

四半期見通し

2021 年 10 月

第3四半期における価格調整がもたらす今後の好パフォーマンス

当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの見解

継続的な回復が続くも、次第に雲が厚くなる見込み

当社グローバル・マクロ経済リサーチ・チームの見解

PGIM フィクスト・インカムはブルデンシャル・ファイナンシャル・インク("PFI")のグローバル債券運用部門です。米国のブルデンシャル・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 年最後の四半期見通しは、コロナ禍後の最も急速な景気回復が一巡したと見られる中で発行することになる。2022 年の世界経済はトレンドを上回る成長を維持すると考えられる一方で、長期化するインフレ、世界的な金融緩和政策の一斉解除、企業に対する締め付けの強化など、これまでに見られなかった幾つかの障害を背景に、どのような展開を見せるかはますます不確実になっている。

今後の債券市場のパフォーマンス見通しを評価するに当たり、当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの Robert Tipp は「第 3 四半期における価格調整がもたらす今後の好パフォーマンス」と題したセクションにおいて、債券市場に存在する投資機会を探る上で鍵となる幾つかの要素について説明している。

幾つかの重要な要因が、今後も引き続き世界の経済成長を支える可能性がある。その一方で、当社のグローバル・マクロ経済リサーチ・チームは「継続的な回復が続くも、次第に雲が厚くなる見込み」と題したセクションにおいて、こうした要因を相殺するようなリスクが生じつつある兆候が見られると指摘している。

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。

- [M&A の回復がハイールド債にとって追い風となる](#)
- [現実味を帯びる FRB のテーパリング開始](#)
- [欧州の開放経済が生産性の向上をもたらす](#)
- [中国政府による規制強化が債券市場に及ぼす影響](#)
- [FRB のテーパリングへの移行を市場は素直に受け止める](#)
- [FRB の利上げ時期を巡る 3 つのシナリオ](#)
- [有言実行が求められる ECB](#)
- [公的債務水準の急上昇は、債券利回りの上昇（あるいは下落）をもたらすか？](#)

先進国金利 | 8

中央銀行による政策転換が目前に迫りつつあり、こうした中でセクターを跨いだ戦術的なポジションの構築が重要となる。

エージェンシーMBS | 8

第 4 四半期初めには、MBS を国債に対してアンダーウェイトとする（より戦術的には、30 年物 2%クーポン債の大幅なアンダーパフォーマンスを受けてアンダーウェイト）。また、TBA よりも特定プールに引き続き注目しつつ、30 年物や 15 年物に対して 20 年物のオーバーウェイトを維持する。なお、GNMA に対するエクスポージャーについては削減する。

証券化商品 | 9

強弱入り交じった見通し。クレジットカーブは総じてフラット化しており、引き続きメザニリスクには全般に注意が必要である。リスク・オフの局面では、証券化商品のスプレッドは概ね他のリスク資産の動きに追随すると考えられる。とはいえ、特に満期までの期間が短い高格付の証券化商品は他のスプレッド商品に比べて魅力的である。また準私募の ABS の下位トランシェにも投資妙味があると考えている。

投資適格社債 | 10

中長期的には慎重ながらも積極的な見通し。スプレッドはほぼレンジ内の推移に留まると予想するが、年末にかけては幾分拡大する可能性があると考えている。厳選された BBB 格の発行体、金融およびエネルギー・セクターには更なるスプレッドの縮小余地があると考えられる。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス | 11

デフォルト率の低下、ファンダメンタルズの改善、および世界的な利回り追求の動きを受けて、スプレッド縮小を予想。短期的には、市場は引き続き不安定に推移する可能性があると考えているが、こうした環境ではアクティブな銘柄選択が差別化要因になると考える。

エマージング債券 | 12

引き続き銘柄選択が極めて重要である。エマージング債市場では、引き続き発行体・銘柄ごとのパフォーマンス較差が大きいと見ており、ボトムアップのファンダメンタルズ分析とレバティフ・バリュエーション分析によってアウトパフォームする銘柄を見出していく方針である。ハードカレンシー建エマージング債に対する強い確信を維持しているが、世界的に強弱入り交じる材料が交錯する環境を踏まえ、抑制的なポジションを維持する。現地通貨建エマージング債とエマージング通貨は好調なリターンをもたらす可能性はあるものの、足元の世界情勢を踏まえ、資産配分は限定的とする。

地方債 | 14

より魅力的なバリュエーションと、年末にかけての底堅い需給動向を踏まえて、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）

第3四半期における価格調整がもたらす今後の好パフォーマンス

第3四半期には実際問題として様々なイベントが発生したにも拘らず、最終的に市場は7月初時点と大きく変わらずに四半期を終え、多くの指数のリターンはゼロ近辺となった（図1参照）。しかし、金融政策や経済環境が変化したのに伴って、市場は期中に大きく変動した。幸いなことに、こうした動きは、経済や市場が今後どのような推移を見せるかについて重要な手がかりを提供してくれた。本稿で紹介する見通しは、全般的には市場コンセンサスに反するものであり、また断続的なボラティリティに左右される可能性もある。しかし、総合的に見れば、今後数四半期にわたる債券市場のパフォーマンスに関して、引き続き楽観的な見方を示唆するものである。

図1：第3四半期には様々なイベントがあったが、今後リターンの妨げとなる要因はほとんど見当たらない

個別セクター	Q3 2021	YTD	2020	2019	2018	2017
米国投資適格長期社債	-0.12	-2.56	13.94	23.9	-7.24	12.09
米国長期国債	0.47	-7.49	17.7	14.8	-1.84	8.53
エマーシング債 (ハードカレンシー建)	-0.70	-1.36	5.26	15.04	-4.26	10.26
米国投資適格社債	0.00	-1.27	9.89	14.5	-2.51	6.42
米国ハイイールド債	0.94	4.67	6.2	14.4	-2.26	7.48
エマーシング通貨	-1.57	-2.17	1.73	5.2	-3.33	11.54
CMBS	-0.03	-0.53	8.11	8.29	0.78	3.35
米国債	0.09	-2.50	8	6.86	0.86	2.31
欧州ハイイールド債	0.67	3.71	2.9	11.4	-3.35	6.79
米国レバレッジド・ローン	1.13	4.65	2.8	8.17	1.14	4.09
地方債	-0.27	0.79	5.21	7.54	1.28	5.45
欧州レバレッジド・ローン	0.96	3.90	2.4	4.38	1.25	3.72
エマーシング債 (現地通貨建ヘッジあり)	-0.92	-3.80	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)	0.09	-0.65	3.87	6.35	0.99	2.47
欧州投資適格社債	0.08	-0.31	2.77	6.24	-1.25	2.41
マルチセクター	Q3 2021	YTD	YTD	2019	2018	2017
米国総合	0.05	-1.55	7.51	8.72	0.01	3.54
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	-0.88	-4.06	9.2	6.84	-1.2	7.39
グローバル総合(ヘッジあり)	0.09	-1.43	5.58	8.22	1.76	3.04
円総合	0.08	-0.06	-0.8	1.64	0.93	0.18
ユーロ総合(米ドルヘッジなし)	0.00	-2.29	4.05	5.98	0.41	0.68
その他セクター	Q3 2021	YTD	YTD	2019	2018	2017
S&P 500 指標	0.58	15.92	18.4	32.6	-4.4	21.26
3ヶ月 LIBOR	0.04	0.15	0.74	2.4	2.23	1.22
米ドル	1.07	4.77	-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。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。欧州債券は、特に断りのない限りはヘッジなし。パフォーマンスは2021年9月30日現在。インデックスに直接投資することはできません。

不確実であるということが、唯一確実なことである

新型コロナウイルスがもたらした最悪期から1年半以上が経過したが、投資を行うに当たっては、新型コロナウイルスの動向はもちろんのこと、財政・金融政策から中国恒大集団の債務危機に至るまで、重要な問題が山積みしている。これら相互に絡み合った問題の多くは、しばらく解決する気配がない。そのため、今後数四半期は、小売売上高や雇用創出、インフレ率などに関する主な経済指標が引き続き大きく上下する展開となりそうだ。その結果、投資家のセンチメントも大きく上下し、市場のボラティリティが断続的に高まる可能性がある（こうしたリスクの詳細については、「世界経済の見通し」および「セクター見通し」を参照）。

