

# 2018年第2四半期の見通し



**PGIM** FIXED INCOME

2018年4月

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。  
米国に本拠を置くプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするプルデンシャル社とは何ら関係がありません。



## シートベルトを常時使える状態にして巡航高度を飛行

今回の PGIM フィクスト・インカム「四半期見通し」レポートではまず、チーフ・インベストメント・ストラテジスト兼グローバル債券責任者である CFA の Robert Tipp が、「巡航速度のエアポケット—QT へようこそ」と題し、量的引き締め (QT) を含め、市場に広がるいくつかの懸念を検証し、投資家が第 1 四半期の激しい相場変動を経て、これらの問題をどのように考える可能性があるかについて見解を示します。

次に、チーフ・エコノミスト兼グローバル・マクロ経済リサーチ責任者である PhD の Nathan Sheets が、「巡航速度の世界経済」と題し、世界のファンダメンタルズのバランスが、最近の激しい相場変動に際して、それを安定させるファクターとしていかに機能したかについて説明します。また、米国の財政政策、貿易面での緊張の高まり、中国の最近の動きが今後の情勢にどのような影響を及ぼす可能性があるのかについても考察します。

LIBOR (ロンドン銀行間取引金利) と SOFR (担保付翌日物調達金利) は何が違うのでしょうか。LIBOR からの移行時期はいつでしょうか。そうした移行に備えて PGIM フィクスト・インカムは何を行っているのでしょうか。LIBOR の後継指標と目論まれる SOFR が先週から公表され、市場がそれを消化する中で、我々は「LIBOR に関する質問」の項でこれらの質問に回答します。

我々の四半期見通しの詳細をウェビナー形式で解説しています。

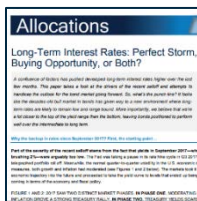
リプレイはこちらから↓

「第 2 四半期見通し」(4/17 開催) ※

※英語のみ。登録制

PGIMFixedIncome.com で最近のソートリーダーシップ・レポート等 (英語) をご覧頂けます

### LONG-TERM INTEREST RATES: PERFECT STORM, BUYING OPPORTUNITY, OR BOTH?



### LIBOR'S BORROWED TIME?



### TRADE TENSIONS—STILL MORE BARK THAN BITE?



### LOCO FOR EMERGING MARKETS LOCAL DEBT AND FX



## セクター別展望

**先進国金利 (12 ページ)** : オポチュニスティックなスタンス。第 1 四半期に見受けられた先進国金利の上昇は多くの投資機会をもたらしています。米国では、10 年債利回りが予想取引レンジの上限に近づいた局面での買い、イールドカーブの 7 年セクターのロング・ポジション、7-10 年のスティープ化期待ポジションなどが含まれます。また、欧州では、ドイツ 10 年債や特定の周縁国国債のロング・ポジション、ならびに 5-10 年ゾーンに対する 15-30 年ゾーンのスティープ化期待ポジションを偏好しています。

**エージェンシー-MBS (12 ページ)** : 米連邦準備制度理事会 (FRB) のバランスシートのロールオフ (償還金の再投資を取りやめることによる縮小) がこのセクターの重しとなっているため、アンダーウェイトを継続し、シーズニングが進んだ既発債や 15 年債等のコンパクシティが良好な銘柄を偏好しています。

**証券化商品 (13 ページ)** : 最優先トランシェの証券化商品、特に CLO、CMBS に対して強気です。現在のスプレッド水準で得られるキャリー収益は引き続き妥当だと思われます。コンデュイット CMBS メザニン・トランシェについては、コンデュイットの信用力が不十分なことから弱気です。裏付資産のスプレッドが薄くレバレッジの需要が強い環境では、裏付資産へのエクスポージャーよりファイナンス取引の投資機会に注目しています。

**投資適格社債 (15 ページ)** : 良好なファンダメンタルズ、4 月に需給が好転する可能性、利益成長モメンタムを踏まえ、短期的にはやや強気。なかでも米国の大手銀行を引き続き偏好しています。税制改革を受けて相場の上振れ余地を見込みます。

**グローバル・レバレッジド・ファイナンス (16 ページ)** : 中立。短期的には積極的な見通しですが、スプレッドの縮小、テールリスクの高まり、中期的に経済成長が鈍化する可能性、クレジットサイクルの最終局面で引受基準が緩くなる可能性などの長期リスクがそれを相殺します。なお、欧州については短中期的に積極的ですが、長期的にはそれほど楽観的ではありません。

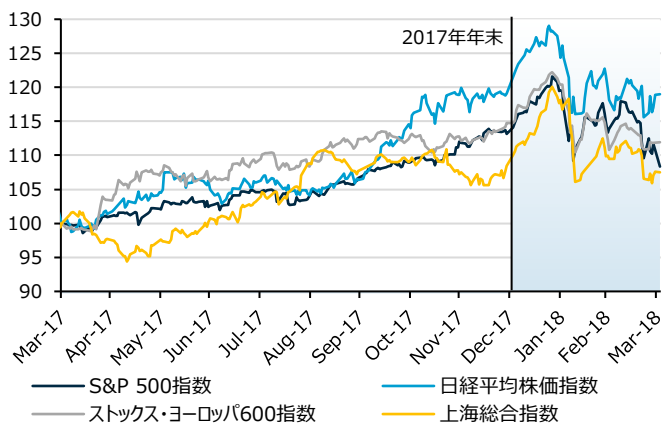
**エマージング債券 (18 ページ)** : 強気。このセクターは短期的には、貿易面での緊張の高まり等、いくつもの不透明要因からボラティリティに直面する可能性があります。しかし、好ましいファンダメンタルズと相対的に割安なバリュエーションを踏まえ、我々は依然としてセクター全体にわたって投資機会があると考えています。

**地方債 (20 ページ)** : 強気。第 2 四半期の良好な需給を受け、米国債に対して堅調にアウトパフォームすると予想します。

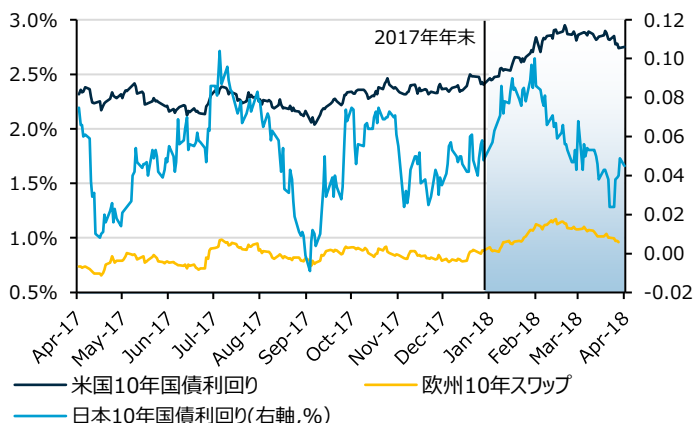
## 巡航速度のエアポケット—QT へようこそ

2018年初めの株式市場とクレジット市場では、楽観的な経済見通しを受け、ボラティリティが極めて低い状態で強気相場が続きました。しかし、米国の財政赤字が市場を不安定にしかねないという懸念から、市場は乱調をきたし、米国債利回りが上昇したほか、米ドルが下落しました。第1四半期後半には、貿易戦争懸念の高まり、一部のテクノロジー企業でのトラブルや、クレジット市場に密接な問題であるM&A活動の活況を受け、市場は混乱しました。同四半期中は株式の騰落幅が拡大し、一時は高値から10%近く下落しました。同四半期末には米国債利回りは期初に比べて上昇、クレジットスプレッドは拡大、株式はネットでほぼ横ばいとなりました(図表1~3参照)。

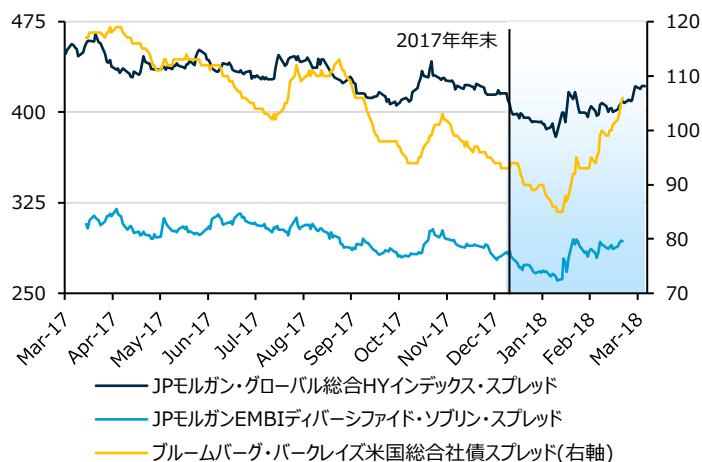
**図表1: 2018年初めにかけて上昇し続けた世界の株式市場では、急落後に変動が激しくなり、そうした値動きの結果、第1四半期末には期初に比べてほぼ横ばいとなった(2017年3月31日を100として指数化)**



**図表2: 第1四半期には米国の金利は上昇したが、欧州と日本の金利変動はネットでは小幅だった**



**図表3: 2018年初めのクレジット市場は昨年来の反発を続けた後に下落し、第1四半期のスプレッドはネットで拡大した(単位: BPS)**



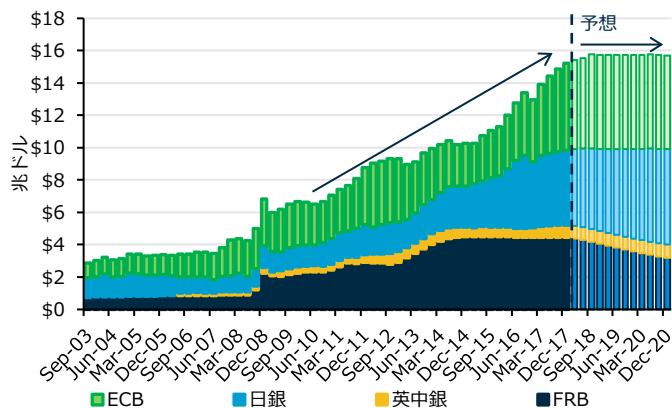
図表1-3の出所: Bloomberg, PGIM フィクスト・インカム。2018年4月現在

激しい相場変動の原因は何だったのでしょうか。ニュースだったのか、それとも実際に量的引き締め(QT)が始まったためでしょうか

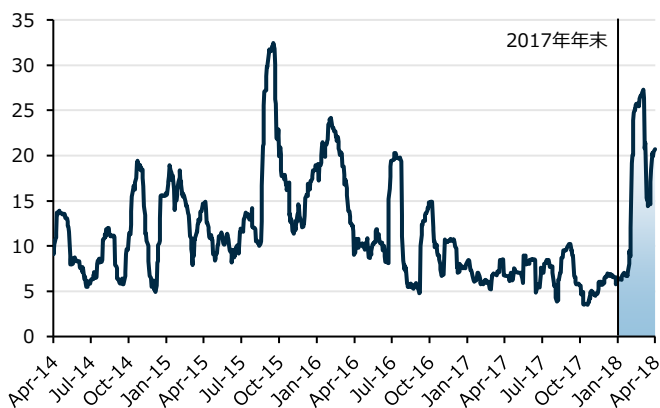
ボラティリティを高めるのに十分とみられるニュースフローがあったことも確かですが、もう1つの際立った動きとして、流動性環境の変化が挙げられます。各国の中央銀行が何年にもわたり積極的にバランスシートを拡大してきた動きが、縮小とまではいかずとも、一服しています。日銀は、今後も資産購入を当面続ける可能性があります。一方、欧州中央銀行(ECB)は遅くとも年末までには資産購入を終了すると見られています。そしてFRBは、バランスシートの資産をロールオフで減らし、金融システムから流動性を引き揚げ始め、実際にQTモード入りした最初の中央銀行です。結局、これまでは主要中銀がバランスシートを拡大し、システムに流動性を供給し、市場に流通する国債を買い占める市場環境が続いてきたと言えます。資産購入を通して供給された流動性は、リスク資産への投資に回され、それに伴ってそれら資産の価値が上がり、一方で市場のボラティリティが低下したと考えられます。図表4の資産合計を示す線が右肩上がりから横ばいに転じ(そして、主要中銀の流動性供給がネットで増えなくなったために)、図表5のように市場のボラティリティが上昇したことは、それほど驚くべき事象ではないと思われます。

なお悪いことに、G3の中央銀行のバランスシートがネットで横ばい、もしくは縮小し始める中、米国の財政赤字が拡大するにつれ、米国債の発行は今後数四半期で著しく増えると見られます。QTによる影響と同様、財政赤字の拡大を受け、資金がリスク資産投資を回避することで、量的緩和(QE)の拡大局面に比して市場のボラティリティが高止まりし、スプレッドの拡大局面をもたらす可能性がより高まると考えられます。

