

2018年第3四半期の見通し



PGIM FIXED INCOME

2018年7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。



花が咲くか、それとも軽傷を負うか

過去半年にわたり世界的な不透明感が続く中、刻々と変化する債券市場の投資環境は強弱入り混じった様々な要因の影響を受けています。

- 今回の PGIM フィクスト・インカム「第 3 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 Robert Tipp が、「**第 2 四半期にわか雨は大雨の予兆か、それとも花を咲かせるか?**」と題し、米ドルを支えていると見られる短期的な要因、格差が生じている最近の先進国金利の動向、2018 年下半期のスプレッド・セクターの見通しについて説明します。
- 「**軽傷にすぎない：世界経済の拡大は続く**」では、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 Nathan Sheets と PGIM フィクスト・インカムのエコノミクス・チームが、ここ数ヶ月投資意欲を低下させたと思われる幾つかの懸念について検証します。世界的な貿易摩擦、中央銀行の流動性低下、エマージング市場でのボラティリティの高まりへの懸念はあるものの、持続的な景気拡大を支えている要因に概ね変わりはないと考えています。
- エマージング市場が直面している不透明感の一つは政治面の動きです。「**いくつかのエマージング国での選挙が物語っていること**」では、マクロ経済チームとエマージング債券運用チームが、トルコやメキシコで最近実施された選挙の結果を分析し、それらが 2018 年 10 月に予定されているブラジルの選挙に与える影響について考察します。

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 3 四半期見通し**」(7/18 開催)※

※英語のみ。登録制。グローバル/マクロ責任者の Arvind Rajan が、Robert Tipp と Nathan Sheets と共に、投資見通しについて議論します。

PGIMFixedIncome.com で最近のソートリーダーシップ・レポート等（英語）をご覧ください

The Case for Global Bonds



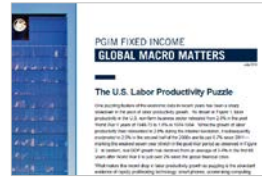
How Clean is "Clean"? Greece is Aiming for a "Clean Exit" from its Third Bailout



What to Watch as the ECB's QE Nears an End



The U.S. Labor Productivity Puzzle



Mexico's Peje-nomic Outlook



近日発表予定のレポート: China's Bond Market Opening—Crossing the River by Feeling the Stones

セクター別展望

先進国金利 (12 ページ) : 先進国金利市場の多くは狭いレンジでの取引が予想されるため、我々は戦術的なポジションを継続しています。また、米国における「カーブキャップ」など景気サイクル後半特有の取引も実施しています。

エージェンシーMBS (12 ページ) : 国債対比ではニュートラルですが、その他のスプレッド商品対比では依然としてアンダーウェイトにしています。インデックスに対してキャリアを最大化するため、30 年と 15 年の両方のセクターで高クーポン債のポジションを嗜好しています。また、プリペイメントやコンベクシティの特性が良好である発行年限が古いモーゲージプールの保有を続けています。

証券化商品 (13 ページ) : 短期的にはスプレッドが安定する前にわずかに広がる可能性があります。最優先トランシェの証券化商品、特に CLO と CMBS に対して長期的に強気です。現在のスプレッドで得られるキャリア収益は依然妥当だと思われます。コンデュイット CMBS のメザニン・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、裏付資産への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着目しています。

投資適格社債 (15 ページ) : スプレッドが拡大し、ファンダメンタルズが良好で、利益拡大の基調にあっても、下振れリスクの増大を受けて慎重な見通しです。米国の大手銀行を引き続き嗜好します。米国の税制改革の恩恵は継続的な下支え要因です。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス (16 ページ) : 堅調なファンダメンタルズや有利な需給要因がほぼ織り込まれていると考え、米国ハイイールド債に関し中立的。米国レバレッジド・ローンに関しては、主に下値抵抗力が強いことから、今後 12 カ月、米国ハイイールド債よりもやや積極的。欧州レバレッジド・ファイナンスに関しては、堅調なファンダメンタルズ、利益の伸び、欧州のまずまずのマクロ環境に後押しされ、スプレッドが短・中期的に小幅に縮小するという予想に基づき、やや強気。

エマージング債券 (18 ページ) : 積極的。エマージング諸国の政策当局は、最近の市場ボラティリティに信頼の置ける対応を示しています。また、ハードレンジャー建て資産はこれまで、FRB の利上げサイクルや世界の市場ショックの局面で良好なパフォーマンスをあげています。現地通貨建て債券も、多くの事例からオーバーシュートしているように見え、いくつかの投資機会が生まれています。米ドル高の継続も考えられ、短期的には、米ドルの方向性ではなくエマージング通貨のレタティブ・バリューに注目することが適切な戦略でしょう。

地方債 (19 ページ) : 強気。第 3 四半期の有利な需給要因により、米国債をアウトパフォーマンスする可能性があります。

第2四半期のわか雨は大雨の予兆か、それとも花を咲かせるか？

第2四半期は今年初めに浮上した貿易や政治に関する様々な懸念が程度の差こそあれ現実のものとなり、市場は低迷しました。量的金融引き締めに対する長引く不安感も、引き続き市場全体に広がっています（詳細は「世界経済の見通し」セクション参照）。貿易摩擦はG20会合で悪い予兆が見え始めた後、米国の強硬な姿勢に対し相手国が対抗措置を講じる中で現実のものとなり、第3四半期に入ってさらに激化するリスクが高まっています。イタリアでは、第1四半期の選挙結果が第2四半期には市場の悪夢となり、既成政治に反旗を翻した政党が連立政権を組んだことで、財政や欧州との関係が損なわれかねないとの緊張が高まりました。また、エマージング市場では、トルコやメキシコの選挙にみられたように、政策運営が従来の方向から逸脱するリスクが意識されました（詳細は「世界経済の見通し」セクション参照）。

マルセクター	トータルリターン (%)				
	2018 第2 四半期	2018 年初来	2017	2016	2015
円総合	0.22	0.60	0.18	3.0	1.1
グローバル総合 (ヘッジあり)	0.19	0.07	3.04	4.0	1.0
米国総合	-0.16	-1.62	3.54	2.7	0.6
ユーロ総合	-0.47	0.26	0.68	3.3	1.0
グローバル総合	-2.78	-1.46	7.39	2.1	-3.2
個別セクター	2018 第2 四半期	2018 年初来	2017	2016	2015
米国ハイールド債	1.00	0.08	7.48	17.5	-4.6
地方債	0.87	-0.25	5.45	0.3	3.3
米国レバレッジド・ローン	0.78	2.38	4.09	9.9	-0.4
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	0.24	-0.95	2.47	1.7	1.5
米国債	0.10	-1.08	2.31	1.0	0.8
CMBS	-0.06	-1.38	3.35	3.3	1.0
欧州レバレッジド・ローン	-0.07	0.67	3.72	7.0	3.6
欧州投資適格社債	-0.25	-0.64	2.41	4.7	-0.6
米国投資適格社債	-0.98	-3.27	6.42	6.1	-0.7
欧州ハイールド債	-1.03	-1.48	6.79	10.8	1.3
米国投資適格長期社債	-2.83	-6.77	12.09	11.0	-4.6
エマージング債 (現地通貨建ヘッジあり)	-2.84	-1.29	3.68	4.7	-2.2
エマージング債 (ハードカレンシー建て)	-3.54	-5.23	10.26	10.2	1.2
エマージング通貨	-5.78	-3.41	11.54	3.5	-7.6

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスの正式名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投資には元本損失のリスクがあります。出所：ブルームバーグ・バークレイズ。ただし、エマージング債はJPモルガン、ハ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。

2018年上半期はこれらの懸念を背景に、信用スプレッドは第1四半期のタイトな水準から引き続き拡大しましたが、

こうした動きは経済ファンダメンタルズを置き去りにしている可能性があります。しかし、スプレッドが数ヶ月にわたって拡大した結果、スプレッド商品への投資妙味が高まっていると見られます。ファンダメンタルズや政局に関するリスクは依然として残っていますが、多くの場合、それらは必要以上にスプレッドに織り込まれている可能性があります。

力強い米ドル相場:一時的な反発か、新たなトレンドか？

第2四半期に見られた明確な変化の一つは米ドル相場の動向です。米ドルは過去1年にわたって弱含んだ後に反転し、第2四半期はエマージング通貨と先進国通貨のどちらに対しても上昇しました。米ドル高の要因の大半は、軟調なスプレッド市場、貿易摩擦、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げサイクル継続などを背景とする全般的な「質への逃避」によるものと見られますが、影響は小さいながらも、米国の税制変更も米ドル高に寄与した可能性があります。米企業は海外で得た利益を現地にとどめておくインセンティブを失い、利益を本国に送還した（あるいは、少なくとも海外で利益を貯め込むことをやめた）模様です。利益の大半は初めから米ドル建てだったと想定されますが、一部は他通貨から米ドルに転換されたと見られます。重要な点として、その動きは短期金融市場における資金の再投資や拡大を抑制し、代わりに債務削減や自社株買いに資金を向かわせた（それは米国株のアウトパフォーマンスに寄与した可能性がある）ことが挙げられます。米ドルにとってより関連があるのは、短期債投資の縮小がLIBORの上昇に繋がり、それが米ドル反発の一因となった可能性があることです。いずれにせよ、米ドルの上昇が税制変更の一時的な影響と直接的あるいは間接的に関係している場合、その影響が薄れたり、米国の双子の赤字が再び大きな悪材料として浮上したりすれば、2017年初めに始まった米ドル安のトレンドが再現する可能性があります。

図表1：貿易加重平均ドル指数の上昇は、FF金利の引き上げや米企業による海外資金の本国還流と関連するケースが多い

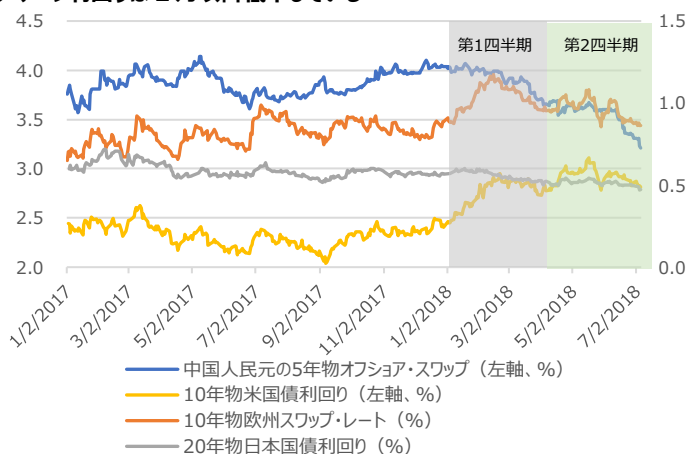


出所：Bloomberg、2018年6月現在 1. 2004年米国雇用創出法 HR 4520に盛り込まれている条項で、「本国投資法」と呼ばれることが多い。

金利：米国以外の市場で低下

グローバル金利市場では、米国の動きが乖離しました。インフレ率が目標に到達し、失業率が低下し、FRBが慎重な利上げサイクルを続ける中、米国の長期債利回りは第2四半期はほぼ変わらずとなりましたが、年初来では上昇しています。対照的に、欧州中央銀行（ECB）は主に貿易に起因する経済の下振れリスクを強調し、2019年夏まで低金利を維持する可能性を示唆しました。同様に、日銀もインフレ率の見通しを修正し、長期にわたって緩和的な政策を続ける考えを示しました。日本と欧州の長期金利は、中央銀行の見通しに沿って、今年の最低水準で第2四半期を終えました。また、中国では経済成長を支えるために政策が緩和されたことから、利回りが3年ぶりの低水準に低下しました（詳細は後に続く中国の指数組み入れに関する囲みコラム参照）。