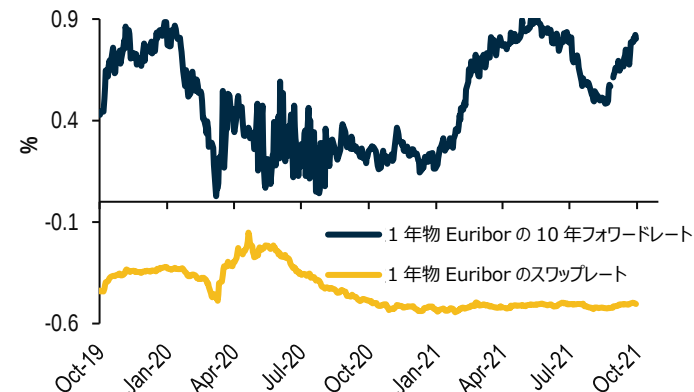
しかし、最終的には堅調なリターンが得られる？その理由とは？

多くのリスクが漂い続けているが、引続き金利が低い水準かつレンジ内で推移し、スプレッド商品にとって好ましい市場環境が続く中で、概して言えば、今後数四半期にわたって債券の強気相場が持続するとの楽観的な見方を我々は維持している。

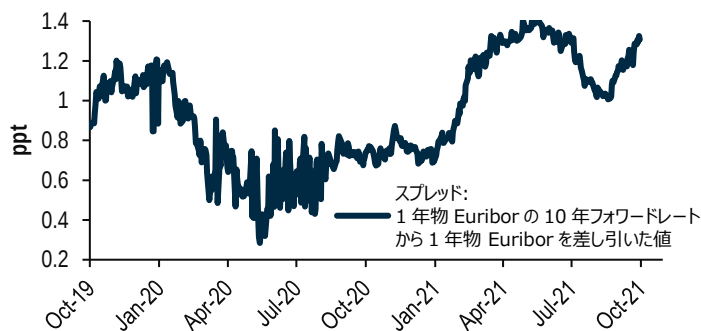
金利は低水準かつレンジ内で推移。理由その1：長期的なファンダメンタルズ...

今後1～2年は続くと見られる混乱期の先に目を向けると、過去何十年にもわたって人口の高齢化や高水準の債務といった持続的なファンダメンタル要因が金利を押し下げてきたが、コロナ禍後の世界では高齢化の更なる進展や債務水準の急上昇が予想され、これが金利の更なる下押し要因になると考えられる。その結果、多くの中央銀行は政策金利を実効レンジの下限、あるいは下限近くに留めることになり、利上げサイクルはますます低い水準でピークを打つことになりそうだ。こうした観点から見れば、第3四半期の金利上昇は、今後数年にわたる政策金利の大幅かつ持続的な引き上げを反映した水準に達しており、恐らく既にファンダメンタルズをオーバーシュートしていると思われる。つまり、こうした金利水準の債券にはバリューがあると我々は見ている。

図2：欧州のイールドカーブはベアスティープ化し、フォワードレートは今年初めの極端なピークに近い水準に

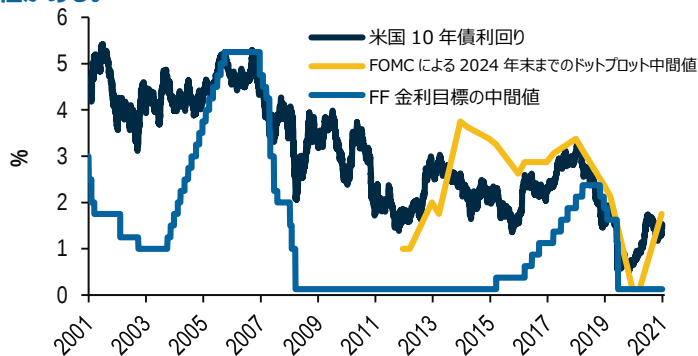


債券市場の見通し



出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2021 年 10 月現在

図 3：米国の長期金利は歴史的な低水準にあると見られるが、ファンダメンタルズの変化に伴い、ピーク、底ともに引き続き押し下げられそう。今年初めの 1.75% という水準は金利サイクルのピークとなる可能性がある。直近の 10 年債利回りである 1.5% は、すでに FF 金利のサイクルが 1.75% でピークを打つ可能性を反映している可能性がある。



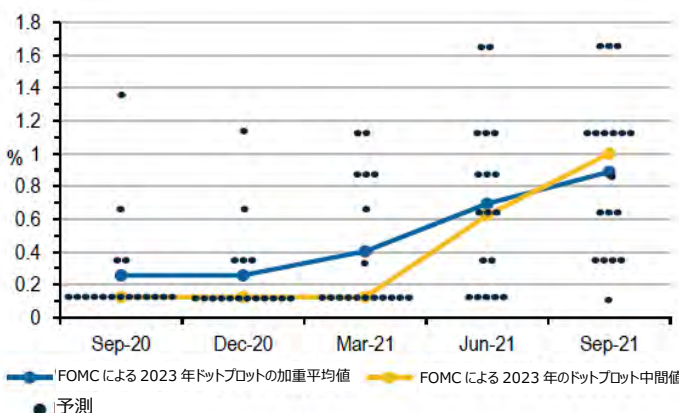
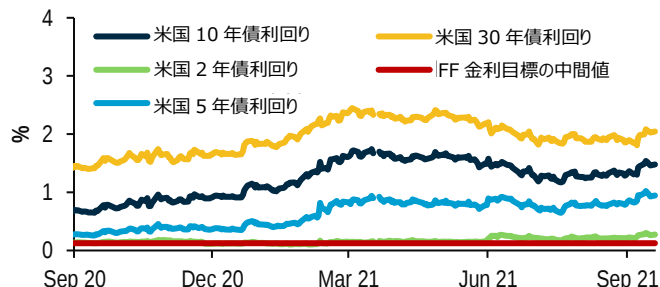
出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2021 年 10 月現在

...理由その 2：世界の中央銀行がインフレを抑制することへの市場の信頼感

第 2 四半期に、世界の主要中央銀行のタカ派がインフレに警鐘を鳴らし始めた後で長期金利が低下したことで、市場からの信頼感が明確になった。恐らく、最も顕著なケースは米国における動向で、連邦準備制度理事会（FRB）のドットプロットは 3 月から利上げ予想時期が前倒しされ始め、また予想利上げ幅も大きくなった。このことを受けて米国債市場では長期金利が低下する一方で、短期金利は上昇している。

しばらくの間、大半の先進国の中央銀行は景気回復と完全雇用の実現を目指し、金利を低水準に維持すると見られる。しかし、資産買い入れの終了あるいは縮小によって利上げに向けた準備が整うことに加え、インフレ抑制のために必要であれば積極的に利上げする意思を示したことにより、いつでも中央銀行が利上げできる状態にあることを投資家は確信しているものと思われる。そのため、「一過性」の高インフレが既に予想以上に長期にわたって持続する中においても（それが長期的な経済のファンダメンタルズによるものであれ、中央銀行による引締めによるものであれ）最終的にはインフレが低水準で安定的に推移する環境に回帰するとの信念を持ち続けているように見受けられる。これは、長期金利が上昇トレンドに転じるのを今後も食い止める要因となるだろう。

図 4：連邦公開市場委員会（FOMC）による予想利上げ時期が前倒しされ、予想利上げ幅が大きくなるにつれ、米国長期債の利回りがピークアウトしたのに対し、短期債の利回りは上昇した。これは、FRB が経済をソフトランディングさせる能力を市場が信頼していることを示している。