図表4: G4の中央銀行による資産購入は、日銀が購入額を減らし、ECBが購入を終了し、FRBが満期償還を利用してバランスシートのロールオフを行うため、横ばいに転じる見込み



図表5: 昨年は低下していた株式のボラティリティ (VIX) は、第1四半期に市場の懸念が高まるにつれて急上昇した



図表 4 および図表 5 の出所 : Bloomberg, Haver Analytics, PGIM フィクスト・インカム。2018 年 4 月現在。資産額は 2017 年 12 月現在。上記予想が達成される保証はありません。

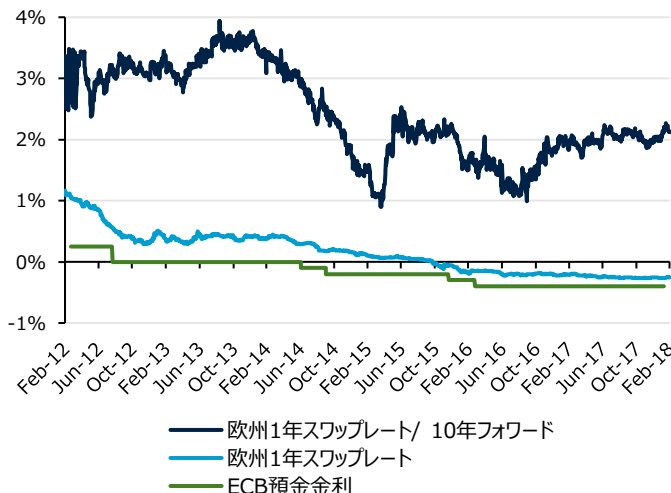
### 金利で次に起こる動きは何でしょうか。主要中銀を警戒すべきなのか、それともサイクルの一步先を歩み続けるべきでしょうか

今後の債券市場を展望すると、金利とスプレッドが非常に重要です。金利については、投資家がFRBの利上げやECBの緩和から引き締めへの政策転換を警戒するのは理解できます。しかし実際には、市場は多くの場合、サイクルの早い段階で利上げの影響を織り込みます。この傾向は、低インフレが常態化しているにもかかわらず、イールドカーブが今後の大規模な金融引き締めを織り込んでいるという足元の世界的な状況に合致しています。多くの先進国で、金利は表面上極めて低く見えます。しかし、図表 6 と図表 7 が示すように、実際にそれらのフォワードレートカーブが織り込んでいる水準は、市場が既に金融政策の正常化を織り込んでいるのみならず、おそらくその度合いが行き過ぎていることを示唆しています。(詳細は「[Long-term Interest Rates: Perfect Storm, Buying Opportunity, or Both?](#)」参照)

図表6: 2004~06年の利上げサイクルの早い段階で米国債利回りつけたピークと同様に、テーパータントラムの局面でのピークが今回のサイクルのレンジ上限になるだろうか



図表7: 欧州の10年スワップレートの1.1%は驚くべき金利ではないかもしれないが、欧州のスワップ市場は実際には今後10年間で200BPS超の引き締めを織り込んでおり...我々はこれは十分以上であるとみており、結果的に今後債券がキャッシュをアウトパフォーマンスすると考える



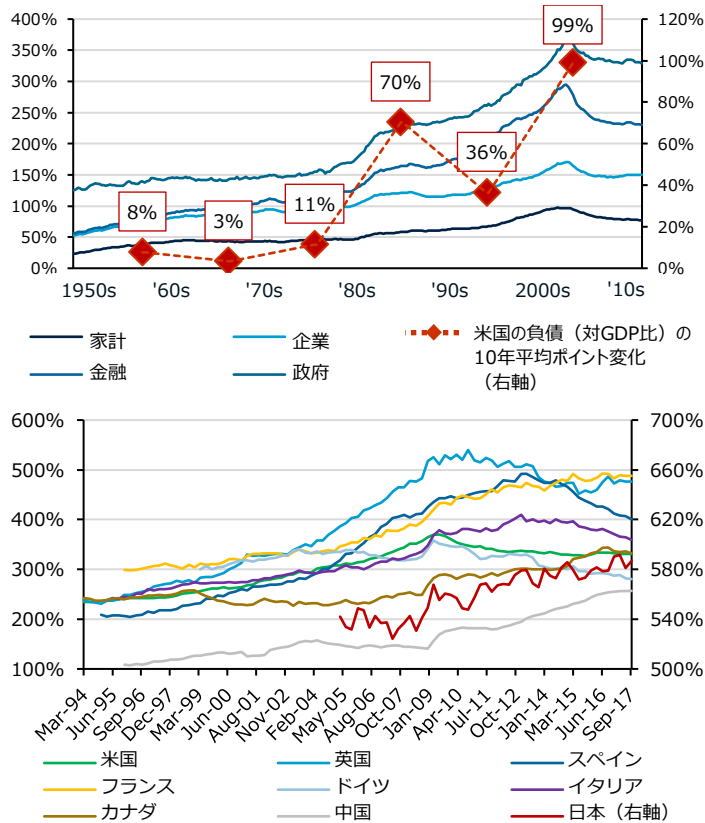
図表 6 および図表 7 の出所 : Bloomberg, PGIM フィクスト・インカム。2018 年 4 月現在。

### クレジットサイクルについてはどうでしょうか。需給を警戒すべきなのか、それともファンダメンタルズに従うべきでしょうか

景気拡大がすでに長期間にわたっており、それを受けてスプレッド商品が長らくアウトパフォーマンスしていますが、いくつかの理由から今回のクレジットサイクルはまだ続く可能性があります。第一に、サイクルは一般に景気が後退すれば終わりますが、現時点では景気後退はかなり先になる見通しです。サイクルの終わりを、経過年数に基づいて予想しがちですが、実際には概して 2 つの事象が重なることでサイクルが終わります。(1) 中央銀行の積極的な利上げと (2) 負債が急速に膨らむ局面の 2 つです。今回のサイクルでは主要中銀が利上げに極めて慎重であるため、(1) が決め手になってサイクルが終わる可能性は低いでしょう。(2) の負債水準も概してまだ上昇していません。そのため、断言はできませんが、リスク商品が弱気相場入りする一般

的な前兆である中央銀行の積極的な金融引き締めとクレジットバブルとは、程遠い状況のようです。以上のことから、投資家は当面、スプレッド商品を選別的にオーバーウェイトすると見えています。

図表8および図表9: サイクル後退の前兆である負債の膨張は、米国のほか、ほとんどの先進国の民間部門で大きくは増えていない



出所: Bloomberg, Haver Analytics。PGIM フィクスト・インカム。負債対 GDP 比は 2017 年 9 月現在。

しかし、いくつか注意すべき点があります。第一に、スプレッド水準は特に高くはないため、スプレッド商品の超過リターンは過去数年間の実績よりも小さくなる可能性があります。(次に示すリターンの一覧表参照)。

図表10: 過去数年間にわたり低水準のボックス圏で推移する中、四半期毎にボラティリティが変化したものの、債券は良好なリターンを達成

マルチセクター	トータルリターン (%)				
	2018 第1 四半期	2017	2016	2015	2014
グローバル総合 (ヘッジあり)	-0.12	3.04	4.0	1.0	7.6
米国総合	-1.46	3.54	2.7	0.6	6.0
ユーロ総合	0.73	0.68	3.3	1.0	11.1
円総合	0.39	0.18	3.0	1.1	4.3
グローバル総合	1.36	7.39	2.1	-3.2	0.6

個別セクター	2018 第1 四半期	2017	2016	2015	2014
米国投資適格長期社債	-4.05	12.09	11.0	-4.6	15.7
エマージング通貨	2.52	11.54	3.5	-7.6	-7.0
米国投資適格社債	-2.32	6.42	6.1	-0.7	7.5
エマージング債 (ハードカレンシー建て)	-1.75	10.26	10.2	1.2	7.4
米国レバレッジド・ローン	1.58	4.09	9.9	-0.4	2.1
地方債	-1.11	5.45	0.3	3.3	9.1
欧州ハイイールド債	-0.45	6.79	10.8	1.3	5.1
欧州投資適格社債	-0.39	2.41	4.7	-0.6	8.4
欧州レバレッジド・ローン	0.74	3.72	7.0	3.6	2.1
米国ハイイールド債	-0.91	7.48	17.5	-4.6	2.5
CMBS	-1.32	3.35	3.3	1.0	3.9
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	-1.19	2.47	1.7	1.5	6.2
米国債	-1.18	2.31	1.0	0.8	5.1
エマージング債 (現地通貨建ヘッジあり)	1.60	3.68	4.7	-2.2	3.2

出所: ブルームバーグ・バークレイズ。ただし、エマージング債は 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 2018 年 3 月 31 日現在。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。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。インデックスに直接投資することはできません。

第二に、投資適格社債のイベントリスクに加えて、全セクターに存在する通常の固有ファクターから引き続きリスクが生じるでしょう。同時に、アクティブ運用を通して付加価値を創出する機会も得られます。そして第三に、中央銀行が流動性を引き上げる QT によって、我々が過去 1 年程度に経験した以上に変動が大きい市場環境をもたらす可能性があります。

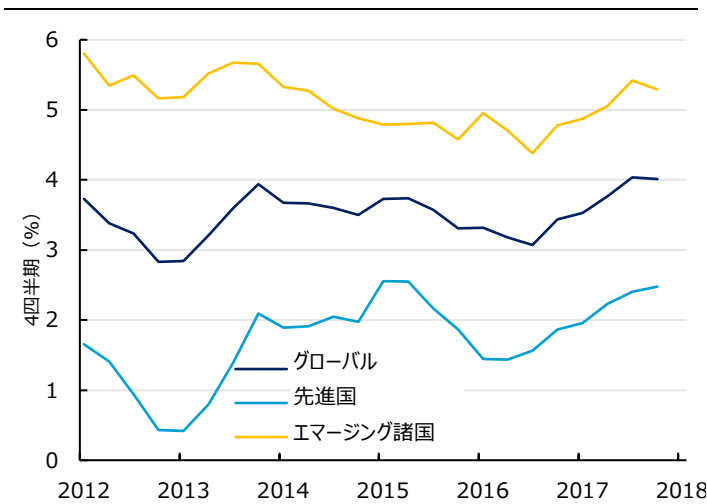
我々の結論として、サイクルの現時点ではボラティリティの上昇を見込んでいますが、金利はボックス圏にとどまると予想しています。そして、当面は持続するであろう経済成長のおかげで、適切に選択したスプレッド商品が引続きアウトパフォームすると予想します。これら 2 つのファクター、すなわちボックス圏の金利とボラティリティながら縮小方向に向かうスプレッドの組み合わせからは、債券市場の中長期見通しが依然として好ましいことがうかがえます。一方、我々は米ドルが概して下落トレンドをたどると予想しています。FRB を警戒する動きによって長期金利が概して早い段階でピークをつけるのと同様に、米ドルが最も強かった局面はおそらくかなり以前に過ぎており、今後数四半期ないし数年間にわたって米ドル以外の通貨がアウトパフォームすると考えられます。

**結論:** 債券は中長期的に良好なパフォーマンスを達成し続け、なかでも高利回りセクターのリターンが引き続き最も高くなると予想しています。

## 巡航速度の世界経済

世界経済は巡航速度に達し、今後1年間の展望は引き続き良好です。過去4四半期ベースの世界の実質GDP成長率は4%前後で安定しており、過去1年間には先進国とエマージング諸国の両方で成長率が高まりました。