図表2：米国債利回りは年初に比べ依然として上昇しているが、他のベンチマーク利回りは2月以降低下している

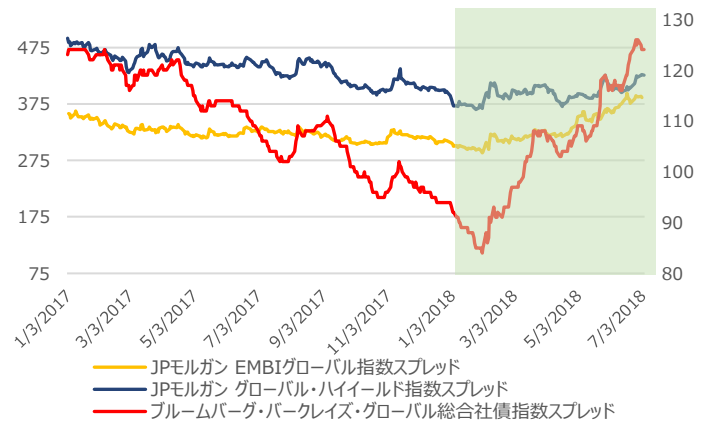


出所: Bloomberg 2018年7月現在

次の展開は？夏のメルトダウンか、それともメルトアップか？

米国や欧州の一部に夏の熱波が広がる中、今年の夏は文字通りメルトダウンする感覚で始まりました。しかし、前述の通り図表3に示した最近の価格調整を踏まえれば、スプレッド市場のバリュエーションは妥当な水準にある模様です。ファンダメンタルズや政策に関する最悪の事態が危惧されているかもしれませんが一特に最近の貿易を巡るいざこざを考えれば一消費者や生産者、そして大半の現職政治家に損失しかもたらさない「ルーズ・ルーズ」の大規模な貿易戦争に発展する可能性は依然として低いと考えています。第2四半期に沸騰点に達したように見えた他の問題 — イタリアの選挙、欧州全体に広がった移民問題など — は、市場に与える悪影響が峠を越えた模様で、夏にはバリュエーションがメルトアップするか、少なくとも秋の収穫期に向けて地固めの局面になると予想されます。

図表3：スプレッド市場は第2四半期も価格調整の動きが続いた



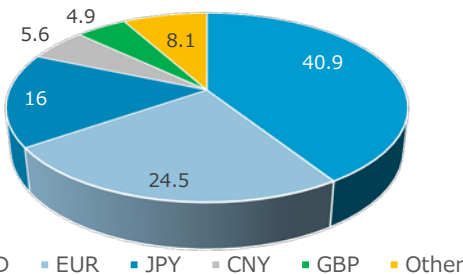
出所: Bloomberg 2018年7月現在

スプレッドは、最近の拡大にもかかわらず、歴史的に見て依然としてタイトな水準にあると反論する声もあるでしょうが、規制強化や金融引き締めに対する中央銀行の慎重なスタンスのおかげで、今回の利上げサイクルは平均よりも大幅に長期化する可能性があるという事実が変わりはありません。しかも、多くの市場で国債利回りが引き続き低水準にあることを踏まえれば、いずれかの時点では、利回りを追求する投資行動が再びスプレッドの縮小を促す可能性があります。

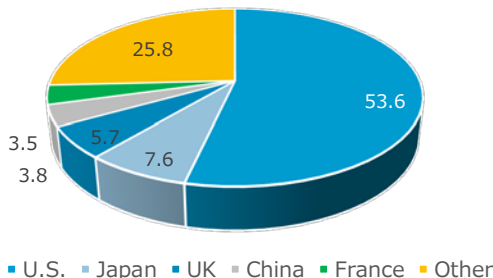
世界の舞台に参入する中国市場

中国は成長への寄与度という点で、世界経済に最も影響力を持つ国であることはほぼ間違いありませんが、グローバル債券指数で最も利用されている指数の一つであるブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックスに来年、中国が組み入れられることで、同国は金融面でもひとつの重要な節目を迎える予定です。もっとも、現在の株価指数への組み入れウェイトと同様に、債券指数への組み入れも限定的となる見通しで、中国市場の時価総額の全てがウェイトに反映されるわけではありません。国債および一部の国有銀行が発行した債券が、20 カ月かけて段階的に組み入れられる予定です。組み入れの制限はあるものの、中国は同インデックスの約 5.6%を占め、通貨別構成比で 4 番目となる見込みです。中国の経済および金融市場における大規模かつ急速な成長を踏まえれば、同国の指数への組み入れは、今後 10 年にわたって、グローバル債券指数に著しい分散をもたらすでしょう。中国の債券指数への組み入れに関する詳細については、「China's Bond Market Opening—Crossing the River by Feeling the Stones (中国債券市場の幕開け：石にぶつかりながら川を渡る)」と題するホワイトペーパーを近日発行予定です。詳しくは、PGIMFixedIncome.com のウェブサイトをご覧ください。

ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合 + 中国債券インデックス：通貨別構成（時価総額ベース、%）
グローバル総合インデックスと中国総合指数の国債および国有銀行債を統合



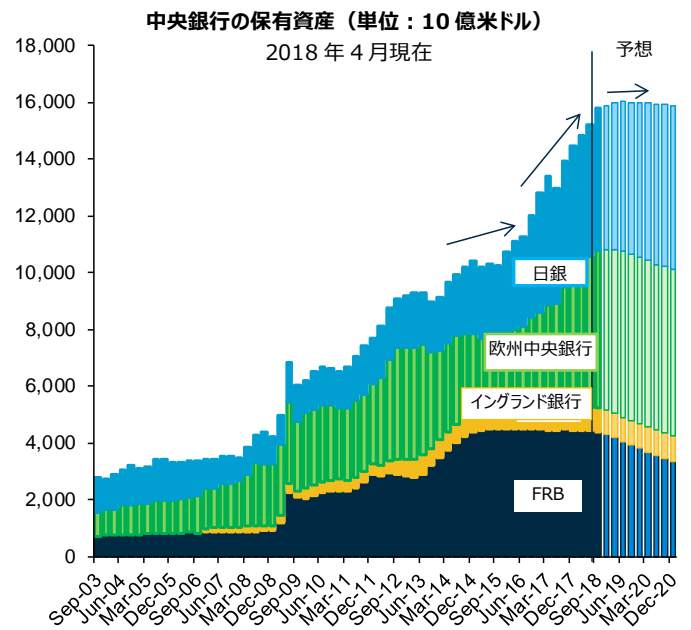
MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックスの国別ウェイト
2018年6月29日現在



出所：ブルームバーグ・バークレイズ・インデックス（2018年3月現在）、MSCI（2018年6月現在）

その一方で、リスクが山積しています。ECB や日銀がハト派的なスタンスを維持しつつも資産買入れ規模を縮小しています。同時に、米国では米国債の発行額が引き続き拡大する中、FRB が第 3 四半期と第 4 四半期にポートフォリオのロールオフ（満期を迎えた保有債券の再投資停止）を加速させる予定で、流動性がリスク資産から米国債へと移行する大規模な「クラウディングアウト」が起きています。市場のボラティリティ上昇、スプレッドの拡大、株式購入意欲の減退は、どの程度流動性の引き締め起因しているのでしょうか？

図表 4：量的引き締めは今後も続き、FRB によるロールオフや米国債の発行増がそれに拍車をかける見通し。ECB と日銀は債券購入を減額へ



出所：Bloomberg, Haver Analytics, 予想の出所：PGIM フィクスト・インカム。2018年4月現在。上記予想が達成される保証はありません。

そのため、我々は状況を見極める必要があります。特に夏は季節要因に注意が必要で、今年の夏に期待するのは早すぎるかもしれませんが、ファンダメンタルズは G3 金利のある程度の反転（米国金利の安定化、または日欧の長期金利へ鞆寄せ）や、反転とはいかなくともスプレッド市場の安定と、ドル安トレンドの再開を促す要因となりそうです。

結論：長期的なファンダメンタルズに照らせば、米ドル相場は下落し、長期金利は比較的安定した動きになると予想されます。スプレッド市場は最近の急落を受け、バリュエーションが魅力的な水準になっており、世界の国債利回りが引き続き低水準で推移していることを踏まえれば、とりわけ投資価値が高まっています。しかし、主に政治及び政策面でボラティリティの上昇を招きかねない環境が続いているため、スプレッド市場が上昇するタイミングを予測するのは困難です。

軽傷にすぎない：世界経済の拡大は続く

我々は3カ月前の当レポートで、世界の経済と金融市場が、力強いマクロ経済ファンダメンタルズ、即ち、世界経済の広範な成長、低位安定しているインフレ率、企業の良好な景況感や着実な設備投資などによって後押しされていると強調しました。そのため、世界の経済成長率は、過去の景気拡大期に比べて低いペースながら、引き続き堅調に推移すると予想していました。我々のこの見方は今も概ね変わりませんが、ここ2~3カ月間は次に示すような懸念材料が次々に出てきています。

- 貿易政策をめぐるトランプ米政権と各国間の対立が我々の想定した以上に深まっており、いつどのように収束するか定かではありません。
- ユーロ圏の経済活動が我々の想定した以上に減速しています。我々は、第1四半期の減速が天候不順やインフレンザの流行などの特殊要因から生じたものと認識していますが、その後の回復は鈍いままで（詳細は後に続くユーロ圏のセクション参照）。
- 最悪のシナリオは免れたものの、イタリアの政治情勢が我々の想定よりも好ましくない方向に展開しており、政治リスクや（持続不可能な財政支出拡大などの）政策リスクが高まっています。また、メキシコやブラジルでも政治リスクが高まっています。
- 原油価格が2014年末以来の高値まで上昇しています。トランプ大統領が表明したイラン核合意からの離脱とそれに伴う経済制裁再開を受けたイランの生産量減少懸念や、（世界経済全体の堅調な成長ペースに沿って）旺盛な原油需要が続いていることが、原油価格上昇の背景です。
- FRBは米国経済が堅調に推移するなかで緩やかな利上げを続けていますが（詳細は後に続く米国のセクション参照）、さらなる利上げを行う必要性についてFRBの発するメッセージは、市場が予想していたよりやや強いトーンになっています。また、こうしたメッセージは、米ドルがここ3カ月間で5%上昇した一因でもあります。
- 総合すれば、エマージング市場を後押しする環境は総じて弱まっています。これまで大きな圧力にさらされてきたのは、ファンダメンタルズが比較的弱いアルゼンチンとトルコのみでした。しかし足元では、両国ともそうした圧力を受けて強力な是正措置を講じています（詳細は、後に続くエマージングのセクションのほか、エマージング各国の選挙のコラム、エマージングセクター見通し参照）。

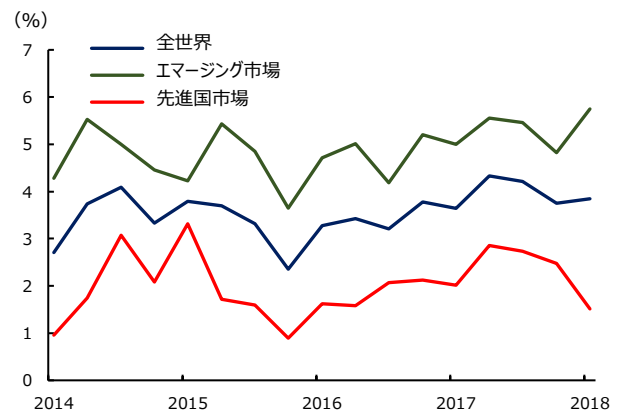
しかし、従来よりも好ましい、あるいは少なくとも強弱が交錯している兆候がいくつか見受けられます。おそらく最も特筆すべきは、米国経済のモメンタムがかなり高まっている点でしょう。これは、総じて良好でバランスがとれた米国経済のファンダメンタルズやトランプ政権の財政刺激策を受けた動きであり、米国経済は来年末まで堅調に推移する見通しです。ただし、その後は財政刺激策の効果が大幅に低下するため、2020年の経済成長率が低下するリスクがあります。バーナンキ前FRB議長はそうした状況を、獲物を捕らえようと

