスで 2020 年を終えた（図 1）。力強い中国の回復を除くと成長率はマイナス 3%台に迫り、より大きなマイナス幅になるものの、それでも昨年の春先や夏場に予想されていたよりは遥かに小幅なマイナス成長に留まった。

図 1：世界の実質 GDP



出所：PGIM フィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス

結果として、世界経済は非常に底堅い動きを見せた。企業は業務をバーチャルに移行することに成功した。多くの労働者が仕事をリモートで行なう方法を見出し、リモートワークが可能ではない労働者もコロナ禍をもとめせずに自分たちの職を守った。また、消費は構造的に変化した。

企業、労働者、そして消費者は行動の変容を余儀なくされ、そして臨機応変かつ柔軟に対応してきた。バーチャルなツールのより効果的な活用など、コロナ禍への対応の結果として生じた変化の中には、恒久的な変化になると見込まれるものもある。また、結果として経済の生産性が向上したということもできる。

経済における重大な変化の1つとして、生産および消費がモノヘシフトしたこと、特に持続的な対面の接触を必要とするサービスが避けられたことが挙げられる。こうした状況は、図 2 を見れば明らかである。コロナ禍の最中、世界のモノのコア・インフレ率は 10 年ぶりの水準まで上昇した一方、サービスのコア・インフレ率は世界金融危機以降で最も低い水準まで低下した。こうした乖離の巻き戻しが、この先 1~2 年のインフレ動向を左右する重要な要素になると考えられる。

そしてサービスセクターの動向は、国によって多少の違いがある。例えば、昨年下半年期のサービス業購買担当者景気指数（PMI）を見てみると、ユーロ圏や日本より米国の方が力強く回復していることが分かる。ユーロ圏や日本におけるサービス業 PMI は 50 に僅かに満たない水準にあり、サービスセクターの小幅な縮小が続いていることが示されている。こうした乖離は、米国の大部分の地域において新型コロナウイルスへの公衆衛生対策が相対的に緩いことが反映されたものだと我々は考えている。このような比較的緩い新型コロナウイルス対策によって、感染抑制という面では悪影響が生じていることは間違いないが、その分、サービスセクターが昨年春先の危機から回復する余地は大きいと言える。

図 2：グローバル・コア・インフレ率とサービス業 PMI



出所：PGIM フィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス

今後の世界経済は、非常に力強い回復を見せると我々は見ている。ワクチン接種の進展、継続的な景気刺激策、そして消費の回復が支援材料となって、2021 年の世界の GDP は 6%を上回る大幅な回復となると見込まれる。米国、中国、インドが急回復の牽引役になると考えられるが、ユーロ圏や英国の成長も次第に加速する見通しである。対照的に、中南米は出遅れることが予想される。

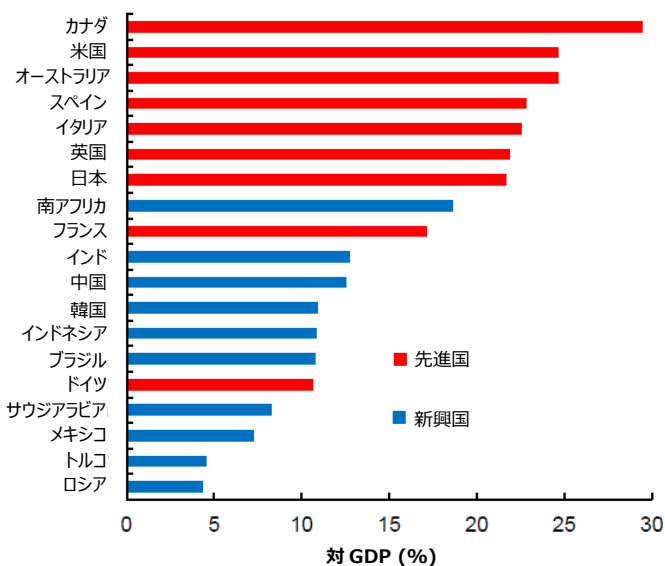
世界的にワクチン接種が順調に進展するだろうとの見込みが、こうした景気回復の柱となっている。ワクチン接種の取り組みは、足元で本格化している。例えば米国では、1 日当たりのワクチン接種者数が約 300 万人まで増加しており、人口の約 1/3 は 1 回の接種を済ませ、2 回の接種を済ませた人数も人口の 20%近くに達する。英国でのワクチン接種ペースは米国よりも更に速い。両国とも今年の夏までには集団免疫を獲得する水準に達することが確実視されている。EU でのワクチン接種はこれまでのところ出遅れているが、今後数か月のうちに接種が加速すると予想する。一方で、多くの新興国はワクチンの確保、配布において、より深刻な問題に直面している。とは言え、新興国でも 2022 年半ばまでには集団免疫に達する見通しである。当然ながら、ワクチンが

世界経済の見通し

効かない変異種の出現が、引き続き世界経済の回復に対する主要なリスクとなると見込まれる。

財政・金融両面からの刺激策の維持も、景気回復を促す要素の一つである。こうした刺激策は景気後退局面において重要な支援材料になったが、今後も刺激策が維持される公算が高い。図3に示す通り、先進国・新興国を問わず、多くの国で大規模で広範な財政支援策が実施されてきた。その結果として生じた債務の増加によって、今後、新興国を中心に政策当局は大きな課題に直面する可能性があるものの、2021年も財政刺激策は維持される公算が高く、これによって引き続き経済成長が押し上げられるだろう。また、もう一つの懸念として、欧州で域内の経済回復が定着した後に、早すぎる財政引き締めへ転じることが挙げられる。