図表1: 世界のGDP成長率\*

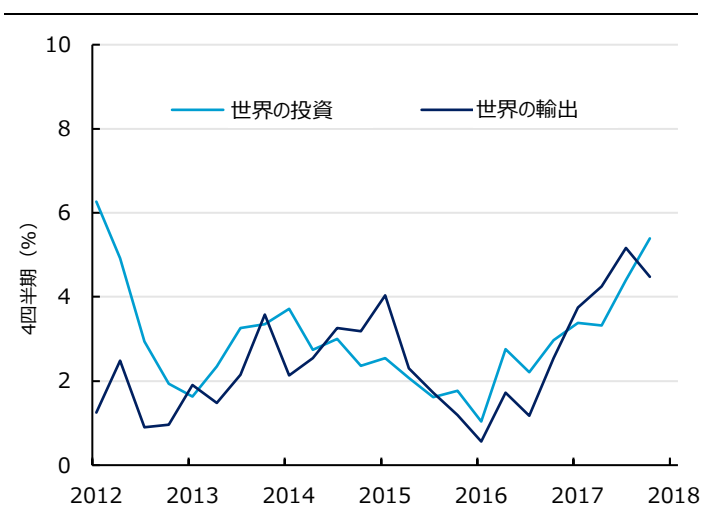


出所: Haver Analytics, PGIM フィクスト・インカム。2018年3月現在。

\*購買力平価加重ベース

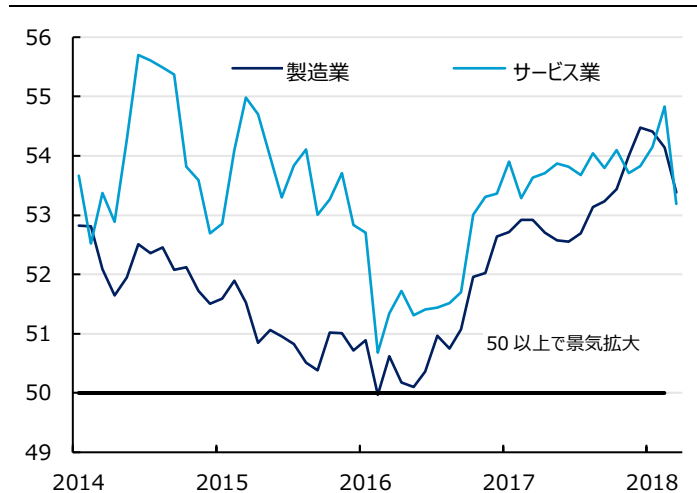
世界の投資と貿易も着実なペースで拡大しています。サービス業と製造業の購買担当者景気指数は、直近数カ月は低下したものの、景気拡大の目安となる50を優に超えています。我々の認識では、世界の全主要地域で着実かつ持続可能な景気拡大が続いています。

図表2: 世界の投資および輸出成長率



出所: Haver Analytics, PGIM フィクスト・インカム。2018年3月現在。

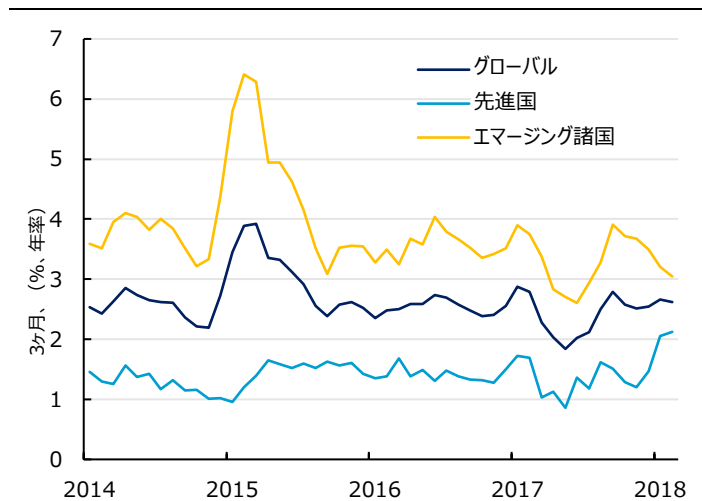
図表3: 世界の購買担当者景気指数



出所: Haver Analytics, PGIM フィクスト・インカム。2018年3月現在。

また、先進国の中には、驚くほど低インフレの期間を経てインフレ率が上昇し始めた国もあります。そうしたインフレ率回復の兆しと労働市場逼迫の継続を受け、中央銀行は金融政策を正常化する必要があると考えるようになっており、利上げに踏み切った国もあります。例えば、FRB、カナダ中銀、イングランド銀行はすでに利上げを行っており、今後数カ月のうちに更なる利上げを行う見通しです。その場合でも、利上げは引き続き緩やかなペースになるでしょう。また、エマージング諸国のインフレ率も依然として比較的lowめの伸びとなっています。

図表4: 世界のコアインフレ率



出所: Haver Analytics, PGIM フィクスト・インカム。2018年3月現在。

以上のような指標は、現在の「ゴルドロックス（適温）」、即ち、落ち着いたインフレの下での安定した景気拡大という状況を反映しています。この景気拡大は始まってからすでに何年も経過していますが、まだ相当な勢いを保っています。また、今サイクルにおける拡大のペースは過去の景気回復局面より依然としてやや緩やかであり、そのことが不均衡の発生を防ぐ一助となっており、そして今回のサイクルの持続性を高めているように思われます。今後1年間の展望すると、先進国では着実

な経済成長が続き、米国の成長率は高まるでしょう。一方、エマージング諸国の成長は昨年の良好なペースよりやや鈍化する見通しです。

また、こうしたバランスの良いマクロ経済ファンダメンタルズは、2月に急上昇した株式のボラティリティを安定させる要因になりました。世界の経済成長、企業収益、インフレについての見通しとそれに対応する金融政策に対する安心感を背景に、良好なマクロ経済環境を踏まえ、市場では資産バリュエーションの健全な修正が行われました。

マクロ経済動向は、全体として3カ月前の我々の予想に沿っていますが、より広範な環境に目を向けると、次に示すいくつかの重要な変化が起こっています。これらの変化は今後の世界経済の動向に影響を及ぼし、場合によっては、中期的に世界経済の健全性を脅かすリスクもあります。

**米国の財政政策：**米国の財政政策は、昨年12月の税制改革法案の成立を経て経済を一層刺激する方向にシフトし、さらに2月には、歳出上限を引き上げ、防衛費を増やす予算関連法案が可決されました。これらの政策がどのような経路で経済動向に影響するかについて、様々な議論があります。しかし、はっきりしているのは、第一に、これらの政策は短期的に需要を下支え、来年にかけて実質GDPを約0.5パーセント・ポイント押し上げる可能性があるということです。その結果、2018年の米国の経済成長率は3%に達するでしょう。第二に、米国の財政赤字はさらに拡大する見通しです。これら2つの法案成立により、今後10年間の連邦債務は著しく増加すると試算されています。人口の高齢化に伴う財政課題もあることから、こうした連邦負債のさらなる増加を受け、米国の財政政策の長期的な信頼性に關して深刻な疑問が生じています。

**貿易をめぐる緊張の高まり：**米国は最近、貿易政策に関してより強硬な姿勢をとっています。トランプ政権はまず、鉄鋼とアルミニウムの輸入に対して一連の関税を課すと発表しました。米国の貿易相手国はこの政策を懸念し、報復措置を示唆する国もありました。同政権は直近では、中国が米国の知的財産権を侵害しているとして、500億米ドル相当の中国製品に25%の追加関税を課す案も発表しています。中国がこれらの動きに反応し、同額相当の米国製品に報復関税を課す案を発表したため、トランプ政権がさらなる追加関税を課す可能性も生じています。度重なる報復措置で、貿易を巡る国際的な緊張が高まり続けられ、世界の経済成長見通しに深刻な影響を及ぼすでしょう。我々はこうした現状について、さらに舌戦が過熱する可能性はあるものの、最終的には米中双方がより穏健な方策を選ぶだろうとみています。とはいえ、この分野の動きは3カ月前の我々の予想よりもはるかに緊張をはらんでいるため、状況を注意深く見守っています。（さらなる詳細は「[Trade Tensions-More Bark Than Bite?](#)」参照）

**中国の動向：**中国政府はここ数カ月間、金融セクターのリスクを減らすべく、追加的な措置を講じてきました。その結果、負債の増加ペースは緩やかになり、それを受けて投資と消費の伸びも足元では減速しています。これまでのところ、経済全体の減速度合いは中国政府の意図に沿っているように思われますが、貿易やコモディティ分野を通じて好ましくない副次的影響が生じるリスクが残っています。また、政治面では習国家主席が、

経済政策や金融政策を主導する強力かつ経験豊かなチームを発足させました。しかし、国家主席の任期撤廃を決めたため、中期的な政治の枠組みには不透明感が生じています。

注目すべきは、米国の財政政策、世界的な貿易摩擦、中国のリバランスという3つの変化が、いずれも最終的に政治に由来していることです。言い換えれば、政治がもたらす影響をめぐる不透明感が世界経済の差し迫ったリスクになっているということです。財政政策や貿易政策を変更した米国、経済リバランスの道筋をつける中国がこれに該当します。総選挙の結果を受け、連立政権樹立を目指すイタリア、整合性がとれたブレグジットのアプローチを模索する英国、大統領選の結果によって経済動向が決まってくるメキシコとブラジルも当てはまります。以上をまとめると、我々は今後1年間の世界経済見通しに楽観的ですが、長期的には注意すべき理由があると考えています。世界の人口動態の変化、財政問題、生産性の低下、政治をめぐる不透明感の高まりを考慮すれば、大きな灰色の雲が地平線に見えており、それらがやがて世界経済にとって好ましくない難題をもたらす可能性があります。

以下では、世界の主要地域の経済動向に関してより詳細に考察します。

## 米国

昨年末の民間部門の需要は極めて堅調だったものの、年明け以降の米国の経済活動は強弱が入り混じった状況です。2018年第1四半期の実質GDP成長率は足元で2%をやや下回って推移していますが、そうした弱さは一時的なものになるとみられます。その背景として、2017年第4四半期にハリケーン復興関連の需要が増加した反動である可能性があります。また、過去4年間のうち3年間に見られた、第1四半期に景気が弱まるパターンが関係した可能性もあります。一方、減税が実施され、今後は家計の可処分所得が増えるほか、企業が投資する上である程度のインセンティブになるでしょう。この税制改正に加え、最近合意に至った2年間の予算案を受けた財政支出増が寄与し、米国のGDP成長率は2017年の2.3%から2018年には2.9%に上昇する見通しです。

2018年上期のインフレ率も、前年対比でのベース効果と、昨年秋季のハリケーンを受けた物価押し上げ圧力が依然として残ることから、強含みで推移するとみられます。しかし全般的には、多くの産業が直面している価格競争、世界的な生産能力の余剰、テクノロジーや人口動態に起因したデフインフレ圧力の継続を考慮し、インフレ率は2018年下期まで引き続き最大で2%近くに抑制されると我々は予想しています。

我々はまた、こうした財政刺激策と安定したインフレ動向を踏まえ、FRBが今年、25bpsの利上げを3~4回行うスタンスを維持すると予想していますが、現時点では利上げが4回になる可能性の方が高いでしょう。3月の米連邦公開市場委員会(FOMC)の会合ではほとんどの参加者が今年の利上げ回数を3回か4回と予測し、参加者予測の平均値が上昇しました。2019~20年の中央値もさらに25bps上昇し、フェデラルファンド金利は2020年末までに3.4%に達するとの予測ですが、これはFRBの長期金利予測の中央値である2.9%をやや上回る水準です。しかし、貿易摩擦の高まりを受けた企業業績の先行き不透明感の高まり、

米国経済の成長率鈍化、資産相場のさらなる乱高下といった不測のネガティブイベントが起こる可能性もあり、それに伴ってFRBが現在予測しているよりも利上げ回数が減少するリスクがあります。一方、インフレ率が上振れする方向でのサプライズがあれば、FRBは参加者予測が現在示唆しているよりも利上げ回数を増やす可能性があります。

## ユーロ圏

景気拡大は5年目となりますが、その勢いはピークアウトしたようです。関連する経済指標は依然として最高水準近くにありますが、主要指標のドイツIFO景況感指数や欧州委員会が発表する広範なセンチメント指数を含め、第1四半期の数値も同様のピークアウト傾向を示しました。ユーロ圏経済は全体として見れば上向きですが、その度合いは国によって異なります。ドイツでは、過去最低水準にある失業率や高い設備稼働率が景気過熱の可能性を示唆しています。一方、周縁国全般で、縮小しつつも労働市場の Slack（需給の緩み）が大きく、産出量ギャップが大きいままであることがうかがえます。以上のような状況を踏まえ、ユーロ圏の経済成長率が引き続き潜在成長率を優に超えるものの、今年の2.3%から来年には2.1%にやや鈍化すると我々は予想しています。

インフレ動向は以上のような景気循環の違いを反映しています。インフレ率は周縁国では低迷し、中核国ではそれより高く、バルト諸国を含め、経済取れん基準を満たした高成長国ではECBの目標の2%を大きく上回っています。ユーロ圏全体のインフレ率は第1四半期にボトムをつけたとみられ、ドイツの人手不足が深刻になるなかで今年中に1.5%に達し、その後も上昇し続ける可能性があります。失業率が東西ドイツ統一後の最低水準をつけるなかで合意したドイツの労使賃金交渉からは、長年の懸案だった賃金上昇を抑制する動きが終わり、今後のインフレ率上昇を支える一助になる可能性が見てとれます。