して崖から転落してしまうアニメキャラクターになぞらえ、「ワイリー・コヨーテ」局面と形容しました。

一方、中国経済は強弱入り混じった動きを見せています。当局はここ数カ月間、いわゆる「シャドーバンキング」セクターの信用供与抑制に重点を置き、信用政策引き締めに動いてきました。しかし、我々の見立てでは、当局は経済成長率を現在の水準から大きく低下させるつもりはなく、最近では成長率を下支えるべく金融政策をはじめ諸々の対策を講じています。

全体として見れば、世界の経済成長指標は最近やや軟化しているものの、引き続き概して底堅く、景気拡大を示す領域にあります。第1四半期のGDP成長率が鈍化した先進国もありましたが、エマージング市場の成長率が高まって相殺した格好です。

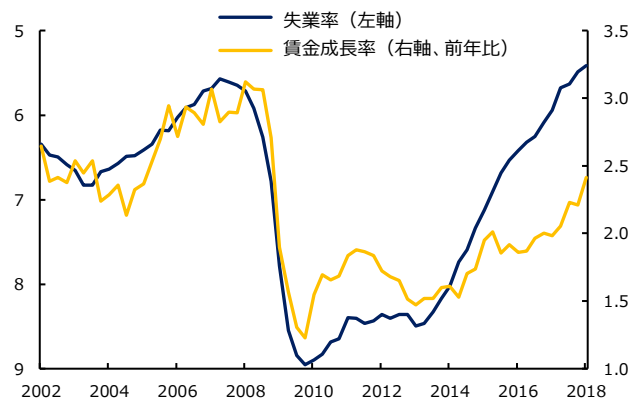
図表1：実質GDP成長率（四半期ベース、%、年率）



出所：Haver Analytics 2018年6月現在

さらに、購買担当者景気指数（PMI）は5月まで堅調に推移しています。また、労働市場が著しく逼迫している先進国もありますが、賃金上昇率は適度に抑制されているため、各国・地域の中央銀行は政策正常化計画を引き続き緩やかに進められるでしょう。

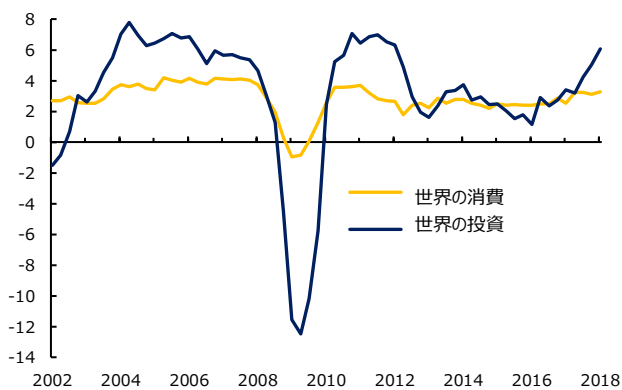
図表2：先進国の失業率（反転表示）と賃金成長率（%）



出所：Haver Analytics 2018年6月現在

以上の動きを踏まえ、世界経済が着実に成長するという我々の基本シナリオは概ね変わりません。世界の消費や投資にはまだかなりのモメンタムがあることが経済指標からうかがえるため、世界経済は昨年末に記録したペースよりやや低い成長を続けるだろうと我々は考えています。先進国の経済活動は、今後年末まで、第1四半期に見受けられたペースよりも持ち直すはずですが、エマージング各国の成長率はやや鈍化する見通しです。一方、世界のインフレ率は引き続き低位で推移し、景気が拡大するにつれて緩やかに上昇するにとどまると我々は予想しています。各国・地域の中央銀行はそれを受け、引き続き緩やかなペースで政策を推進すると見えています。

図表 3. 消費および投資の実質伸び率（4 四半期移動平均、%）



出所：Haver Analytics 2018年6月現在

それでもなお、我々の見解に関する下振れリスクは、3カ月前より大きくなっています。前述のように我々は依然として、トランプ大統領が米国や世界の経済成長を著しく妨げる施策をとることは懐疑的であり、そうした施策をとれば経済面でも政策面でも好ましくないと考えています。しかし、この問題に関する我々の見通しのレンジはますます広がっています。エマージング市場がこれまでに受けてきた圧力は、どちらかと言えば、米国の政策金利引き上げに直面した投資家がエマージング市場へのエクスポージャーに対して行った「簡易点検」であり、大規模かつ継続的な資金引き揚げではないと我々は感じています。

また、昨年のほとんどの期間にわたって見受けられた世界経済の広範な成長が、世界各国が必ずしも景気循環の同一局面にいたことを意味していなかったことが、最近の動きから浮き彫りになりました。これは重要な所見であり、各国・地域の中央銀行を評価するに当たっては特にそう言えます。FRBはますます固い決意をもって利上げを行っていますが、他の国・地域の金融政策は多くの場合、それに追随するのを見合わせており（後に続く日本とユーロ圏のセクション参照）、今年の金融市場の重要なインプリケーションになっています。なお、最後に依然として比較的良好な我々の短期見通しをいくつかの重大な長期課題が取り巻いている点を、引き続き強調したいと思います。悪化しつつある世界の人口動態、一向に向上しない生産性、（米国、日本、一部のユーロ圏諸国の公共部門と中国の民間部門における）高水準の債務に関する課題です。こうした長期課題は取り組まなければその悪影響

が徐々に大きくなり、市場がそれらを見通しに織り込み始めるにつれ、多くの投資家が現在予想しているより早期にパフォーマンスの重しになる可能性があります。

次のセクションでは、世界各国・地域についてより詳細に議論します。

米国

米国経済は第1四半期の踊り場を経て第2四半期には急回復し、GDP成長率は現在3.5~4.0%のレンジで推移しています。個人消費は第1四半期には1.0%増と低調でしたが、第2四半期は3.5%を超える増加になる見通しです。経済の加速を後押ししているのは所得減税と大幅な雇用増加であり、後者は今年年初来で月平均20万7,000人（昨年の月平均実績は18万2,000人）と増加しています。企業投資は好調な需要と法人減税を受けて引き続き堅調です。純輸出も回復しているほか、議会が予算枠を引き上げたことから政府支出も増加しています。

米国のインフレ率は今や概ねFRBの2%目標に達しているものの、上昇圧力は弱いままで。賃金上昇率は緩やかなペースが続いています。家計信用は第1四半期には年率3.3%増に鈍化し、家計債務は依然として高水準です。これらすべての指標は、価格決定力が多くの産業でまだ限定的である可能性を示唆しています。経済成長率の回復と以前よりやや底堅いインフレ率を踏まえ、我々はFRBが今年合計4回、来年は1-2回利上げすると予想していますが、この予想のリスクとしては利上げ回数が下振れする可能性があります。米国以外の先進国・地域の中央銀行が相対的にハト派寄りであるほか、貿易をめぐる緊張が世界的に高まり、エマージング市場のリスクが増加していることから、米ドルは4月半ば以降上昇しており、米ドル高がFRBの金融政策引き締めへの及ぼす影響を増幅しています。

また、短期国債の大量発行や、米国企業が現金を海外に滞留させておく動機を弱めた税制改正を受け、実効フェデラルファンド（FF）金利も含めた短期金融市場の金利に上昇圧力がかかり、FRBがFF金利を目標レンジ内に維持することが難しくなっています。そのため、FRBは6月に超過準備預金金利（IOER）をわずかに20bps引き上げるにとどめました。我々はそうした動きを、FF金利が目標レンジ内で推移するよう促すためのテクニカルな調整と捉えています。しかし、そうした動きを契機に、FRBのバランスシート縮小が金融環境の引き締めにどの程度影響しているのかに関する広範な議論が始まっています。

ユーロ圏

ユーロ圏では景気拡大が続いていますが、これまで見られた力強いモメンタムが弱まる兆候が出ています。具体的には、6月のユーロ圏製造業PMIが6カ月連続の低下となり、新規受注はピークをつけました。また、第1四半期の経済成長率を押し下げたいくつかの一次的要因以外に、重大な構造的なボトルネックが顕著になりつつあります。設備稼働率が過去最高水準近くにあるほか、失業率が東西統一後の最低水準を

更新中のドイツを中心に、労働力不足が影響を及ぼし始めています。我々はそうした状況を踏まえ、今年ユーロ圏の経済成長率予想を0.3ポイント引き下げて2.0%に変更しましたが、現時点ではこの予想を取り巻くリスクが下振れ方向に傾いていると認識しています。

インフレ率は第1四半期にボトムをつけた模様です。総合インフレ率はエネルギー価格の上昇も一因となって上昇しています。基調的な価格圧力も徐々に落ち着いてきています。コアインフレ率は5月には前年比1.3%の上昇に達しました。ECBはそうした状況を受けて金融政策の正常化を開始しました。我々の予想通り、9月以降も資産購入を延長するものの、年末までにすべて終了すると決定しました。また、想定外のハト派的展開としてフォワードガイダンスを修正し、政策金利を少なくとも来年夏まで据え置くと示唆しました。さらに、必要に応じて資産購入を再開する可能性があるとも明言しました。

一方、政治リスクは増加しています。貿易をめぐる世界的な緊張も、米国が最近、欧州車に輸入関税を課す可能性を示唆したことも含めて一層高まっています。さらに、移民政策に関して欧州全域で続く論争からメルケル独首相が打撃を受け、同氏が首相をいつまで続けられるかが初めて憶測のテーマになっています。現段階でドイツの首相が交代すれば、EUの抜本的改革はさらに見通せなくなるでしょう。最後に、イタリアの新政府は依然として大規模な財政刺激策の実施を決める可能性があり、そうなれば欧州のパートナー国と衝突するリスクが出てくるでしょう。

日本

日本の実質GDP成長率は8四半期連続でプラスを記録し、そのうち2017年のほとんどの期間でトレンドを大きく上回ったものの、今年第1四半期には想定外の小幅なマイナスに転じました。年初の個人消費、住宅建設、企業の在庫投資が一時的要因により弱かったことが背景です。しかし、その後は回復基調にあり、春先から鉱工業生産が再加速したほか、小売販売額も持ち直しています。ただし、我々は年初の弱いスタートを織り込み、2018年のGDP予想を1.4%から1.2%に引き下げました。

もう一段の下振れリスクには、米国と日本の貿易相手国が絡んだ貿易摩擦が高まる可能性があります。しかし、5月の失業率が2.2%に低下するなど、労働市場の動きが引き続き景気回復の明るい材料です。女性や高齢者の労働参加率も上昇し続けているほか、政府は今後7年間でさらに50万人の外国人労働者受け入れを認める方針を決めました。

年初の経済指標が想定外に弱かったほか、(目標の2%をいまだ大きく下回る)低調なコアインフレ率が続いているため、日銀が直ちに長期金利誘導目標の引き上げに動くのではないかと憶測は高まりませんでした。その結果として円が下落し、今後はわずかながらリフレを下支えるでしょう。しかし、地政学的な緊張や世界的な貿易摩擦が続いていることから、円高に振れるリスクも残っています。

