

# 四半期見通し

2021年7月

## コロナ禍における債券の上げ相場：次なる局面の始まり

当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの見解

## 我々は、やっと苦境を脱したのか？

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

多くの点において、世界経済は急激に悪化したのと同程度に驚異的なペースで回復している。こうした急回復によって、様々な分野において既に格差が生じている。

恐らく最も注目すべき点は、急速な成長やインフレにもかかわらず、債券市場の回復が続いていることであろう。これは決して不自然な現象ではなく、将来を見据えて投資するという市場の性質によってもたらされた典型的な相場上昇のタイミングである、と当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの Robert Tipp は「債券市場の見通し」のセクションで説明している。

世界的な経済格差を生んでいる要因の一つは金融政策であると、当社チーフ・エコノミストの Nathan Sheets は「世界経済の見通し」の中で分析している。先進国の中央銀行が概ね現行の政策を維持しているのに対し、いくつかの新興国の中央銀行は金融引き締めを続けている。

こうした経済の急回復や格差がもたらす具体的な影響は、我々の「セクター見通し」にも明確に反映されている。世界中のあらゆる市場において、こうした環境がどのような投資機会、あるいはそれに伴うリスクを生み出しているのかを、「セクター見通し」において当社のポートフォリオマネジャーが詳説している。

**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。**

- [インフレ上昇に備える新興国：予防的利上げが中期的なパフォーマンスの鍵を握る](#)
- [PGIM フィクスト・インカムフレームワークを通して、グリーンボンドを精査する](#)
- [欧州のインフレ安定化に向け、鍵を握るのは金融政策への信頼性](#)
- [気候変動に対する各国中央銀行の対応策](#)
- [コロナ禍後の新興国の財政再建を考える：歳出面について](#)
- [FRB は予想よりもタカ派的な見通しを公表：市場の反応は妥当か？](#)
- [FRB による市場との対話姿勢は、テーパリング開始に向けた地ならし](#)
- [FRB のテーパリングがもたらす新興国債券市場への影響：歴史は繰り返さないと考える5つの理由](#)
- [コロナ禍後の新興国の財政再建を考える：歳入面について](#)
- [欧州の通信事業者：超過収益を生み出す銘柄選別の機会が到来](#)
- [インドの感染爆発を投資家はどうか考えるべきか](#)
- [米国におけるインフレ率の急上昇、これが次なる方向性が](#)
- [脆弱性を抱える新興国の経済大国：ブラジルと南アフリカ](#)

## 先進国金利 | 8

金利上昇局面は一巡したと考えられる。インフレ加速への懸念が後退することで長期金利は一段と押し下げられ、他の先進国の金利上昇も抑制されるだろう。また、利上げを過度に織り込んだ市場が FRB の動きに折り合いをつける過程で、短期ゾーンのボラティリティが一段と高まる局面には注視する必要がある。

## エージェンシーMBS | 8

MBS をアンダーウェイトとする。依然として FRB によって強く支えられている 30 年物 2% クーポン債に慎重な見方をしている。また、TBA よりも特定プールに引き続き注目しているほか、20 年物セクターを 선호する。

## 証券化商品 | 9

高格付のシニア証券化トランシェや、一部の SASB CMBS、ABS、非エージェンシー CRT RMBS の劣後債について強気な見方をしている。足元の CLO やコンデュイット型 CMBS のパリュエーションを踏まえ、メザニンリスクには依然として慎重である。

## 投資適格社債 | 10

景気刺激的な中央銀行の政策、良好なクレジットファンダメンタルズ、底堅い需給動向を踏まえて、投資適格社債には慎重ながらも建設的な見方をしている。米国の大手銀行、選別された BBB 格債、景気敏感銘柄、墮天使債（フォールン・エンジェル）、クロスオーバー銘柄を 선호する。

## グローバル・レバレッジド・ファイナンス | 11

足元のスプレッドは縮小しており、短期的には強弱それぞれの材料が拮抗した展開を想定。しかし、低いデフォルト率、ファンダメンタルズの改善、スプレッド商品に対する需要を受けて、市場環境は依然として良好である。こうした環境下、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 | 12

選別が鍵を握るだろう。ハードカレンシー建ソブリン債と社債はアウトパフォームすると見られ、高利回り銘柄と高格付銘柄には最もアウトパフォームする余地があると考え。現地通貨建債とエマージング通貨の見通しは、強弱が入り交じっている。現地通貨建債には大半の材料が織り込まれており、一部の国に投資妙味がある。経済成長と米ドルに関する我々の見通しを踏まえると、エマージング通貨の一部には魅力があるものの、それが実現するには一定の時間を要するだろう。

## 地方債 | 13

底堅い需給動向と総じて良好な地方債の信用特性を受けて、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

## コロナ禍における債券の上げ相場：次なる局面の始まり

債券市場は第1四半期に大きく下落した後、第2四半期には力強く反転した(図1参照)。債券市場のファンダメンタルズが好転したと考えるのは難しい。世界経済は大きく回復し、インフレ率は既に高まっていたコンセンサス予想を上回って上昇した。債券の投資家は、最悪の事態を恐れていた。それは、各国中央銀行の対応が後手に回り、これによって致命的な高インフレがもたらされることである。

図1：早々に債券市場は回復？

個別セクター	Q2 2021	YTD	2020	2019	2018	2017
米国投資適格長期社債	6.64	-2.44	13.94	23.9	-7.24	12.09
米国長期国債	6.46	-7.92	17.7	14.8	-1.84	8.53
エマーゼン債 (ハードカレンシー建)	4.06	-0.67	5.26	15.04	-4.26	10.26
米国投資適格社債	3.55	-1.27	9.89	14.5	-2.51	6.42
米国ハイイールド債	2.77	3.7	6.2	14.4	-2.26	7.48
エマーゼン通貨	2.02	-0.60	1.73	5.2	-3.33	11.54
CMBS	1.87	-0.50	8.11	8.29	0.78	3.35
米国債	1.75	-2.58	8	6.86	0.86	2.31
欧州ハイイールド債	1.46	3.02	2.9	11.4	-3.35	6.79
米国レバレッジド・ローン	1.44	3.48	2.8	8.17	1.14	4.09
地方債	1.42	1.06	5.21	7.54	1.28	5.45
欧州レバレッジド・ローン	1.15	2.97	2.4	4.38	1.25	3.72
エマーゼン債 (現地通貨建ヘッジあり)	0.77	-2.92	6.07	9.14	0.75	3.68
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	0.44	-0.74	3.87	6.35	0.99	2.47
欧州投資適格社債	0.29	-0.39	2.77	6.24	-1.25	2.41
マルチセクター	Q2 2021	YTD	YTD	2019	2018	2017
米国総合	1.83	-1.60	7.51	8.72	0.01	3.54
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	1.31	-3.21	9.2	6.84	-1.2	7.39
グローバル総合(ヘッジあり)	0.98	-1.52	5.58	8.22	1.76	3.04
円総合	0.25	-0.14	-0.8	1.64	0.93	0.18
ユーロ総合(米ドルヘッジなし)	-0.40	-2.28	4.05	5.98	0.41	0.68
その他セクター	Q2 2021	YTD	YTD	2019	2018	2017
S&P 500 指標	8.55	15.25	18.4	32.6	-4.4	21.26
3ヶ月 LIBOR	0.05	0.11	0.74	2.4	2.23	1.22
米ドル	-0.85	2.78	-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・パークレイズ。ただし、エマーゼン債は 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 6 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。

## しかし明らかに、金利はとにかく高すぎた

しかし、先進国の債券市場は、一見したところファンダメンタルズをよそに好転した。それはなぜか？我々の見方では、長期的な成長やインフレに関する市場の期待が後退した結果として、金利がピークアウトしたと考えられる。確かに、今後数四半期は成長率もインフレ率も高止まりする可能性があるが、長期的に見れば、人口の高齢化や債務負担の増大といった永続的なファンダメンタルズによって、新型コロナ禍以前から先進諸国の中央銀行を悩ませていた、緩やかな成長と目標を下回るインフレ率に再び回帰することは避けられないように見える。このような長期的なファンダメンタルズに比べ、明らかに金利は高すぎたのである。

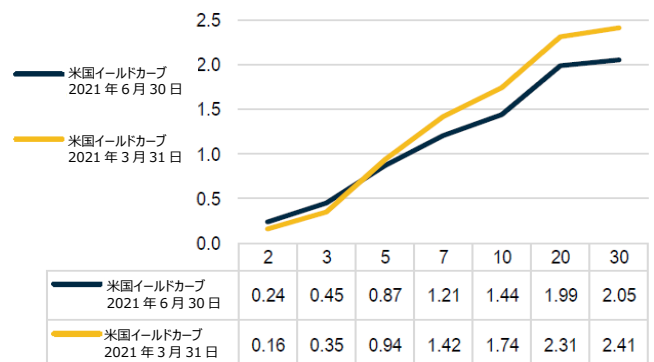
## 投資家は、将来を見据えて投資を行う...