ECBでは、早すぎる金融引き締めや長期間にわたるユーロ高を回避するという課題と、金融緩和策縮小の必要性をバランスさせる任務を負っています。3月の理事会では緩和バイアスを弱めました。大規模な資産購入を行う可能性を声明文から排除し、資産購入の終了に向けてまた一歩進んだのです。6月の会合で決断するかもしれませんが、総合的に考えると9月に資産購入を終了する可能性の方が高く、年末までには確実に終了するでしょう。しかし、政策金利を「長期間にわたって低く」とどめるというフォワードガイダンスの変更は、場合によっては年末まで保留する可能性があります。

## 日本

昨年の実質GDP成長率が1.7%になったのに続き、日本経済は今年も勢いを維持しています。我々は引き続き2018年のGDP成長率が1.4%前後になり、1%程度の潜在成長率を2年連続で上回ると予想しています。過去1年間に見受けられた企業投資の回復は、2020年のオリンピックに絡んだ設備投資や支出が旺盛なため、現在も順調に続いているとみられます。労働市場も引き続き堅調であり、1月には就業率がさらに上昇したことから就業者数が前年比1.4%増加しました。春闘も好ましい結果になったようであり、2月の消費者物価指数（CPI）が生鮮食品を除くベ

ースで1.0%、生鮮食品とエネルギーを除くベースで0.5%だったのに対し、賃上げ率は2%レンジになったと報道されています。

インフレ率は依然として日銀の目標の2%を下回っているほか、日銀が今年政策正常化に向けて動くという期待は黒田総裁がうまく沈静化させました。しかし、安倍首相と内閣を巻き込んだ国有地売却問題を受け、安倍首相が9月に自民党総裁に再選出されるかどうか不透明になっています。その点がアベノミクスの主要リスクとして最近浮上しています。

## エマージングおよびフロンティア市場

エマージングおよびフロンティア市場の経済成長は、昨年の方が良好なペースよりやや鈍化する見通しです。それが最も顕著なのは、政府がバランスのとれた持続可能な経済成長に導こうとしている中国です。大局に立てば、景気過熱の圧力が生じ始めた兆しが見受けられる国もあるため、成長ペースの鈍化は必要だろうと我々はみえています。世界的な低インフレ傾向を受け、景気過熱の圧力が直ちに高インフレの形で現れるケースは少なく（フィリピンとルーマニアはエマージング諸国のインフレの行方に警告を発しているのかもしれませんが）、対外収支が悪化する形で現れるケースの方が多くなっています（インド、インドネシア、トルコ、アルゼンチンなどさまざまな国が該当します）。

このような状況にもかかわらず、これらの国の2018年序盤の経済成長は、先進国で続く経済成長や国内の金融緩和策を反映し、また引き続きコモディティ価格にも支えられ、良好なペースとなっています。さらに、米国債利回りの上昇前に債券を発行しようとする国が多く、第1四半期には高水準の債券発行ペースが続き、発行総額は660億米ドルとなりました。中国の大量発行を受けて急増した昨年のペースより鈍化しているものの、過去5年間の第1四半期の平均と比べれば2倍以上の発行額です。特にフロンティア市場で活発な債券発行がみられ、フロンティア国の債務比率が悪化し、先行きの対外資金調達ニーズが増えるという借入トレンドが続いています。現状は概ね問題ありませんが、注意深く見守る必要があるケースもあります。例えば、オマーンは特に多額の証券を発行しており、原油価格が上昇して歳入が増えたにもかかわらず、結果として財政収支の改善は僅かにとどまり、債務指標が急速に悪化しています。エクアドルも同様のケースであり、財政状況や対外収支が基本的に脆弱なため、慢性的な発行ニーズが生じています。対照的に、エジプトは最近、財政規律を強化する措置を講じました。

中南米の主要国のなかでは、アルゼンチンで2つの主な農作物（大豆とトウモロコシ）を襲った深刻な干ばつが短期的に逆風となっており、我々はそうした状況を踏まえて同国の経済成長率予想を2.5%に引き下げました。信頼が揺らいだ財政再建プログラムについては、同国政府が財政目標を堅持し、問題となっているマクロ経済のその他の不均衡是正を急ぐことにより対処するとみえています。また、コロンビアでは、来たる大統領選が市場にとって好ましい結果となるかどうかを見る上で、議会選と予備選は幸先のいい結果となりました。メキシコでは、7月1日の大統領選を前に第2四半期を通して選挙運動が展開され、選挙戦が激化する見通しであり、我々は左派寄りのポピュリスト候補が世論調査でトップを続けるとみえています。このように各国の動きや状況がさまざまなこともあり、中南米各国の金融



政策はアルゼンチンとメキシコが引き締めスタンス、ブラジル、チリ、コロンビア、ペルーは緩和スタンスに分かれており、我々はそうした二極化が第2四半期も続くともっています。その他の地域のなかでは、南アフリカで好ましいニュースがあり、ズマ氏に代わってラマポーザ氏が大統領に就任し、汚職撲滅に取り組み始めました。課題は山積したままですが、同国の見通しは3カ月前より明るくなっています。また、ロシアの大統領選は予想通りの結果となり、今や注目が集まっているのは、財政規律を重視する現在のスタンスを堅持しつつ構造改革も推進する経済チームを、再選されたプーチン大統領が任命するかどうかです。

## LIBORに関する質問

以下は、ロンドン銀行間取引金利（LIBOR）から担保付翌日物調達金利（SOFR）への指標金利の移行について、顧客から寄せられる質問の一部です。詳細な分析については、PGIM フィクスト・インカム のウェブサイト（[PGIMFixedIncome.com](http://PGIMFixedIncome.com)）に掲載されている最近のレポート“LIBOR’s Borrowed Time?”をご覧ください。

### SOFR は LIBOR とどこが違うのでしょうか？

SOFR は指標金利として LIBOR よりも優れている点はいくつかあります—最も大きな利点は、SOFR は実際の取引をベースに算出されることです。下の図表では、SOFR が LIBOR よりも優れている項目を太字で表しています。

指標	取引ベース	“エキスパート・ジャッジメント”への依存	参照取引高	その他短期金利との相関	市場適応性
SOFR	<b>100%</b>	<b>0%</b>	<b>日額 8,000 億米ドル超</b>	あり	<b>あり</b>
LIBOR <sup>1</sup>	25%	75%	日額 10 億米ドル未満	あり	なし

1. 3ヵ月 LIBOR のデータは 2016 年 10 月 15 日から 2017 年 6 月 30 日。出所：IBA 2017 年第 3 四半期取引額レポート；2017 年 11 月 2 日の代替参照金利委員会（ARRC）ラウンドテーブルでのパウエルFRB 理事（当時）の講演。

SOFR は実際に成立した検証可能な大量の取引に基づいて算出されるため、意図的に操作しにくいという利点もあります。それとは対照的に、LIBOR は最近改善が施されたにもかかわらず、実際の取引がない場合に利率を設定するには依然として「エキスパート・ジャッジメント」や「市場データに基づく」推計に依存しています。

それに加え、市場の発達に伴い、SOFR は新たな短期取引種類を含めるかあるいは排除するかについて、柔軟に対応することができます。この点に関して LIBOR はかなり硬直的で、大幅な見直しが行われないう限り、引き続き「どの金利水準でなら、相応の規模の銀行間取引オファーを受け入れることによって資金調達しますか？」という一つの質問に対する大手銀行の回答が反映されることとなります。

### では、SOFR は市場の参考金利としてあらゆる面で適しているのでしょうか？

現状ではそうとは言いきれません。LIBOR は SOFR と比較して算出面で明らかな欠点がありますが、下の図表の太字で表している項目に関しては、利用面での柔軟性という点で LIBOR の方が優れています。

指標	期間数	取引通貨数	日次の公表金利数	リスクフリー・レートへの変化の反映	信用スプレッドへの変化の反映
SOFR	1(翌日物)	1	1	あり	N/A
LIBOR <sup>1</sup>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>35</b>	あり	<b>AA/A 格の銀行の信用スプレッド</b>

1. 3ヵ月 LIBOR のデータは 2016 年 10 月 15 日から 2017 年 6 月 30 日。出所：IBA 2017 年第 3 四半期取引額レポート；2017 年 11 月 2 日の代替参照金利委員会（ARRC）ラウンドテーブルでのパウエルFRB 理事（当時）の講演。

LIBOR に比べれば SOFR の適用範囲はかなり限られており、LIBOR との入れ替えを効果的に行うためには SOFR の拡張に向けたさらなる努力が求められます。現在、LIBOR は 5 種類の通貨について 7 種類の期間（1 日、7 日、1 ヶ月、2 ヶ月、3 ヶ月、6 ヶ月、1 年）に関して算出されています。また LIBOR には格付がダブル A 及びシングル A の銀行のリスクに見合う信用スプレッドが反映されています。それに対し、SOFR が算出されるのは翌日物金利だけで、取引主体の信用リスクをゼロと想定するリスクフリー・レートとなっています。

SOFR はさらに、ボラティリティと相関に関して独自の特性を持っています。具体的には、SOFR は LIBOR よりもボラティリティが高い（これは指標とする金利の性格自体に起因する可能性が最も高い）ほか、四半期末に取引高や金利の変動幅が著しく拡大する傾向があります。

SOFR は米短期国債（T ビル）の利回りや発行額との連動性が高く、米国の資金調達ニーズの高まりに伴い T ビルの発行額も増えているため、十分な需要を呼び込むために T ビルの利回り（そして SOFR も）は上昇する見込みです。最近になって米政府の債務上限が暫定的に停止されたため、米財務省は 2018 年に過去最高額となる T ビル発行を計画しており、それは T ビル利回り（そして SOFR も）の上昇圧力となりそうです。それに対し、LIBOR は短期債市場の供給に影響を受ける部分もあ

りますが、多くの場合、特に金融セクターがストレスに直面している場面では、銀行の信用スプレッドを反映した動きを示します。

### SOFRは今後どうなるのでしょうか？

SOFRが実質的にLIBORを代替するには、以下に示す3つの大きな問題を解消する必要があります：1) LIBORを算出しているそれぞれの通貨について代替インデックスを開発する必要性；2) SOFRのターム・カーブの開発；3) SOFRに（LIBOR代替に）見合うスプレッド（リスク・プレミアム）を反映させる手段。

### 指標金利移行のタイミングはいつになるのでしょうか？

代替参照金利委員会（ARRC）はSOFRへの段階的な移行に関する工程表を作成し、2021年末までにSOFRのターム金利を算出する計画を示しました。これは、**金融行動監視機構が銀行に対するLIBOR提示の義務付けを取りやめる時期と一致しており、その期限を逸する余地はありません**。PGIMフィクスト・インカムは、長期のSOFR金利を算出する上で不可欠なSOFRベースの商品に十分な流動性が生まれるかどうか、市場の一部で懐疑的な見方があることを認識しています。また、現在のLIBOR運営機関（インターコンチネンタル取引所ベンチマーク・アドミニストレーション-ICE BMA）を含む一部の市場参加者は、金利の算出手法が変更されたとしても、2021年以降もLIBORの発表を続けることが望ましいと考えている模様です。

### PGIMフィクスト・インカムは移行にどう備えているのでしょうか？

PGIMフィクスト・インカムは引き続き移行に積極的に関与しており、様々な業界団体のLIBORワーキング・グループ（商業用不動産ファイナンス委員会：CREFC）、ローン債権市場協会（LSTA）、ストラクチャード・ファイナンス業界グループ（SFIG）で積極的かつ主導的な役割を引き受けているほか、ARRC、国際スワップ・デリバティブ協会（ISDA）、証券業金融市場協会（SIFMA）とも緊密に協力しています。

我々は最終的にLIBORを代替する指数の性格が不明確なことを踏まえ、ストラクチャード商品取引のドキュメントにおけるフォールバック（予備・代替）規定に関して、柔軟性を確保しつつもデット投資家に確実に適切な金利が支払われることを担保すべく、文言の見直しにとりわけ積極的に関与してきました。その例として、PGIMフィクスト・インカムが作成したCLO取引に関するLIBORのフォールバックのテンプレートは既に市場で引き合いがあり、一部の発行体に採用されています。

### LIBORとOIS（翌日物金利スワップ）のスプレッド急拡大は、LIBORからの指標金利移行と関連性があるのでしょうか、そして今後のスプレッドの見通しを教えてください。

LIBORとOISのスプレッドは、2017年を通じて伝統的なレンジである10-35bpsで推移してきましたが、最近では59bpsにまで拡大していることについて、短期国債の発行増、税制改革を受けた企業による資金の本国環流、大量のコマーシャルペーパーの満期到来、市場における流動性の乏しさといった複合的な要因があると我々は考えています。今後は、コマーシャルペーパーや短期国債の発行額が安定するとみられるため、さらなるスプレッドの拡大余地は限られる見通しで、年内は40-50bpsのレンジで推移すると予想します。