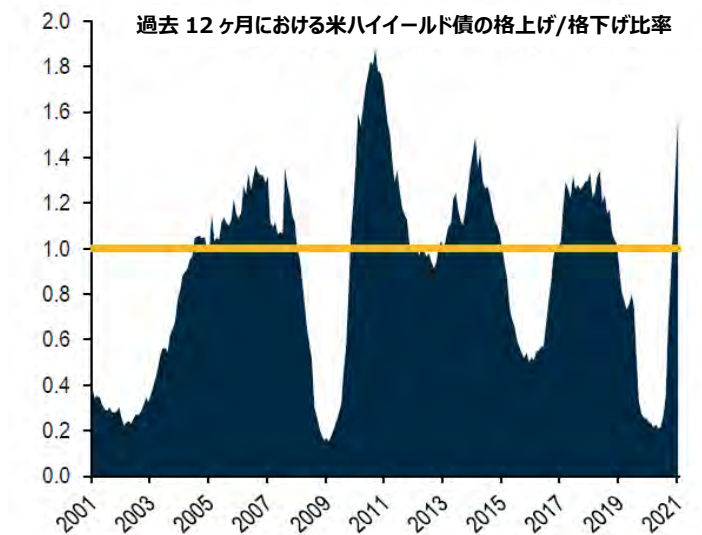
出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2021 年 10 月現在

スプレッド商品にとって良好な市場環境

スプレッド商品については、持続的な景気拡大が財務のファンダメンタルズを支え続けるため、クレジット債券のアウトパフォームが続くと我々は予想している（図 5 参照）。しかし、コロナ禍からの回復局面でスプレッドが縮小し、歴史的にもタイトな水準となっていることから、超過リターンは抑制的なものになると考えられる。超過リターンを生み出す要因は、2020 年 3 月以降に見られたような全般的なスプレッドの縮小ではなく、スプレッドがもたらす超過利回りとスプレッドカーブのロールダウン効果が主体となりそう。

債券市場の見通し

図 5 : 持続的な景気拡大はクレジットのファンダメンタルズの持続的な改善を下支えする見込みであり、これは企業の信用格付の格上げ/格下げ比率の上昇にも反映されている。



出所 : PGIM フィクスト・インカム、バンク・オブ・アメリカ、2021 年 8 月現在

留意点 : テーバリングによって市場は時間を稼ぐことができるかも知れないが、経済成長あるいはインフレが過熱し過ぎると、市場見通しの不確実性が高まる可能性がある。

第 2 四半期に債券市場のパフォーマンスを押し上げた FRB への信頼感に加え、足元で経済指標がやや鈍化したことにより、中央銀行による積極的な金融引き締めへの懸念が緩和したことも長期債やリスク資産にとって追い風となった。しかし、これは現在燻っているリスクも浮き彫りにする。第 2 四半期に成長率やインフレ率の鈍化が市場の安定に寄与したように、逆に経済が再加速したり、インフレは「一過性」のものだという認識が脅かされたりすると、投資家の懸念が高まる可能性がある。よって、今後数カ月あるいは数四半期にわたり、世界経済の成長やインフレの動向を我々は引き続き注視したい。

結論 : コロナ禍からの回復で成長やインフレ率が押し上げられた結果、長期金利は魅力的な水準にまで上昇した。長期的な経済のファンダメンタル要因や、インフレ抑制に熱心な世界の中央銀行の下では、金利が短期的に 2021 年春先の水準に向けて急上昇する局面があったとしても、今後数四半期にわたり利回りの低下が続くと予想される。平均すると、10 年物国債利回りは日本がゼロ%を僅かに上回る水準、ドイツでは着実にゼロ%を下回り、米国では 1.5%を下回る水準になるだろう。スプレッド商品は概してアウトパフォームする見込みだが、これまでのコロナ禍からの回復局面と比べれば、超過収益は大幅に縮小するだろう。最後に、我々は全般的に楽観的な見方をしているものの、先行きの大きな不確実性とリスクを踏まえれば、断続的にボラティリティが高まる可能性もあり、アクティブ運用の価値が高まる機会がもたらされると考えられる。

世界経済の見通し

継続的な回復が続くも、次第に雲が厚くなる見込み

過去 1 年にわたって世界経済が回復する中、ワクチン接種と大規模な財政・金融支援策により、需要は驚異的な回復を遂げた。一方、供給を巡る状況は予想よりも遥かに苦戦を強いられている。長期にわたって幅広い品目で生産面のボトルネックが発生しているほか、流通面でも目詰まりが発生し、更には人手不足も手伝って全般的な経済活動のペースが抑制されている。旺盛な需要に対して供給制約が足枷となる中、経済の調整弁としてインフレ率が上昇してきたのである。このように、2022 年に予想される世界経済の減速は既に始まっており、2021 年も終わりに近づく中、インフレ率の高進が根強く続いている。

ただし、重要なことは、経済が減速したとしても、米国、ユーロ圏、および日本については来年にわたって潜在成長率を上回る経済成長を達成すると見られることである。需要は、経済再開当初のピーク時と比べて減少しているものの、新型コロナウイルスの変異種であるデルタ株に起因する新たなリスクにも拘らず、依然として堅調である。しかし、供給制約によって更なる回復は困難になっていると考えられる。製造業における需要はコロナ禍前の水準を引き続き大きく上回っているものの、半導体その他の原材料不足によって供給が制限されるため、需要が満たされない状況が続いている。また、サービス業についても、需要は昨年最悪期から急反発しているが、特に米国や英国を中心に人手不足が続いており、売上機会を逃している。

今後も数四半期にわたって、需要は堅調に推移していくことが予想される。賃金・給与所得の急回復、過去 1 年半にわたる多額の家計貯蓄と富の蓄積、そして依然として緩和的な金融政策によって家計消費は下支えされ、企業による設備投資の更なる拡大も後押しされると考えられる。実際に、供給制約が足元の経済成長の抑制や、インフレ率の上昇の主要因となっているのであれば、今後数四半期のうちにこの制約が解消されることで、取りこぼしてきた経済活動の一部を取り戻すことができるほか、足元のインフレ圧力も緩和され、来年の先進国に関する我々の成長見通しにも上振れ余地が生まれるだろう。企業の在庫補充は既に GDP 成長率を押し上げており、あらゆる供給制約を乗り越えて今年の年末商戦に向けた商品を確保しようとする動きが見られる。

強まりつつある逆風

一方で、経済活動に対する新たな逆風が強まりつつある。こうした逆風により、来年にかけて需要は伸び悩み、世界経済の下振れリスクが増大すると予想される。中国では、製品需要が主導する世界的な景気回復によって経済成長が下支えされたことで、当局は特定セクターに対する規制強化や不動産市場に対する政策をより包括的に引き締めることが可能となった。中国の 2022 年の GDP は市場コンセンサスを下回るとの見方から、経済の減速を食い止めるために大規模な金融緩和と財政刺激策が実施されると我々は予想している。しかし、恒大集団については、中国国外の債権者にとって有利な救済は期待できない。欧州各国、特に英国では、国内生産量の縮小や寒波、エネルギーを巡る

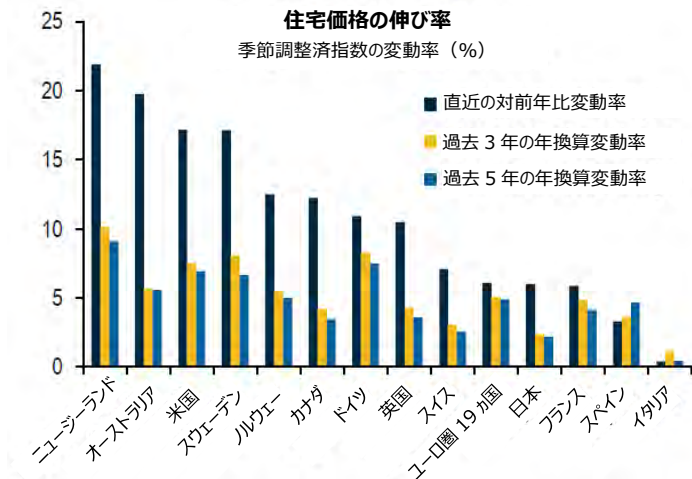
アジアとの競争などの要因が相俟って、エネルギー価格の急騰に対する脆弱性が浮き彫りになっている。世界的に見ても、広範に及ぶエネルギー価格の上昇とインフレ率の上昇によって、家計の購買力の回復が阻害されている。