中国

中国では、経済成長への逆風が強まるにつれ、当局が政策引き締めスタンスをやや緩めるだろうと我々は予想しています。最近までは、輸出の堅調な伸び、不動産取引の回復、良好な企業採算が、当局の「リスク低減」施策を好ましい結果に導く環境を作り出してきました。しかし今では、今後の経済成長を脅かす逆風が強まる可能性があります。第一に、アジア全域の輸出の伸びが上振れてサプライズになっていますが、今後は貿易摩擦の高まりがそうしたトレンドを危うくするかもしれません。第二に、生産者物価指数(PPI)と消費者物価指数(CPI)の差が示唆する企業採算で続いていた改善トレンドが弱まりつつあるようです。第三に、最近では地方政府の財政は活発な土地売却を通じた資金調達之恩恵を受けていますが、過去には中央政府がそうした活動の抑制に動いてきました。さらに、最近では当局のリスク軽減施策は、まだ比較的低水準ながらデフォルトを招く結果になっています。また、投資や消費のモメンタムが弱まる初期の兆候も出てきています。

そうした状況を受け、預金準備率のもう一段の引き下げ、流動性供給、為替レートの柔軟性のさらなる活用を通じ、当局がリスク軽減施策のペースを緩めると我々は予想しています。さらに、ボンドコネクテッド制度の導入から1年が経ち、オンショア債券市場への機関投資家のアクセスを奨励し、促進するいくつかの施策がとられる可能性があるものの、資本規制は概して厳しいままだろうと考えています。以上の点から、中国の今年の経済成長率は政府目標の6.5%を若干下回り、来年の成長率もさらにやや鈍化すると予想しています。

エマージングおよびフロンティア市場

世界的な金融の引き締めや保護貿易主義の台頭は、エマージング市場やフロンティア市場にとってより困難な環境を作り出してきました。特に、対外収支を中心にファンダメンタルズが脆弱な国が最も大きい圧力にさらされています。アルゼンチン、エクアドル、トルコといった国がこれに該当します。ラモポーザ大統領のハネムーン期間が終わった南アフリカの状況も、最近厳しさを増してきました。具体的には、新政府が行っている公共部門や国営企業の職員との賃金交渉が難航しています。加えて、貿易条件の悪化や米中の貿易摩擦が及ぼす影響も、同国にとって短期的に好ましいものではありません。

これらの国の当局は今後、信頼を回復し金融状況を安定させる取り組みを強化するでしょうが、それぞれの国が抱える基本的な脆弱性がそうした安定化プロセスを複雑にすると我々は考えています。アルゼンチンでは、財政再建策の信頼性を高め、好ましくない高インフレを抑制し、対外不均衡への圧力を軽減するため、財政政策や金融政策をさらに引き締める可能性があります。一方、エクアドルは、国際通貨基金(IMF)を中心とした国際機関との関わりを深めていくかもしれません。なお、マクロ経済の枠組みの信頼性を高め、企業環境を改善するため、内閣の大幅改造が行われました。南アフリカでは、当局が予算に見合った形で公共部門の賃金交

渉をまとめるほか、市場に適した新たな鉱業憲章が信頼をつなぎとめるだろうと我々は考えています。

ブラジルやメキシコなど、比較的堅固なファンダメンタルズを持ついくつかのエマージング市場の固有の動き（詳細は後に続くエマージング各国の選挙のコラム参照）にも、市場は注目しています。また、ロシアでは、想定された通り難なく再選されたプーチン大統領が、意欲的なインフラ計画で景気を刺激しようと考えています。それでも、2019年に付加価値税率を引き上げるほか、受給開始年齢を大きく引き上げる年金改革を徐々に実施すると思われるため、政府財政は健全であると見られます。

いくつかのエマージング国での選挙が物語っていること

2018 年を迎えるに当たり、エマージング市場で予定されている選挙が市場の重しになることは予想されていました。実際にトルコ、メキシコ、ブラジルなど一部の国では明らかにこのケースに当てはまります。そうした選挙の結果やその背後にある力学、そして、それぞれの市場へのインプリケーションを理解するためには、G3 国・地域の中央銀行による流動性の引き締めや、世界の貿易見通しが不確実性を増すなかで、状況を継続的に把握する必要があります。報道や市場の短期的な動きが、政治的変化や現在のバリュエーションがもたらす投資機会とはかけ離れてしまう可能性があります。

トルコ-2018 年 6 月 24 日

トルコではマクロ経済の枠組みが信頼性に欠けるほか、新憲法下でエルドアン大統領に権限が集中する懸念があったことから、2018 年前半は同国の選挙がボラティリティの発生源になりました。エルドアン氏は第 1 回投票で当選を決めました。議会では他の政党との連立に依存することになるため、依然として多少の見極めが必要です。なお、市場はトルコ経済の脆弱性と政策の信頼性に注目していました。エルドアン氏には保守層有権者を意のままにできる力がありますが、有権者全体にとってはトルコ経済とその方向性が重要であることが、選挙結果からうかがえます。

また、マクロ経済の視点から見れば、トルコが選挙後に秩序ある財政運営に戻れるかどうかは主要課題の 1 つです。政府は潜在経済成長率を 5.5%と予測していますが、それを 2 ポイントほど下回る水準が現実的な数字でしょう。そのため、経済成長率が鈍化すればさらなる財政刺激策を実施する事態になりかねず、その結果、クレジットファンダメンタルズが一層悪化する可能性があります。インフレ率の上昇や経常赤字の拡大は景気過熱の明らかな兆候であり、国内需要を抑制すべくマクロ経済政策を引き締める必要があります。トルコ中央銀行はベンチマーク政策金利を 17.75%に引き上げたものの、それを受けて約 5%になった実効政策金利がトルコ・リラへの圧力を払拭するのに十分かどうかは、政治が明らかに金融政策に干渉している点、インフレ期待が高まっている点、対外資金調達の高必要性が高い点を考慮すると、まだ定かではありません。

トルコの政策選択は、特に民間部門の対外資金調達ニーズからしてみれば好ましくなく脆弱ですが、トルコのバランスシートは十分盤石であるため、トルコ国債のクレジットイベントが起こるとは我々は考えていません。そうしたリスクは銀行セクターで生じる偶発債務に起因するものであり、同セクターではクレジットファンダメンタルズが引き続き徐々に弱まるなか、潜在成長率を上回る成長を達成するよう政治家らが要求し続けています。とはいえ、我々はトルコ債券のスプレッドにバリューがあると考えています。ただし、トルコ・リラと現地通貨建て債に対しては慎重です。

メキシコ-2018 年 7 月 1 日

メキシコの大統領選と総選挙は、左派ポピュリスト候補のアンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール氏が大統領に選出された上、議会でも左派が躍進する結果になりました。左派が躍進したのはなぜでしょうか。メキシコの構造的腐敗、治安懸念、過去 4 年間の景気低迷から生じている国民の怒りをロペス・オブラドール氏が効果的かつ明確に代弁することが、同氏の演説に説得力をもたせています。同氏は草の根政治家であり、長年にわたって公衆の面前に立ち続け、今回が 3 回目の大統領選出馬でした。同氏の政策をめぐる発言や選挙公約は、メキシコの今後のファンダメンタルズへのリスクになりかねませんが、大統領就任時点の比較的健全な経済状態、制度上のセーフガード、同氏の現実主義、市場規律が組み合わせ、マクロ経済のファンダメンタルズが短期的に大きく悪化するのを防ぐと見られます。

しかし、新政権が存続期間中に実施しうる一連のマクロ経済政策のゆがみが及ぼす影響が蓄積され、長期的にメキシコに困難をもたらす可能性があります。また、同国の伝統的な政策枠組みのなかで制度上の土台が揺らぐ可能性があり、投資家はその過程で生じる雑音を徐々に除外していく必要があるでしょう。北米自由貿易協定 (NAFTA) の見通しも不透明なままであり、より大規模な貿易摩擦や米国の貿易課題に巻き込まれています。そうした状況にはリスクがありますが、ファンダメンタルズが長期間にわたって悪化するのを回避すべく、メキシコは政策を調整する可能性があります。

メキシコの債券には現時点で十分な投資機会があり、選挙までの数週間の相場回復も限られたものでした。メキシコ銀行がタカ派寄りであるため、現地通貨建て債はいかなる利下げも織り込んでいません。しかし、世界の経済成長と貿易の見通しが現状から著しく悪化しないというシナリオに立てば、同国の金利は低下する可能性があるといえます。相場下落を受け、社債や政府機関債のスプレッドの割安度が高まっています。最後に、長期バリュエーションの観点ではメキシコ・ペソも魅力的です。

ブラジル – 2018 年 10 月 7 日

(第 1 回投票結果いかんで 10 月 28 日に第 2 回投票が行われる可能性があります)

10 月に予定されている総選挙を前に、政治情勢の不確実性は引き続き極めて高くなっています。選挙戦はまだ序盤であり、候補者の予備名簿が絶え間なく変化しているため、世論調査の結果については大幅に割り引いて考える必要があります。不確実性をもたらしているもう 1 つの要素は、ブラジルの選挙制度の構造上の特徴が主流派政党や候補者に有利に働き、異端候補者を支援する反既成体制の機運を低下させる可能性がどの程度あるのかと言う点です。予備名簿の候補者の多くはポピュリストと特徴づけられますが、それが有権者が望む最良の表現であるとは我々は考えていません。有権者は目に見えて左派寄りにはなっていないのです。しかし、有権者の既成政党に対する不満や腐敗した政治エリートと見なされている人物に対する失望は明白です。また、大きな影響を及ぼす中産階級が生活の質や治安状況に不満を抱いています。

市場は第 2 四半期に入って持ちこたえていましたが、世界の状況が一層厳しくなったほか、国内の状況も 5 月にトラック運転手を実施したストライキで悪化し、それらが広範な相場下落のカタリストになりました。ストライキは燃料価格の高騰に抗議するものであり、国営石油会社のペトロブラスが政府の介入を受けず、市場が決めた価格に依拠することを認めた従来の決定事項を部分的に逆戻りさせるに至りました。市場はこの逆戻りを嫌い、その結果としてペトロブラス、ブラジル株、その他の金融資産が売られました。加えて、経済成長予測も下方修正されました。しかし、このストーリーはそれだけでは終わりません。ストライキは 5 月の一定期間、主要都市の機能を麻痺させたにもかかわらず、政府の政策に対する不満を浮き彫りにしたため、ブラジル国民は概してストライキを支持しました。

選挙は 10 月まで実施されないほか、第 2 回投票に進む可能性もあることから、状況は依然として不安定です。また、ブラジルの固有要因が広範囲に及ぶリスク回避の動きとともに、すでに現地通貨建て債やブラジル・リアル相場の大幅下落を引き起こしています。市場はブラジル中央銀行の出方を試していますが、中央銀行は現時点では、他のエマージング市場の中央銀行と足並みをそろえて利上げする必要性を感じていません。ブラジルの対外ポジションは他のエマージング市場より良好であり、外貨準備は高水準である一方、対外債務は極めて少額にとどまっているためです。また、ほとんどすべての候補者が年金改革を支持していますが、年金改革は現地通貨建て債の相場を安定させる鍵となります。なお、我々は、ハードカレンシー建て国債、政府機関債、ならびに現地通貨建て債にバリューがあると考えています。ブラジル・リアルについては、国際収支が良好な点は長期的にプラス要因ですが、支配的なセンチメントを考慮してより戦術的なスタンスです。