## 先進国金利

第1四半期は世界経済が足並みをそろえて成長に向かう兆しが強まり、米国の財政刺激策による効果も見込まれる中、先進国の長期金利は引き続き上昇しました。金利の上昇は各国で幅広く観測されたことが特徴的でしたが、一方でその上昇幅の大きさにより、先進国の金利市場は第2四半期における数多くの投資機会を生み出しています。

米国では、FRBによるタカ派的なコメント、最近の税制改革法案や歳出法案の成立がもたらすと予想される財政刺激効果、米国債の発行増（特に短期ゾーン）などを背景に、イールドカーブ全般にわたって利回りが上昇しました。米財務省は資金調達ニーズの拡大を踏まえ、2年債と3年債の発行額を2月から4月まで毎月20億米ドル引き上げるほか、他の年限の発行額も1回の入札当たり10億米ドル増額すると発表しました。財務省は5月の国債入札時に発行額の更なる引き上げを発表する見込みです。

米短期国債（Tビル）の発行増は、第1四半期に大きな話題を集めた現象の一つであるロンドン銀行間取引金利（LIBOR）と翌日物金利スワップ（OIS）の大幅なスプレッド拡大に一段と拍車をかける形となりました。当該スプレッドは2017年を通じて伝統的なレンジである10-35bpsで推移してきましたが、短期国債の発行増、税制改革を受けた企業による資金の本国環流、大量のコマーシャルペーパーの満期到来、市場における流動性の乏しさが重なったことから、59bpsまで拡大しました。今後はコマーシャルペーパーや短期国債の発行額が安定するとみられるため、更なるスプレッドの拡大余地は限られる見通しで、年内は40-50bpsのレンジで推移すると予想されます。

米国の10年国債利回りは2月に2.95%でピークを打った後、第1四半期末まで25bpsの狭いレンジで推移しました。第2四半期も同様に2.65-2.95%のレンジでの動きが続くと予想されます。我々の見方が正しければ、貿易を巡る緊張の高まり、株式のボラティリティ上昇、米国の経済成長が鈍化する可能性などを背景に利回りが低下する可能性があるため、このレンジの上限ではデュレーションに積極的なスタンスで臨む方針です。米国債のイールドカーブではとりわけ割安に見える7年セクターに投資魅力があると考えます。また、ターム・プレミアムが全般的に低水準にあることを踏まえ、7年から10年セクターのイールドカーブのステイプ化を見込んだ取引も有望だと考えています。

米国では、10年までの年限ゾーンでプラスのキャリーやロールダウン効果が期待できるスワップ・スプレッドのワイド化を見込んだポジションを引き続き選好しています。米国のインフレ連動債（TIPS）については、FRBによる追加の金融引き締めがプラスのキャリー収益獲得機会を相殺するとみられるため、中立的な投資スタンスを維持しています。

この他、日銀の量的緩和策やイールドカーブ・コントロール・プログラムが第2四半期も継続されるとみられるため、10年物日本国債利回りは0-10bpsのレンジで推移すると予想しています。第1四半期は10年物利回りが引き続き5bps前

後で釘付け状態となっていました。20年債利回りは同四半期に4bps低下し、53bpsとなりました。

欧州では、いくつかの要因が10年物ドイツ国債の利回りの上限を0.75%に抑える役割を果たすとみられるため、同債券に対して前向きな見方をしています。市場はECBが今後5年間に150bps前後の引き締めを行う可能性を織り込んでいますが、我々はこの織込み幅は過大だと考えており、この利回りスプレッドは海外投資家にとっても魅力的だと思われず、現状ECBの量的緩和策に基づく債券買い入れにより、市場へのネットでの国債供給はゼロに止まっています。ECBは第1四半期に月間の買い入れ額を600億ユーロから300億ユーロに削減しており、2018年9月には買い入れの打ち切りを発表すると予想されますが、それでも満期を迎えた債券の再投資を続けると考えられます。ECBによる今サイクルでの初の利上げは、2019年第2四半期までに実施される可能性があります。我々はプラスのキャリーやロールダウン効果を期待し、5-10年ゾーンに対する15-30年ゾーンのステイプ化を見込んだ取引を選好しています。また、一部の周縁諸国のスプレッドに対してもポジティブな見方をしています。

**見通し:** オポチュニスティック。先進国の金利は第1四半期に幅広く上昇したため、数多くの投資機会が生まれました。米国では、利回りが想定される取引レンジの上限に近づいた場面での10年債購入や、イールドカーブの7年セクターでのロング・ポジション構築、7年から10年セクターにおけるイールドカーブのステイプ化を見込んだ取引などを選好します。欧州では、10年物ドイツ国債及び一部周縁国債券のロング・ポジションを選好しているほか、5-10年ゾーンに対する15-30年ゾーンのステイプ化を見込んだ取引を選好しています。

## エージェンシーMBS

第1四半期のエージェンシーMBS市場は、不安定なリスク資産市場、インプライド・ボラティリティの上昇、FRBの資産購入額の減少、さらにダラーロールのパフォーマンス大幅悪化により、国債に対して下落しました。2018年はスプレッドが拡大して始まりましたが、今後FRBがバランスシート圧縮を進めるに従い、MBSは更に下落圧力を受けることになると考えます。MBSの第1四半期の超過リターン(-39bps)は、他の高格付債券セクターと比べると冴えない水準です。

今後のバランスシート縮小と、第1四半期の金利上昇によるプリペイメント（期限前償還）減少から、MBS市場でのFRBの存在感は徐々に弱まると見えています。実際、30年物プライマリー・モーゲージの平均金利が2017年11月から50bps以上上昇し、2014年来の最高水準である4.625%に達したため、第1四半期のプリペイメントは2017年初め以来の低い水準まで減少しました。

第2四半期のプリペイメントは、30年物プライマリー・モーゲージ金利が4.5%近辺またはそれ以上で推移すれば、低水準が続くと予想されます。加重平均クーポンが3.53%で、平均価格が101米ドルの現状で、リファイナンス対象になり得るMBSは10%に満たないと考えられます。プリペイメント低

下で最も恩恵を享受するのは高クーポン債であるため、第1四半期に我々が選好した中クーポン(3.5%)債は高クーポン債に対しアンダーパフォームしました。

第1四半期は、米国政府抵当金庫(ジニーメイ)債のプリペイメントが連邦住宅抵当公庫(ファニーメイ)債や連邦住宅金融抵当公庫(フレディマック)債に比べ高かったため、ジニーメイ債はアンダーパフォームしました。ジニーメイ債に関しては今後、一部の望ましくないノンバンク由来のプリペイメントを抑えるよう様々な取り組みが行われると予想されますが、プリペイメント率が他の債券と同水準にならない限り、市場は今後も慎重な姿勢を継続すると考えます。

今後は、プライマリー・モーゲージ金利上昇による春夏のモーゲージ組成減少など、一部のプラス材料が当セクターのパフォーマンスに貢献する可能性があります。プリペイメントの低下に加え、金利動向が安定したことで、デュレーションが伸長し、コンバクシティのヘッジの動きも沈静化しました。我々は、スプレッド拡大の歯止めとなり得る要因をモニターしています。例えば、当セクターをアンダーウェイトにしている投資家層の動向や、今年は比較的静かな海外投資家が利回りが目標に達した場合に購入する可能性などです。実際、第1四半期が終了したところで、海外からの投資が増加しました。

しかし、それらのプラス要因は一部の大幅なマイナス要因により相殺されています。最大のマイナス要因はFRBによる償還上限額の80億米ドルから120億米ドルへの引き上げです。この上限額により、今後数カ月間はFRBの購入額が月間100億~150億米ドルに維持されると思われませんが、7月には100億米ドル以下に低下する見込みです。FRBが購入額を引き下げることによって、市場が吸収すべきネットの供給額は増加することになります。さらに、ダラーロール取引のリターンが低下し、現在は1カ月LIBORと同水準になっていることから、TBA取引のメリットがなくなっています。

こうした背景から、FRBがバランスシートの縮小を継続することを考慮し、コンバクシティが比較的大きな既発債と15年満期のMBSを我々は選好します。

**見通し:** FRBのバランスシート縮小が重石となるため当セクターをアンダーウェイトします。コンバクシティが比較的大きな既発債と15年満期のMBSを選好します。

## 証券化商品

現在のスプレッド水準と市場のボラティリティの上昇を考慮すると、証券化商品の上位トランシェの魅力が一層増えています。第1四半期のスプレッドは全般的に縮小しましたが、3月末にかけて揉み合う形となり、AAA格のCMBSスプレッドは約10bps拡大しました。我々は、シニア・ファイナンス取引などディフェンシブなポジショニングを引き続き選好しています。こうした証券化商品は他の多くの高格付スプレッド商品に比べてキャリアが高く、大幅に構造優位にあるた

め市場の下落局面でアウトパフォームすると見られます。証券化商品の中では、AAA格のCLOおよびCMBSを選好します。

**非エージェンシーRMBS:** 長期に亘ってスプレッドの縮小が続いており、レガシー非エージェンシー債の価格は一段と上昇しています。我々はこのセクターの価格評価は適正だと考えており、基本的な損失想定において非エージェンシーRMBSの利回りはおよそLIBOR+100bpsになっています。住宅市場が予想どおり堅調に推移すれば、このセクターには追い風となり、住宅ローンの元利払いの蓋然性が高まり、不良債権の回収も進む可能性があります。一方で特有のリスクも存在します。特有なリスクとは、受託者が訴訟引当金を設定すること(例えば、ウェルズ・ファーゴは、クリーンアップ・オプションの行使に関し、自らが被告人となる場合の訴訟費用のため、債券保有者の資金を留保)、返済猶予債権回収に伴う実現損が債券のバリュエーションに織り込まれるケースが増加していること、長年、担保差し押さえ案件となっている不良債権の回収が予想を下回ることなどです。また、政府支援機関(GSE)の信用リスク移転(CRT)債のバリュエーションもかなり高く、2年近く続いたスプレッドの縮小がボックス圏での推移に変わっています。ただ、GSEには相当量の信用リスクを「移転」することが義務づけられているため、CRTの供給状況には注意を要すると考えています。概してこのセクターには楽観的な見通しですが、直接的なエクスポージャーよりもRMBS資産へのファイナンスを選好し、特にリパフォーミング・モーゲージ・ローン(RPL)、不良債権(NPL)、再証券化商品(Re-REMICs)は、シニアポジションのスプレッドがL+200bps台半ばであることから注目しています。

2018年第1四半期、米国以外では、英国のRMBSのパフォーマンスが安定的で、スプレッドはレンジ内で推移しました。現在一般的なスプレッドがL+60-70bpsで推移しているシニア・ノンコンフォーミング債券に対しては中立の見通しですが、100-110bpsで取引されている残存期間が5年以上の既発の2位トランシェ債に対しては一部前向きな見方をしていません。英国住宅市場の軟化、消費者の住宅取得能力への懸念、およびブレグジット関連の不確定要因等が逆風となる可能性があります。また、スペインとイタリアの銀行では不良債権の処理に進展が見られることから、周縁国の不良債権の証券化による投資機会が増えています。

**CMBS:** 2018年第1四半期、AAA格のCMBSのスプレッドは市場全般のスプレッドのボラティリティに影響を受けました。1月から2月初めにかけてスプレッドは15bps縮小し、金融危機後の最もタイトな水準であるswaps+60bps台半ばに達しましたが、その後は市場ボラティリティの影響を受けて、拡大しました。現在はSwaps+80bps台半ばで取引されています。我々は、現在のCMBSの価格は適正と考えていますが、2月の市場ボラティリティ上昇のような局面では、投資適格債やハイイールド債など他のセクターのスプレッド拡大と共に、CMBSのスプレッドがさらに拡大したとしても不思議ではありません。商業用不動産(CRE)のファンダメンタルズは強弱が入り混じっています。プラス面では、CRE全体の価格が2007年のピークを上回っており、2017年の上昇も8%と力強い相場でした。しかし、パフォーマンスはサブマーケッ