図3：公的債務の増加幅：2019～2021年

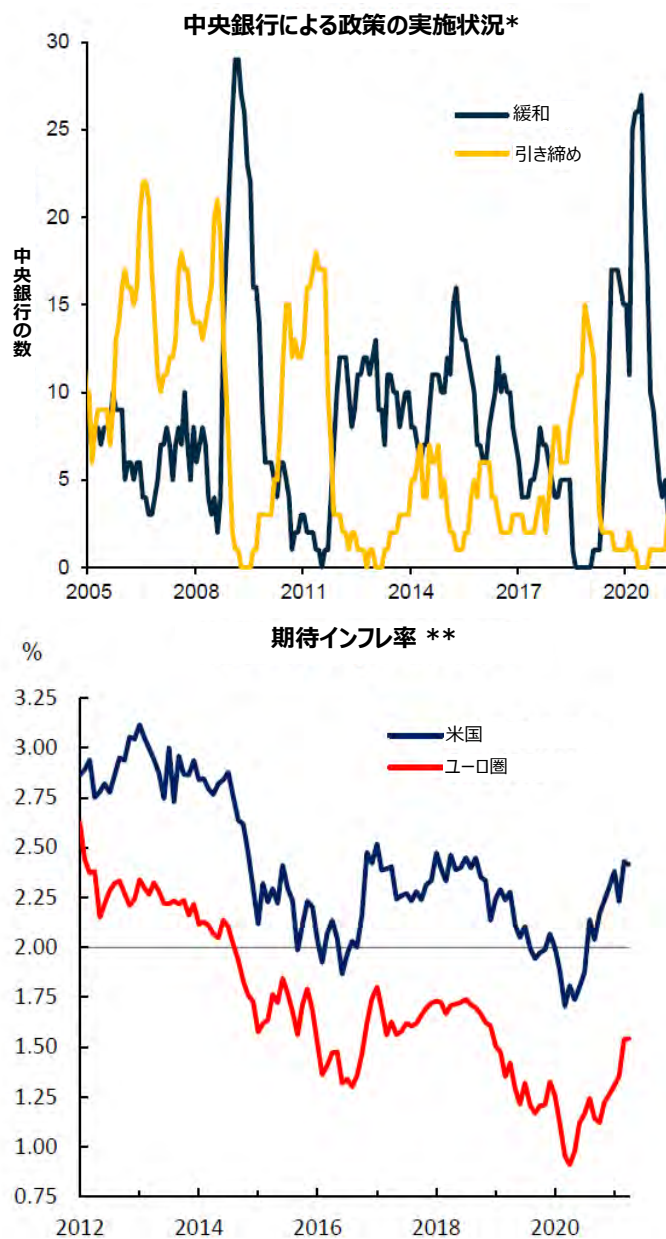


出所：PGIM フィクスト・インカム、IMF、2021年4月現在。

金融政策の状況も概ね同様である。コロナ禍が発生した当初、各国では一斉に金融緩和策が実施された（図4）。主要中央銀行30行のほぼ全てが、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて利下げに踏み切った。

先進諸国では、インフレ目標の達成に向けて中央銀行が躍起になっており、金融政策による強力な下支えが続くと予想される。米国ではFRBの期待インフレ率を引き上げる努力が一部で実を結びつつあり、足元で期待インフレ率は数年前の通常の水準である2%を若干上回る水準まで上昇している。一方で、ユーロ圏の状況はより深刻であるように見える。期待インフレ率はコロナ禍期間の最低水準からは上昇しているものの、欧州中央銀行（ECB）の目標を大きく下回っている。

図4：世界各国・地域の中央銀行による政策と期待インフレ率



出所：PGIM フィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス *30の主要な中央銀行の過去3カ月の動向 **5x5 インフレーション・スワップ。

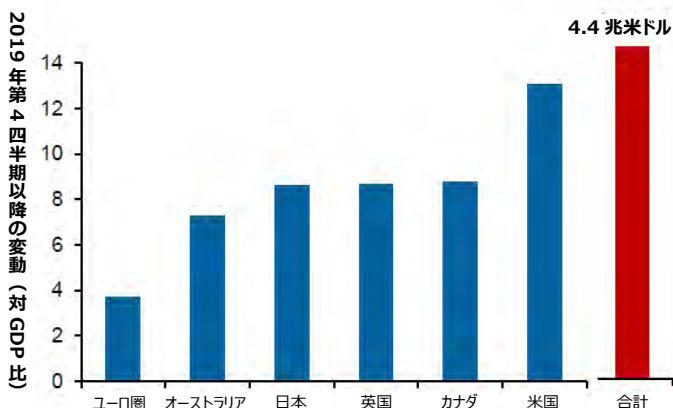
新興国における追加金融緩和の見通しは、国ごとに微妙な違いが見られる。金融政策は引き続き概ね緩和的であるものの、トルコ、ブラジル、ロシアは足元で利上げに踏み切った。また、中国人民銀行（PBOC）は段階的に流動性を引き締めている。力強い世界経済の回復に直面して、新興国の中央銀行がいつまで金融緩和策を継続できるかについては、答えが見えない状況である。先進国における物価上昇は抑制されたものになる可能性が高いが、新興国に関してはより不透明である。また、インフレリスクを見越して、市場が利上げを催促する可能性もある。その結果、新興国と先進国の間で、金融政策の乖離が生じる可能性がある。

世界経済の見通し

また、世界中の消費者が、複数の理由により過去 1 年にわたって貯蓄を大幅に増やしている点も、景気回復の見通しを支える要因となっている。第 1 の理由として、コロナ禍によるマクロ経済全般の不透明感に直面して、家計部門は慎重に反応し、支出を削減する動きが見られた。第 2 に、より限定的な要因ではあるが、ウイルス感染リスクを考慮して、あらゆるサービス支出が削減された。先述の通り、サービス支出の減少は、モノへの支出の増加によって部分的に相殺されているが、差し引きすると支出は減少している。第 3 に、大規模な財政刺激策の一部は、目先の消費ではなく、むしろ貯蓄やバランスシートの修復に回されている。

貯蓄に関する指標の 1 つとして、図 5 はコロナ禍発生以降の家計の現金保有高の増加を示したものである。家計の現金保有高は、米国では GDP 比で 12%の急増、カナダ、日本、オーストラリア、英国でも GDP 比で 6~8%の増加となっている。現金保有高は合計で 4 兆米ドル以上増加しており、潜在的な支出余力は非常に大きい。最近、イングランド銀行のチーフ・エコノミストは、英国の家計が積み上がった貯蓄の僅か一部でも支出に回せば、「勢いのある回復」がもたらされる可能性がある」と指摘した。そして、これは他国にも当てはまる。

図 5 : 家計の現金保有高 (2020 年第 4 四半期)



出所：PGIM フィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス、2020 年第 3 四半期のデータ。

こうした要因が力強いものであることを踏まえると、**時間の経過とともに世界経済は力強く回復するとの見通しが、現在のコンセンサスである。そのため、論点は「インフレを引き起こすリスクは何か」、および「2022 年の経済成長の見通し」という 2 点に移行しつつある。**この 2 点に対する実際の答えによって、今後のマクロ経済と市場の動向が決まってくるだろう。