一方、新型コロナウイルスに関連する政府の支援策は既に出尽くしており、財政刺激策は縮小されつつある。米国では依然として追加経済対策が議論されているが、こうした財政支出は、コロナ禍で実施された数兆米ドル規模の対策のように僅か 1~2 四半期の間に集中的に実施されるのではなく、10 年などの長期にわたって実施されるよう意図されている。更に、こうした新たな追加経済対策の財源として大幅な増税や各種手数料の導入が盛り込まれる見通しである。一方、米国での家賃支払猶予や失業給付の拡充、欧州および英国での一時帰休制度など、対象を絞った多くの政策が打ち切られることによる副次的な影響も我々は注視している。

対応を続ける中央銀行

中央銀行も対応を続けている。継続的な物価上昇、多くの国における住宅価格の二桁上昇といった資産価格の再上昇を踏まえ（図 1 参照）、多くの中央銀行は、より恒常的なインフレや金融の不均衡が悪化する可能性を抑制するために、金融支援策の少なくとも一部を解消する時期に差し掛かっていると考えている。

図 1：先進諸国住宅価格は上昇傾向



出所：PGIM フィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス、各国公表データ、2021 年 6 月現在

多くの中央銀行が、量的緩和策や資金繰り支援策を終了、あるいは縮小させている。カナダ中央銀行とオーストラリア準備銀行が量的緩和による買い入れを縮小させたほか、イングランド銀行も資産購入を 12 月に終了させる予定である。一方、ニュージーランド準備銀行は既に量的緩和策を終了させている。FRB は、他国の中央銀行に遅ればせながら 11 月会合で資産買い入れ縮小（テーパリング）を発表し、その後すぐに着手、来年半ばまでにテーパリングを完了させるものと思われる。しかし、欧州中央銀行（ECB）は他の先進諸国の中央銀行に後れを取っており、現在のところパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）による買い入れは 2022 年 3 月まで継続される予定になっている。欧州

世界経済の見通し

の景気回復の足取りが依然として覚束ないこと、および ECB が 2% のインフレ目標達成に以前よりも強い意志をもって臨んでいることを鑑みると、PEPP 終了後の減額分を少なくとも一部補うために、2022 年の資産買い入れプログラム（APP）の増額を、年後半に示唆する可能性がある（図 2 参照）。

図 2：ECB 月間資産買い入れ額の予想推移とユーロ圏の GDP 加重平均 10 年利回り



出所：PGIM フィクスト・インカム、ECB *9 月の PEPP による資産購入は、700 億ユーロと仮定。

しかし、中央銀行による利上げも視野に入ってきている。インフレ圧力と闘っている多くの新興国の中央銀行は、既に利上げを進めている。先進国の中央銀行ではノルウェー中央銀行が先陣を切り、10 月初めにはニュージーランド準備銀行がそれに続いた。これまでのところ、FRB の市場とのコミュニケーションは上手くいっており、テーパリングは利上げとは別の判断であり、テーパリングが完了する前に利上げを実施する可能性は極めて低いというメッセージを市場は十分に認識できている。しかし、FRB が 9 月の会合で発表した FOMC 参加者の利上げ見通しを示すドットプロットは若干タカ派的な姿勢に転じ、半数は来年末までの利上げを予想している。これは、我々の基本シナリオである、2023 年上期よりも僅かにタカ派的である。イングランド銀行もこれに倣い、当年末を待たずに利上げを実施する可能性があるとして 9 月の会合で示唆した。ただし、イングランド銀行に関しても、最終的には示唆されている内容よりも幾分ハト派的になり、来年まで政策金利を据え置くと我々は予想している。他の国と異なり、英国経済はブレグジット（英国の EU 離脱）および新型コロナウイルス関連の供給混乱という二重苦に見舞われており、人手と必需品の深刻な供給不足に悩まされている。

これら全ての中央銀行に言えることだが、足元の世界的なコロナ禍からの回復期における通常とは異なるマクロ経済環境により、不注意による政策ミスの危険が高まっている。また、政策転換は個々の国にとっては理に適っていても、各国が一斉に政策転換すると世界経済の回復に水を差す可能性がある。中央銀行は、金融引き締めを先送りするか緩和

政策の規模を縮小するなどして対処すると考えられ、各国が一斉に政策転換する可能性は今後考えられるリスクの 1 つであることに違いないものの、我々は基本シナリオとはしていない。我々は、供給面の問題が部分的に解消され、G10 諸国の中央銀行が金融緩和を若干縮小することでインフレ圧力もいずれ一巡し、基本的には力強い世界経済の成長環境が来年に入ってもしばらく続くという見方を維持している。

先進国金利

- FRB によるテーパリングが近づきつつある中、資産買い入れの削減による量的緩和政策の終了と FF 金利誘導目標の引き上げを通じた金融政策の引き締めは明確に区別される可能性が高い。但し、インフレ指標が高止まりするようであれば、米国債イールドカーブの短期部分は上昇しやすくなる。一方、長期国債利回りは一定のレンジ内での推移、もしくは 10 年国債利回りが年末にかけて 1.30 ~ 1.40% 程度まで低下すると考えられる中、イールドカーブはフラット化と思われる。
- FRB による利上げ見通しが前倒しとなるにつれ、長期債の利回りとフォワードレートは低下している（下図を参照）。



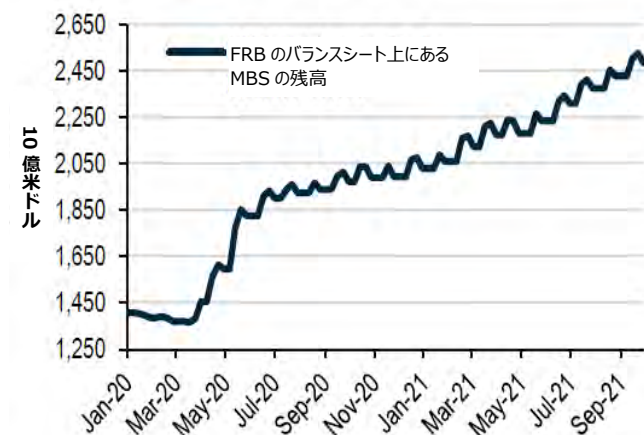
出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2021 年 9 月現在

- また、仮に FRB が流動性の逼迫を誘発したときは、物価連動米国債（TIPS）の利回りも上昇する可能性があると考えている。更に、米財務省の資金余剰に伴う利付債の発行削減は、イールドカーブの 7 年と 20 年に大きな影響を及ぼす可能性があると考えており、これら年限に投資妙味があるとの見方を我々は維持している。
- 主要中央銀行の中では ECB が最も緩和的だが、PEPP による債券買い入れが最終的には縮小されることを今後も示唆し続けるだろう。但し、足元のドイツ国債の売りは過度な水準に達していると考えている。
- 緩和策からの政策転換において、イングランド銀行は FRB と ECB に先行すると見込まれる。英国債における歪み（例えば、10 年債の実質利回りは約 -315 bps と割高である）は、長いデデュレーションを必要とする投資家からの需要が徐々に落ち着くような場合には正常化に向かうだろう。

見通し：中央銀行による政策転換が目前に迫りつつあり、こうした中でセクターを跨いだ戦術的なポジションの構築が重要となる。

エージェンシーMBS

- 第 4 四半期を迎えても FRB はエージェンシーMBS の買い入れと再投資を続けているが、11 月からは月間の新規買い入れ額が減少し始め、2022 年半ば頃には終了すると予想している。オプション調整後スプレッドは徐々に拡大すると予想してきたが、旺盛な需要が正味供給量の増加を吸収しており、スプレッドは底堅く推移している。