単純すぎるように聞こえるかも知れないが、やはり市場は将来を見据えた動きを示す。昨年を例に取って考えると、コロナ禍が深刻化する中、クレジット商品や株価は 3 月に力強く回復したが、それは景気回復の兆しが初めて現れる 3 か月前のことであり、雇用や小売売上が回復に向かい始めたのは 6 月になってからである。現在の状況に置き換えてみると、今後数か月にわたって急速な経済成長やインフレが待ち構えていると見られるにも拘わらず、利回りはピークを付けていることから、再び強気相場が始まった可能性がある。

## 債券自警団の出勤 - かと思いきや出勤したのは FRB だった

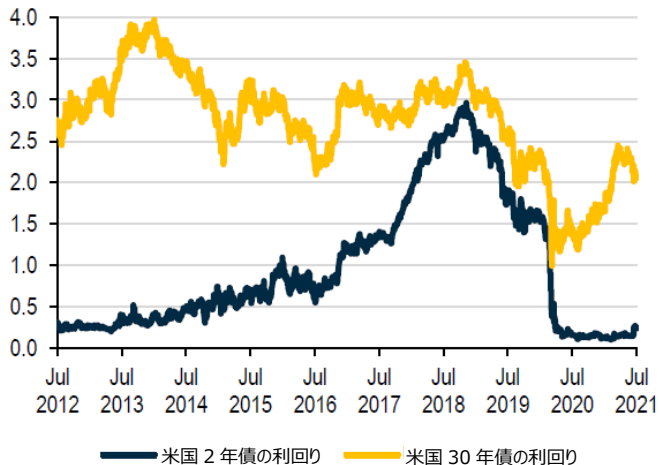
しかし、米国連邦準備制度理事会 (FRB) が 6 月の連邦公開市場委員会 (FOMC) でテーパリング (量的緩和の縮小) に向けた議論を開始し、金利予測 (ドット・プロット) を引き上げたことに対する市場の反応は意外だった。テーパリングや、FF 金利の大幅かつ急激な引き上げに対する懸念によって、2013 年のバーナンキ・ショックのようにイールドカーブは押し上げられただろうか？そうはならなかった。FRB がタカ派的な姿勢を強めることは金利が長期にわたって低水準で推移することを意味するにすぎないと投資家が考える中、短期債の利回りが上昇する一方で長期金利は低下を続けた。恐らく皮肉なことに、経済見通しが堅調であるほど、FRB や他の中央銀行にとって、インフレをコントロールする上での自由度が高まることになる。

図 2：FRB 自警団によってイールドカーブはフラット化した



出所：ブルームバーグ、2021年6月

# 債券市場の見通し

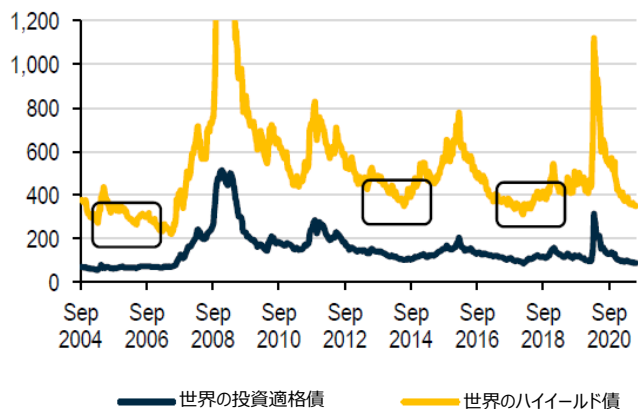


出所：ブルームバーグ、2021 年 6 月

## クレジットからのリターンは更に期待できるか？

コロナ禍により急拡大した信用スプレッドは、足元で大きく縮小しており、多くのセクターでは史上最もタイトな水準に近づいている。その結果、今後のスプレッド縮小余地が少なくなっていることは間違いないが、我々は基本シナリオとして、スプレッド商品は今後も全般的にアウトパフォームすると考えている。ファンダメンタルズが引き続き支援材料となっており、投資家は全般的な低金利環境を背景に、より高い利回りを求めてリスク志向を強めていくと思われる。そのため、リスクが最も高く、スプレッドが最も拡大した（スプレッドの縮小余地が最も大きい）セクターが、最も高いリターンを創出する可能性が高いと考えている（図 3 参照）。

**図 3：我々は基本シナリオとして、高リスク・高利回りの債券のスプレッドが縮小すると見ている。例えば、高リスクのハイイールド債のスプレッドは更に縮小し、更にアウトパフォームする可能性がある**



出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2021 年 6 月

## ただし、相場のパワフルな期待してはいけない

今のところ、再び債券の上げ相場が始まるという我々の想定通りに推移しているように見受けられるものの、今後の見通しは依然として不透明であることにも留意すべきである。経済や政策の見通しは大きく修正される可能性があり、流動性やリスク選好度などの市場環境も変化するため、我々の基本シナリオを巡る潜在的なボラティリティは高い。高水準

の需要、品不足、ロックダウンなど様々な要素が入り交じって、成長率やインフレ率がある月に驚異的な伸びを記録した後に、その翌月には急低下することもあり得る。その過程においては、ボラティリティが断続的に跳ね上がることが予想され、相対的に市場がパニックになり易い季節である夏と秋には特に注意が必要だ。そのため、我々は引き続き長期的なトレンドの変化を注視しつつ、今後も短期的な市場の難局や好機に焦点を当てていきたいと考えている。

**結論：**債券の上げ相場は既に再開されているように見受けられ、クレジットからデフレーションへのローテーションも進行している。金利が既にピークを付けた（我々のシナリオでは、その可能性が最も高いと考えている）か、もしくは今後二度目のピークを付けるかどうかにかかわらず、フォワード金利は引き続き高すぎる水準にあると思われ、今後数四半期はデフレーションが債券市場のリターンを牽引する可能性があることを示唆している。それに加え、良好なクレジット動向や、利回りを追求する投資スタンスがクレジット・セクターのパフォーマンスを更に後押しする要因となる見込みである。一方で、市場のボラティリティがリスクを積み増す機会を提供することになるだろう。

# 世界経済の見通し

## 我々は、やっと苦境を脱したのか？

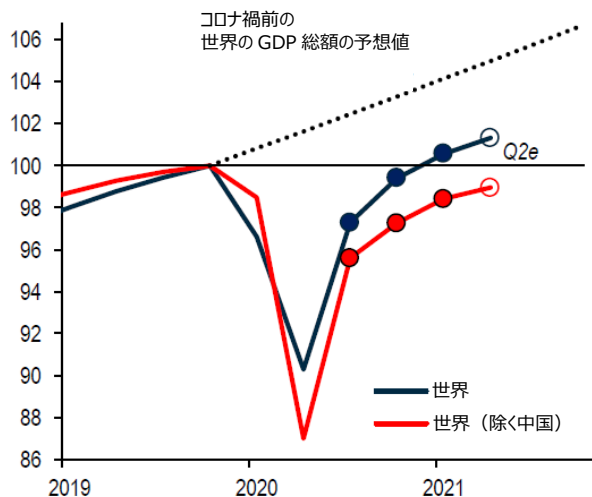
コロナ禍の最悪期からの力強い世界経済の回復は、米国、欧州、および一部の新興国における急速な経済成長にも支えられて、第2四半期も維持した。しかし、期中にはインドとブラジルで新型コロナウイルスの感染が再拡大し、その影響で経済活動が低下した。中でも、インドのGDPが急減し、ウイルスの脅威が去った訳ではないということを改めて思い知らされた。

全世界のGDP総額は、2021年上半期にコロナ禍発生前の水準を若干上回ったと我々は推定している。他の国や地域を大きく上回るペースで回復する中国経済を除外すれば、世界のGDP総額はコロナ禍前の水準をおよそ1%下回るが、それでも急速にコロナ禍前の水準に近づきつつある。

これに関しては国による大きな差が生まれ始めており、中国や米国、オーストラリアはコロナ禍前の水準にまで回復した模様である。新興国の中では、インドネシアや韓国などがコロナ禍前を上回る水準にまで回復した一方で、インドや南アフリカ、ブラジル、メキシコなどは、コロナ禍による経済的な落ち込みから脱するのに腐心している。