インフレに関しては、インフレ率が上昇する可能性がある 2 つのシナリオが考えられる。1 つ目は、ワクチンの接種が進み、世界経済がコロナ禍の足枷から解放される中、総需要が急速に増加し、総供給を一時的に上回る可能性があるというものである。企業が労働者を職場に復帰させ、生産計画を策定し、サプライチェーンを再開させ、そして生産を増やすには時間がかかる。こうした状況では、生産におけるボトルネックと供給不足によってインフレ率が上昇する可能性がある。しかし、数四半期が経過すれば、供給の調整が起こって再び需給が均衡し、インフレ圧力は後退するだろう。パウエル FRB 議長は前回の記者会見において、

これと全く同じシナリオを説明し、インフレ率について、目先の動きではなく、その先を見据える姿勢を示した。

もう 1 つは、ローレンス・サマーズ氏によって展開されているやや厄介なシナリオである。前例のない財政政策を含む総需要に対する未曾有の支援策を背景として、経済は持続的なインフレに陥る危険性を孕んでいるとサマーズ氏は主張している。こうした状況は 2 つの要因によってもたらされる可能性がある。第 1 の要因として、2021 年の経済の急回復によって、人々の投資意欲を含むアニマル・スピリットが解放され、これが契機になって総需要がより持続的に増加する可能性があることが挙げられる。2 つ目として、先述した様々な一時的なボトルネックによって長期的な期待インフレ率が押し上げられる可能性が挙げられる。こうした動きに対する FRB の対応が遅れば、期待インフレ率が持続的に上昇し、期待インフレが現実のインフレとなる可能性がある。

我々は引き続きインフレ率の動向を注視してゆく。しかし、2021 年に一時的にインフレ率が上昇した後、抑制された水準に回帰すると我々は見ている。人口の高齢化や高い債務水準など、コロナ禍発生前から長期にわたって経済成長や物価上昇の重石となっていた構造的な抑制要因の多くが依然として根強く残っており、むしろ、今後、こうした要因は更に顕著になる公算が高いと我々は考えている。こうした点を考慮すれば、**コロナ禍収束後のインフレ率は、コロナ禍発生前と同じような水準で推移する公算が高い。**

もう 1 つの問題として、2022 年の経済成長はどの程度力強いものになるかという問題が、次第に意識されつつある。異例の財政支援策が縮小に転じ、家計が積み上げてきた貯蓄を取り崩し、そして経済活動の再開当初の経済の急回復が一巡した後、経済成長はどの程度減速するだろうか？

この点に関して言えば、懸念されるべきはインフレや景気の過熱ではなく、むしろ 2022 年の減速過程で予想以上に不安定な状況がもたらされることである。我々は、基本シナリオとして経済が順調に成長し続けると考えているが、上記が重要な下振れリスクだと認識している。

結論として、現在実施されている景気刺激策を考慮すれば、基本的に世界経済が力強く回復することは確実であろう。むしろ、議論の中心となるのは、ワクチン接種のペースや政策の正常化、そして（最終的には）実質 GDP 成長率が国によって異なるという点である。どちらかと言えば、景気回復が堅調過ぎることを受けて、支出が持続可能な水準を著しく上回ることを我々は懸念している。中期的に見れば、**経済のパフォーマンスは、穏やかな成長および抑制されたインフレというコロナ禍前の状況に回帰すると我々は予想している。**

先進国金利

第 1 四半期は、それまでの市場に織り込まれていた予想水準を超えて大幅に金利が上昇し、先進国金利は非常に不安定に推移した。ワクチン接種の本格化と大規模な財政出動が相俟って期待インフレ率が大きく上昇する中、米国 10 年債の利回りが 1 年以上前の水準にまで上昇するなど、金利は世界的に上昇した。

利回りは 3 月になって安定化に向かったものの、FRB による補完的レバレッジ比率 (SLR) に対する判断に引き続き市場の注目が集まった。SLR の条件緩和措置が終了すると、世界的な金融システム上で重要な大手銀行 (GSIBs) の米国債および準備預金の保有コストが上昇することがその理由として挙げられる。今後、その弊害の解決策の 1 つとして、GSIBs に求められているバーゼル規制のリスクベースの自己資本と同様の仕組みを導入することが考えられる。短期的には、SLR の条件緩和措置の終了の影響として、長期債の名目利回りに一時的な逆風が生じ、スワップ・スプレッドが縮小することが予想される。

米国では、実質金利の上昇によって米国債の名目利回りが現在の水準から押し上げられる可能性があるものの、我々は 10 年債利回りが 1.75% を超えて上昇した場合、利回り水準に応じてロングポジションを積み増すことを検討している。また、国債のカレント物についてはファンダメンタル・バリュエーション (理論利回りと実勢利回りの較差) に着目している。過去数回の冴えない入札を経て、米国債の 7 年物は現在割安な水準にある。また、20 年物国債も投資妙味があると考えられる一方、10 年物と 30 年物米国債は多額の新規発行にも拘わらず割高であると見ている。依然として米国債イールドカーブの長期ゾーンにはミスプライスが見受けられるが、時間の経過とともに、ある程度正常化すると我々は予想している。

欧州では、結果的に金利は米国と同じ推移を示したが、足元では欧州のリスクプレミアムが上昇している。英国の金利は引き続きインフレ期待を過度に織り込んでおり、英国の物価連動債には割高感がある。我々は英国と欧州の名目イールドカーブにおいてはスティープ化 (短期 vs. 中期) 期待ポジションを維持しているほか、インフレに関する全般的な過大評価を踏まえて英国 10 年物実質金利について機動的なポジションを構築している。

結論として、先進国金利は最終的に第 2 四半期にピークに達すると見込まれ、2021 年末には市場予測を割り込む公算が高いと見ている。なお、第 1 四半期末時点の市場予測では、10 年物の米国債、日本国債、およびドイツ国債の利回りはそれぞれ、171 bps、9 bps、18 bps の水準で年を終えると予想されている。

見直し: 強気。過度に楽観的であると思われるインフレ期待を背景に、先進国のイールドカーブは基本的にブル・フラット化することが見込まれる。

エージェンシーMBS

エージェンシーMBS は米国債に対して +15 bps の超過リターンを記録したが、先進国金利の上昇と金利のボラティリティの高まりが第 1 四半期の大半を通じて MBS 市場の重石となった。