出所：ブルームバーグ、2021 年 10 月現在

- 新しく就任した米連邦住宅金融局（FHFA）の局長代行が前政権のもとで進められてきた方針を転換するとの我々の懸念が、第 3 四半期に現実のものとなった。適合ローンの新たな上限が 11 月に発表されるが、全米の住宅価格指数の急上昇を背景に、UMBS の TBA 取引対象のローン額は徐々に上昇し、それに伴いバリュエーションの調整が進むと予想する。受渡銘柄におけるコンベクシティ悪化と、FRB による買い入れ縮小に伴って TBA 取引に対する関心が薄れる一方、特定プールの恩恵を受けると考えられる。ただし、プールの選定は重要になる。
- ジニーメイ（GNMA）については、今後数カ月のうちに保証保険料が引き下げられると予想する。
- TBA のカレントクーポン債は、正味供給量対比での FRB による取引量が減少するにつれて今後も割安化していくことが予想される。一方で、市場在庫が減少している高クーポン債については、足元の期限前償還の想定に比して割高に取引される可能性がある。なお、MBS の投資家は TBA 取引より特定プール取引を選好しており、多くのクーポン水準で特定プールのヘッジ調整後パフォーマンスは改善している。
- 今後は、FRB による買い入れの縮小、政策を巡るリスクの高まり、TBA の割安化などに関する懸念を、国内銀行による需要が吸収すると考えられる。年末にかけて例年通り発行が一服する中でスプレッドが十分に魅力的であれば、12 月あるいは 2022 年第 1 四半期に向けて銀行からの需要が増えると我々は予想している。全体的な期限前償還の減速と価格下落観測も、利回り物色意欲の高い投資家にとっては魅力的になるだろう。

2021 年第 4 四半期セクター見通し

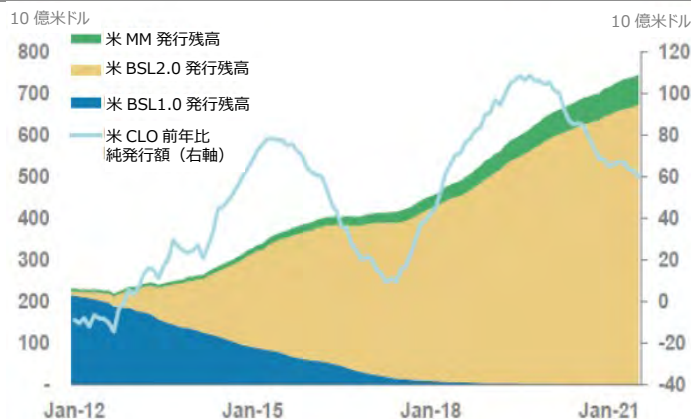
見通し：第 4 四半期初めには、MBS を国債に対してアンダーウェイトとする（より戦術的には、30 年物 2%クーポン債の大幅なアンダーパフォーマンスを受けてアンダーウェイト）。また、TBA よりも特定プールに引き続き注目しつつ、30 年物や 15 年物に対して 20 年物のオーバーウェイトを維持する。なお、GNMA に対するエクスポージャーについては削減する。

証券化商品

セクター	サブセクター	スプレッドの変動 (bps)	LIBOR OAS
		Q3	9/30/2021
CMBS			
CMBS: コンデュイット型証券 AAA	10 年債 First-pay	-2	63
CMBS: コンデュイット型証券 BBB-	BBB-	+79	347
CMBS: CMBX (OTR)	AAA	+5	50
CMBS: CMBX (2012 年)	AA	+216	487
CMBS: エージェンシー集合住宅	シニア	-1	17
非エージェンシーRMBS			
レガシー	RPL シニア	0	60
レガシー	2006/2007 年のオルト A	0	120
GSE リスクシェアリング	M2	-4	161
CLOs			
CLO 2.0	AAA	+1	113
CLO 2.0	AA	-10	160
CLO 2.0	BBB	-40	280
ABS			
消費者 ABS	シニア	0	55
消費者 ABS	B クラス	0	75
民間学生借り換えローン	シニア	-5	50
ジェネリック	AAA クレジットカード	-5	2

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 9 月 30 日現在。

- **CLO** 市場の発行と需要は堅調に推移した。総発行額は大幅に増加したものの、リファイナンスとリセットによる起債が中心であり、純発行額の増加は相対的に小幅に留まった（右上図を参照）。



出所：モルガンスタンレー・リサーチ、S&P LCD、インテック 注記：1.0 は世界金融危機以前の BSL / CLO を指す

- 米国における発行額は約 3,000 億米ドル、欧州は約 650 億ユーロの高水準となり、この結果、スプレッドはレンジ内で推移した。引き続き預金を投資に振り向けている米国大手銀行による購入が活発だった。
- 引き続きスプレッドはレンジ内で推移すると我々は予想している。FRB のテーパリングを機にスプレッドが拡大する可能性があるが、その場合は発行額が減少し、結果的にスプレッドの拡大は抑制されると思われる。
- 2021 年のレバレッジド・ローンのデフォルト率は、過去 10 年間で最低の水準になると見られる。しかし、デフォルトが増加した場合の回収率の低下には引き続き注意が必要である。我々は、CLO の AAA および AA トランシェは、構造的な信用補完によって損失から保護されるとの見方を維持している。
- **CMBS** の裏付け資産の中でも、（ラストマイル配送施設に対する需要に支えられた）インダストリアル物件およびセルフストレージ施設は 2020 年上半年以降で 40%超と大幅に価格が上昇している。また、集合住宅および小規模ショッピングモールは、それぞれ 13%および 6%と堅調に値上がりしたのに対し、宿泊施設、オフィス、およびショッピングモールは、それぞれ 4%、6%、13%下落した。
- ホテルおよび小売りセクターの延滞率は高止まりしているものの、対前四半期では回復が続いている。オフィス・セクターに関しては、長期的にリモートワークが実施されていることを踏まえ、引き続き使用面積の大幅な変化について注視している。しかし、一般的にオフィスのリースは長期契約であるため、急激な変化が生じることはないと思われ、我々は考えている。
- キャップレートのスプレッドは総じて 4 年移動平均を上回っており（平均水準で推移している集合住宅およびインダストリアル物件を除く）、純収益（NOI）が低下してもある程度バリュエーションを下支えすると思われる。
- コンデュイット型 CMBS の AAA トランシェおよびシングルアセット/シングルボロワー型（SASB）のスプレッドは引き続きレンジ内で推移し、投資適格社債の動きに追随すると考えられる。
- **RMBS** に関しては、元々上昇していた住宅用不動産相場が一段と高騰している。S&P コアロジック・ケース・シラー住宅価格指数で見

2021 年第 4 四半期セクター見通し

た宅価格の上昇率は、6 月には対前年同期で 18.6%に達している。

- 以下に挙げる幾つかの要因により、住宅価格は安定的に推移すると我々は考えている。
 - 低い住宅ローン金利がアフォードビリティを下支えしている。アフォードビリティ指数は長期平均に近づきつつあるが、依然として長期平均を上回っている。
 - 中古住宅と新築住宅の供給に制約があり、新築住宅の供給は総じて過去 10 年間低水準に留まっている。
 - モーゲージの慎重な引受とオリジネーションによって、投機的な動きの拡大は予防されている。また、抵当権執行の免除政策を背景に、モーゲージのディストレスト化は抑制されている。
 - ミレニアル世代の家計形成局面がピークを迎えている。
 - コロナ禍の初期には住宅ローン延滞率が急上昇したものの、その後は大幅に改善し低下基調となっている。
- 英国と欧州では、規制上あるいは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）商品に投資妙味があると見ていたが、調達は困難である。また、優良な住宅融資専門会社による新規オリジネーション、ノンコンフォーミングのセカンド・ペイ債については積極的な見方をしている。一方、住宅融資専門会社による新規オリジネーション、ノンコンフォーミングのシニア債については中立または慎重な見方を維持している。英国の RMBS は欧州の CLO と比較して割高となっており、この傾向は今後も続く予想される。
- 我々は、全体として、引き続きモーゲージ証券化前のウェアハウスへの投資を選好している。また iBuyer（インスタントバイヤー）取引に関連した銘柄を選好し、今後投資家の増加に伴い、スプレッドは縮小すると見ている。足元のスプレッドから判断して、非適格モーゲージおよびリパーフォーミングローンの新規発行銘柄の投資妙味は薄いと考えている。クレジットリスクトランスファー（CRT）債市場は、慎重な引受と住宅価格の大幅な上昇が追い風となっており、こうした傾向は第 4 四半期も続く予測する。
- **ABS** 市場のスプレッドは世界金融危機前の水準にまで縮小しており、割安な銘柄を見出すのは困難である。総発行額は 2019 年を 8%上回る 1,880 億米ドルまで増加しているものの、依然として消化可能な水準である。需要が堅調に推移する中で、100 億米ドル～200 億米ドルに留まる純発行額は、引き続きスプレッドを下支えすると見られる。
- 財政刺激策が徐々に縮小され、引受基準が正常化するにつれ、消費者信用のパフォーマンスは一部で反転（悪化）すると見られる。しかし、消費者のファンダメンタルズは安定しているため、その変化は緩やかなものになるだろう。
- 新車の供給上の制約と旺盛な消費者からの需要を背景に、中古車価格は歴史的な高水準で推移している。
- 学生借り換えローンの返済猶予率は懸念されるほど上昇していた訳ではないが、足元では低下している。低金利および借手の期限