図1：世界のGDP

指数：2019年第4四半期=100

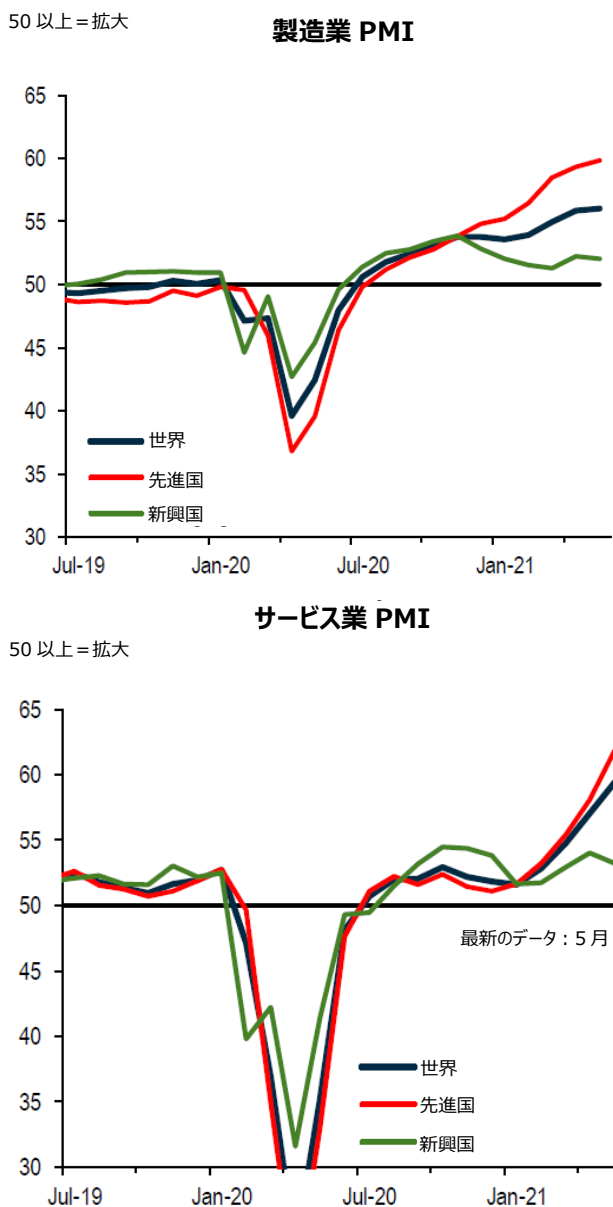


出所：ハーバー・アナリティクス

今後目を向けると、世界の経済指標はこうした回復が各地に広がる兆しを見せている。モビリティ指数は過去6週間で著しく上昇している。ユーロ圏は大幅に上昇しているが、これは急速に進んでいるワクチン接種の効果だと考えられる。インドも、最近の落ち込みから足元では回復に向かっている。英国におけるモビリティ指数は春先に急上昇したが、デルタ変異株に関する懸念が拡大していることを受け、過去数週間はやや鈍化している。

更に、図2の通り、世界の製造業およびサービス業の購買担当者景況感指数（PMI）は50を優に超える水準にまで上昇しており、景気回復の力強さが増していることを示している。もっとも、これらは合算によるデータであり、PMIの上昇が加速している先進国と依然として経済活動が低調に推移している新興国との間の大きな格差を覆い隠している。世界の小売売上高の推移にも概ねこうした問題点が反映されており、合算値による小売売上高は長期的な傾向を大きく上回っているが、新興国の消費者支出は先進国に出遅れている。

図2：製造業およびサービス業のPMIは上昇している



出所：ハーバー・アナリティクス

# 世界経済の見通し

つまり、欧州および日本では経済成長に勢いが生まれ、米国の経済回復は力強さを増し、世界経済の回復は 2021 年下半期に深化・拡大する公算が大きい。一部の新興国における低調な経済は長引く可能性があるが、年末に向けて着実に回復に向かい、こうした傾向は 2022 年に入っても続くと思われ、我々は見ている。

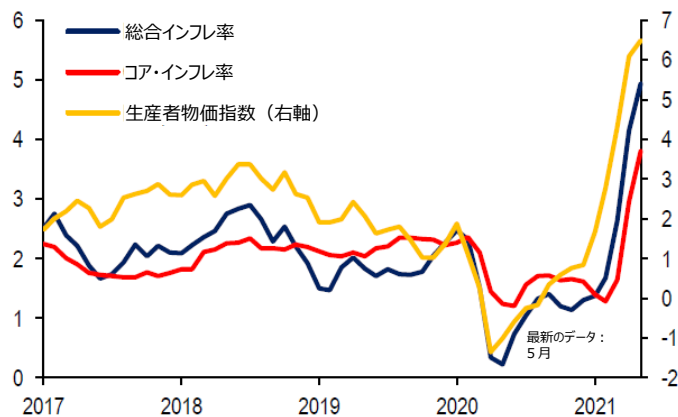
ワクチンの供給不足に加えて経済支援を行うための政策上の余地（金融と財政の両方）が限られていることから、依然として新興国ではコロナ禍による影響が深刻であり、これまでのところ新興国経済が総じて低調なのは、間違いなくこうした状況が広範に反映されたものである。しかし、ワクチンが増産され、先進国での需要が頭打ちになり、ワクチンが容易に確保できるようになるにつれ、新興国でもワクチンを接種できる人が急激に増加すると考えられる。こうした点を踏まえ、新興国でのワクチン接種は 2021 年末から 2022 年上半期にかけて加速すると我々は予想している。また、それによって新興国の経済活動が活性化するであろう。

我々は、コロナ禍がもたらす影響、特に変異株にはワクチンが有効に作用しない可能性について引き続き注視しているが、インフレ動向が世界経済や市場に対する主たるリスクとして次第に表面化しつつあることにも留意している。こうした懸念は、過去数か月における米国消費者物価指数（CPI）の急上昇、および世界各国・地域での生産者物価指数（PPI）の急激な上昇により一層強まっている。

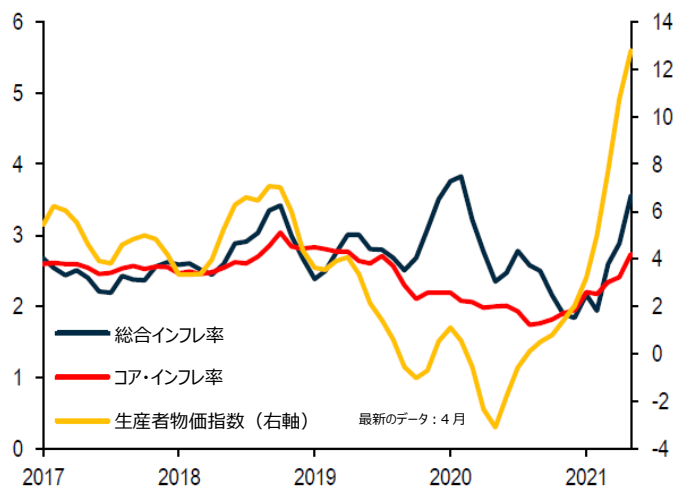
図 3 に示した通り、米国ではインフレ率の上昇が大きく加速している。こうしたインフレ率の上昇の一部は、いわゆる昨年対比の「ベース効果」による一方、大部分は想定外の力強い物価上昇を反映したものである。中古車価格やその他車両の価格が、こうした物価上昇に対して特に大きく寄与している。米国以外では PPI が軒並み上昇している一方で、消費者物価指数、中でもコア・インフレ率の上昇はそれほど顕著ではない。米国における大規模な財政支出によって足元の旺盛な内需が押し上げられた結果、米国のインフレ率上昇が突出した状況にあると我々は見ている。

図 3 : 世界のインフレ率 (12 カ月、%)

米国



世界 (米国を除く)



出所：ハーバー・アナリティクス

はっきりしているのは、景気回復および「通常」に戻る過程において、世界の貿易財セクターが深刻な品不足とサプライチェーンの寸断に直面しているということである。こうした供給上の障害は特に半導体で深刻であり、中でも自動車生産に使用される半導体が不足している一方で、サプライチェーンおよびコモディティ市場全体でも供給上の障害が鮮明になっている。その結果、世界の製造業 PMI は、サプライヤーによる納期の長期化が歴史的に見ても深刻であり、それに呼応するように生産受注残も増加している。