先進国金利

我々の第3四半期の先進国金利見通しは、いくつかの既存ポジションに対する微調整と景気サイクル後半に特有の取引を組み合わせたものです。

我々は第2四半期初めに、米国10年債利回りの取引レンジが2.65~2.95%になり、米国債が（先物と金利スワップの両方の）デリバティブをアウトパフォーマンスすると予想していました。実際には10年債の取引レンジはそれよりやや高い2.75~3.10%になり、同四半期中にイールドカーブの中長期ゾーンのスワップ・スプレッドが拡大するにつれ、米国現物債がスワップをアウトパフォーマンスしました。IOERがFRBの金利誘導目標レンジの下限までさらにシフトする可能性を考慮すれば、今後は米国現物債の借入れコストもそれと歩調を合わせて低下し、その結果、米国債がスワップ等固定金利のデリバティブをアウトパフォーマンスすると予想します。

我々は、米国10年債利回りが最近の取引レンジである2.75~3.00%の上限に近づく局面でデュレーションを積み増すつもりです。一方、利回りがレンジの下限方向に動く場合はデュレーションを減らす可能性があります。個別具体的なポジションとしては、米国債カーブの7年セクターのロングポジションと短期ゾーンのショートポジションを維持しています。我々は基本ケースでFF金利が2018年に合計4回（すなわち年後半にもう2回）、2019年に2回引き上げられると予想しているため、市場が依然としてFRBの今後の金融政策引き締めを十分織り込んでいないと考えています。

米国現物債のイールドカーブに織り込まれたタームプレミアムは比較的低いまま（我々のモデルでは約7bps）です。しかし、長期支払債務とのマッチングに努める年金その他の投資家からの活発な需要を考慮すれば、米国債カーブの長期ゾーンをアンダーウェイトすることには我々は依然として慎重です。

米国の景気循環局面の転換が目前に迫っているとは予想していませんが、我々は最近、2-10年のスワップカーブに関わる3年満期のオプションから成る、景気サイクル後半特有の「カーブキャップ」取引を実施しました。この取引は基本的に、FRBがFF金利の引き下げの必要性に迫られ、これに伴い米国のイールドカーブが全般にスティープ化し始めることを見越して、スワップカーブが3年以内にスティープ化する可能性に備えたポジションです。また、ユーロドル先物を利用したスティープ化期待ポジションも継続しています。

欧州では、ドイツ10年債の利回りが第2四半期も引き続き75bpsで頭打ちになると我々は予想していました。同四半期の実際の取引レンジは25~64bpsでした。また、ECBは予想通り、量的緩和プログラムを2018年末までに終了することを発表しましたが、2019年夏までは利上げしないことも公約し、その分ハト派的な発表になりました。

米国現物債のカーブとは対照的に、ドイツ国債の5-30年カーブは第2四半期に約20bpsスティープ化し、このため比較的高いタームプレミアム（我々のモデルでは約17bps）を維持しています。そうした状況を踏まえ、我々はドイツ国債の

5-30年カーブが今後フラット化する可能性に備えたポジションをとっています。

日本では日銀の長短金利操作政策を考慮し、10年物国債の利回りが第2四半期も引き続き0~10bpsのレンジに固定されると我々は予想していました。同四半期の実際の利回りは2~6bpsという狭いレンジで取引されました。今後は展望しても、長短金利操作政策が変更されるとは考えておらず、引き続き10年物国債の利回りが狭い取引レンジにとどまると予想しています。

見通し：先進国金利市場の多くは狭いレンジでの取引が予想されるため、我々は戦術的なポジションを継続しています。また、米国における「カーブキャップ」など景気サイクル後半特有の取引も実施しています。

エージェンシーMBS

第1四半期を振り返ると、エージェンシーMBSセクターは、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購入額の減少継続、ダラーロール取引のパフォーマンス不足を背景に、米国債に対して下落しました。第2四半期に入ると、4月の対米国債超過リターンは+18bpsとなり堅調な滑り出しを見せましたが、その後はエージェンシーMBS市場への圧力が高まり、2カ月連続で超過リターンはほぼゼロだったため、第2四半期全体では+15bpsにとどまりました。同四半期終了時点の年初来の対米国債超過リターンは-24bpsです。なお、住宅販売戸数の増加に伴い、アンダーパー銘柄の期限前償還スピードが早まったほか、利回り上昇に伴ってディーラーの在庫入れ替えニーズが高まったため、発行年次が古いビンテージの銘柄群がアウトパフォーマンスしました。

また、利回り上昇を受けて第2四半期には商業銀行がエージェンシーMBSに積極的に資産を配分しました。商業銀行はMBSをネットで約250億米ドル購入しましたが、FRBが2月に下した同意審決によってまだ総資産を増やせないウェルス・ファアゴは、この数値には寄与していません。利回り上昇に伴って海外投資家の投資活動も活発になりましたが、米国政府抵当金庫（ジニーメイ）が特定のオリジネーターに制約を課したことで同セクターへの信頼が高まり、それがカタリストになった可能性もあります。MBS市場ではFRBのプレゼンスが引き続き低下しているため、銀行と海外投資家がMBSの需給を下支える動きは、市場に好意的に受け取られました。

プライマリーモーゲージ金利が第2四半期中に2013年のピーク水準に達し、その後も2014年以降の最高水準にあることから、同四半期の期限前償還ペースは抑制されたままでした。今後も30年物のプライマリーモーゲージ金利が4.625%以上にとどまり続ければ、期限前償還は引き続き緩やかなペースになる見通しです。なお、MBSユニバースの加重平均利率は3.54%、平均価格は100米ドル強であり、現時点で経済合理性がある借り換え候補銘柄は10%未満となっています。

ジニーメイ債の期限前償還ペースは、引き続き連邦住宅抵当公庫（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）債より高水準にとどまっており、第2四半期にはそうした状況を受け、ジニーメイ債が再びアンダーパフォームしました。ジニーメイは前述のように、過度な期限前償還を引き起こしている一部のオリジネーターに対して制約を課し、彼らが実際に他のオリジネーターに近いペースで期限前償還を行う措置を講じるまで、マルチ・イシューア・プログラムへの参加を差し止めています。今後ジニーメイ債の期限前償還ペースが緩やかになることでセクター全体に好影響を及ぼし続けると我々は考えています。

エージェンシーMBSの今後のパフォーマンスは、（プライマリーモーゲージ金利の上昇も影響して）季節的に組成が活発でなくなるほか、期限前償還ペースが今秋いっぱい低位に止まるとの期待、モーゲージの定量モデルのデュレーションが長期化するなかでの相場安定、コンベクシティのヘッジのための売りが限られること等から恩恵を受ける可能性があります。想定を下回る純供給量や、投資家層が総じて同セクターをアンダーウェイトしていることに加え、利回りが3%前後で推移する中で銀行、不動産投資信託（REIT）、海外投資家から継続的な需要が出てくる可能性が、MBS スプレッドを下支えすると予想します。

第3四半期には、FRBが再投資停止の上限を160億米ドルまでもう一段引き上げるにより、市場が吸収すべきネットの供給は増加し、ダラーロール取引のパフォーマンスは低調になるでしょう（低クーポン債のダラーロール取引の利率は現在、1カ月物LIBORに対してフラットです）。そうした状況が、今年の残りの期間を通して我々がある程度警戒する理由になっています。

見通し: 国債対比ではニュートラルですが、その他のスプレッド商品対比では依然としてアンダーウェイトにしています。インデックスに対してキャリーを最大化するため、30年と15年の両方のセクターで高クーポン債のポジションを選好しています。また、プリペイメントやコンベクシティの特性が良好である発行年限が古いモーゲージプールの保有を続けています。

証券化商品

第2四半期は、我々がオーバーウェイトしている証券化商品の一部のスプレッドが拡大し、苦戦を強いられました。コンデュイトCMBSのAAA格のスプレッドは前四半期比5bps、年初来では10bps拡大し、CLOのスプレッドもAAA格は前四半期比で7bps拡大、年初来では変わらずにとどまっています。我々の上位トランシェに対する選好に対して、資金の流れはよりリスクの高い証券化商品に向かっています。こうした流れに貢献している要素は次のとおりです。1) 証券化商品に投資するファンドは一般的に高い投資利回り目標を持ち、下位トランシェに対する“買い需要”を創出する、2) 新規発行が引き続き旺盛な一方で、バランスシートを利用した銀行による投資の拡大には依然厳しい規制上のハードルがあることから、上位トランシェは需給面での上値が重い状況が続いている、3) ファンダメンタルズが依然として強いことが、リスクを取って下位トランシェに向かう動きを

下支えしている。相対的に上位トランシェのパフォーマンスが冴えず、今後も短期的には更に軟調な地合も予想される中、我々は引き続き上位トランシェへの選好を維持します。これらの上位トランシェは、他の多くの高格付け債券に比べてキャリーが高いことに加え、大幅な構造上のプロテクションが施されていることから、市場の下落局面ではリスクのより高い下位トランシェをアウトパフォームするとみています。証券化商品では引き続きAAA格のCLOおよびCMBSを選好します。

非エージェンシーRMBS: 第2四半期のスプレッドの動向は概ね鈍く、レガシーRMBSだけがスプレッドの拡大傾向に逆行してわずかに縮小しました。需給面の改善（発行済残高に対して年10-15%の返済率）により、レガシー'06/'07組成のシニア債が特に底堅い動きを見せていますが、我々はこのセクターに中立です。強い需要に押し上げられたこれらの債券価格は既にファンダメンタルズの価値を上回っていると見ています。LIBOR +75-95bpsであれば、他のセクター資産がレガシー資産に付随するバリュエーション上の問題（例、デフォルトや回収想定）を伴わずに同程度の投資価値があると考えます。ファニー/フレディの信用リスク移転債（CRT債）のスプレッドは変わらずか、わずかに引き締まった水準で推移しています。このセクターは、直近発行されたものには担保資産の劣化の兆候がありますが（例、返済負担率の高い住宅ローンの割合の増加）、概ねファンダメンタルズは健全です。しかし、各トランシェの構造的なレバレッジの水準に比してスプレッドが縮小し過ぎていると捉えています。このセクターのスプレッドが不自然にタイトな理由の一つとして、レポ・ファイナンスでの利用可能性が絡んでいると見ています。リパフォーミング・ローンは、銀行、ファニー/フレディや住宅都市開発省（HUD）が売却を積極化しているため、供給が非常に潤沢な分野の一つです。逆にこの豊富な供給がリパフォーミング・モーゲージ・ローン（RPL）の再証券化市場の重しとなり、四半期中旬のタイトな状況から20bpsスプレッドが広がっています。基本的にはこの資産クラスファンダメンタルズを我々は評価していますが、それでも直近のスプレッドのワイド化の一因でもあったエクステンションリスクは考慮しなければなりません。残存期間3-4年のAAA格債のスプレッドがスワップ+80bpsの水準で推移する中、我々はリスク/リターン観点からリパフォーミング・モーゲージ・ローン（RPLs）債券は、需給面での逆風はありますが、魅力的と見ています。米国以外では、英国のRMBSに対して我々は中立の見方を維持しています。スプレッドはレンジ内の推移で、シニア・ノンコンフォーミング債券のスプレッドは3ヶ月L+60-65bpsで、残存期限4年超の第2支払い順位のトランシェは3ヶ月L+100-110bpsで、それぞれ取引されています。冷え込みが見られる英国の住宅市場、消費者の住宅取得能力への懸念、そしてブレグジット（英国の欧州連合離脱）関連の不確実性が引き続き市場の逆風となる可能性が意識されています。スペインやイタリアで銀行のバランスシートの整理が進む中で、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。我々は中でもスペインの不良債権への投資機会を前向きに見ています。スペインの経済基調の方が良好ですし、法的フレームワークも安定しているからです。