総じて MBS のバリュエーションは特に割安であるとは考えられないものの、第 2 四半期は、需給要因が MBS の国債対比のパフォーマンスを決定付ける見直しである。引続き堅調な需要が予想される一方、モーゲージ金利の上昇と住宅の在庫薄を背景としたオリジネーション総額の縮小が要因になって、スプレッドは低位でレンジ推移する可能性が高い。モーゲージのデューレーションとネガティブ・コンベクシティを吸収する主体として FRB による買い入れが引続き重要な要素となる。3 月 31 日現在における FRB 保有の MBS ポートフォリオが 2.174 兆米ドルと記録的な水準にまで膨れ上がっていることを踏まえると、持続的な再投資だけでも今後の市場に大きな影響を及ぼす可能性がある。

FRB は足元のモーゲージ金利でのオリジネーションの傾向の変化を反映しつつ資産購入をクーポン 2% から 2.5% の 30 年物に集中させると考えられるが、プライマリー金利が更に 0.25% 上昇すれば、FRB は、この数四半期にわたって計画に盛り込まれてこなかったクーポン 3% の 30 年物を買入れに加える可能性もある。

我々は、FRB に課せられた 2 つの使命に関して大きな前進が見られるまでは、FRB による MBS の買い入れが見直されることはないと考えており、少なくとも第 4 四半期までは MBS の買い入れが続けられると予想している。また FRB は、量的緩和策を変更するに当たっては、十分に前もってメッセージを出すことを予想している。

モーゲージ保険料の引き下げを巡る懸念や延滞債権の買い取り、海外での売りを背景とするジニーメイの足元のアンダーパフォーマンスに関しては、就任したばかりの住宅都市開発省長官が、現時点では保険料を直ちに引き下げる計画はないと述べている。今後は、ジニーメイについては割安なバリュエーション、利回り物色の復活を背景に見直される可能性がある。

カレントクーポン債は割安化したものの、第 2 四半期には米中期国債と比較して引き続きプラスのキャリーを提供すると見られる。我々は、魅力的なキャリーと、FRB の買い入れが供給を吸収する見直しであることを踏まえ、クーポンが 2.5% の 30 年物を積み増すことを検討している。今後借り換え可能な対象 MBS が更にアウト・オブ・ザ・マネーとなりようであれば、先々の期限前償還が減速することを踏まえ、我々は将来的により高いクーポンヘシフトする可能性がある。特定プールについては、TBA 債と比較してファンダメンタル・バリュエーションが優れているため、依然として我々は強気な見方をしている。

見直し: 第 2 四半期にわたって米国債やスワップに対して相対的にニュートラルな見方。エージェンシーMBS よりも、他の高格付スプレッド・セクターを我々は選好する。

2021 年第 2 四半期セクター見通し

証券化商品

セクター	サブセクター	スプレッドの変動 (bps)	
		Q1	LIBOR OAS 3/31/2021
CMBS			
CMBS: コンデュイット型証券 AAA	利子先払い 10 年債	-5	70
CMBS: コンデュイット型証券 BBB-	BBB-	-45	350
CMBS: CMBX (OTR)	AAA	-4	48
CMBS: CMBX (2012年)	AA	+54	207
CMBS: エージェンシー集合住宅	シニア	-11	19
非エージェンシーRMBS			
レガシー	RPL シニア	-20	60
レガシー	2006/2007 年のオルト A	-30	140
GSE リスクシェアリング	M2	30	230
CLOs			
CLO 2.0	AAA	-6	114
CLO 2.0	AA	5	165
CLO 2.0	BBB	5	335
ABS			
消費者 ABS	シニア	-20	70
消費者 ABS	B クラス	-50	90
民間学生借り換えローン	シニア	-35	60
ジェネリック	AAA クレジットカード	0	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、2021 年 3 月 31 日現在。

家計への現金給付と住宅ローン返済猶予の延長などが盛り込まれた追加経済対策が可決したことにより、引き続き消費者ローン債権を裏付けとする ABS および RMBS 市場における下方向のテールリスクが最小限に抑制されている。経済成長の力強い回復は全証券化商品にとって支援材料である。マイナス材料としては、刷新された消費者金融保護局（CFPB）が早くもその執行権限を発動し始めていることが挙げられる。その結果、（プライムを若干下回る）ニアプライムやサブプライムの借手へ貸し出しを行なっている企業を中心に、消費者への貸し出しを行なっている全ての貸手について下振れリスクが生じている。

足元のスプレッドは軟調であるものの、証券化商品は、他の短期のスプレッド・セクター商品との比較でのスプレッドの大きな優位性、および税制や規制の改正による影響を相対的に受けにくいことから、相対的に好調に推移する状況にあるとの見方を我々は維持している。

CMBS：第 2 四半期に入った当初は、CMBS のスプレッドは引き続き拡大する可能性がある一方、足元の金利のボラティリティにより借手が様子見姿勢を取っていることから、その影響で第 2 四半期の経過とともに供給が縮小すると見込まれる。他のスプレッド市場で大幅なボラティリティの上昇が生じなければ、AAA 格のスプレッドが大きく拡大する可能

性は低いと考えられ、スプレッドが明らかに拡大した時は買い増しを検討する。

コンデュイット型 CMBS の延滞率はかなり高い状態が続いている。小売と宿泊施設の延滞率に注目が集まる一方、企業が柔軟な働き方を拡大させて物理的な拠点数を減らす計画を発表しており、オフィスセクターが予想よりも脆弱になる可能性があるとの懸念を我々は強めている。多くの債券がコロナ禍前の水準を既に回復しているものの、我々は引き続きシングルアセット/シングルボロー型（SASB）のシニアトランシェとメザニントランシェに投資妙味があるとの見方を維持している。コンデュイット型のメザニントランシェへの投資については、構造的なレバレッジ比率の高さと商業用不動産を巡る不確実性を踏まえ、慎重な姿勢を維持している。

非エージェンシーRMBS：我々の長期予想通り、ミレニアル世代の需要が住宅価格の上昇を一部促していると思われ、加えてモーゲージ金利が歴史的に低い水準にある中、全ての年齢層で過去数ヶ月にわたって住宅所有率が上昇している。足元のモーゲージ金利の上昇に住宅価格の大幅な上昇が相俟った影響で、アフォーダビリティ指数は低下しているが、過去の標準と比較するとアフォーダビリティは依然として高い水準にある。更に、抵当権執行の幅広い免除策も引き続き住宅セクターを下支えしている。