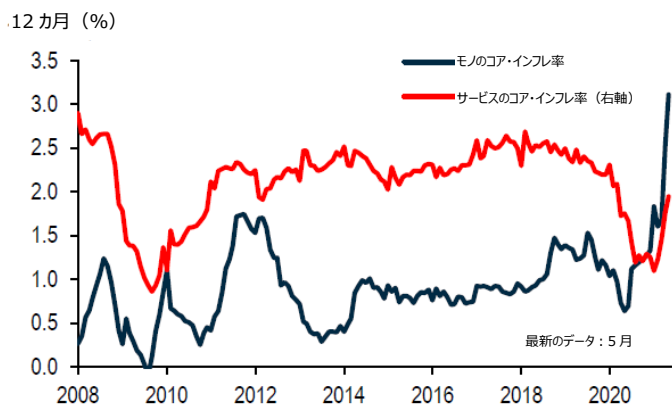
我々は、こうした不均衡は次第に解消されると見ている。繰延需要の解消と「通常」への回帰に伴う消費支出の急増は、徐々に緩和されると考えられる。これと同時に、生産側も徐々に需要に追いつくことが見込まれる。つまり、サプライチェーンの寸断が解消され、生産スケジュールが確定し、そして労働者も職場に復帰するだろう。最も深刻な打撃を受けた一部のセクターでは、足元の物価の急上昇によって需要が抑制される（または他の財での代用が促される）一方で、増産が促進されることによって、このような調整が進むと見込まれる。

足元でインフレ圧力を高めている 2 つ目の要因は、サービス価格の正常化である。コロナ禍の最悪期には、多くのサービス需要が激減した。それに伴い、航空運賃や宿泊費などのサービス価格のインフレ率は急低下し、一部のセクターでは価格が急落した。足元の米国のインフレに関する指標によると、こうしたカテゴリーにおけるインフレ率が急反発していることを示唆しているが、米国以外の国や地域ではこうした兆候は概してそれほど鮮明になっていない。

図 4 は、こうした動向について示したものである。コロナ禍以前における世界のモノのコア・インフレ率は 1.0~1.5% だったが、過去数か月に関しては数年来の高水準である 3% を大きく上回るまで上昇している。一方で、サービスのインフレ率はコロナ禍に急落し、足元では徐々に回復し始めているが、コロナ禍前の水準にまで戻るには依然として長い道のりとなると考えている。

# 世界経済の見通し

図 4 : 世界のコア CPI 上昇率



出所 : ハーバー・アナリティクス

総合的には、こうした推移を見ると、今後数カ月にわたって引き続きインフレ率は若干過熱した状態が続くことが示唆されている。しかし、インフレ率は年末から来年初めにかけて徐々に低下する我々は予想している。物価上昇圧力が解消するにつれ、時間の経過とともに世界のインフレ率はコロナ禍前と同じようなペースに回帰すると我々は見ている。我々は、人口の高齢化、高水準の債務とレバレッジの解消、インフレ抑制効果のあるテクノロジーの進歩など、過去 10 年間の大部分にわたって物価上昇を抑制してきた構造的要因が依然として健在であり、場合によっては一層強まっている可能性もあると認識している。

ただし、足元のインフレ率の上昇は我々の予想を超えていると言わざるを得ない。我々はインフレ率の上昇を予想していたが、この影響がこれ程まで早く、または強力に顕在化するとは予想していなかった。これを踏まえ、今後もインフレ率が我々の期待通りに推移しない可能性には留意している。例えば、インフレ率が落ち着くには我々の予想よりも長い時間を要する可能性があるほか、中期的にインフレ率は我々の予測よりも幾分高くなる可能性もある。

こうした相反するような要素がせめぎ合う中、中央銀行は自国経済の舵取りを担うという厄介な課題に直面している。これまで先進国の中央銀行は、こうした相反するシグナルの先を見通すことで、問題を感じることなく金利を据え置いてきた。ただし、FRB は最近になって、より「リスク管理」的な姿勢に転じている。足元の急激な物価上昇は「一時的」という基本的な見解を維持しながらも、FRB は 6 月の会合で、インフレ率の上振れリスクが高まっていることを認識した。その結果として、足元では量的緩和縮小の時期に関する議論が開始されており、FRB は 2023 年までの利上げを示唆しており、FOMC の中には 2022 年中の利上げを主張しているメンバーもいる。そうは言っても、概して言えば、少なくとも今年、および来年の大部分を通して、先進国の金融政策は極めて緩和的な状況が維持されると我々は予想している。

新興国の中央銀行が抱えている課題は、それよりも一層深刻である。先進国と同様に、一部の新興国では PPI の急上昇がコア CPI の上昇に波及している兆候が見られる。しかし、こうした中央銀行の多くが依然として信頼性を確立できていないため、物価の急上昇の先を見通すような余裕はないかも知れない。実際に、ロシアやブラジル、メキシコを含む

6 つの新興国の中央銀行は、過去数カ月の間に金利を引き上げており、今後 1 年間で利上げに踏み切る中央銀行が他にも出てくると我々は見ている。このように、各国の中央銀行が物価の急上昇への対応に苦慮する中、先進国と新興国の間では金融政策の乖離が更に拡大しており、これが世界経済の見通しを特徴付ける鍵となる可能性が高い。

我々は今後の見通しに関する基本シナリオとして、楽観的な見方をしていく。その理由としては、今後 1 年間にわたってワクチンの普及が進み、インフレ圧力が次第に緩和されることを背景に、世界経済の回復の裾野が広がっていくことが挙げられる。しかし、コロナ禍の長期化やインフレ率の高止まりといった想定とは逆のシナリオや、各国間で格差が生じ始めていることを考慮すれば、今現在時点でも、本当に困難を脱したかどうかは定かではない。

## 2021 年第 3 四半期セクター見通し

### 先進国金利

第 2 四半期の大部分は、従来からの一貫した金融緩和策を背景に米国の金利市場は比較的落ち着いた推移を見せ、比較的狭いレンジから金利が逸脱するような場面はほとんどなかった。ただし、第 2 四半期末近くになって、FRB による従来予想よりも早期の利上げ方針が明らかになったことで、こうした状況が一変した。このような FRB によるスタンスの急転換を受けて、市場は急速な価格調整を余儀なくされ、米国ではイールドカーブのフラット化が大きく進んだ。

イールドカーブのフラット化と並行して、市場が織り込む FRB による最初の利上げが 6 ヶ月近く前倒しされ 2022 年第 3 四半期となった。こうした大きな市場環境の変化が、我々のポートフォリオにとって絶好の投資機会を提供している。FRB は年後半以降に債券買い入れの規模を縮小させる可能性がある一方で、市場は今後 18 ヶ月間の利上げについては過度に織り込んでいると我々は考えている。また、期待インフレ率の上昇が影響して、米国 5 年物インフレ連動債の価格が過去 1 年で大きく上昇（実質金利は大きく下落）し、正当化が困難な水準に達している。特に 2013 年のバーナンキ・ショックなどの過去の事例に照らすと、実質金利は過度に低いと我々は考えている。

イールドカーブの長期ゾーンでは、第 2 四半期末にかけて名目利回りが実質利回りと同様に低下した一方、物価連動債が示唆する期待インフレ率は頑なに高水準を維持した。我々は、期待インフレ率の低下が今後のフラット化要因になると見ており、10 年物の期待インフレ率は、場合によっては最大 80bps 低下して 1.6%になると考えている。

欧州については、ドイツ国債の利回りは、米国金利が急上昇しない限り低位で推移する可能性が高い。英国では、インフレ連動債が示唆する期待インフレ率が不自然に高止まりしていると我々は考えている。また、カナダ中央銀行は先進国の中央銀行の中で最もタカ派的スタンスに転じており、4 月には果敢にも量的緩和縮小に踏み切り、同国の住宅市場が活況を続ける中で、大規模な金融緩和策には消極的な意向を示した。

**見通し：**金利上昇局面は一巡したと考えられる。インフレ加速への懸念が後退することで長期金利は一段と押し下げられ、他の先進国の金利上昇も抑制されるだろう。また、利上げを過度に織り込んだ市場が FRB の動きに折り合いをつける過程で、短期ゾーンのボラティリティが一段と高まる局面には注視する必要がある。

### エージェンシーMBS

FRB による MBS 買い入れの縮小と、直近の米連邦住宅金融局（FHFA）の局長交代が、2021 年下半年以降のエージェンシー MBS セクターの焦点になるだろう。

現時点では、我々は FRB がエージェンシーMBS の買い入れと再投資を第 3 四半期も続けると予想しているが、早ければ第 4 四半期または

2022 年初めに状況が変化する可能性があると考えている。量的緩和縮小に向けた道筋は段階的で緩やかなものになると予測するが、実際に量的緩和縮小が発表されるとオプション調整後スプレッド（OAS）は一段と拡大する可能性がある。もっとも、価格下落とスプレッド拡大は、年末にかけて銀行が買い増す誘因になるかもしれない。