CMBS: 前回の四半期見通しで、我々はAAA格のCMBSの спреッドが拡大することを懸念材料として取り上げましたが、第2四半期はまさにその通りとなりました。AAA格のコンデュイット型の спреッドは、四半期中ほぼフラットに推移していましたが、6月の後半になると新規供給増から拡大しています。spreッドは四半期の初めにはS+85bpsでしたが、終わりにはS+90bpsに広がっています。同じように、エージェンシーCMBSの спреッドは四半期中にS+48bpsからS+55bpsに広がり、シングルアセット/シングルボロワー変動金利型の спреッドはLIBOR+70bpsからL+80bpsに広がっています。新規コンデュイット型の発行は4月と5月は少なかつたものの、6月に入ると、月末にかけて増加しています。それでも2018年第2四半期の発行額は100億米ドルで、2017年第2四半期の120億米ドルからは減少し、また2018年第1四半期の発行額とはほぼ同額です。さらに、民間（非エージェンシー）CMBSの2018年の年間発行額は、以前の予想額である700億-750億米ドルからおおよそ10%下がると見られています。通常発行額が少ないことはspreッドには需給面的にプラス要素ですが、我々は、市場全体の状況から短期的にはspreッドが広がる懸念があると見ています。spreッドが広がったところでは、追加的にポジションを増やすチャンスだと見ています。中でも引き続きAAA格のCMBSとエージェンシーCMBSの両債券を嗜好していますが、そのいずれも高格付け債券として魅力的な長期的価値を提供しています。我々はCMBSを嗜好していますが、これにはメザニン・トランシェは含みません。この立場は前四半期から一貫しています。信用補完が低レベルであることに加え、引受基準が緩くなっていることに問題があります。とは言え、直近限月のBBB-格のCMBXの spreッドは25bps低下し+435bpsに、一方同格付けの現物債の spreッドは変わらずのS+325bpsでした。ファンダメンタルズ的には商業不動産(CRE)の価値は2018年第2四半期に1.3%上昇し、今や前回のピークであった2007年の水準を23.2%上回っています。主要市場でアウトパフォームが続いている一方で、リテールや郊外のオフィスなど所々では軟調な価格推移が見られます。金利の上昇に伴いキャップレートが上昇し、商業不動産(CRE)のバリエーションが下がっても驚くことはありませんが、キャップレートに上乘せられているある程度大きなspreッドが緩衝材の役目を果たすと見ています。入居率や賃料は、高水準の新築が続く集合住宅セクターを除き、緩やかな改善基調にあります。

CLO: 我々の主要な主張は前四半期から変わらず、特にAAA格やAA格のCLOトランシェは、リスク調整後では債券市場ユニバースで最も割安であるとの積極的な見方をしています。シニアCLOは、大幅な信用補完の仕組みや債券の裏付けとなっている優先担保付ローンの業種分散の恩恵を受けています。ただ、現在のバリエーションには、将来経済成長が鈍化した際の潜在的な下振れの影響が反映されていないため、資本構造の下位トランシェにはより慎重になっています。例えば、現在のメザニン債の価格には、担保ローンのレバレッジの増加やドキュメンテーション面での甘さが、将来の回収率低下につながる可能性を反映していないと見ています。ただそうした中でも、企業のバランスシートが良好なことから、世界経済の同時成長とデフォルトが少ない状況は継続すると考えています。我々はAAA格/AA格のspreッドは第3四半期の初めには供給増で広がる可能性があると考えていますが、世界的に高格付けに対する需要が極めて高いことや、米国でも

LIBORの上昇が利回りを求める動きに拍車をかけることから、spreッドは再度縮小すると予想しています。現在米国のAAA格のspreッドは3ヶ月L+105-115bps、AA格のspreッドは3ヶ月L+150-180bpsです。欧州では、AAA格のspreッドは3ヶ月Euribor+90-97bps（Euriborフロアを含む）です。発行面では、プライマリー、リセットおよびリファイナンスのそれぞれで堅調な発行が見込まれます。米国、欧州で2016年に発行されたCLOのノン・コール期間が終了するため、リセットとリファイナンスの発行は第3四半期も引き続き行われると考えています。こうした発行の増加により、spreッドの縮小が抑制されると見ています。裏付資産である銀行ローンの純供給額がやはり堅調で、現在年初来750億米ドルで、年間では1,500億米ドル越えも予想されていることから、我々は、引続き年末までに少なくともネットで600億米ドルのCLO発行を予想しています（グロス発行額では過去最高額になると予想）。世界の投資家の多くは、為替ヘッジに伴う期待損益の変化に応じて債券需要をシフトさせる可能性があるため、クロスカレンシー・ベースの拡大の影響を我々は引き続き注視して行きます。

ABS: 消費者のファンダメンタルズは依然として健全ですが、クレジットの質にわずかな陰りも見られます。例えば、低失業率に見られるように、現状の経済環境は非常に良好であるにもかかわらず、一部の自動車ローン会社の引き受け査定に問題があるため、自動車ローンのデフォルトが増加しています。ただし、より堅実な自動車ローン会社は、2017年初頭以来、貸出基準を厳格化していることで、最近証券化されている自動車ローンの担保品質の向上につながっています。同様に、クレジットカードの損失率は、非常に低い水準からですが、最近上昇しています。しかしながら、前四半期からの繰り返しになりますが、堅実な消費者金融業者が一斉に消費者金融の投機的な領域になだれ込んでいる訳ではないと考えています。ABSのspreッドは第2四半期と同程度、あるいは若干拡大しています。各商品の現在のspreッドは残存期限3年のシニアカードローンL+17bps（前期比+1）、残存期限2年のシニア自動車ローンL+20bps（前期比+5）、残存期限3年のシニア消費者ローンL+65（前期比変わらず）、そして残存期限5年のシニア・リファイナンス・プライベート学生ローンL+65bps（前期比変わらず）です。新規発行額は現在年初来で1,260億米ドルで、現時点で昨年のペースを7%上回っています。（2017年の年間新規発行額は、2,220億米ドルで金融危機後の最高額を更新しています）。カード、自動車、フロアプラン、設備機器と言ったベンチマークセクターの需要が低い状況ですが、これは年初に比べて新規発行需要が弱いことや、セカンダリー市場での関心の低さの表れと見ています（バランスシートを用いてファンディングするディーラーにとってバニラABSは多くの場合ネガティブキャリーをもたらします）。spreッドがL+100bps程度で取引されているシニアおよび劣後債への需要は、そもそも供給が少ないこともあり、安定的に推移しています。またシニアとメザニンのspreッドも縮小しています。この状況で、我々は上位トランシェの債券をより強く嗜好します。所得を検証した引受けを行う等、我々のESG基準を満たし、構造的にも強固な証券化商品を組成する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やリファイナンス・民間学生ローンの証券化案件を、引続き選別的にポートフォリオに組み入れています。オンライン・マーケットプレイス・レンデ

イングについては、実証されず、変化の多いビジネス戦略と規制が未だ曖昧なことから、慎重な見方を維持しています。

見通し: 短期的にはスプレッドが安定する前にわずかに広がる可能性があります。最優先トランシェの証券化商品、特に CLO と CMBS に対して長期的に強気です。現在のスプレッド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 のメザニン・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、裏付資産へのエクスポージャーよりも、ファイナシング取引の投資機会に着目しています。

米国および欧州の投資適格社債

米連邦準備制度理事会 (FRB) による利上げや、貿易戦争、世界経済成長、米ドル高に対する懸念から市場心理が悪化したため、投資適格社債は第 2 四半期に苦戦しました。米国投資適格社債のスプレッドは、3 ヶ月間で 14 bps 拡大し、同年限の米国債に対する超過リターンは -100bps となりました。

また、欧州地域全体の経済成長鈍化の兆し、欧州中央銀行の量的金融緩和縮小に関する不確実性、貿易関税導入の見通し、イタリアの政治的混乱に対応して、欧州の投資適格社債のスプレッドも拡大しました。

	トータルリターン (%)		スプレッドの変化 (bps)		OAS (bps) 6/30/2018
	Q2	年初来	Q2	年初来	
米国投資適格社債	-0.98	-3.27	+14	+30	123
欧州投資適格社債	-0.25	-0.64	+27	+36	122

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。全ての投資には元本損失のリスクがあります。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。

米国投資適格社債

第 1 四半期同様、投資適格社債市場は、強いファンダメンタルズや概ね健全な需給に対し、FRB や ECB の金融引き締め、貿易戦争、政治的不確実性に対する懸念が影を落とすという、強弱両方の材料が混じり合う情勢が続いています。

ファンダメンタルズ面では、米国経済の好調な伸びと、税制改革の追い風が相まって、第 2 四半期の企業利益と売上高はそれぞれ 19%、9% 程度増加すると見込まれています。利益率は高く、企業の流動性は十分であり、法人税率の引き下げと海外からの資本還流はキャッシュフローのプラス要因です。レバレッジは依然として高水準ですが、利益率上昇により一部の発行体では改善しています。コモディティセクターでは信用力の改善が引き続き顕著な一方、AT&T などのように大規模 M&A のために負債調達した発行体は格下げされています。

新規発行市場では、イーロードカーブがフラット化する中、より長期の債券発行が増加し、第 2 四半期中の起債活動を活発化させています。企業の自信度が高い環境であることから、

M&A 活動が活発化し、自社株買いが増えています。100 億米ドルを超える規模の M&A 取引が一般的になり、自社株買いはこれまでの年間記録 (6,500 億米ドル) を目指す動きを見せています。

投資家の需要も引き続き健全であり、ほとんどの新規発行で入札が募集額を上回っています。為替ヘッジコストなどから米国外の投資家からの需要は若干減少していますが、より長期の社債や低格付社債には再投資が続いています。さらに、米国の年金拠出が増加しています。この理由として、今年 9 月までは 2017 年の税率で拠出金が控除されることに加え、積立不足額に対する年金給付保証公庫 (PBGC) の保険料が 4% に引き上げられたことが挙げられます。我々は、こうした追加拠出は、年金基金が株式から債券へとアロケーションを徐々にシフトさせていることと相まって、長期社債を下支えすると考えています。

このような背景から、我々は、幅広い業種、格付、満期から個別に銘柄を厳選することが今後のリターンを決める重要な鍵になると考えています。我々は、イベントリスクの高い産業セクターよりも、高格付の金融機関や電力会社を引き続き選好しています。米国の大手銀行は、イベントリスクが小さく、自己資本が厚く、流動性も潤沢です。6 月の米連邦準備制度理事会 (FRB) の年次ストレステストでは、これまでより厳格なシナリオにもかかわらず、米国の 35 大銀行すべてが合格しています。ストレステストの後半部分では、自己資本水準と株主還元 (買戻し、配当、資本調達) に関する銀行側の計画が評価されましたが、結果は概ね良好で、株主還元を問題なく実施できることを証明しています。しかし、FRB は、ドイツ銀行の米国部門の計画に対しては、資本計画が充分でないことで、了承していません。加えて、FRB は、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、ステート・ストリートの資本計画が最小ストレス水準に満たなかったにも関わらず、株主還元を条件付きで承認しており、厳格な規制環境が転機を迎えていることを示唆しています。

我々は引き続きイベントを経た発行体の新発債や、一部の医薬品、エネルギー、そして“米国の内需”関連銘柄に魅力があると考えます。また、ファンダメンタルズが安定してきたことに加え、スプレッドが拡大している一部の欧州の銀行銘柄の追加を検討しています。更に、課税地方債と BBB 格の社債を継続して選好しています。