返済猶予策の延長によって、住宅およびモーゲージ市場における下方向のテールリスクが緩和されており、市場の支援材料となっている。また、住宅ローンの引き受け基準も引き続き保守的である。

足元のクレジットリスクトランスファー（CRT）債のスプレッド拡大はこれら CRT 債やモーゲージ保証会社 CRT 債購入の好機だと考える。一方でレガシー非エージェンシーRMBS のスプレッドはコロナ禍前の水準よりも幾分高いままであるが、この資産クラスは流動性が低下しているクラスの 1 つであり、固有の下振れリスク（例えば、繰上償還や管財人の不正行為など）と恒久的な構造的複雑性が相俟って全般に相対価値を減じている。我々は引き続き、モーゲージのオリジネーターやサービス提供会社に資金供給するための個別交渉に基づく取引に投資妙味があると考えられる。

英国の RMBS の現状水準は魅力があると我々は考える。特に、セカンド・ペイ、経過期間の長いノンコーポメーティング、優良な住宅融資専業会社による新規オリジネーション債に関しては積極的な見方をしている。また、英国において規制上や財務上のリスク資本の減免を狙う発行体による重要リスク移転（SRT：Significant Risk Transfer）商品についても投資妙味があるとしている。英国モーゲージのファンダメンタルズは、政府による債務者支援策（例えば一時帰休制度）や住宅市場向け支援策が続けられていることを背景に安定を維持すると予想される。また、発行体による住宅ローン返済猶予が、RMBS の担保資産のパフォーマンスを安定させている。

CLOs：証券化前のウェアハウスが大量に積み残っているため、2021 年を通じて CLO の発行は高水準で推移すると我々は見ている。大量

2021 年第 2 四半期セクター見直し

供給によってスプレッドの更なる縮小が妨げられる可能性があり、2021 年におけるスプレッドの最も低い水準は第 1 四半期に記録した公算が高い。AAA 格の CLO はその信用補完と構造的な保護により、引続き損失リスクが極めて低いと考える。また AA 格トランシェも、損失を被る確率が非常に低いと見ている。基本的に、引き続き AAA 格および AA 格の CLO を選好しており、0%の EURIBOR フロアの価値を考慮後のスプレッドの相対的な魅力を踏まえ、特に欧州の AAA 格を選好している。市場間のレティブ・バリューを判定する上でこのフロア価値の動向を注視している。

ABS : 多くの ABS 市場で第 1 四半期にコロナ禍前のスプレッド水準を下回ってきており、多くのセクターのスプレッドがフェアバリューを下回る水準まで買い込まれていることから、この資産クラスの総合的なレティブ・バリューについては中立または消極的な見方をしている。足元でディーラーが売り越しており、短期的にスプレッドは拡大すると予想している。長期的には、2021 年の純新規発行がマイナスまたはゼロになるとの見方が ABS の相場スプレッドを下支えすると予想される。より魅力的なレティブ・バリューが他に存在する中、足元の水準では、クレジットカードやプライム自動車ローン、経過期間の長いサブプライム自動車ローン、フロアプランなど一部の ABS セクターを我々は機動的に売却している。一方で、非インターネット専業銀行を通じて創出された無担保消費者ローンの優先クラスおよび劣後クラスを積み増しているほか、特定の発行体によるサブプライム自動車ローン（新規発行）、学生向け民間借換ローンの劣後債、さらにはカナダのプライム自動車ローンの劣後債や英国のニアプライムのクレジットカードなど米国以外の ABS も選好している。規制面や財務面でのリスク資本に関わるクレジットリスクトランスファー債の ABS も魅力的なリターンを獲得できる可能性がある。

ABS のファンダメンタルズは基本的に良好と見ているが、現在の政権下における消費者信用のオリジネーターやサービス提供会社に対する規制強化を我々は注視している。一方、発行体による返済期限の延長や返済猶予の活用は、昨年実施された政府の経済対策と相俟って、ABS において借手の債務履行を促す効果的な安定化装置の役割を果たしている。第 2 四半期に入り、足元で可決された経済支援策によって返済に苦慮している消費者信用の債務者に当面の支援が提供され、ワクチン接種の本格化、経済活動の再開、そして雇用情勢の更なる改善への橋渡しが提供されると考えられる。ABS に関しては、貸し倒れの増加に対抗する構造的なプロテクションが引き続き強固である。

見直し : 第 2 四半期に入って当初はスプレッドが更に軟化すると予測されるが、高格付けの証券化商品については強気な見方をしている。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、非エージェンシー CRT RMBS の劣後債には投資妙味があると見ている。

投資適格社債

	トータル・リターン (%)	スプレッド変化 (bps)	OAS (bps)
	Q1	Q1	3/31/2021
米国投資適格社債	-4.65	-5	91
欧州投資適格社債	-0.68	-2	90

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、2021 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。

米国および欧州の投資適格社債の第 1 四半期のリターンは期待外れだったが、FRB と ECB が緩和的な政策を維持することに対する確信、経済活動の再開に伴う企業業績の改善期待、ワクチン接種の加速、そして過度なインフレ懸念を背景に、中期的には投資適格社債について我々はやや強気な見方をしている。

米国投資適格社債 : インフレ懸念を除外すれば、企業のファンダメンタルズは多くの業種および銘柄にわたり健全性を維持している。

製造業、自動車、住宅、エネルギー、化学セクターなどを中心に経済が活況を呈する中、企業の手元流動性は潤沢であり利益とキャッシュフローも改善している。コストは増加する可能性がある一方、BBB 格発行体の多くが債務返済のために引き続き経費を削減し自社株買いを先送りしており、レバレッジはやや低下している。信用格付機関による格上げも増加する中、第 1 四半期は墮天使債（フォールン・エンジェル）が発生しなかった。ただし、経営陣の業績に対する確信度は高まりつつあり、バイデン政権も注意を払っているものの、時間の経過とともに M&A や LBO に起因するイベントリスクが高まる可能性がある。更に、より質の高い A 格や AA 格の発行体が設備投資、借入資金による企業買収、自社株買いなどを増やす可能性がある。