ブローカー・ディーラーは、第 2 四半期に入って正味供給量の見通しを引き上げている。我々は、FHFA の局長代行にサンドラ・トンプソン氏が任命されたことを受けて供給は更に増える可能性があると考えている。トンプソン氏は、政府系住宅金融機関（GSE）の公的管理の終了を目指していた前運営陣の方策を、いくつか変更する可能性があると思予想する（例えば、借換手数料の撤廃、貸手当たりの住宅ローン現金購入枠の拡大、投資目的の住宅やセカンドハウスに係る取得制限の撤廃）。

しかし、高い住宅価格や供給の逼迫など、一部の市場要因が供給増加期待を部分的に抑制する可能性がある。更に、第 1 四半期に上昇した MBS のプライマリー金利は、足元では最近のレンジ半ばまで低下しているが、期限前償還率が 2020 年末や 2021 年初めに記録した高い水準にまで戻るとは予想していない。

我々は現在、ダラーロールは割安化し、エージェンシーCMBS と比較して投資妙味がある特定プールのパフォーマンスは改善すると予想している。また、FRB による買い入れが縮小すれば、現在 FRB が購入対象としていないワーボン水準の証券で魅力が増す可能性がある。

MBS のデュレーションは、年初に比べれば安定を取り戻しているが、金利やイールドカーブのボラティリティがさらに高まれば、MBS の投資家は難しい判断を強いられる可能性がある。TBA は、FRB がネガティブ・コンベクシティのほとんどを吸収することにより恩恵を受けてきたが、量的緩和策の縮小により、MBS 投資家は証券の価格特性の劣化に晒されると考えられる。ファニーメイ、フレディマック、ジニーメイを規制する政策を巡る不確実性の高まりと相俟って、MBS セクターは 2021 年下半年も逆風に晒される可能性がある。

**見通し：**MBS をアンダーウェイトとする。依然として FRB によって強く支えられている 30 年物 2%クーポン債に慎重な見方をしていく。また、TBA よりも特定プールに引き続き注目しているほか、20 年物セクターを選好する。



## 2021 年第 3 四半期セクター見直し

### 証券化商品

セクター	サブセクター	スプレッドの変動 (bps)	
		Q2	6/30/2021
<b>CMBS</b>			
CMBS: コンデュイット型証券 AAA	10 年債 First-pay	-5	65
CMBS: コンデュイット型証券 BBB-	BBB-	-82	268
CMBS: CMBX (OTR)	AAA	-3	45
CMBS: CMBX (2012年)	AA	+64	271
CMBS: エージェンシー集合住宅	シニア	-11	18
<b>非エージェンシー-RMBS</b>			
レガシー	RPL シニア	0	60
レガシー	2006/2007 年のオルト A	-20	120
GSE リスクシェアリング	M2	-65	165
<b>CLOs</b>			
CLO 2.0	AAA	-2	112
CLO 2.0	AA	+5	170
CLO 2.0	BBB	-15	320
<b>ABS</b>			
消費者 ABS	シニア	-15	55
消費者 ABS	B クラス	-15	75
民間学生借り換えローン	シニア	-5	55
ジェネリック	AAA クレジットカード	+1	7

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 6 月 30 日現在。

ファンダメンタルズの改善により、第 2 四半期は総じて証券化商品のスプレッドが縮小基調で推移し、クレジットカーブはフラット化した。しかし、コロナ禍によるロックダウンの影響が長引き、サブセクター間では広く乖離が見られる。我々は、証券化商品全体ではシニア債を引き続き選好するが、一部の資産クラスでは劣後債にも投資妙味があると見ている。

**CMBS**：全体として、商業用不動産の価格は、産業用と集合住宅が牽引役となってコロナ禍前の水準まで回復したが、ショッピングモール、宿泊施設、小売りといったサブセクターは引き続き出遅れている。同様に、延滞率全体はピーク時の約 10% から 7% に低下したが、ホテルと小売りの延滞率はそれぞれ約 20% と 10% で高止まりしている。オフィス・セクターについては、企業の職場復帰スケジュールの進展を注視している。

我々は、2021 年下半期の需給動向を見直した。新たな見直しでは、民間 CMBS の発行額が対前年比で 30~40% 増加し、供給の大半はシングルアセット/シングルボロワー型 (SASB)、CRE CLO の案件になると予測する。対照的に、コンデュイット型 CMBS の発行額は年末まで 300 億米ドル程度と横ばいで推移する見込みであり、このことがシニアトランシェ、特に供給が更に限定的な長期の固定利付銘柄のスプレッドを下支えすると考える。エージェンシー CMBS は、銀行からの旺盛な需要と FRB によるエージェンシー RMBS の買入れが追い風となってきた

たが、特に FRB の今後のスタンス変更が若干スプレッド拡大圧力となるなど、こうした風向きが変化する可能性がある。我々は、第 2 四半期にエージェンシー CMBS が強含んだ局面では売り手に回っている。

先行して元本償還される (first-pay) 10 年コンデュイット型証券の AAA10 年債 First-pay (キャッシュ・フロー先行受取) トランシェのスプレッドについては、LIBOR OAS が 65bps で第 2 四半期を終えた。この先供給が限定的となる中で、2021 年下半期も堅調に推移すると見ている。

**非エージェンシー-RMBS**：追い風となる人口動態、逼迫した在庫、低い住宅ローン金利、新型コロナウイルスの世界的な感染拡大など様々な要因が重なり、昨年は住宅価格が 13.2% も上昇した。これは、世界金融危機直前の 2004 年 10 月から 2005 年 12 月の期間以来の急激な上昇となった。この時と同様の上昇ペースに対する懸念が高まっているが、この先住宅価格は急落するのではなく、正常化すると我々は予想している。コロナ禍に対応するための住宅ローン返済猶予プログラムを主因とする住宅ローン延滞率は引き続き低下傾向にあるが、そのペースは鈍化している。現在では、市場の関心は住宅ローン返済猶予プログラムが失効する 9 月に移っている。返済猶予プログラムが終了する頃には、多くの借手の状況が改善していると見られるが、ローン条件の修正といった形での追加支援が必要な借手もいるだろう。住宅市場相場の力強さは、プログラム失効後の支払余裕のない借手に選択肢を与えることになるだろう。我々が当該セクターで注目しているのはクレジットリスクトランスファー (CRT) 債の M2 と B1 トランシェや、モーゲージ保証会社 CRT 債の M1 トランシェである。また、モーゲージのオリジネーターやサービサーに資金供給するための、個別交渉に基づいたファイナンス取引にも投資妙味があると考え。レガシー非エージェンシー RMBS のスプレッドは、依然としてコロナ禍前に比べてやや拡大した水準で取引されているが、この資産クラスについては、取引可能な流動性のある銘柄が減少するにつれて流動性が低下しており、固有の下振れリスク (例：期限前償還、管財人の不正行為) やストラクチャーが引き続き複雑であることから魅力は低いと考えている。

第 2 四半期に英国の RMBS は欧州の CLO 対比で割高になったが、この傾向は続くと予想する。また、発行後の経過期間の長いノンコンフォーミング債や、優良な住宅融資専門会社による新規オリジネーション債については強気な見方をしている。

**CLOs**：証券化前のウェアハウスが大量に積み残っており、多くのコーラブル案件がイン・ザ・マネーでリファイナンスされることから、年末まで CLO の発行は高水準で推移すると予想する。継続的な供給は、特にリスク調整後のバリュエーションが最も良いと我々が考えている資本構成の最上位証券において、依然として短期的なスプレッド縮小の障害となっている。こうした環境下、AAA の大口投資家 (アンカー投資家) は、より厚いスプレッド、長めのノンコール期間、高い劣後比率、当初発行時の割引についての交渉を通じて、強い価格決定力を維持している。

供給増を受けて、メザントランシェのスプレッドはやや拡大しているが、継続的な利回り追求、市場における待機資金の積み上がり、その他市

## 2021 年第 3 四半期セクター見通し

場のスプレッドが徐々に縮小する中で、メザンとエクイティに対する需要は発行市場にとって当面の好材料であり続けるだろう。

欧州 CLO については、相対的なスプレッド拡大を背景に、リセットを中心とした多くの起債案件が延期されており、供給が減少するならばスプレッド拡大圧力を緩和する可能性がある。しかし、証券化前のウェアハウスが 60 件以上あるため、我々の起債予想は依然としてコンセンサスを上回る。特に、欧州の金利がベアスティープ化するにつれて、クーポンフロアの価値が低下するため、短期的にユーロ AAA 債の起債スプレッドは足元の起債スプレッドよりも拡大し、90bps 半ばから後半で定着する可能性があるとする。フロア価値は金利動向（および予想加重平均残存年数の変化）に沿って引き続き変動するが、現状 AAA トランシェのフロアの価値は、短期債については約+51bps、長期債については約+29bps と見込まれる。