トや物件のタイプにより異なり、小売りや郊外オフィスなど処々で軟調な価格推移が続くと見られます。さらに、金利の上昇とともにキャップレートが上昇した場合には、バリュエーションが低下する可能性があります。我々は、コンデュイット型先払い10年トランシェ、インタレスト・オンリー・トランシェ、そして裏付資産が良好なシングルアセット/シングルボロワー型(SASB)の一部メザニンといったCMBSを今後も投資の主要なテーマと位置づけます。コンデュイット型メザニン・トランシェに関しては、裏付不動産の質に不安があり、また構造的な信用補完も低いため、我々は弱気な見方を維持します。因みに、2012年と2013年に組成された案件のメザニン・トランシェおよび同組成年のCMBXのスプレッドは、第1四半期に再び最もワイドな水準まで拡大しています。現在BBB-格CMBX6(2012年)のスプレッドは703bps、BBB-格CMBX7は557bpsです。CMBSの供給額は少なく、第1四半期のコンデュイット型の発行額は約96億米ドルで、2017年第1四半期の94億米ドルに比べ増加したものの、2017年第4四半期の発行額である147億米ドルに比べて低下しています。2018年年間での発行額は、プライベート・ラベルが全体で20%減少し700億米ドルに、またコンデュイット型は約400億米ドルになると予想しています。発行額が低水準であることはCMBSスプレッドにとってのプラス材料ですが、スプレッドは市場全体の動向で決まると考えています。

**CLO:** AAA格のトランシェについては、グローバルな債券市場においてリスク調整後で最も割安な債券の1つと考えており、積極的なスタンスを取っています。AAA格のCLOは、債券の裏付けとなる様々な優先担保により大幅な信用補完と業種分散の恩恵に与っています。我々は、現在のバリュエーションには将来的な景気鈍化の可能性が反映されていないことから、資本構造の下位トランシェに対して一層慎重になっています。一つには、現在のメザニン債のバリュエーションには、現在のレバレッジ上昇や不十分な審査が、将来の回収率低下に繋がる可能性を反映していないと考えています。しかし、当面は世界経済の同時成長が続くことで、企業のバランスシートが健全な中、デフォルトが極めて少ない環境になると考えます。世界的に高格付債券に対する需要が高まっており、また、米国においてもLIBORの上昇が見込まれることから、利回りの追求に拍車が掛かることが予想され、AAA格のスプレッドは再度縮小すると考えています。現在、米国AAA格CLOのスプレッドは3カ月LIBOR+98-105bpsです。欧州AAA格CLOのスプレッドは3カ月Euribor+85-91bps(Euriborフロアを含む)となっています。我々は、新発、リセットおよび借り換えの全般において、活発な発行が続くと見ています。米国では、リスク・リテンション規制撤廃を受けて、第2四半期にはリセット(返済優遇期間終了)に伴う借り換えが増加すると考えます。こうした供給増は、世界的な需要に見合っているため、スプレッドの圧縮を遅らせることになると予想しています。市場では今後とも発行額が償還額を上回り、少なくとも年末までに500億米ドルの純増になると見られます(グロス発行額では過去最高)。また、LIBOR-OISスプレッドの拡大がクロス・カレンシー・ベースに与える影響、ひいては為替ヘッジコストの変化が特定の債券に対する世界中の投資家需要の及ぼす影響にも我々は着目しています。

**ABS:** 消費者のバランスシートは、堅調な雇用環境と借り入れが低水準であることから引き続き健全な状況です。消費者金融業界が大挙して信用力の低い消費者層への貸出を増やそうとしているとは考えていません。しかし、無担保および有担保ABSにおける信用力の低い借り手は、その定義通り引き続き厳しい資金状況にあり、商品組成の品質に対するモニタリングが最優先事項であることには変わりはありません。我々は、強固なリーガル・コンプライアンス体制と、キャッシュフロー重視の引き受け基準を持つオリジネーターによる無担保消費者ローン、サブプライム自動車ローンのABSを引き続き選好します。また、キャッシュフローを裏付けとして組成したリファイナンス学生ローンABSも魅力的だと考えます。我々は、中古車価格とマーケットプレイス・レンディングを注視しています。中古車価格については、価格変動の影響を緩和するような構造的仕組みを求めています。マーケットプレイス・レンディングについては、確立されたビジネスモデルがない市場だと我々は考えています。一方、需給面では、活発な新規発行に加えてセカンダリー市場での売りが拡大したことから、金融危機後最もタイトな水準にあった、短期シニアクラスのクレジットカードや自動車ローン等の一般的なABSセクターに約5bpsのスプレッド拡大圧力がかかりました。第1四半期の650億米ドルの新規発行額は2017年のペースを大きく凌いでいます。

**見通し:** 最優先トランシェの証券化商品、特にCLOとCMBSに対して強気です。現在のスプレッド水準で得られるキャリー収益は依然妥当だと思われます。コンデュイットCMBSメザニン・トランシェについては、裏付資産の質が良好ではないため弱気です。スプレッドがタイトで、レバレッジの需要が強いため、直接的なエクスポージャーよりもファイナンス取引の投資機会に注目しています。

## 米国および欧州の投資適格社債

第1四半期は、依然好調なファンダメンタルズにもかかわらず、金利上昇、市場ボラティリティの高まり、政治・貿易政策に係る不透明感、および投資家心理の後退により、米国投資適格社債は軟化しました。第1四半期にインデックスのスプレッドは16bps拡大し、超過リターンは-79bpsでした。

欧州投資適格社債についても、政治リスクが再度高まると起債が増加し、さらに投資家が米国市場のリスクオフの流れに追随したことから、スプレッドが拡大しました。しかし、ECBの債券買い入れプログラムおよび堅調な経済環境が引き続き支援材料となりました。

	トータルリターン (%)	スプレッドの変化 (bps)	OAS (bps)
	Q1	Q1	3/31/2018
米国投資適格社債	-2.32	+16	109
欧州投資適格社債	-0.39	+9	95

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のデータを示しています（ヘッジなし）。出所:ブルームバーグ・バークレイズ、2018年3月31日現在。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではなく、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスに直接投資することはできません。

### 米国投資適格社債

米国投資適格社債は、今年に入って堅調な滑り出しを見せた後、リスク回避色が強まり、ボラティリティが上昇する中、下押し圧力を受けました。こうした状況下、投資適格社債市場には強気材料と弱気材料が混在していることから、個別銘柄の選別が今後のリターンの重要な鍵になると考えています。

強気材料としては、全般的に良好な企業の信用ファンダメンタルズが挙げられます。これは世界経済がプラス成長を維持し、景気後退の明らかな兆候が見られないことに下支えされています。2018年第1四半期の企業利益は17.3%の伸びが予想され、その内3分の1以上は直近の税制改革の影響と思われる。フリーキャッシュフローと利益率は高く、手元流動性は十分確保されています。

第1四半期は、為替ヘッジコストなどが原因で海外投資家の動きは多少鈍りましたが、投資家の需要もまた強気材料です。合併や買収の資金調達のための起債増加が市場の重石となり、また社債のイールドカーブのフラット化により長期債の発行が増えましたが、新発債には概して募集枠以上の申し込みがありました。さらに、年金給付保証公庫(PBGC)が企業年金基金の積立不足額に対する保険料を4%に引き上げたこと、および9月までは拠出金を2017年の税率で控除できることから、企業は積立不足の年金基金に一層の資金を拠出しています。こうした動きは、年金基金が株式から債券へと資産配分を徐々にシフトさせていることもあり、長期社債市場を下支えすると考えています。

一方で弱気材料は、FRBが示唆する利上げ見通し、貿易関税問題、信用サイクル後期の信用収縮に対する警戒心などが注目を浴びてきたことです。信用サイクルのこの段階では典型的なことですが、製造業でのイベントリスクが高まりつつあり、高水準の企業景況感によりM&Aやバランスシートを積極的に活用した動きがさらに増える可能性があります。

こうした環境の下、イベントリスクに晒される可能性がある産業セクターよりも、信用力の良好な金融機関および電力会社を引き続き選好しています。米国の大手銀行はイベントリスクに対して比較的耐性があり、金融危機後に導入された規制が緩和されたとしても、高い自己資本比率は維持されると考えます。産業セクターでは米国の内需関連発行体や医薬品、エネルギー企業に加え、「イベント」を経た発行体による新発債の一部にも投資妙味があります。また、ファンダメンタルズが安定化しつつも、スプレッド水準がワイドな一部の欧州銀行にも注目しています。我々は引き続き課税対象地方債も選好しており、BBB格社債についてもオーバーウェイトを維持します。

4月は新規発行が減少する一方、年金需要が継続するため需給の改善が期待され、また好調な決算発表シーズンを迎えるとの期待もあります。こうした期待と第1四半期にスプレッドが拡大した状況を考え合わせ、目先は中長期債に多少強気なスタンスで臨みます。

### 欧州投資適格社債

第1四半期の欧州投資適格社債市場は、米国ほどではないにせよ、比較的ボラティリティの高い展開となりました。スプレッドは年初に金融危機後で最もタイトな水準となったものの、四半期末には前四半期に比べ9bps拡大し、95bpsとなりました。ECBの債券買い入れプログラムがプラス要因となりましたが、大量の起債、政治への懸念、および米国に端を発したボラティリティの高まりが重なり、市場は軟化しました。

3月迄の起債は活発で2017年と同水準でした。当初は金融機関の発行が主流でしたが、その後は数件の大型案件も含め、企業からの発行が大幅に増加しました。この間、市場のボラティリティ上昇もあり、スプレッドは拡大する結果となりました。

政治面では、イタリアの総選挙と連立協議およびブレグジットの行方が流動的であることに加え、貿易関税問題と今年後半にかけてのドラギ総裁の後任人事により不透明感が増えています。こうした状況の中、米国のインフレ率上昇に端を発したボラティリティが、インフレ昂進が問題ではないはずの欧州のスプレッドにも直接影響を及ぼしました。

実際、欧州大陸の経済指標は好調で、信用ファンダメンタルズは健全な状況が続いています。市場を大きく腰折れさせるようなマイナス要因が見当たらないため、我々の現時点での見通しは、純発行額の増加、ECBの債券購入によるタイトなスプレッド、そして利回りに対して一定の需要が見込まれる等の需給をベースにしています。さらに、クロス・カレンシー・ベースでは、ユーロ圏外の米ドル以外の投資家にとってユーロ市場の魅力が一層高まると思われます。

第1四半期の欧州ポートフォリオでは、魅力的な投資機会がほとんど見当たらなかったため、期初にリスクを引き下げました。ただし、新発債には割安感があり、コンセッションも15-25bpsあるため、ある程度リスク・エクスポージャーを高めています。我々は、**米国の銀行、保険、ノンコア REITs**のオーバーウェイトを維持しています。また、**非ユーロ発行体およびECBの債券買い入れ対象外の発行体**を、引き続きオーバーウェイトしています。ただし、**タイトなスプレッド**により、オーバーウェイト幅は僅かです。

グローバル社債ポートフォリオでは、スプレッド水準はタイトですが、クレジット・リスクをオーバーウェイトしています。ユーロのエクスポージャーを一部減らす一方、米国のエクスポージャーを増やしています。我々はまた、今後スプレッド拡大の候補となり得るテールリスクのある企業へのエクスポージャーを減らしています。欧州のポートフォリオと同様、**米国の大手銀行と保険会社をオーバーウェイト**しています。大規模なM&Aや株主還元リスクがあるA格の企業より、財務体質が強く、「イベント」を経たBBB格の企業に投資妙味があると考えます。同一または類似の企業が発行する米ドル建て債とユーロ建て債に関しては、今後も両債券間の価格の乖離や利回り較差に着目していきます。

米国および欧州のいずれにおいても、依然好調なファンダメンタルズ、投資家の継続的な利回り追求、短期的な景気後退リスクの不在を背景に、最近のスプレッド拡大が魅力的な投資機会を提供していると我々は考えます。一方、下振れ要因としては、中央銀行による予想以上の利上げ、局地的および世界的な地政学リスク、そして長期的には世界経済に対する中国の影響などを警戒しています。

**見通し:** 良好なファンダメンタルズ、4月の需給改善の可能性、企業の利益成長モメンタムを背景に、投資適格社債に対して若干強気です。米国の大手銀行を引き続き選好します。また、米国の税制改革の恩恵は市場の上振れ要因となります。

## グローバル・レバレッジド・ファイナンス

第1四半期のハイイールド債市場には、上昇、下落のいずれの局面もありました。年初は好調にスタートしたものの、株式市場の下落、金利上昇および資金流出継続により下押し圧力を受けました。

	トータルリターン (%)	スプレッドの変化 (bps)	OAS/DM (bps)
	Q1	Q1	3/31/2018
米国ハイイールド債	-0.91	+9	372
欧州ハイイールド債	-0.45	+33	327
米国レバレッジド・ローン	+1.58	-20	396
欧州レバレッジド・ローン	+0.74	0	392

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、2018年3月31日現在。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではなく、信頼できる指標となるものでもありません。直接インデックスに投資することはできません。欧州のリターンはユーロをヘッジ。