前返済能力を背景に、依然として期限前償還ペースは速いものの、ピークは打っている。

- 店舗網を有する銀行による無担保消費者ローンのシニア債および劣後債、ならびに大手サブプライム自動車ローンの劣後債を我々は選好している。ABS の中でも、規制上あるいは財務上のリスク資本の減免を狙う CRT 債は、レバティブ・バリューの観点から魅力的ではあるが、発行額が限定的であるため調達は困難である。

見通し： 強弱入り交じった見通し。クレジットカーブは総じてフラット化しており、引き続きメザニンリスクには全般に注意が必要である。リスク・オフの局面では、証券化商品のスプレッドは概ね他のリスク資産の動きに追随すると考えられる。とは言え、特に満期までの期間が短い高格付の証券化商品は他のスプレッド商品に比べて魅力的である。また準私募の ABS の下位トランシェにも投資妙味があると考えている。

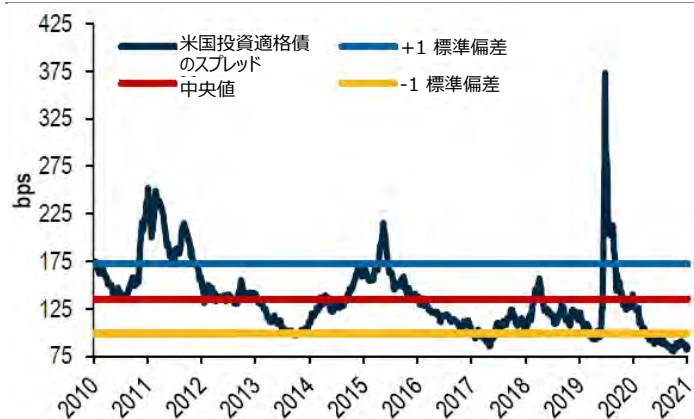
投資適格社債

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS (bps)
	Q3	年初来	Q3	年初来	9/30/2021
米国投資適格社債	0.00%	-1.27%	4	-12	83
欧州投資適格社債	-2.19%	-5.57%	0	-9	82

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米国社債インデックスおよびブルームバーグ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、2021 年 9 月 30 日現在。インデックスに直接投資することはできません。

- 第 3 四半期の**米国投資適格社債**は、概ねレンジ内で推移した。経済成長に関する懸念と FRB によるテーパリングの開始というマイナス材料は、好調な企業業績と良好な信用ファンダメンタルズ、及び旺盛な新発債の供給を難く吸収する強い需要によって相殺された。
- ファンダメンタルズは依然として堅調である。レバレッジはコロナ禍前の水準まで回復しており、今後も平均以上の増収が続くと見られる。また、格上げ基調が続いており、多くの企業の経営陣は依然としてフリーキャッシュフローを負債削減に活用している。
- スプレッドが世界金融危機以降の最タイト水準近辺にまで縮小していることや（次ページの図を参照）、投資適格社債を巡る市場環境が落ち着き出したことを踏まえて、我々は今後数四半期について慎重ながらも楽観的な見方を維持している。引き続き堅調ながらも、記録的な増収の伸びには一服感が見られ、世界各国の中央銀行の緩和的な姿勢は弱まっている。また、財政刺激策の規模が縮小され始め、企業にとって規制当局からの監視の目が厳しくなる中で、経営陣は資金を負債の削減以外に、増配や自社株買い、M&A などにもバランスよく振り向けることに注力している。

2021 年第 4 四半期セクター見通し



出所：ブルームバーグ、2021 年 10 月現在

- キャリーを目的とした BBB 格の短期債、および格上げの可能性やクレジット指標の改善が見込まれるような、産業セクターにおける厳選された BBB 格の発行体による長期債を我々は選好する。このカテゴリーに該当するのがエネルギー・セクターであり、世界的な石油・天然ガス需要の拡大が追い風になると見ている。銀行セクターには投資妙味があると見ており、規制が厳しく、イベントリスクの影響を受けにくいことに加え、同格付の産業セクターの発行体に比べてワイドな水準で取引されることが多い。また、景気循環の影響を受けにくく、スプレッドが魅力的な公益セクターも選好している。我々は産業セクターにおける A 格の発行体に対してより慎重な見方をしている。こうした発行体は、バランスシートを犠牲にしてまで、自社株買いや M&A を実施する可能性がある。
- 第 3 四半期の欧州投資適格社債のスプレッドは、レンジ内で推移した。引き続き市場がコロナ禍後を見通し、より堅調な経済成長に目を向けたことで、BBB 格債が A 格債をアウトパフォームした。しかし、スプレッドの縮小ペースは第 3 四半期を通じて徐々に鈍化し、9 月は僅か 1 bp の縮小に留まった。
- スプレッドは、ほぼレンジ内での推移に留まると予想している。しかし、BBB 格や金融セクター、および一部の産業セクターの発行体にはスプレッドの縮小余地が残されており、これによってインデックス全体のスプレッドは僅かながら縮小する可能性があると考えている。我々は、ECB の買入対象外の銘柄を選好しており、これらは信用リスクが同程度でありながら、スプレッドは総じて相対的にワイドである。
- ECB の資産買入れプログラムを背景に、需給環境は引き続き良好であり、年末にかけての新規発行額の減少も好材料である。発行体の潤沢な流動性、クレジット指標の改善、および欧州の景気回復も追い風となるだろう。我々の見通しに対するリスクとしては、タイトなスプレッド水準、インフレ率や投入コストの上昇、および発行体のファンダメンタルズにとって重石となるような M&A の更なる活発化などが挙げられる。
- グローバル投資適格社債においては、個別の魅力度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引き続き中立的な見方を維持している。更なるスプレッドの縮小から恩恵を受けるために、ポートフォリオのリスク量は適度な水準を維持してい

る。また、我々はスプレッド・デュー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、米国の大手銀行や BBB 格債も引き続き選好している。

- 引き続き、同一あるいは類似の発行体における異なる通貨間での価格や利回りのミスマッチから得られる投資機会を探っている。ただし、米ドル建債とユーロ建債のスプレッド較差は逆転しており、第 3 四半期末時点では、米ドル建債がユーロ建債よりややタイトな水準で取引されている。

見通し：中長期的には慎重ながらも積極的な見通し。スプレッドはほぼレンジ内の推移に留まると予想するが、年末にかけては幾分拡大する可能性があると考えている。厳選された BBB 格の発行体、金融およびエネルギー・セクターには更なるスプレッドの縮小余地があると考えられる。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS/DM (bps) 9/30/2021
	Q3	年初来	Q3	年初来	
米国ハイイールド債	0.94%	4.67%	11	-71	315
欧州ハイイールド債	0.67%	3.71%	5	-56	309
米国レバレッジド・ローン	1.13%	4.65%	-5	-48	438
欧州レバレッジド・ローン	0.96%	3.90%	-6	-56	403

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 9 月 30 日現在。インデックスに直接投資することはできません。欧州ハイイールド債および欧州レバレッジド・ローンはユーロ・ヘッジ後のリターン。

- 第 3 四半期には、**米国ハイイールド債**が小幅に下落した。コロナ禍を巡る懸念やインフレ率の上昇、FRB によるテーパリング開始の予告などが、信用ファンダメンタルズの改善と好調な企業業績を相殺したことが背景にある。とはいえ、クーポン収入によってハイイールド債はプラスのリターンを確保している。
- 2021 年上半期には格付間のスプレッド較差が大幅に縮小したものの、第 3 四半期前半には拡大し始め、BB 格債が CCC 格債をアウトパフォームした。しかし、第 3 四半期後半には金利の上昇を受けて比較的高格付の債券が低迷したため、パフォーマンス較差は縮小した（次ページの図を参照）。