**ABS :** ABS 市場のファンダメンタルズは好調だが、供給不足や潤沢なキャッシュによる好需給環境下で買い進まれる中、他の証券化商品に比べてオンザラン ABS の魅力が低下している。年初からの新規発行総額は約 1,120 億米ドルと、2019 年の 1,090 億米ドルと同程度であり、新型コロナウイルスにより経済活動が一時停止されていた昨年の同期を大きく上回っている。しかし、純供給額はゼロに近づいている。

我々は、無担保消費者ローンや大手サブプライム自動車ローン、プライム自動車ローン CRT 債といったバリュエーション上の魅力が高い ABS に積極的な姿勢を維持している。大半のオリジネーターが、コロナ禍を通じて運用ポートフォリオのパフォーマンスを悪化させないよう引受基準を引き締めたため、直近組成された ABS 案件の担保の質は高い。また、直近組成された ABS は、期待損失の上昇に対抗できるよう設計されており、構造的なプロテクションが強固である。今後、消費者のファンダメンタルズが改善し続けるにつれて、この 2 つのトレンドは徐々に新型コロナウイルス感染前の標準に回帰すると予想する。

我々は、消費者信用会社に対する規制強化と、valid-when-made 原則（銀行ローンはその後譲渡されても当初の条件が適応されるという原則）と true lender（真の貸手）問題を巡る不透明性に伴う司法リスクが高まっていることを注視している。

**見通し :** 高格付のシニア証券化トランシェや、一部の SASB CMBS、ABS、非エージェンシー CRT RMBS の劣後債について強気な見方をしている。足元の CLO やコンデュイット型 CMBS のバリュエーションを踏まえ、メザンリスクには依然として慎重である。

## 投資適格社債

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS (bps)
	Q2	年初来	Q2	年初来	6/30/2021
米国投資適格社債	3.55	-1.27	-11	-16	83
欧州投資適格社債	0.29	-0.39	-7	-9	80

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 6 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 2 四半期は、米国と欧州の投資適格社債のスプレッドが過去最低水準近辺にまで縮小したが、良好なクレジットファンダメンタルズ、底堅い需給動向、緩和的な金融政策を背景に、一部の投資適格債のスプレッドには更に縮小余地があると見ており、これが我々の投資適格社債に対する慎重ながらも建設的な見方の裏付けとなっている。

**米国投資適格社債 :** 潤沢な流動性や、キャッシュ・フローと利益の改善を受けて、企業のファンダメンタルズは総じて良好だが、対前年比の増益率はピークを付けた可能性がある。企業が依然として債務返済に取り組んでいるため、BBB 格の発行体を中心にレバレッジの改善が続いており、これによる格上げの動きも見られる。しかし、経営陣の強気な姿勢が高まっており、M&A を巡る動きが記録的な水準に迫るなど、M&A に起因するイベントリスクは依然として広く認識されている。ただし、米連邦取引委員会（FTC）の委員長にリナ・カーン氏が就任したことで、M&A の実施ははより難しくなる可能性もある。また、高格付の A 格や AA 格の発行体が設備投資、借入を伴う買収、自社株買いを増やす可能性があり、2022 年には BBB 格の発行体もこの動きに追随するだろう。

海外投資家や年金基金などからの底堅い需要を受けて需給は堅調であり、特に資本財セクターの長期債の純発行額は減少している。しかし、銀行セクターからの発行増は今後供給面での逆風になる可能性がある。

我々は、BBB 格債やオフザラン銘柄の中で、選別的にスプレッドの縮小が期待できる投資機会を選好している（それぞれスプレッドはレンジの下限に近付いてきている可能性はある）。また 20 年物のオフザラン銘柄は引き続きアウトパフォームすると考えており、墮天使債（フォールン・エンジェル）や多くの発行体で格上げの可能性があるクロスオーバー銘柄にも投資妙味がある。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、パイプラインに加えて、自己資本が充実しており割安になりつつある大手銀行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する。

米国投資適格社債のスプレッドは第 3 四半期も狭いレンジ内で推移すると考える。しかし、スプレッドカーブのフラット化、インフレ率を巡るボラティリティの上昇、米国の法人増税に対する懸念からパフォーマンスが大きく上振れする可能性は限定的だろう。

**欧州投資適格社債 :** 第 2 四半期の欧州投資適格社債のパフォーマンスは我々の予想を上回った。第 3 四半期も、依然として市場全体のスプレッド縮小余地は残されており、BBB 格社債と金融セクターのスプレッド

## 2021 年第 3 四半期セクター見直し

レドが一段と縮小すると考えている。しかし、緩和の兆しが見られるが、コロナ禍を巡る活動制限の継続、供給面での潜在的な制約、ユーロ圏のインフレ率が上昇基調へと移行することに伴う金利変動の高まりなどを踏まえると、スプレッドの追加的な縮小幅は限定的と見られる。

我々は、スプレッド・デュレーションをインデックス対比でややロングしており、相対的なスプレッドの魅力と低位なクレジットリスクを背景に、ECB の買入れ対象外の銘柄への投資機会を愛好している。例えば、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」をオーバーウェイトとしている。また、銀行セクターに対するオーバーウェイトも維持している。

**グローバル投資適格社債：**グローバル投資適格社債に関しては、個別の魅力にはバラつきがあるものの、依然として異なる通貨間での投資機会が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愛好している訳ではない。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ために、適度な水準を維持している。また、我々はスプレッド・デュレーションをややオーバーウェイトしている（ユーロと米ドルをロング、日本円、スイスフランなどをショート）。また、米国大手銀行、BBB 格債も依然として愛好している。引き続き、同一発行体や類似発行体の異なる通貨間での価格や利回りにおけるミスプライスから得られる投資機会を探っている。ただし、両者のスプレッド格差は解消に向かっており、米ドル建債のスプレッドはユーロ建債よりやや縮小気味で取引されている。

**見直し：**景気刺激的な中央銀行の政策、良好なクレジットファンダメンタルズ、底堅い需給動向を踏まえて、投資適格社債には慎重ながらも建設的な見方をしている。米国の大手銀行、選別された BBB 格債、景気敏感銘柄、墮天使債（フォールン・エンジェル）、クロスオーバー銘柄を愛好する。

## 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) 6/30/2021
	Q2	年初来	Q2	年初来	
米国ハイイールド債	2.77	3.70	-32	-82	304
欧州ハイイールド債	1.46	3.02	-17	-61	304
米国レバレッジド・ローン	1.44	3.48	-6	-43	443
欧州レバレッジド・ローン	1.15	2.97	-15	-49	410

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 6 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。

第 2 四半期はハイイールド市場にとって節目となった。米国ハイイールド債のスプレッドが世界金融危機以後で最も縮小し、利回りが記録的な低水準となり、欧州ハイイールド債のスプレッドもコロナ禍前の水準にまで縮小した。今後、堅調なファンダメンタルズと投資家による継続的な利回り希求の動きにより、年後半を通じて当セクターは堅調に推移すると見込まれる。

**米国レバレッジド・ファイナンス：**我々は、企業業績に裏打ちされた良好なファンダメンタルズ、安定した米国債利回り、インフレは一時的との確信の高まり、およびハイイールド発行体を買収対象とする M&A の増加から、米国ハイイールド債に対する強気の見方を維持している。

また当セクターでは、信用力の低い多くの発行体が一時的ながらも深刻な経済活動の停止によって駆逐される一方、墮天使債（フォールン・エンジェル）が流入したことに加えて、プライベート・エクイティ投資家が傘下の低格付発行体の資金調達でローン市場を愛好していることなどから、BB 格債の割合が上昇している。これを背景に、我々は基本シナリオでの期待デフォルト率を最近引き下げ、今後 12 カ月間を 0.9%、12 カ月以降を 1.0%とした。新たな見直しに基づくと、スプレッドは今後 12 カ月で更に 30bps 縮小すると予想する。一方、ワクチン接種の進展に水を差す新型コロナウイルスの変異種、予想を上回るインフレ率による FRB の更なるタカ派転換、企業および高所得者に対する米国の大幅増税といったテールリスクが、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 格債と質の高い B 格債がレティブ・バリュエーションの観点から魅力的であると考え。現時点で我々は、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。また住宅、カジノ、自動車セクターを引き続きオーバーウェイトとしている。また、独立系発電事業者ではオーバーウェイトを積み増している一方、小売りのアンダーウェイトを維持する。