需給面では、米国内および（低い為替ヘッジコストを背景とする）米国外の投資家から安定した需要があり良好な環境が維持されている。年初来の総発行額は予想よりも多い 4,250 億米ドルで第 2 四半期を迎えたが、正味発行額は前年同期比約 20%減少した。

現在、我々は一部の BBB 格債やオフザラン銘柄、墮天使債（フォールン・エンジェル）、格上げの可能性があるクロスオーバー銘柄などでスプレッド縮小が期待できる投資機会を選好している。また、自動車やエネルギー、化学など景気敏感セクターも選好しているほか、自己資本が充実しており割安なバリュエーションの大手銀行やパイプライン銘柄をオーバーウェイトしている。一方で、A 格の資本財セクターについては慎重な見方を維持している。

全般的には、第 2 四半期にはスプレッドは狭いレンジで推移し、局地的に超過リターンを獲得する機会が生じると見ている。リスク要因としては、ウイルスの感染再拡大、金利を押し上げるインフレの加速、新政権下での米法人税率の引き上げとフィルバスター（議事妨害行為）廃止の可能性、株式市場で発生しつつある「バブル」が挙げられる。

2021 年第 2 四半期セクター見通し

欧州投資適格社債：我々は、欧州投資適格社債のスプレッド・デューレーションをインデックス対比ややロングとしているほか、政府による全面的な支援が追い風になると考えられる銀行をオーバーウェイトしている。また、米国企業発行のユーロ建社債である「リバースヤンキー債」のうち、ECB の買い入れ条件を満たさない銘柄も選好している。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、より割安な価格で発行されている。スプレッドは非常に狭いレンジで推移すると見ているが、BBB 格は引き続きスプレッドの縮小余地があると考えており、インデックスのスプレッドは若干縮小する可能性がある。今後数カ月は、ワクチン接種の進展が市場心理を左右するだろう。

グローバル投資適格社債：グローバル投資適格社債に関しては、相対価値に基づく投資機会が異なる通貨間で依然として豊富にあると見ており、ユーロ建債と米ドル建債のスプレッド水準について特にどちらかを選好しているという訳ではない。ポートフォリオのリスクは、スプレッド縮小を狙った取引から利益を得るべく、程々の水準を維持している。我々はユーロ建債の中でもとりわけユーロ建 ECB 適格債をアンダーウェイトしている。また、引き続きユーロ建米国社債である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、BBB 格債、米ドル建の電力銘柄、課税地方債などを選好している。引き続き、同一発行体や類似発行体のユーロ建債とドル建債の間での、価格や利回りにおけるミスマイクから得られる機会を探っている。

見通し：中央銀行による市場下支え策や景気回復の見通しを踏まえ、やや強気な見方をしている。米国の大手銀行、一部の BBB 格債、景気敏感銘柄、墮天使債（フォールン・エンジェル）などを選好する。

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)
	Q1	Q1	3/31/2021
米国ハイイールド債	0.90	-50	336
欧州ハイイールド債	1.54	-44	321
米国レバレッジド・ローン	2.01	-37	449
欧州レバレッジド・ローン	2.08	-33	425

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、2021 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：ハイイールド債は、景気回復と金利の上昇がせめぎ合う中で第 2 四半期を迎えており、低格付銘柄は株式とともに値上がりした一方、高格付銘柄は金利上昇で値を下げ、両者のパフォーマンスには大きな乖離が生じた。同様に、力強い成長と更なる経済活動の再開の恩恵を受けると考えられる高ベータのセクターや新型コロナウイルスの影響がより深刻だったセクターの多くがアウトパフォームし

て第 2 四半期を迎えた。一方、より高格付セクター、ディフェンシブなセクター、金利感応度の高いセクターは出遅れた。

コロナ禍に対処するための大規模な金融・財政政策を踏まえ、我々は米国ハイイールド債について強気な見方を維持している。短期的には更なる都市封鎖がハイイールド債のスプレッド縮小の逆風となる可能性があるものの、中期的には引き続きスプレッドは縮小すると予想しており、今後 2 年間でスプレッドが更に 50 bps 縮小するとの強気な見方をしている。ワクチン接種を巡る楽観論、利回りを希求する持続的な動き、デフォルトの減少、そしてハイイールド債発行体に有利に働くと考えられる M&A が活発化するとの見通しにより、今後スプレッドの縮小が促されると我々は考えている。一方で、ワクチン接種の進展を妨げる新型コロナウイルスの変異種や、予想を上回るインフレ率の上昇とそれに同調した金利上昇、企業および高所得者に対する米国の大幅な増税というテールリスクが、こうした楽観的な見方を若干抑制する要因となっている。

ポジショニングに関しては、BB 格債がレティブ・バリュウの観点から割安であり、かつ新型コロナウイルス第 2 波による都市封鎖が及ぼす影響も相対的に限定的だと思われる。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いるほか、エネルギーセクターの中では、原油関連企業のアンダーウェイトを縮小させつつ、天然ガス生産企業を引き続きオーバーウェイトとしている。

米国レバレッジド・ローンは、9 四半期連続で資金流出超となっていたが、111 億米ドルの流入超を記録して第 2 四半期を迎えた。CLO の組成と発行体によるリファイナンスは第 2 四半期も活況を呈すると考えられ、市場においては需給が引き続き重要な要素になる見通しである。また、投資家が金利上昇対策として変動金利資産に興味を示す中、ローン投信への資金流入が続く公算が高い。我々は現在、相対的に質が高い一方、B 格に対して価格の回復が遅れている BB 格を選好している。ただし、低ボラティリティ環境ではクーポンの高い B 格発行体がアウトパフォームする可能性があることは認識している。一方で小売り、空輸、エネルギー、カジノ・ホテル、レジャー産業は全般的にリスクが高いとの見方を維持する。

欧州レバレッジド・ファイナンス：2020 年第 2 四半期以来力強い回復が続いているものの、過去の水準と比較するとスプレッドは現在も魅力的な水準にあり、長期的な時間軸で投資をしている投資家には力強いリターンをもたらすと我々は見ている。足元の未曾有の危機からの回復は、ほぼ間違いなく減速に向かうと考えられる（よって短期的な市場の推移は予測が難しい）ものの、主要国が経済活動を徐々に再開させるにしたがいマクロ経済指標は着実に改善すると我々は確信している。業績に対する短期的な圧迫要因の大半は、企業による健全なコスト管理および資金繰り、並びに投資家や国からの支援を通じて対処されてきた。厳しい経済情勢にも拘わらず、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%未滿、欧州レバレッジド・ローンに関しては 3.0%未滿に留まるとみている。アクティブ運用と優れた銘柄選択により、信用状態の悪化を回避し、様々なセクターで魅力的な投資機会を活用できると我々は考えている。