## 米国レバレッジド・ファイナンス

2018年の米国ハイイールド債市場は好調なスタートを切りました。年初は税制改革が経済成長を加速するとの楽観的な見方、およびファンド・マネージャーの高いキャッシュ比率と限定的な新規発行を背景とした堅調な需給から一段高となりました。

金利上昇にもかかわらず、ハイイールド・スプレッドは1月に金融危機後の最低水準である323bpsまで縮小しました。しかし、株式市場のボラティリティ上昇とVIX指数の急騰により投資家心理が後退し、資金流出が加速しました。その結果、スプレッドは2月初旬に年初来で最も拡大し、382bpsとなりました。金利は第1四半期末に向けて安定化し始めたものの、依然軟調な株式市場、資金流出、および貿易戦争に対する不安などがこの資産クラスの重石となりました。市場全体のスプレッドは9bps拡大し、当四半期末のオプション調整後スプレッド(OAS)は372bpsになりました。

米国ハイイールド債の第1四半期のリターンは-0.91%で、低格付債が高格付債を引き続きアウトパフォーマンスしました。CCC格債の超過リターンは+88bpsで、B格債は+23bps、BB格債は-74bpsでした。過去9四半期でCCC格債がBB格債をアウトパフォーマンスしたのはこれで8四半期目です。

第1四半期に最もパフォーマンスが好調となったセクターは航空宇宙で、ボンバルディアのパフォーマンスに押し上げられ1.6%のリターンとなりました。ボンバルディアはCシリーズ事業のエアバスとの提携で6億米ドルの増資を行い、バランスシートを強化しました。また、小売セクターは、2017年こそ不振でしたが、2018年第1四半期は最もパフォーマンスの良いセクターの1つとなりました。食品・薬品小売のリターンは0.6%でした。食品スーパーのアルバートソンズがライト・エイドを買収するとの発表を受けて、ライト・エイ



ドの債券が債務不履行寸前の水準から急上昇したことが貢献しています。

2017年第4四半期のパフォーマンスが最も不振なセクターの1つであるケーブルTVは、2018年第1四半期においてもパフォーマンスが最も低く、-2.6%でした。自動車セクターも、テスラの債券価格が3月に約7ポイント下落したことで出遅れました(-2.3%)。食品・飲料(-2.2%)セクターも、パフォーマンスが著しく低調なセクターの1つです。

ムーディーズによると、米国の投機的格付企業の過去12カ月債務不履行(デフォルト)率は2018年2月末に3.6%と、2017年末時点の3.3%より若干高くなっています。2018年に世界でこれまで起こった17件のデフォルトのうち、最も多いのが米国の小売セクターで5件を占めます。この数は、このセクターが13件のデフォルトを記録した2017年に次ぐ多さです。小売セクター全体での厳しい環境は、2018年前半まで続く可能性が高いとみられます。ムーディーズは、世界経済が拡大傾向にあり、一般的に企業の手元流動性も十分確保されており、また、借り換えリスクも低いことから、今後12カ月間で米国のデフォルト率が2.0%まで低下すると予想しています。

第1四半期には、ハイイールド債ファンドから192億米ドルの資金流出がありました。この間8週連続で、合計165億米ドルの流出を記録しました。これは、ハイイールド債に投資する投資信託資産残高のおよそ8%に相当する額でした。特に、2月の124億米ドルの流出は、2013年6月に記録した136億米ドルに次ぐ2番目に大きな月間流出額です。

第1四半期の新規発行は、この資産クラスへの需要が減少したこと、発行体が高い利回りでの起債に難色を示したこと、および発行体がバンクローンなどコストの低い代替手段を活用したことなどから、比較的低調でした。2018年は総額730億米ドル、131件がプライシングされていますが、前年同期比で約25%の減少です。月間の発行額としては、2月の130億米ドルの起債はこの2年間で最低水準です。発行市場ではエネルギー・セクターが引き続き活発で、第1四半期の発行額の27%を占めていますが、エネルギー以外では10%を超えるセクターはありませんでした。

我々は、ファンダメンタルズの改善、並びに限定的な供給と特にアジアの機関投資家からの強い需要に支えられた良好な需給から、米国ハイイールド債に対して短期的には強気な見方をしています。しかし、スプレッドがタイトな環境でのテールリスク、今後2~3年での景気後退の可能性、および信用サイクルの最終段階での引き受け基準悪化などから、長期的にはさほど強気ではありません。

デフォルトについては、小売、固定通信およびヘルスケアなど特定セクターではリスクが高まるものの、全般的には今後2年ほどは低水準に止まると予想しています。コモディティに対しては引き続き慎重な一方、独立系発電会社や米国消費関連の発行体に対するオーバーウェイトを維持しています。また、最も良好なレラティブ・バリュエーションがあると考えられるCCC格で引き続き投資機会を追求し、キャッシュまたはAAA格CLOへの配分によりベータをヘッジします。ただし、

これらの投資機会は市場のリスク選好が継続すれば時間の経過と共に減少すると考えます。

レバレッジド・ローンについては、CLOによる強い買い意欲と金利のヘッジを求める個人投資家の堅調な需要が引き続き支援材料となっており、S&P/LSTA米国レバレッジド・ローン指数の第1四半期のリターンは、市場のボラティリティの高まりにもかかわらず+1.6%となりました。低格付のローンは、指数の構成比がわずかに約5%ですが、第1四半期に上位格付のローンをアウトパフォームしました。CCC格のローンのリターンは+2.8%で、B格とBB格のローンをそれぞれ126bps、158bps上回りました。

ハイイールド債ファンドとは対照的に、ローン・ファンドは第1四半期に37億米ドルの資金流入を記録しました。2017年に131億米ドルの流入があったこの資産クラスはさらに資産を増加させています。

第1四半期の米国レバレッジド・ローンの新規発行額は、昨年の過去最高額に比べると低調でした。395件、2,420億米ドルが第1四半期に調達されましたが、2017年第1四半期には337件、2,790億米ドルでした。2017年第4四半期と同様、新規発行の大半はリプライシング(47%)とリファイナンス(22%)です。テクノロジー・セクターが発行市場の主役であることも前四半期と同様で、第1四半期の発行総額の19%を占めています。ハイイールド債市場とは異なり、エネルギー・セクターのレバレッジド・ローン発行市場における存在感はかなり小さく、発行総額の2%と、市場全体のごく一部に過ぎません。

2018年の米国のレバレッジド・ローン市場は、非常に好調なスタートを切りました。現在は良好な需給環境が続いているものの、この資産クラスにおける引き受け基準の悪化は懸念材料であり、中長期的なレラティブ・バリュエーションの観点からは有望とは言えません。

### 欧州レバレッジド・ファイナンス

欧州ハイイールド債インデックスは第1四半期に、-0.45%のリターンを記録しました。1月のプラスのリターンは、グローバルな金利ボラティリティ、株式市場の下落、欧州のクレジット・ファンドからの資金流出継続により急速に打ち消され、2月と3月のマイナスの月間リターンが浮き彫りになりました。スプレッドは年初来で33bps拡大して327bpsとなり、足元では、昨年11月に付けた247bpsという金融危機後の最もタイトな水準よりも80bps拡大しています。

第1四半期には、B格債のリターンが+0.12%となり、金利により敏感な高格付債を引き続きアウトパフォームしました。これに対し、BB格債は-0.63%、CCC格債は-0.28%のリターンとなりました。

第1四半期の新規発行額は昨年のペースを約20%下回りました。年初来の新発債の供給額は、37発行体による196億ユーロと、前年同期の244億ユーロを下回っています。さらに、第1四半期の起債のうち、初登場の発行体による起債は20億ユーロと、前年同期の48億ユーロよりも減少しています。

ムーディーズの欧州デフォルト率は2月末に2.8%となり、第4四半期末の2.6%から上昇しました。我々は、デフォルト率が今後12カ月、低水準で推移すると予想しています。その背景には、緩やかな成長が持続する欧州経済、発行体の債務借り換えのための良好な市場環境、短期的な大量償還と再調達リスクの欠如、発行体のレバレッジ削減努力継続による格上げ余地などの要因が挙げられます。

欧州レバレッジド・ローンは第1四半期に+0.74%のリターンとなりました。投資家の旺盛な需要、高水準にあるマネーデット・アカウントのローン資金、CLO組成の増加、銀行の堅調な需要、将来の利上げ予想を踏まえると、この資産クラスの見通しは良好です。

欧州レバレッジド・ローンの発行額は昨年同年の記録的な水準に迫るペースを維持し、1月と2月だけで250億ユーロの新規ローンが発行されています。3月のローンの供給は減少しましたが、第1四半期全体では総額350億ユーロの新規ローンが発行されました。欧州レバレッジド・ローンの力強い需給環境を踏まえると、市場は新規発行に極めて有利に働く状況が続いており、記録的な供給を吸収できると思われれます。

我々はファンダメンタルズの改善、政治的なリスクの低下、短期的な景気後退リスクのない適度なマクロ環境を踏まえ、スプレッドが足元の水準から小幅に縮小し続けると予想しています。さらに、欧州中央銀行（ECB）は金融政策正常化を志向しつつも、経済成長を阻害するような措置をとるとは考えていません。一方、より長期的には、マクロ的な懸念（北朝鮮、欧州の政治など）と、タイトなスプレッドやレバレッジド・ファイナンス商品の需要継続を背景とした引き受け基準の悪化が懸念され、それほど強気ではありません。

我々はB格の発行体を選好しつつ、BB格への配分を発行市場を通じて戦術的に拡大しています。引き続き、英ポンド建債券とユーロ建債券の間の魅力的なレラティブ・バリュエーションの機会を追求しています。さらに、我々は短期的に、ローンが債券をアウトパフォーマンスし続けると予想しています。

**見通し:** 中立。我々の短期的な見通しは積極的ですが、長期的な見通しにはリスク（タイトなスプレッド、高水準のテールリスク、2～3年先の景気減速の可能性、信用サイクル後期の引き受け基準悪化など）があります。欧州では、我々は短・中期的には強気ですが、長期的にはそれほど楽観的ではありません。

## エマージング債券

2018年第1四半期のエマージング債券は、期中のボラティリティを背景にハードカレンシー建て債券のスプレッドが拡大したことから、プラスとマイナスのリターンが交錯した状況となりました。しかし、エマージング債券については景気拡大モメンタムの持続とバリュエーションの相対的な魅力から、我々は強気な見通しを維持しています。

	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	3/31/18
エマージング債券 (ハードカレンシー建)	-1.75	+19	304
エマージング債券 (現地通貨建ヘッジあり)	1.60	-14	6.01%
エマージング通貨	2.52	+17	3.71%
エマージング社債	-1.12	+9	280

出所：JPモルガン、2018年3月31日現在。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではなく、信頼できる指標となるものではありません。直接インデックスに投資することはできません。

エマージング債券は1月に大きく上昇し、ハードカレンシー建て債券のスプレッドは285bpsから265bpsに縮小、現地通貨建て債券インデックスは安定的な利回りと通貨高を背景に、+4.48%のリターンをあげました。その後、2月、3月には、インフレ懸念、貿易戦争を巡る緊張、ボラティリティの急上昇、米国金利の上昇を背景に投資家が様子見に転じたため、エマージング債券は軟化しました。第1四半期全体では、ハードカレンシー建てソブリン債インデックスは1.75%下落し、スプレッドは19bps拡大して304bpsとなりました。現地通貨建て債券は、2017年に始まったハードカレンシー建て債券に対するアウトパフォーマンスを持続し、1月の上昇の約3分の1を吐き出したにもかかわらず、+1.60%のリターンをあげました。

現地通貨建て債券の国別リターン（ヘッジなし）は、南アフリカ（+13.29%）、メキシコ（+10.88%）、コロンビア（+8.75%）に主導され、総じてプラスとなりました。南アフリカは、改革志向のラマポーザ副大統領の与党アフリカ民族会議（ANC）議長への選出を受け、上昇しました。メキシコは、投資家が北米自由貿易協定（NAFTA）交渉や間近に迫った大統領選挙の見通しへの安心感が広がり、売られ過ぎの水準から上昇しました。ハードカレンシー建て債券の国別リターンは大半がマイナスとなり、例外的にベネズエラ（+11.60%）が最上位のリターンをあげたことが、サプライズとなりました。経済環境の悪化や原油生産の減少にもかかわらず、「マドゥロ大統領は最終的に辞任を迫られ、再編後の債券の価値は現在の20米ドル台の価格を上回る」という投資家の期待を反映したと見られます。

第1四半期の新発債の供給は1,872億米ドルの高水準に達し、約660億米ドルがソブリン債、残りが準ソブリン債および社債でした。こうした供給ペースが一因となり、スプレッドは第1四半期に拡大しています。多くの国（アルゼンチン、フ