第 2 四半期は、米国レバレッジド・ローンも上昇した。投資家が金利上昇のヘッジとして変動利付資産を愛好したため、バンクローン投信への資金流入と旺盛な CLO の組成が、底堅い需給環境をもたらした。また、追加的なスプレッド獲得を模索する機関投資家からの需要も、依然として旺盛である。第 2 四半期は良好な需給動向と、業績見直しの改善やデフォルト率の低下が相俟って、ローン・スプレッドが縮小した。スプレッドの縮小に加えて、ベンチマーク・インデックス内の平均ローン価格は 97.97 米ドルとなり、2020 年 1 月に付けた高値を 1.0%上回って第 2 四半期を終えた。

今後も CLO の組成とリファイナンスが高水準で推移し、第 3 四半期もこの勢いが持続すると予想する。また、金利上昇へのヘッジを求める投資家によるローン投信への資金流入も持続する可能性が高い。

我々は現在、クーポンが高く、CLO からの持続的な需要が見られる B 格ローンを選択している。また、小売り、空運、エネルギー、カジノおよびホテル、レジャー産業に対しては慎重な見方を維持している。

**欧州レバレッジド・ファイナンス：**現在、欧州ハイイールド債のスプレッドは新型コロナウイルス感染拡大前の水準にまで低下し、世界金融危機以後で最も縮小した水準に徐々に近付きつつあるが、第 3 四半期には、市場は強弱それぞれの材料がより拮抗した状態になるだろう。明るい材料としては、主要国の経済活動の緩やかな再開によってマクロ経済指標は着実に改善し、デフォルト率は低位で推移（2021 年についてはハイイールドが 1.5%未満、ローンが約 2.0%）すると考えている。一方で、新型コロナウイルスに関連する懸念（例：ワクチン接種率や、変

## 2021 年第 3 四半期セクター見直し

異種に対するワクチンの効果) や、インフレ高進およびテーパリングに対する懸念など、先行きには依然として多くの障害が待ち構えている。こうした中、短期的な市場動向を予測することは難しく、アクティブ運用が引き続き非常に重要となる。

ポジショニングに関しては、刻々と変化する状況の中、良好なレラティブ・バリュー機会には積極的に投資しており、現在のところ市場よりも高いリスクを取っている。

**見直し:** 足元のスプレッドは縮小しており、短期的には強弱それぞれの材料が拮抗した展開を想定。しかし、低いデフォルト率、ファンダメンタルズの改善、スプレッド商品に対する需要を受けて、市場環境は依然として良好である。こうした環境下、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 % 6/30/2021
	Q2	年初来	Q2	年初来	
エマージング債券 (ハードカレンシー建)	4.06	-0.67	-14	-12	340
エマージング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	0.77	-2.92	-1	77	4.98
エマージング通貨	2.02	-0.60	-2	122	N/A
エマージング社債	2.10	1.28	1	-31	296

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 6 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 2 四半期のエマージング債券は、米国債利回りが安定化し、揉み合いで推移する中、再び上昇基調となった。高格付の長期債が好調に推移するとともに、高ベータのハードカレンシー建エマージング債 (特にコモディティに敏感な発行体) もアウトパフォームした。米ドルの下落や世界全体の経済回復に注目が移る中、現地通貨建てエマージング債やエマージング通貨も持ち直した。今後については、投資家の利回り追求の動きが続く中、エマージング資産の魅力的なレラティブ・バリューを考えると、強固な世界経済成長、先進国の金融緩和策、持続的な財政刺激策、コモディティ価格の上昇、国際通貨基金 (IMF) の支援 (特別引き出し権: SDR を含む) およびエマージング市場への資金流入などの要因がエマージング市場の追い風になるだろう。ただし、ネガティブ・サプライズを発表した発行体に対する市場の見方は厳しくなっていると見られ、我々のボトムアップ分析が引き続き重要となる。ハードカレンシー建、現地通貨建て、エマージング通貨間のパフォーマンスの乖離は、今後も続くだろう。

FRB の政策変更という観点では、エマージング債券は過去 4 回の米国の金融引き締め局面のうち 3 回 (2005 年半ば~2006 年半ば、2009 年上半年、2016 年半ば~2018 年) は、好調なパフォーマンスを示してきた。2013 年のバーナンキ・ショックではアンダーパフォームしたが、金利上昇局面での抵抗力の重要な決め手となる経常収支は、

足元では大幅な黒字となっている (2013 年は大幅な経常赤字だった)。また、足元のクレジット・スプレッドは大きく拡大しており、現地通貨建て債の利回りも非常に高く、インフレ見直しはずっと落ちており、多くのエマージング国の中央銀行は既にタカ派スタンスに転じている。

我々の見直しに対するリスクとして、世界経済の急速な鈍化 (おそらく想定以上に早い FRB の利上げが原因となるだろう)、中国経済の急減速、コモディティ価格の大幅な下落が挙げられる。新興国の負債比率が高く、財務状況が脆弱であることを踏まえると、こうしたリスクはエマージング債に悪影響を及ぼす可能性がある。しかし、我々はこうしたテールリスクの可能性は対処可能な程度に収まると考えている。

**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中では、ハードカレンシー建債に対して、我々は最も強気の見方を維持している。世界的に金利が上昇しているが、先進国の金利は依然として低水準であるため、投資家は、レラティブ・バリューがあり、リスクを許容できると見なした資産クラスに対しては、利回りを希求する動きを続けている。少数の小規模な発行体 (スリランカ、エチオピア、ペリーズなど) を除けば、中期的にデフォルトが予想される国はなく、米国ハイイールド債などの資産クラスと比べたレラティブ・バリューは依然として魅力的である。我々は、年後半も高格付債 (投資適格債と信用力の強い BB 格債) とハイベータ銘柄 (信用力の弱い BB 格債以下) の間での選別や、ハイベータ銘柄間の選別の動きが続くものと予想する。先進国金利が低水準な中、特に揉み合い局面が続くようであれば、高格付発行体のスプレッドは過去最低水準まで低下する可能性がある。

高ベータ発行体の中では、ウクライナ、コートジボワール、アンゴラ、ナイジェリア、パキスタン、ガボンといった一部の発行体や、Pemex や Eskom などの準ソブリン債に大きな投資妙味がある。我々は、高ベータ発行体のうち、財政赤字を削減し、今年経済成長を達成できるような政策調整を行った銘柄がアウトパフォームすると見ている。一方、適切な政策調整を実施せず、持続的にファンダメンタルズが悪化している脆弱な発行体はアンダーパフォームする可能性が高い。重要なのは、最近のフロンティア市場からの起債の多くが、負債管理を伴うストラクチャーとなっていることであり、今後数年の対外債務の満期管理が下支えされるであろう。

エマージング社債の見直しは明るく、足元の 290bps というベンチマーク・インデックスのスプレッドは更にやや縮小すると考えている。2021 年末の純レバレッジ比率も 1.4 倍と 2011 年以降の最低であり、ファンダメンタルズも強固である。エマージング市場のハイイールド社債 (中国の不動産開発業者の恒大集団を除く) の予想されるデフォルト率は約 2.5~3.0%と横ばいであり、流動性も潤沢にある。我々は 5~7 年満期の B+格や BB 格の債券を選好する。その理由として、エマージング市場のハイイールド社債と投資適格社債との較差が依然として大きいこと、年初からの米国ハイイールド債の力強いパフォーマンスを受けて米国ハイイールド債に対するスプレッドが上昇していることが挙げられる。年初からのエマージング社債の総発行額は 2,800 億米ドルと、通期予想である 5,000~5,500 億米ドル (2020 年は合計 4,970 億米ドル)

## 2021 年第 3 四半期セクター見直し

を上回るペースで推移しているが、年初からの純発行額は 600 億米ドルと消化可能な水準であり、資金流入も依然として良好である。

**現地通貨建エマーシング債：**6 月の FOMC 会合を受けて、現地通貨建市場の見直しに関する不透明性が強まった。大半の市場の短期債は、コロナ禍前の政策金利水準を織り込んでいるが、テーパリングの時期を巡る不透明感と、FRB が柔軟な平均インフレ目標の枠組みに対して明らかに揺らいでいることから、特に中南米や中東欧・中東・アフリカ銘柄に対して、投資家はより大きなリスクプレミアムを求めている。米国の実質金利の上昇によって米ドル高がもたらされれば、現地通貨の下落によって現地通貨建債も悪影響を受けるであろう。