2021 年第 2 四半期セクター見直し

ポジションに関しては、我々は刻々と変化する状況の中、良好なレティブ・バリュー機会には積極的なポジションを取っており、現在のところ概ね市場よりも高いリスクを取っている。最終的には、今後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になると我々は考えている。

見直し：中長期的には強気な見方。スプレッドは魅力的な水準にあり、長期的な時間軸で投資をしている投資家には力強いリターンをもたらすと考えられる。短期的には、引き続き高いボラティリティが続き、予測が困難となる見込みである。こうした環境の下、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%
	Q1	Q1	3/31/2021
エマージング債券 (ハードカレンシー建)	-4.54	3	354
エマージング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	-3.65	0.78	4.99
エマージング通貨	-2.57	1.24	2.80
エマージング社債	-0.80	-32	295

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、2021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 2 四半期におけるエマージング市場の課題は、先進国において金利が上昇し、高止まりするリスクと、減速が予想される新興国の 2022 年成長見直し（我々は、新興国の経済成長が、2021 年は 7%、2022 年は 4.3%になると見積もっている）とのバランスをどう取るかになるだろう。更に、米国金利がピークをつけ、エマージング市場が被っている打撃は「行き過ぎ」だと考えられるようになれば、今度はファンダメンタルズに基づくレティブ・バリューがエマージング市場の動向を左右するようになると考えられる。エマージング市場のパフォーマンスは、「世界の金融状況が大幅に引き締まる中、債務水準が高く、構造改革の推進に障害のあるエマージング市場の発行体の対応力」、「コモディティ価格による下支えの大きさ」、「中国の動向による影響」という 3 つの長期的なテーマによって形成されると予想する。これらの状況について、その多くは時間の経過とともに明らかになるだろう。また、特定のエマージング市場セクター内で、バリエーションの改善から最も効果的にリターンを得るために、我々は異なるシナリオにおけるそれらのセクターのパフォーマンスを検証し、これに基づいてリスクのバランスを取っている。

また、複数の理由により、2013 年のバーナンキ・ショック（テーパー・タム）や 2018 年に見られた市場下落のような、全面的なリスク・イベントをエマージング市場は回避できると我々は考えている。第 1 に、既に金利が大幅に上昇しており、FRB も今後の方針を公表しているため、量的緩和の縮小のタイミングや FRB の政策転換が市場にとってサプライズにならないと考えられる。次に、新興国の経常収支の不均衡は

2013 年の時よりも良好な状態にあり、かつ一部の新興国の中央銀行は国内の金利の動きに合わせて既に金融政策を変更し始めている（新興国の経済成長は、当年の「急回復」の後に減速に向かうと考えられる）。3 つ目に、エマージング・ソブリン債の債務不履行が大幅に増加するかどうかはまだ不透明ではあるものの、我々は基本シナリオとして、債務不履行が生じるとしても十分に情報が周知され、また国際通貨基金（IMF）の特別引出権（SDR）の配分増額が、リスクの高い新興国の資金繰りを支える可能性があると考えている。

我々の全般的な見直しに対するリスクとして、経済成長や市場心理に影響を及ぼす可能性のある地政学的イベント、成長の鈍化や成長に対するネガティブなショックが発生すること、世界的な金融状況の引き締め、政治日程やポピュリスト政策に起因する個別国のリスクが挙げられる。

ハードカレンシー建エマージング債：エマージング市場のソブリン債のパフォーマンスは強弱が入り交じる展開となっているが、これは今後も続く可能性がある。スプレッドは相対的に底堅く推移しているものの、格付や国によって格差が生じている。エマージング市場に関して、我々が最も強気な見方をしているのはハードカレンシー建のソブリン債と社債で、これらのセクターは、米国債利回りのボラティリティが高まっているにも拘わらず、FRB が利上げに動かず、かつ先進国では概ね緩和的な金融政策が維持されるという見通しの恩恵を引き続き受けると見ている。信用力の高い長期のソブリン債と、発行ニーズが限定的で主要国金利のボラティリティへの抵抗力がある一部の準ソブリン債を保有するパーベル型ポジションがアウトパフォームする可能性がある。米国債利回りは既に大幅に上昇しており、更なる価格調整が生じる可能性はあるが、信用力の高い発行体のスプレッドは魅力的である。また、信用力の低い短期のソブリン債のうち、資金調達ニーズが限定的である発行体、または多国間機関からの資金を活用できる発行体も魅力的である。信用力の高い発行体としては、一部の湾岸協力理事会（GCC）加盟国や中・東欧の発行体などが、そしてハイイールドの発行体としては、ウクライナ、アンゴラ、コートジボワールなどが挙げられる。

エマージング社債は第 1 四半期、同セグメントのデレージョンが平均して短いこと、及びファンダメンタルズの改善に支えられて相対的に底堅く推移した。2021 年のデフォルト率は 2.5%~3%と予想されており、エマージング社債の見直しは明るい。我々は引き続き、5~7 年の BB 格債を選好している。BB 格社債の平均スプレッドは 350 bps と大きく、金利上昇の影響をある程度吸収でき、また BB 格債はフロンティア市場の B 格債と異なり、景気減速時もファンダメンタルズ悪化による影響を相対的に受けにくい。新発債の総発行額は 2021 年予想を上回って推移しているが、純発行額は引き続き消化可能な水準で推移すると見られ、資金流入に支えられて需給環境は良好である。エマージング社債に影響を及ぼすリスクとして、中国の景気減速、米ドル高、FRB による金融引き締めが挙げられる。

現地通貨建エマージング債：現地通貨建エマージング債は安定化すると予想しており、イールドカーブの短期ゾーンに、一部魅力的な投資

2021 年第 2 四半期セクター見直し

機会があると見ています。大幅な市場下落局面は既に過ぎ去り、利回りの変動は 10~20 bps の範囲内で安定して推移すると見ています。更にロシア、メキシコ、チリ、コロンビアではイールドカーブの短期ゾーンに割安感が生じ始めている。我々は、新興国の大半が利上げサイクルに入ること織り込んでいる市場とは、異なった見方をしている。