イリピン、メキシコ、コートジボワール、エジプト、ケニアなどが今年の発行予定を完了していることは朗報です。さらに、社債の最大の発行国は中国（約470億米ドル）であり、その買い手の大半は中国国内の投資家です。今後を展望すると、発行の大部分は中東諸国、中国企業、東欧諸国（ユーロ建て）と予想され、市場の需給要因が改善すると見込まれます。

こうした新規発行による供給増を相殺しているのは、様々なエマージング・ファンドへの資金流入です。EPFRのデータによれば、第1四半期のエマージング・リテール・ファンドは、ハードカレンシー建て債券ファンド（+26億米ドル）、現地通貨建て債券ファンド（+62億米ドル）、混合型ファンド（+28億米ドル）を通じて、純資金流入となりました。

## エマージング通貨

我々はエマージング通貨に関して長期的に強気な見方を維持していますが、米国の（特に対中）貿易政策の先行きは不透明なことから、エマージング通貨の第2四半期の見通しは良好とは言えません。中国の知的財産権慣行に関する米国通商代表部（USTR）の調査は、特に注視する必要があります。USTRの調査は遅くとも2018年8月に、肯定的な見解と是正勧告（関税、制裁など）に至ると予想されます。現時点では、米国が追加関税を課している（または、将来課す可能性がある）国の報復措置により、貿易摩擦が激化するかどうか、定かではありません。（詳細は「世界経済の見通し」のセクションをご参照ください）米国の保護主義（さらに、相手国の報復措置）が拡大すれば、エマージング通貨が過去2年超にわたり恩恵を受けている堅調なグローバル経済の成長がリスクに晒される可能性があります。これまでのところトランプ政権の貿易に関する発言こそ好戦的ですが、実際の措置はより穏健なものになっていることはプラス材料です。貿易摩擦の激化で、経済成長や金融市場に影響があれば、今秋に中間選挙を控えたトランプ政権にとって打撃となるため、少なくとも2018年中の大半は、米国の貿易政策は実質的な中身を欠いた状態が続くというのが、我々の基本シナリオです。

米国の貿易政策に関する我々の基本シナリオが、結果的に過度に楽観的であった場合には、エマージング通貨は下落する可能性があります。それでも、エマージング通貨の長期的な見通しは良好であることから、下落は一時的と見られます。第1に、米国は（不安定なトランプ政権の下で）グローバル経済および政治から一層距離を置いているため、投資家は米ドル以外の通貨へ分散を継続すると見られます。第2に、米ドルは引き続き、a)米国の双子の赤字（特に脆弱な財政スタンス）と、b)景気サイクル後期にある米国とサイクルの初期または中期にある多くの先進国・エマージング諸国の乖離が足かせとなるでしょう。第3に、エマージング通貨は（実質実効為替レートで見ると）割安で、米ドルは過大評価されています。多くのエマージング諸国の実質金利は極めて魅力的で、エマージング諸国の経常収支は過去4年で大幅に改善しており、今後も管理可能な水準で推移すると予測されています。投資資金は引き続き、米国を敬遠し、他の先進国やエマージング諸国を選好すると思われる。

貿易リスクのほか、投資家はエマージング通貨に対する米国金利上昇の影響も懸念しています。しかし、米国債が年初来パフォーマンスの最も低調な債券の1つであるにもかかわらず、多くのエマージング通貨は上昇しています。今サイクルのように、インフレ率が米連邦準備制度理事会（FRB）の目標の付近で安定的に推移している限り、米国金利の上昇に関する懸念は誇張されていると考えられます。我々はインフレ率が加速するリスクを認識していますが、大幅に加速し、FRBが現在の1四半期当たり1回という利上げペースの変更を迫られるということは、我々の基本シナリオではありません。安定的な世界経済の成長と落ち着いたインフレ環境の中でのFRBの緩やかな引き締めは、これまで、エマージング通貨に良好な環境をもたらしており、我々は今後もこうした状況が続くと考えています。

## 今後の展望

第1四半期末時点の精彩を欠くパフォーマンスにもかかわらず、我々はエマージング債券に関する相対的に楽観的な見通しを維持しています。PGIMフィクスト・インカムのエコノミスト・チームは最近の軟調な経済指標の先を見据え、先進国とエマージング諸国の年内の成長見通しに引き続き強気です。世界の投資や貿易は大幅に拡大し続けており、米国の拡張的な財政政策は（サイクル終盤に向けて問題を引き起こす恐れがありますが）、中期的に景気を押し上げるでしょう。貿易戦争があらゆる関係者に破滅的な結果をもたらすことをすべての当事者が理解し、最終的に、貿易戦争を巡る発言はトーンダウンすると我々は予想しています。大半のエマージング諸国のインフレ率は抑制され、成長サイクルは米国や欧州よりも初期的な段階にあります。例えば、ブラジル、アルゼンチン、ロシアは2017年に景気後退から抜け出した後、2018年には2~3%成長すると予想されます。さらに、バリュエーションは引き続き魅力的で、第1四半期のハードカレンシー建て債券のスプレッドの拡大や通貨安により、すでに魅力的だった水準が更に魅力度を増しています。

**見通し：**強気。エマージング債券はいくつかの不透明感（貿易を巡る緊張の高まりなど）を背景に、短期的なボラティリティに直面する可能性があります。我々は良好なファンダメンタルズと第1四半期の下落を受けてバリュエーションが相対的に魅力的であることから、引き続き、当セクターへの投資機会を見出しています。

## 地方債

AAA格地方債は2018年第1四半期に、残存5年以上の米国債をアンダーパフォームしました。残存30年の地方債/米国債利回り比率は、第1四半期末には92.7%から99.3%に上昇しました。わずか630億米ドルという前年同期比32%減の新規発行にもかかわらず、高水準のディーラー在庫や銀行ポートフォリオの根強い売りが市場を圧迫しました。第1四半期には、法人税率の引き下げと会計変更が相俟って、銀行や損害保険会社のポートフォリオは売り越しとなりました。

AAA格地方債の利回りは、5年債が36bps、10年債が44bps、30年債が41bps上昇しました。その結果、高格付債インデックスとハイイールド債インデックスはそれぞれ-1.11%、+0.58%のトータルリターンを記録しました。プエルトリコ債は低水準から上昇し、ハイイールド地方債はプエルトリコ上下水道局（PRASA）債の力強いパフォーマンスにより押し上げられました。高格付債のマイナスのリターンやハイイールド債の控えめなリターンにもかかわらず、地方債ミューチュアル・ファンドは第1四半期も資金純流入（+65億米ドル）となりました。

長期課税地方債は第1四半期に-1.92%のトータルリターンとなりましたが、米国長期投資適格社債インデックスをアウトパフォームしました。第1四半期の長期課税地方債の超過リターン（+64bps）は、長期投資適格社債インデックスを上回りました。

今後数カ月の市場の主な焦点は、Janus 対 AFSCME（全米地方公務員労働組合）訴訟に関する米国最高裁の判決でしょう。この判決は第2四半期末には下されると予想されます。この訴訟が「労働組合への不加入を選択した公務員はその代わりに労働組合に手数料（「公正手数料」）を支払わなければならない」というイリノイ州の要件に異議を申し立てていることを考えると、最高裁が原告に有利な判断を下せば、公共部門の強制的な代理手数料の徴収を容認した1977年の（Abood 対デトロイト州教育委員会訴訟に関する）最高裁判決が覆ります。労働組合に不利な判断が下されれば、事実上、すべての州が「労働権州」に転換し、労働組合の加入率が大幅に低下するでしょう。労働組合と政府の交渉がより建設的になると予想されることから、これは市場に好感されると思われま。もっとも、好ましい判決が下されても、高水準の年金および年金以外の退職後給付（OPEB）負債に苦慮している特定の州や地方の即効薬にはならないでしょう。

信用力の面では、いくつかの州は税制改革に関連した要因により、歳入が前年比で増加しています。これは短期的にはプラスですが、特にイリノイ州（Baa3 ネガティブ/BBB-/BBB ネガティブ）、ニュージャージー州（A3/A-/A）など、低格付の州の長期的な信用力に変化はないとみられます。

大半のプエルトリコ債の債券価格は低水準から反発しましたが、状況はなお不透明であり、債券保有者の最終的な回収率は不明です。我々が過去に指摘したように、プエルトリコの事象が地方債全体に影響するとは予想していません。

第2四半期に関する我々の強気見通しは、主に、ネット供給のマイナス幅が拡大し、需給要因が一層改善するという予想に依拠しています。さらに、利回りが第1四半期期初よりも上昇していることが、魅力的なエントリー・ポイントとなっていると考えます。レンジ内で推移している金利環境は、ミューチュアル・ファンドへの持続的な資金流入を後押しするでしょう。課税地方債は投資適格社債と同程度のパフォーマンスを上げる可能性が高く、企業の合併・買収（M&A）活動が高まれば、アウトパフォームする余地があります。

**見通し:** 強気。第2四半期の良好な需給要因が、米国債に対する力強いアウトパフォーマンスをもたらすでしょう。

## 留意事項 1 (原本の Notice 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、2018年4月現在

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社である PGIM インクおよびプルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。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社とし、世界的にみると次の事業も含まれます。(i) ロンドンの PGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM ジャパン)、(iii) シンガポールの PGIM (シンガポール) におけるパブリック債券部門。プルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするプルデンシャル社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・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はありません。これら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。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、意見及び推奨を示したものです。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じます。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。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となるものでもありません。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おりません。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。

英国および欧州経済領域 (EEA) 内の様々な法域では、PGIM リミテッドが情報提供を行います。PGIM リミテッドの登記上の本社住所は以下の通りです: Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIM リミテッドは英国金融行動監督機構 (FCA) の認可を受けており、FCA の規制が適用される他(登録番号 193418)、EEA 内の様々な法域でも正式に認可を受けています。本資料は PGIM リミテッドが FCA の金融行為規制ソースブックに基づき、機関投資家や適格機関投資家向けに作成したものです。一部のアジア諸国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録し、その認可を受けた同国の投資運用会社である PGIM シンガポールが担当しています。日本では、金融庁に登録されている投資顧問会社である PGIM ジャパン株式会社が担当しています。韓国では、韓国国内の投資家に直接投資一任運用サービスを提供することを認可されている PGIM, Inc. が担当しています。香港では香港証券先物取引委員会に登録している PGIM (Hong Kong) Limited, が証券先物条例スケジュール 1 パート 1 で定義された機関投資家を対象に提供を行っています。

## © 2018 PFI and its related entities.

インデックスの出所: ブルームバーグ・バークレイズ・インデックス ブルームバーグ (BLOOMBERG) は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー (Bloomberg Finance L.P.) の商標およびサービスマークです。バークレイズ (BARCLAYS) は、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ビーエルシー (Barclays Bank Plc) の商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社(以下「ブルームバーグ」と総称します。) またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックス (BLOOMBERG BARCLAYS INDICES) に対する一切の独占的権利を有しています。

## 各セクターのパフォーマンスは下記インデックスを参照しています:

- 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
- 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(ヘッジなし)
- 米国ハイイールド債: ICE BofA メリルリンチ米国ハイ・イールド・インデックス
- 欧州ハイイールド債: ICE BofA メリルリンチ欧州通貨建てハイ・イールド・インデックス
- 米国優先担保付きローン: クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデックス
- 欧州優先担保付きローン: クレディ・スイス・ウエスタン・ヨーロッパ・レバレッジド・ローン・インデックス: (全ての通貨に対するヘッジなし)
- 米ドル建てエマージング・ソブリン債: JP モルガン・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
- 現地通貨建てエマージング債(ヘッジなし): JP モルガン ガバメント・ボンド・インデックス・エマージング・マーケット・グローバル・ディバースファイド
- エマージング社債: JP モルガン・コーポレート・エマージング・マーケット・ボンド・インデックス・ブロード・ディバースファイド
- エマージング市場通貨: JP モルガン・エマージング・ローカル・マーケット・インデックス・プラス
- 地方債: ブルームバーグ・バークレイズ米国地方債インデックス
- 米国国債: ブルームバーグ・バークレイズ米国国債インデックス
- 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
- CMBS: ブルームバーグ・バークレイズ CMBS: ERISA 適格インデックス
- 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

## 留意事項 2

本資料は PGIM フィクスト・インカムが作成した“2nd Quarter Outlook / April 2018”を PGIM ジャパン株式会社が翻訳したものです。

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

PGIMJ201804190425

原文（英語版）につきましてはウェブサイト（<https://www.pgim.com/pgim-fixed-income/perspectives>）をご参照ください。