欧州投資適格社債

欧州投資適格社債も、欧州中央銀行 (ECB) の量的金融緩和縮小の公表予想やイタリアに代表される政治的なボラティリティの高まりから、第 2 四半期は苦戦しています。ユーロ建ての社債スプレッドは、5 月だけで 28bps 上昇しましたが、その後 6 月の ECB の発表を受けてわずかに縮小しています。ECB は、2018 年末までに社債購入プログラムを終了する (インフレの動きが依然として良好に推移すればとの条件付きですが) 一方、来年の夏までに金利を引き上げることはないとの見通しを公表し、この点は市場に歓迎されています。しかし、貿易や関税に対する懸念がスプレッドの更なる縮小を妨げています。対照的に、ポンドの投資適格社債市場はかなり強く、第 2 四半期にはわずか 6bps のスプレッド拡大にとど

まり、ユーロと米ドルの両方の市場をアウトパフォーマンスしています。

ファンダメンタルズ面では、信用力は健全ですが、おそらくこのサイクルにおけるピークに達しています。また、欧州の経済指標（英国を除く）は堅調に推移していますが、成長ペースは明らかに鈍化しています。M&A活動は活発化していますが、米国の水準を大きく下回っています。起債は2017年水準を下回っているものの、事業会社の新規発行を中心に好調な状況が続いており、金融機関の新規発行もそれなりに堅調です。

欧州のポートフォリオでは、今年の早い段階でリスクを調整しましたが、最近のスプレッド拡大とより魅力的な条件での新発債発行から、リスクを選択的に追加することを検討しています。いくつかの新規発行ではコンセッションが最大30bpsとなっています。我々は、銀行、保険、およびノン・コア REIT のオーバーウェイトを継続しています。また、非ユーロ及び欧州中央銀行（ECB）の債券買入れ対象外の発行体でオーバーウェイトを維持していますが、これらのセグメントのスプレッドがかなりタイト化したため、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、最近のユーロと米ドルのアンダーパフォーマンスを受け、両通貨のエクスポージャーに中立的な立場を維持しています。また、我々は英ポンド・スプレッドが著しくアウトパフォーマンスした機会を捉えて英ポンドのリスクを削減し、今後スプレッド拡大の要因となり得る潜在的なテール・リスクを有する企業へのエクスポージャーも削減しました。欧州のポートフォリオと同様に、米国の大手銀行と保険会社をオーバーウェイトし、大規模 M&A の潜在的な候補となり得る、また株主還元積極的に A 格企業より、財務体質が強く、「イベント後」の BBB 格企業に投資的興味があると考えています。また、同一発行体または類似発行体のユーロ債と米ドル債との価格の乖離や利回りの較差には今後も着目していきます。

米国と欧州の両市場で、最近スプレッドが拡大したことは、特に新発債や「イベント後」のセカンダリーの市場で、長期的には良い投資機会になると考えますが、短期的には慎重なアプローチを取っています。下振れリスクとしては、予想よりも積極的な中央銀行の引き締め、世界貿易政策の不確実性、地域内および世界の地政学的リスク（イタリアを含む）、ブレグジット（英国の欧州連合離脱）、欧州中央銀行（ECB）マリオ・ドラギ総裁の後任選任、より長期的には中国の世界経済成長への影響などを警戒しています。

見通し: スプレッドが拡大し、ファンダメンタルズが良好で、利益拡大の基調にあっても、下振れリスクの増大を受けて慎重な見通しです。米国の大手銀行を引き続き選好します。米国の税制改革の恩恵は継続的な下支え要因です。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス

米国ハイイールド債市場は、年初から強弱入り混じった展開が続いていましたが、他の債券セクターの大半が弱含む中、

第2四半期は順調な推移となっています。欧州ハイイールド債市場は、第2四半期堅調な立ち上がりを見せたものの、ボラティリティの上昇で弱含む展開になっています。

	トータルリターン (%)		スプレッドの変化 (bps)		OAS/DM (bps) 6/30/2018
	Q2	年初来	Q2	年初来	
米国ハイイールド債	+1.00	+0.08	-1	+8	371
欧州ハイイールド債	-1.03	-1.48	+74	+105	399
米国レバレッジド・ローン	+0.78	+2.38	-7	-12	345
欧州レバレッジド・ローン	-0.07	+0.67	0	-3	424

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。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・メルリッチ、クレディ・スイス、2018年6月30日現在。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

マクロ経済に懸念が散見される中、力強い利益成長、限定的なデフォルト、新規発行の減少と、米国経済の改善とが相まって、第2四半期のハイイールド・スプレッドを支えました。ファンダメンタルズが強く、金利上昇に対する感応度の低い低格付債が引き続きアウトパフォーマンスしました。第2四半期の CCC 格債は、スワップ比で+3.4%上昇し、B 格債は+1.5%、BB 格債は-0.09%となりました。これで CCC 格債のリターンはスワップ比で年初来+4.6%となり、BB 格債を 510bps 上回っています。また、CCC 格債は過去10四半期のうち9四半期で BB 格債をアウトパフォーマンスしています。

第2四半期のセクター・リターンは、セクター毎の全体的なテーマではなく、固有のイベントがけん引しています。食品・薬品小売セクターと通信セクターのトータル・リターンは、それぞれ+4.7%と+3.1%となり、他を明らかにアウトパフォーマンスしています。その食品・薬品小売セクターでは、債券価格が数ポイント上昇したフレッシュマーケットがパフォーマンスを牽引し、通信セクターでは、T モバイルとの合併が再燃し、債券価格が上昇したスプリントがセクターのアウトパフォーマンスに最も貢献しています。

自動車・自動車部品販売代理店セクターは、トータル・リターンが-3.4%と、最も不振なセクターでした。同セクターでは、グッドイヤーとブリヂストンが両社製品を販売する共同事業会社としてタイヤハブを設立すると公表し、アメリカンタイヤの債の価格は80ポイント以上下落しました。アメリカンタイヤはグッドイヤーとブリヂストンの両ブランドタイヤの取り扱いがなくなります。

ムーディーズの米国投機的格付企業の過去12か月債務不履行（デフォルト）率は2018年5月末で3.7%と、2018年第1四半期末の3.9%から若干低下しています。2018年の現時点まで、投機的格付企業のデフォルトは43件ですが、この内10件が小売セクターで最も多く、次いで石油・ガスセクターが9件と僅差で続きます。ムーディーズは、低い失業率、タイトなハイイールド・スプレッド、堅調な世界経済の成長から、米国のデフォルト率は2.6%に下がると予想しています。

ハイイールド債ファンドでは第2四半期に合計47億米ドルの資金流出がありました。依然として流出が続いているものの、第1四半期の流出額が190億米ドルからは大幅に減少しています。ここで注意すべきは、流出額の四分之三はアクティブ・ファンドによるものですが、資金フローのボラティリティを高めているのはETFで、しばしば日次での多額の入出金フローの要因となっています。

第1四半期の新規発行市場も低調でしたが、第2四半期のハイイールド債券の新規発行も低迷し、プライシングされたのは105銘柄で、発行額は540億米ドルとなりました。年初来の新発市場での発行総額は、2017年より28%減少し、1,260億米ドルにとどまっています。発行額減少の主な要因として、低調なM&Aとバンクローン市場での資金調達増加が挙げられます。セクター別には、エネルギー・セクターが第1四半期に新規発行額の27%を占めたのに続き、第2四半期も全体の19%を占めています。

我々は、米国ハイイールド債について中立の見通しを維持します。堅調なファンダメンタルズ（強い業績と低いデフォルト）と良好な需給（限定的な新規供給と、海外機関投資家からの持続的な需要）等の要因はほぼ完全に価格に織り込み済みと考えています。さらに我々は、次の景気後退のタイミングについて懸念しており、それが今後12ヶ月間のハイイールド債のリターンを左右すると考えています。従って、ハイイールド債に現在それ程強気になっていません。

我々は、一部のセクターを除いて、2018年の残りの期間、また2019年にかけて、デフォルト率は概ね低位で推移すると予想しています。ポジショニングの面では、CCC格債のオーバーウェイトを削減していますが、これはCCC格債の相対的魅力が他の格付け、とりわけB格債と比較して剥落しているからです。我々はコモディティには引き続き慎重であり、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。

第2四半期のローン価格の小幅な下落は、クーポンリターンにより相殺されています。注目すべきは、額面以上で取引されているローンは現在およそ20%程度に過ぎず、2月時点のここ4年間で最高の80%を大幅に下回っています。

年初来で、ローン・インデックスのトータル・リターンはハイイールド債を209bps上回っています。低格付けローンは、指数中の約5%にすぎませんが、やはりアウトパフォームしています。今四半期のCCC格のローンのリターンは1.9%で、B格を113bps、BB格を146bps上回っています。

ローン・ファンドへの資金の流入は第2四半期も続き、四半期中に19週間連続して流入超となっています。2017年の131億米ドルの流入に加えて、2018年の年初から既に119億米ドルがローン・ファンドに投入されています。

第2四半期中の米国レバレッジド・ローンの新規発行総額は、2017年の記録的なペースに比べ減少しましたが、過去の平均は上回っています。第2四半期の新規ローン件数は412件、発行総額は2,590億米ドルとなり、年初来では5,010億米ドルとなります。前年同期の発行総額は5,770億米ドルです。

2018年第2四半期の発行総額は昨年の四半期ペースに比べて減少していますが、ネットの発行額では、2018年は910億米ドルで2017年第2四半期の880億米ドルを上回っています。

2018年の米国レバレッジド・ローンの発行は、リプライシング（44%）とリファイナンス（23%）が大半を占めています。テクノロジー・セクターが、最近の傾向通り発行額で最多となり、今年の新規発行総額の17%を占めています。次に多かったのがヘルスケア・セクターとゲーム/宿泊/レジャー・セクターで、それぞれ11%でした。エネルギー・セクターがレバレッジド・ローン市場に占める割合は小さく、今年の新規発行額は全体の3%に過ぎません。

直近では、米国のハイイールド債券に対してアンダーパフォームしていることで、米国レバレッジド・ローンは、ハイイールド債券対比でフェアバリューに近づいています。引受基準が緩いという課題もありますが、我々は、今後12ヶ月ではレバレッジド・ローンの方をハイイールド債券より有望とみています。これは、担保付ローンの限定的な下方リスク（高い回収率）をより評価しているからです。

欧州レバレッジド・ファイナンス

欧州ハイイールド債は力強い第2四半期のスタートを切った後、5月にボラティリティ上昇に見舞われ、その後、6月を通じて緩やかに回復しました。オプション調整後スプレッド（OAS）は当初、イタリアの政治動向をきっかけとした下落のピークで385bpsに拡大し、その後、前期比+39bpsの366bpsまで回復し、第2四半期を終えました。欧州ハイイールド債のスプレッドは、2017年11月に付けた危機後のタイトな水準（247bps）よりも119bps拡大しています。

第2四半期には、B格債（+0.41%）が顕著なアウトパフォームとなり、欧州ハイイールド債の中でプラスのトータル・リターンをあげた唯一のセクターとなりました。これは年初来ベースでも当てはまり、B格債が+0.52%の年初来リターンを記録しているのに対し、CCC格債は-0.83%、BB格債は-1.09%です。

第2四半期の新規発行は引き続き抑制され、発行額は前年のペースを11%下回りました。新発債の年初来発行総額は、355億ユーロ（前年同期は455億ユーロ）で、このうち初登場の発行体は69億ユーロを占めています（前年同期は100億ユーロ）。