我々は、アジアの低利回り国のアンダーウェイト、及びブラジルなど高利回り国の長期ゾーンのアンダーウェイトを一部解消する機会を模索している。中国のオーバーウェイトは、我々が最も高い確信度を持つ取引である。年末までの物価動向に照らし、現在の市場価格が行き過ぎた水準にあると考えるメキシコとロシアについて、3 年から 5 年物のエクスポージャーを維持している。また、インフレ率が中央銀行の目標を下回っているインドネシアと南アフリカの 5~10 年物の小幅なオーバーウェイトを愛好している。2021 年に対外資金が流出しており、国内投資家のポジションも縮小していることを踏まえると、主要国金利のボラティリティが一旦落ち着けば、需給環境は良好になる可能性がある。現地通貨建エマーシング債について、現在の利回り水準では我々は慎重ながらも楽観的な見方を持っている。ただし、この見方に対する大きなリスクとして、エマーシング通貨の更なる下落が挙げられる。

エマーシング通貨：第 2 四半期に目を向けると、我々は次に挙げる幾つかの理由から、米ドルが小幅に下落すると予想している。(1) 金利が現在の水準から大幅に上昇するとは見ていない、(2) 世界各国・地域でワクチンの接種が加速し、米国に追い付くと予想される、(3) 世界経済が同時成長の様相を強めると予想される、(4) より多くの新興国の中央銀行が利上げを進める、あるいは緩和的な政策を転換しつつあるが、これは世界経済の回復および FRB の緩和政策維持に照らし合わせると、エマーシング通貨にとっては概して支援材料となる、(5) ブラジル、トルコ、ロシアにおけるネガティブな個別国イベントにもかかわらず、他のエマーシング市場に対する負の波及効果が全くない、ないし殆ど見られない。このことからエマーシング市場における負の連鎖リスクは非常に小さいと言える。我々の見方に対するリスクとして、実質金利の上昇、中国の今後の動向、経済活動再開の更なる遅れが挙げられる。

見直し：エマーシング資産全体にわたり、ボトムアップ分析に基づくレバティフ・バリューを重視する。エマーシング市場のソブリン債と社債を組み合わせたバベル型のポジションは、緩和的な金融状況が維持されれば有効だと我々は見込んでいる。現地通貨建エマーシング債市場では、既に大幅な相場調整が進んでいる。米ドルが小幅に下落するシナリオに基づいて、エマーシング通貨に投資妙味があると見ています。

地方債

	トータル・リターン (%)
	Q1
高格付債	-0.35
ハイイールド債	2.11
長期課税地方債	-4.79

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、2021 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。

良好な需給環境が支援材料となって、第 1 四半期は非課税地方債がイールドカーブの全体を通じて米国債をアウトパフォームし、地方債利回りの対米国債比率は 10 年債で 64%、30 年債で 72%となり、四半期を通じて 10%以上低下した。課税地方債も良好な需給環境の恩恵を受け、長期課税地方債指数のスプレッドは 33 bps 縮小し、長期社債および長期クレジット指数をアウトパフォームした。

需給環境は安定を維持したまま第 2 四半期を迎え、年初来の総発行額は前年同期比 16%増の 1,110 億米ドルとなった。そのうち、330 億米ドルが課税地方債で、これは前年同期比 9.8%増に相当する。他方、地方債投信への資金流入は 317 億米ドルとなった。

第 1 四半期の堅調なパフォーマンス、および過去の平均と比較して相対的に高いバリュエーションの一方で、第 2 四半期は良好な需給環境が非課税地方債の支援材料となることが見込まれる。また、1.9 兆米ドル規模の米国救済計画 (American Rescue Plan) が可決されたことにより、州・地方政府は 3,500 億米ドルを受け取る予定になっており、これも地方債にとっては基本的に支援材料となる。格付機関は最近になって、州・地方政府や空港、公共交通機関、有料道路、高等教育機関など様々な地方債セクターの見直しをネガティブから安定的に変更しており、我々はこうした傾向が続くと予想している。また、ムーディーズと S&P は、イリノイ州の一般財源債の格付「Baa3 / BBB」の見直しをネガティブから安定的に見直し、当面は同州が投資適格等級を失う可能性が排除された。

投資家がより高い利回りを希求する中、相対的に低格付の投資適格債が高格付債をアウトパフォームすると我々は予想している。供給量の増加や米国債利回りの持続的な上昇を理由にスプレッドが拡大した場合には、一般的に再投資が活発になる 6 月と 7 月を控えて積み増しを行うの絶好の機会になると考えている。米国債利回りの上昇が続くと投信から資金が流出する可能性があるが、投資家は潤沢な資金を蓄えているように見受けられる。格付の高い課税地方債もまた、良好な信用環境がより広範囲な投資家層の市場参加に寄与し、結果として良好な需給環境の恩恵を受けると考えられる。我々は引き続き、不可欠な公共サービスを提供するレベニュー債は、社債よりも格下リスクが低いと見ています。

バイデン政権によるインフラ投資に係る予算案が、最終的に可決に至るまでには数ヶ月に及ぶ交渉が必要とされると考えられるが、地方債市場

2021 年第 2 四半期セクター見通し

に関して注目すべき事項として、法人税率を 28%へ引き上げて投資財源に充当するという提案（これによって、米国の銀行にとって非課税地方債の魅力が高まる可能性がある）や、ビルドアメリカ債（Build America Bond）のようなプログラムを盛り込むことを伝える報道が挙げられる。

一方で、積立不足の年金債務や、その他の退職後給付債務について、幾つかの州や地方自体においては顕著な長期的信用の懸念が燃っている。

見通し：第 2 四半期を通じて良好な需給環境が予想されており、我々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4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・アシュアランス・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局 (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・ディバーシファイド・インデックス。エマージング・マーケット・ボンド・インデックス・グローバル・ディバーシファイド (EMBI グローバル) は、エマージング市場の国債および準国債 (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・ディバーシファイド・インデックス。JPモルガン GBI-EM グローバル・ディバーシファイドは、エマージング市場の政府が発行する現地通貨建て債券のトータル・リターンを計測します。

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

エマージング通貨：JPモルガン 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パスルー証券(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・パスルー証券)、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。

2021-3080

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 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、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIM ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 392 号
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会

PGIMJ80881

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。