我々は、中国とインドネシアを最もオーバーウェイトにしている。これらの国々のインフレ率は依然として中央銀行の目標内に留まっており、純発行額は旺盛な海外需要（中国と南アフリカ）や中央銀行（インドネシア）によって消化されている。南アフリカ、ロシア、メキシコの名目および実質金利が魅力的であることから、これらについてもオーバーウェイトにしている。大きな変更点として、足元でメキシコに対する確信度を引き下げた。コア・インフレ率が上昇し、米国との金融政策との連動性が意識される中、メキシコの中央銀行は年後半も金融政策を維持できると市場に納得させなければならない難しい状況に立たされている。その結果、我々はメキシコのイールドカーブのフラット化を予想している。中国以外のエマーシング市場に対する資金流入が乏しいこと、およびエマーシング市場の中央銀行がタカ派スタンスへ転換していることは、需給面とファンダメンタルズ面には良い兆候だが、米国金利の変動、エネルギーと食料価格の上昇は、第 3 四半期も逆風になる可能性がある。

**エマーシング通貨：**FRB の柔軟な平均インフレ目標に対するコミットメントを巡る不透明感を踏まえると、エマーシング通貨を取り巻く環境は脆弱入り交じる状況が続くだろう。実質金利は横ばいで推移する可能性が高く、市場は 9 月の FOMC で公表される 2024 年のドットチャートに大きな関心を寄せる中、米ドルが他通貨に対して全般的に下落する可能性は低い。

世界経済の回復が続き、新興国経済が想定通りに加速すると仮定すれば、現在アウトパフォームしている通貨は引き続き堅調に推移すると考える。具体的に言うと、最もオーバーウェイトにしているのはブラジル・レアル、ロシア・ルーブル、インド・ルピーであり、中央銀行による利上げと強固な対外収支から、各通貨のキャリーは上昇する余地がある。また、年初からアンダーパフォームしている韓国ウォンにも投資妙味がある。韓国の中央銀行が近い将来に利上げに踏み切る見直しであることや、経常黒字、株式市場への資金フローが改善する可能性があることを考えると、こうしたアンダーパフォームは正当化できないと見ている。一方、政治面における左派勢力の台頭を巡る不透明感から、コロンビア・ペソとペルー・ソルは出遅れるとの見方を維持する。また、トルコ・リラもエルドアン大統領による非正統的な政策を受けてアンダーパフォームするだろう。これら 3 通貨のアンダーウェイトを当面維持する。

米ドルに関しては、足元の米ドル高が継続する可能性は低い。世界的な景気回復が続き、より多くのエマーシング国および G10 諸国の中央

銀行が景気回復に自信を深めるとすれば、第 3 四半期よりも第 4 四半期の方がエマーシング通貨は上昇するだろう。その頃には、FRB のテーパリングと 2024 年のドットチャートについての見通しが更に明確になり、それと同時に景気の先行きに自信を深める中央銀行も増える予想される。我々は、FRB がタカ派に転じる一方で、各国の中央銀行がハト派スタンスを維持し、これにより世界経済が失速して米ドルが持続的に上昇した 2013 年の二の舞にはならないと見ている。

**需給環境：**社債およびソブリン債の発行額は高水準で推移し、旺盛な需要によって消化されると予想する。エマーシング債ファンドへの資金流入額は過去数年を上回るペースで推移しているが、投資家のエマーシング債のポジションはコロナ禍前の水準を大きく下回っているため、当面この傾向が続くと考える。とはいえ、エマーシング通貨はレンジの高値近辺にあり、これが通貨反転時には圧力となる可能性があるため、エマーシング投資家のセンチメントとリスク許容度には注意を払っている。過去の例を見ると、センチメントが最も強気に達した時に、エマーシング通貨は下落しやすい傾向がある。

**見直し：**選別が鍵を握るだろう。ハードカレンシー建ソブリン債と社債はアウトパフォームすると見られ、高利回り銘柄と高格付銘柄には最もアウトパフォームする余地があると考え。現地通貨建債とエマーシング通貨の見直しは、強弱が入り交じっている。現地通貨建債には大半の材料が織り込まれており、一部の国に投資妙味がある。経済成長と米ドルに関する我々の見直しを踏まえると、エマーシング通貨の一部には魅力があるものの、それが実現するには一定の時間を要するだろう。

## 地方債

	トータル・リターン (%)	
	Q2	年初来
高格付債	1.42	1.06
ハイイールド債	3.93	6.13
長期課税地方債	5.57	0.52

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 6 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。

投資信託への資金流入が過去最高ペースで続き、新規発行額も消化可能な水準で推移したため、第 2 四半期も良好な需給環境が持続した。年初来の発行総額は前年同期を 10% 上回る 2,360 億米ドルとなった。そのうち 660 億米ドルが課税地方債で、これは前年同期を 10% 下回る。年初来の地方債投信への資金流入は 595 億米ドルとなった。

第 2 四半期の非課税地方債のパフォーマンスは概ね米国債並みとなったが、年初からのアウトパフォームにより、地方債利回りの対米国債比率は 10 年債で 69%、30 年債で 73%となった。年初はそれぞれ 78%と 85%だった。課税地方債も良好な需給環境の恩恵を受け、

## 2021 年第 3 四半期セクター見通し

長期課税地方債指数のスプレッドが 43bps 縮小し、長期社債指数、長期クレジット債券指数をアウトパフォーマンスした。

非課税地方債の需給環境は、純発行額がマイナスになることが予想されるため、夏場にかけて良好な状況が続くだろう。また、記録的なペースの投資信託への資金流入も衰える兆しがみえない。大規模な財政刺激策に加え、継続的な経済回復が、地方債セクターの様々な発行体のクレジットファンダメンタルズの下支えとなっている。大半の地方自治体セクターの見通しは、「安定的」へと上方修正されているか、一部では「ポジティブ」にまで改善している。コロナ禍から経済が回復する中、強固な歳入の伸びを背景に一部の主要州が格上げされている。Moody's は足元でイリノイ州を Baa3 から Baa2 に格上げし、ニューヨーク州 (Aa2) の見通しを「安定的」から「ポジティブ」に変更した。

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マンスすると我々は予想している。四半期末に向けた供給量の増加や金利変動の高まりによってスプレッドが拡大した場合には、絶好の購入機会になると見ている。高格付課税地方債も、適度な供給額と、この資産クラスの良いクレジットファンダメンタルズを評価する幅広い投資家層からの継続的な関心が追い風になるだろう。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、社債よりも格下げリスクが低いと見ている。

第 2 四半期末に、超党派によるインフラ投資法案の枠組みが固まった。地方債市場にとっての注目されるのは、オバマ政権下で発行されたビルド・アメリカ債に似た直接払債が盛り込まれるかどうかである。連邦政府の補助金の水準に関する詳細は未定であるが、足元の非課税市場の好調さを踏まえると、発行体が非課税債ではなく直接払債の発行を選択する可能性は低い。しかし、相場が混乱した際には直接払債は地方債発行体にとって重要な選択肢になるだろう。

連邦政府による財政刺激策や経済回復を踏まえると、州政府のクレジットに対する見通しは明るい。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、一部の州や地方自治体に対しては長期的な信用不安が懸っている。

---

**見通し**：底堅い需給動向と総じて良好な地方債の信用特性を受けて、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7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、ブルデンシャル・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)。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするブルデンシャル・アシアランス・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ゴ・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているものではありません。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いません。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、レベニュー債、保証債、事前借換債。固定利付またはステップアップの1990年12月13日付以降の債券で、償還日まで少なくとも1年を有する債券で構成されます。クレジットのない債券 (保証のない地方債) は、ムーディーズ社、S&P社、フィッチ社による中央格付けが投資適格 (Baa3/BBB-/BBB-以上) でなければなりません。

米国債：ブルームバーグ・バークレイズ米国債インデックス。ブルームバーグ・バークレイズ米国債インデックスは、米国財務省によって発行された米ドル建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パススルー証券(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・パススルー証券)、ABS および CMBS の各セクターの債券を含んでいます。このインデックスに含まれる債券は、最終満期までの期間が1年以上で、ムーディーズ社、S&P社、フィッチ社の各格付けの中央の格付けが投資適格 (Baa3/BBB-/BBB-) 以上でなければなりません。

S&P 500®は、米国大型株の唯一最良の指標として広く認識されています。この指標をインデックス、もしくはベンチマークとする資産は9.9兆米ドルを超えており、そのうち約3.4兆米ドルが当指標をインデックスとしています。この指標には500の主要企業が含まれており、時価総額の約80%をカバーしています。

2021-5460



## 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 / July 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

PGIMJ83312

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。