2021 年第 4 四半期セクター見通し



- スプレッドは世界金融危機以降の最タイト水準近辺にあるものの、我々は今後 2 年間についてやや強気の見方をしている。ハイイルド発行体を買収対象とする M&A が増加する可能性が高く、その一方でデフォルト率は低位で推移し、信用力指標が改善すれば、相対的に高格付の発行体主導でスプレッドが縮小すると考えられる。
- 我々は、ハイイルド債のスプレッドが 2022 年半ばまでに更に 40 bps 縮小し、その後 24 カ月以内に再び現行水準まで拡大するのを基本シナリオとしている。この見方に対するリスクとしては、FRB がタカ派姿勢を一段と強める可能性や、中国を巡る不透明感、および新型コロナウイルスの変異種の出現が挙げられる。ポジショニングに関しては、レティティブ・バリュアの観点から、足元の B 格債には魅力があると見ています。また、我々は独立系発電事業者、住宅およびカジノ銘柄のオーバーウェイトを維持する。
- 第 3 四半期は、米国レバレッジド・ローンも上昇した。その背景として、投信の投資家が金利上昇のヘッジとして引き続き変動利付資産を選好したことが挙げられる。また、利回り追求の動きが続く中で、機関投資家からの需要も依然として旺盛である。
- 金利上昇への懸念を背景に、バンクローン投信への資金流入は今後も続くと思われる。一方、CLO の組成とリファイナンスは高水準で推移しており、この勢いも持続すると予想する。年初からの縮小ペースと比べると鈍化するものの、我々は第 4 四半期にもスプレッドが引き続き縮小し、ローン価格は上昇を続けることを基本シナリオとしている。バンクローンは、第 4 四半期には全体的として 1.0%～1.5%のトータル・リターンになると考えており、そのうち約 0.9%がクーポン、0.12%が基準金利、0.25%～0.5%が価格の上昇によるものと予想している。
- 第 3 四半期の欧州ハイイルド債市場は安定的に推移し、スプレッドは引き続き緩やかに縮小した。欧州ハイイルド債については慎重ながらも積極的な見方を維持し、2021 年のデフォルト率は債券が 0.8%、ローンが 1.0%の低水準に留まりと我々は予想している。マクロ経済的な観点から見れば、新型コロナウイルスの変異種やイ

ンフレ、中国の景気減速に対する懸念が、引き続き我々の見通しに対するリスクとなっている。市場の上昇余地が限定的であること、異なる格付間のスプレッド較差が小さいことを踏まえ、市場リスクを取ることは依然としてやや慎重な見方をしている。とはいえ、デフォルト率は低水準に留まっており、利回り追求の動きがバリュエーションを下支えることで、足元の良好な環境はしばらく続くと考えている。

- ポジショニングに関しては、厳選された B 格および CCC 格債のキャリアーの機会に注目し、良好なレティティブ・バリュア機会に積極的に投資していく方針である。ボラティリティが上昇すれば、最終的にはアクティブ運用の強みを活かした賢明な銘柄選択がパフォーマンスに貢献すると考えている。

見通し：デフォルト率の低下、ファンダメンタルズの改善、および世界的な利回り追求の動きを受けて、スプレッド縮小を予想。短期的には、市場は引き続き不安定に推移する可能性があると考えているが、こうした環境ではアクティブな銘柄選択が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 %
	Q3	年初来	Q3	年初来	9/30/2021
エマージング債券 (ハードカレンシー建)	-0.70%	-1.36%	17	5	357
エマージング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	-0.92%	-3.80%	0.31	1.08	5.30
エマージング通貨	-1.57%	-2.17%	0.47	1.69	3.25
エマージング社債	0.25%	1.53%	4	-27	301

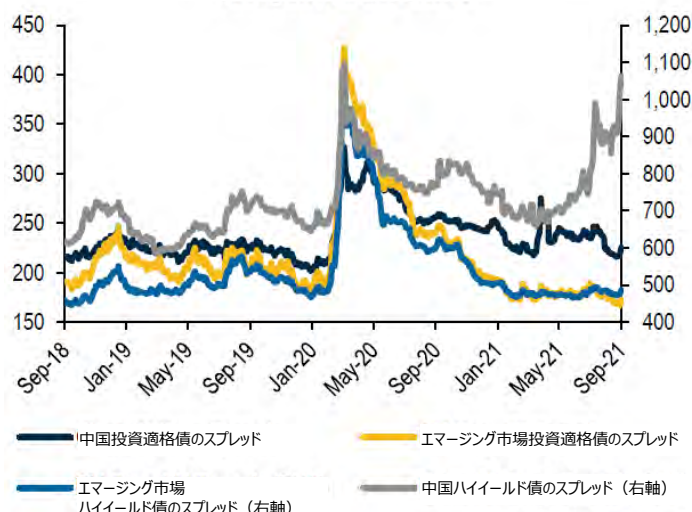
過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスの正式名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投資には元本損失のリスクがあります。出所：JP モルガン、2021 年 9 月 30 日現在。インデックスに直接投資することはできません。

- エマージング債券市場の中でのパフォーマンス格差は今後も続くと思われる。デルタ株の感染収束後に景気が回復し、インフレの高進は一服し、サプライチェーンの目詰まりが改善し、当面にわたって FRB あるいは中国が「誤った」政策を取らないことを、我々の基本シナリオとしている。この場合、年末までエマージング債券は全体として横ばいで推移すると予想する。仮に FRB がテーパリングを開始しても、流動性の状況が大幅に悪化しない場合は、ハードカレンシー建債、現地通貨建債、およびエマージング通貨のレティティブ・バリュアによる投資機会だけでなく、絶対水準そのものが魅力的であることに着目したボトムアップによる投資機会も見出せるだろう。一部のセグメントに関しては慎重な姿勢を維持するものの、現在認識されるテール・リスクを考慮に入れても、全体としてはむしろ前向きな投資機会があると認識している。2022 年には世界経済の成長ペースが鈍化する見通しであり、またブラジル、コロンビア、ルーマニア、ハンガリー、チリ、アルゼンチンでの選挙を含め、新興国では多くの政治イベントが予定されていることを注視している。

2021 年第 4 四半期セクター見通し

- 我々は引き続き、**ハードカレンシー建ソブリン債**と社債に対して最も前向きな見方を維持している。しかし、銘柄選択がこれまでと同様に重要となり、各国政府債務の負担増大、国ごとに異なる政策や財政引締め策の状況、今後の資金調達必要性、コモディティ価格に対する感応度の違い、そして政治日程が、投資機会を見出す鍵となる。我々は引き続き、様々なシナリオにおいて優れたパフォーマンスを上げることが可能な資産の組み合わせによる「バーベル型」のポジションに注力している。
- バーベル型のポジションのうち、長期ゾーンでは中南米よりも先行きが有望で、アジアよりもバリュエーションが割安だと考える中東欧諸国と湾岸協力理事会（GCC）諸国の債券を主に組み入れている。
- バーベル型のポジションのうち、短期ゾーンではハイベータ銘柄の銘柄選別が超過収益をもたらすと見ている。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一部の発行体はアンダーパフォームする可能性が高い。我々は、国際通貨基金（IMF）の支援を得て適切な政策対応を行ったウクライナやコートジボワールなどの国を選好する。石油輸出国であるアンゴラやナイジェリアも、資金調達ニーズが対処可能な水準であることが追い風となっている。エジプト、ガーナ、スリランカなど、財政的に脆弱で、多額の負債を抱える発行体についてはアンダーウェイト幅を拡大した。ザンビア、レバノン、ベネズエラなど、デフォルトに陥った発行体は、今後 6 カ月間以内に債務再編を行う可能性がある。
- また、政府支援と相対的に魅力的なスプレッドを背景に、Pemex などの準ソブリン債や Eskom の超短期債に大きな投資妙味があると考えている。特にファンダメンタルズが強固（エマージング社債の純レバレッジ比率は 1.4 倍と、2011 年以降の最低水準にある）で、分散された収益源を持ち、世界経済の拡大に伴って売上の増加が見込める新興国の社債は、それぞれの国のソブリン債と比較して魅力的なレティブ・バリューを提供している。
- 年初からの社債の総発行額は既に 4,200 億米ドルに達している。2020 年通年の総発行額は 5,000 億米ドルだった。引き続き新発債については非常に厳選しており、社債のエクスポートは概ね安定している。
- 中国の不動産セクターで発生した問題による、その他のセクターや中国以外の地域への影響は、比較的抑制されている（右上の図を参照）。2021 年のエマージング市場のハイイールド社債デフォルト率予想は、従来の 2.5%~3%から足元では 5%に引き上げられたが、中国を除くデフォルト率予想は 1.8%に留まっている。

恒大集団の影響で中国ハイイールド債のスプレッドは拡大したが、他市場への波及は限定的



出所：PGIM フィクスト・インカム、JP モルガン、2021 年 9 月現在

- **現地通貨建エマージング債**に関しては、国ごとに異なる状況が続く、新興国の中央銀行がタカ派的なスタンスを緩める時期はまだ先になるというのが、我々の基本シナリオである。我々は、2 年~5 年ゾーンの債券利回りが 2019 年の水準まで上昇したことを踏まえ、長期的にリスクを積み増す機会を模索している。主な目安として、FRB のテーパリングが及ぼす影響、ベース効果による新興国インフレ率への影響、中国の景気減速がコモディティ価格に及ぼす影響などが挙げられる。
- 我々はアジアをオーバーウェイトとしており、国別では中国、インドネシアの他、ロシアを最もオーバーウェイトとする一方で、ポーランド、チリおよびコロンビアのアンダーウェイトを維持している。ブラジルとハンガリーは、利上げを織り込んで金利が過去のレンジを超える水準にまで上昇しているため、アンダーウェイトを修正する可能性がある。我々は全体として、5 年以下のゾーンをアンダーウェイトとし、5 年から 15 年のゾーンをオーバーウェイトとしている。
- 米国の実質短期金利が安定化または上昇し、世界経済の成長ペースが鈍化すれば、これが**エマージング通貨**の方向性に影響を及ぼすだろう。今後は米ドルの小幅なロングを基本ポジションとしつつ、通貨間のレティブ・バリューに注力するのが合理的だと考える。FRB がテーパリングを先延ばしすればエマージング通貨の追い風となるため、この場合には見通しを上方修正する。テーパリングが延期となった場合は、実質金利が低下し、FRB の利上げも先送りされ、市場は潤沢な流動性を維持する可能性が高いが、こうした要因はいずれも過去にエマージング通貨の上昇をもたらした。
- テーパリングに関して我々が想定するシナリオにおいては、資源輸出国などの景気循環の影響を受けやすい国の通貨がアンダーパフォームすると予測している。そのため南アフリカ・ランド、チリ・ペソおよびコロンビア・ペソに対しては慎重な見方をしている。反対に、経常収支が大幅に改善した、あるいは経常収支が黒字である、また中央銀行が正統的でタカ派スタンスを取っていて世界経済の成長への感応

2021 年第 4 四半期セクター見通し

度が相対的に低い国の通貨はアウトパフォームする可能性が高い。そのためインド・ルピー、ロシア・ルーブルおよび韓国ウォンについては強気な見方をしている。

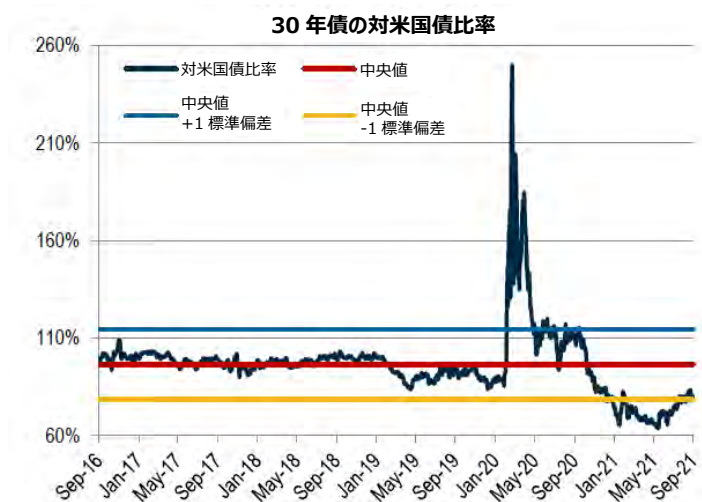
見通し：引き続き銘柄選択が極めて重要である。エマージング債市場では、引き続き発行体・銘柄ごとのパフォーマンス較差が大きいと見ており、ボトムアップのファンダメンタルズ分析とレティブ・バリュエーション分析によってアウトパフォームする銘柄を見出していく方針である。ハードカレンシー建エマージング債に対する強い確信を維持しているが、世界的に強弱入り交じる材料が交錯する環境を踏まえ、抑制的なポジションを維持する。現地通貨建エマージング債とエマージング通貨は好調なリターンをもたらす可能性はあるものの、足元の世界情勢を踏まえ、資産配分は限定的とする。

地方債

	トータル・リターン (%)	
	Q3	年初来
高格付債	-0.27	0.79
ハイイールド債	-0.38	6.53
長期課税地方債	0.44	0.96

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、ブルームバーグ地方債インデックスによります。出所：ブルームバーグ、2021 年 9 月 30 日現在。インデックスに直接投資することはできません。

- 非課税地方債が相対的に割高であること、また第 4 四半期前半に需給が緩むとの見通しを背景に、第 3 四半期には長期債がアンダーパフォームした。第 3 四半期末時点の地方債利回りの対米国債比率は 10 年債で 75%、30 年債で 80%となり、いずれも 90 日平均と 1 年平均を上回った（下図を参照）。



出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2021 年 9 月現在

- 年初からの資金流入額は 885 億米ドルという記録的な水準に達しており、金利が急激に上昇しない限り、年末まで資金流入が続くと予測している。

- 供給面では、年初からの発行額は 3,630 億米ドル（前年同期比 1.5%減）と消化可能な水準に留まっており、そのうち課税地方債が 1,000 億米ドルを占める（前年同期比 26%減）。年末にかけては純発行額がマイナスになることが予想されるため、これが非課税地方債を下支えすると見られる。
- 地方債のファンダメンタルズは依然として良好であり、景気回復や連邦政府による財政刺激策を背景に、今後も良好なファンダメンタルズが持続すると予想する。
- 第 3 四半期末時点では、インフラ法案や、より大規模な「より良い復興（Build Back Better）」法案は可決されていないが、交渉は続いている。供給に影響を与えかねない後者の重要な側面として、ビルド・アメリカ債プログラム 2.0 と、非課税期前借り換え債券の復活が挙げられる。（特に世界金融危機の後と比べて）地方債市場は正常に機能しているため、最終的な法律にいずれかの条項を盛り込む差し迫った必要性はないだろう。個人所得税率または法人税率の引き上げは非課税債の需要を後押しすると見られる。
- 引き続き旺盛な需要があること、および発行額も消化可能な水準であることから、課税地方債にとって良好な環境がもたらされている。

見通し：より魅力的なバリュエーションと、年末にかけての底堅い需給動向を踏まえて、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10月現在

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、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 インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点の PGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点の PGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・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、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ことに当たって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。**南アメリカでは、**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、**バースコシア州：**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：ブルームバーグ米国社債インデックス。ブルームバーグ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：ブルームバーグ欧州社債インデックス。ブルームバーグ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 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：ブルームバーグ米国債インデックス。ブルームバーグ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・アーム型)を参照しています。このインデックスは、個々の TBA 受渡適格 MBS プールを、プログラム、クーポン、ヴィ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 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：ブルームバーグ米国総合インデックス。ブルームバーグ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証券は、最終満期までの期間が 1 年以上で、ムーディーズ社、S&P 社、フィッチ社の各格付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。

2021-7671

留意事項 2

本資料は PGIM フィクスト・インカムが作成した"Quarterly Outlook / October 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

PGIMJ85504

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。