ムーディーズのデフォルト率は5月末時点で2.5%と、第1四半期末の2.4%からやや上昇しました。今後を展望すると、我々は向こう12カ月のデフォルト率は低水準で推移すると予想しており、その根拠として、欧州経済の緩やかな成長持続予想、有利な市場環境を機動的に活用した発行体の借り換え、短期的な大量償還の欠如、多額のハイイールド債が投資適格債に移行する可能性（発行体はレバレッジ削減や投資適格格付取得に積極的）などが挙げられます。

欧州レバレッジド・ローンは今年、欧州ハイイールド債を約200bpsアウトパフォームしています。欧州レバレッジド・

ローンに対する需要は底堅いと予想されますが、引受基準の悪化を巡る懸念が視野に入り始めています。

第2四半期のローンの発行額は230億ユーロと、前年同期の352億ユーロよりもやや減少しましたが、前年通年の水準と同程度でした。新規発行は機動的な調達（借り換え、リプライスなど）よりも、合併・買収（M&A）関連が大きな割合を占め、前者は（昨年第4四半期の345億ユーロ、今年第1四半期の170億ユーロから）67億ユーロに減少しました。

短・中期的には、堅調なファンダメンタルズ、適度な利益の伸び、欧州のまずまずのマクロ環境が支援材料となりスプレッドが現在の水準から若干縮小すると我々は予想しています。一方、いくつかのマクロ面での懸念、イタリアをめぐる政治的不透明感、タイトなスプレッドやレバレッジド・ファイナンス商品に対する持続的な需要を背景とした強引な引き受けの可能性があることから、我々の長期的な見通しは控えめなものとなっています。一方、我々の短期見通しは、欧州が短期的に重大な景気後退に陥るリスクが存在せず、欧州中央銀行（ECB）が政策正常化のペースや度合いに関しバランスの取れたアプローチを採用する公算が大きいことによって、さらに下支えされています。

ポジショニングに関しては、B格の発行体を選好し、発行市場を通じたBB格債への配分の戦術的な拡大を継続しています。

引き続き、ブレグジット（英国の欧州連合離脱）を背景とした不透明な英国経済見通しがもたらしている英ポンド建て債券とユーロ建て債券の間の魅力的なレラティブ・バリュウ機会を追求しています。さらに、我々はレバレッジド・ローンが短期的に、ハイイールド債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： 堅調なファンダメンタルズや有利な需給要因がほぼ織り込まれていると考え、米国ハイイールド債に関し中立的。米国レバレッジド・ローンに関しては、主に下値抵抗力が強いことから、今後12か月、米国ハイイールド債よりもやや積極的。欧州レバレッジド・ファイナンスに関しては、堅調なファンダメンタルズ、利益の伸び、欧州のまずまずのマクロ環境に後押しされ、スプレッドが短・中期的に小幅に縮小するという予想に基づき、やや強気。

エマージング債券

エマージング債券は2017年の堅調なパフォーマンスの後、2018年前半には、米国債利回りの上昇、米ドル高、貿易を巡る懸念の高まり、各国固有のイベントの重なりの中で、圧力に直面しました。エマージング通貨も、4月半ばに資金流出や欧州・アジアの成長率の減速を背景に急落し始め、その結果、エマージング通貨は小幅ながら下落しました。米ドル高をきっかけに、過剰な米ドル建て対外借入れを持つ国や企業が、不利な為替レートや高い金利で借り換えを迫られるという懸念が高まりました。高水準の財政赤字や対外赤字を持つ国（とりわけアルゼンチンとトルコ）が発行した債券は、こうした動向に特に敏感でした。

	トータルリターン (%)		スプレッド/ 利回り変化(bps)		OAS (bps) /利回り (%)
	Q2	年初来	Q2	年初来	6/30/18
エマージング債券 (ハードカレンシー建)	-3.54	-5.23	+66	+84	369
エマージング債券 (現地通貨建ヘッジ有)	-2.84	-1.29	+59	+45	6.59
エマージング通貨	-5.78	-3.41	+124	+141	4.95
エマージング社債	-1.77	-2.87	+45	+54	325

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。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、2018年6月30日現在。直接インデックスに投資することはできません。

最近のエマージング債券の不安定性は、資産クラス全体が一般的に低調であることに加え、アルゼンチン、トルコ、ブラジル、メキシコなどの国固有の要因によって増幅されているように見えます。こうした各国固有の要因は極めて短期的にはエマージング債券に影を落とし続けるとみられますが、世界の成長は引き続き強固な基盤に立っており、最近の行き過ぎたアンダーパフォーマンスが生み出している今年後半の上昇余地に、より明るい光を投げかけています。さらに、（主に我々が「エマージング諸国の選挙」のセクションで検討しているトルコ、メキシコ、ブラジルなどの政治的な動向に関連する）各国固有の懸念要因に照らし、政策当局が金融市場の反応に対処し、然るべき措置を講じていることにも着目しています。例えば、アルゼンチン中銀は最近、一連の利上げ（全体で1,275bps）を打ち出し、国際通貨基金（IMF）からの多額の融資プログラム（総額500億米ドル）やその他の国際金融機関からの融資プログラム（さらに56億5千万米ドル）と関連した政策措置を講じました。5月～6月の市場の混乱では、トルコも基準金利を数回引き上げ、インド、インドネシア、メキシコも利上げに踏み切りました。ブラジルでは、中銀が通貨スワップの利用の拡大を決定し、財務省は市場に支援と安定性を与えるために現地通貨建て債券を買い戻しました。長期的には、当局が政策が信頼できることを示し、長期的な構造調整計画を支援することがかなりプラスに働くとみられ、これがこの市場に対する我々の強気見通しを支えています。

ハードカレンシー建て債券

エマージング債券はこれまで、FRBの多数の利上げサイクルや世界の無数の市場ショックの中で、断続的なボラティリティや米国金利・米ドルの上昇懸念にもかかわらず、良好なパフォーマンスをあげています。最近のボラティリティからも、最終的にはこうした底堅さが台頭するでしょう。FRBの利上げサイクルや金利上昇局面（1993～1994年、1998～2000年、2003～2006年、2016～2017年など）では、市場は時に下落していますが、市場下落は必ずハードカレンシー建てエクスポージャーを積み増す良い機会を提供しています。サイクル中・終盤の環境で、ハードカレンシー建て債券のスプレッドを考慮すると、レラティブ・バリュウの重視、利回り低下を最小限に留めつつ質の高い債券への投資、フラットなイールドカーブ上での年限の短縮、キャリア／ロールダウン機会への注目、厳選した社債エクスポージャーの維持、低水準の現金保有といったポジショニング・テーマが前面に出ます。

現地通貨建て債券

現地通貨建て債券を検証すると、セクター共通の底堅さというテーマを如実に示している魅力的な投資機会があります。メキシコの通貨・現地通貨建て債券に関する我々の確信は、経常赤字の改善、実質金利をプラスの魅力的な水準に設定した正統的な中銀、プライマリー黒字など、メキシコのファンダメンタルズが良好に見えた 2017 年初めの時点では強固で、トランプ政権の北米自由貿易協定 (NAFTA) 脱退に伴うリスクは織り込まれているように見えました。現在、NAFTA リスクは根強く続き、7 月の総選挙後も政治的な執行リスクが残っています。これらのリスクにもかかわらず、我々はメキシコの現地通貨建て資産はかなり過小評価されていると考え（実質実効為替レートは 1990 年代の「テキーラ危機」の低水準を大幅には上回っておらず、実質金利は+3%に近い水準です）、リスク/リターンの状況は上向いていると見ています。

我々は 2013 年のテーパリング（量的緩和縮小）騒動以降、インドネシアを現地通貨建て債券への魅力的な投資機会と見なしています。インドネシアは「脆弱な 5 ヶ国」の 1 つとされましたが、我々は異なる見解を取り、中銀と政府はマクロおよびミクロ不均衡に適切に対処していると考えました。中銀は最近、金利を 2 回、合計 50bps 引き上げるという歓迎すべき措置を取り、広範な米ドル高に伴う通貨安圧力に対処しました。インフレ率が低水準で、実質金利が相対的に高水準にある状況であることから、インドネシアの現地通貨建て債券（ヘッジなし）のリターンを引き上げる魅力的なエントリー・ポイントを見出しています。ブラジルの現地通貨建て債券の下落は、主にブラジルの通貨、財政状況、来るべき選挙（「エマージング諸国の選挙」のセクションでも言及しています）に関連する悲観的なセンチメントを反映しています。我々の今後 1 年の利上げ予想やファンダメンタル見通しに照らすと、下落は行き過ぎていると思われる。

エマージング通貨

第 2 四半期には、米ドルが特にエマージング通貨に対し大幅に上昇しましたが、我々のエマージング通貨見通しは引き続き、慎重ながらやや積極的です。とはいえ、米ドル流動性の引き締めや米国の貿易政策を巡る根強い懸念といった逆風を踏まえると、投資家は選別的な資金配分姿勢を取り続けるでしょう。エマージング通貨では、短期的に、（米ドルの方向性ではなく）レラティブ・バリュエーションに注目することが賢明な戦略になると思われます。米ドル高とともに 2018 年第 3 四半期に入っていますが、米国の成長率がアウトパフォームし、ユーロ圏の経済指標が低調に推移し、一部のエマージング諸国（特に中南米諸国）の 2018 年の国内総生産 (GDP) 予測が下方修正されていることを踏まえると、米ドル高は持続する可能性があります。

米国の金融政策は着実な引き締め軌道に乗っているように見え（さらなる詳細に関しては、「グローバル経済」のセクションを参照）、市場はここにきて、年末に向けた米国と他の先進国の政策金利の格差拡大を織り込んでいます。一部のエマージング諸国の中銀は通貨安のインフレへの波及や資金流出の継続を懸念し、金融政策を引き締めています。インドネ

シアとインドの中銀の予防的な利上げは市場を驚かせ、アルゼンチンとトルコは通貨安に歯止めを掛けるために、積極的な利上げを迫られました。メキシコとフィリピンも金利を引き上げ、ロシアは利下げサイクルを大半の予想よりも短縮しました。総合すると、今後 12 ヶ月、金利を引き上げるエマージング中銀の方が金利を引き下げるエマージング中銀よりも多くなると予想されます。

我々はレラティブ・バリュエーションに注目していますが、我々のエマージング通貨に関する慎重ながらやや積極的な見解は、年末に向け世界経済が同時拡大軌道に向かい、その結果、市場は一部の先進国と米国の金融政策の収斂を織り込むという予想に基づいています。そうなれば、現在の米ドル高が終止符を打ち、資本が米国から他の先進国やエマージング諸国に向かう可能性があります。米国以外の先進国の通貨やエマージング通貨は今や、第 2 四半期の初めの水準よりもはるかに割安で、それらの多くは長期的なファンダメンタルズ価値からして極めて魅力的です。エマージング諸国では、一部の中銀の利上げがインフレ率を上回り、今後もこうした措置が継続される可能性があることから、実質および名目キャリーが今年の初めよりも上昇しています。我々は米国以外の地域の成長率の安定化や改善を待ちつつ、レラティブ・バリュエーションへの注目を維持し、世界の成長率見通しが改善し始めれば、スタンスを然るべく変更し、米ドル安に備えたポジションを取ることとしています。

見通し： 積極的。エマージング諸国の政策当局は、最近の市場ボラティリティに信頼の置ける対応を示しています。また、ハードカレンシー建て資産はこれまで、FRBの利上げサイクルや世界の市場ショックの局面で良好なパフォーマンスをあげています。現地通貨建て債券も、多くの事例からオーバーシュートしているように見え、いくつかの投資機会が生まれています。米ドル高の継続も考えられ、短期的には、米ドルの方向性ではなくエマージング通貨のレラティブ・バリュエーションに注目することが適切な戦略でしょう。

地方債

AAA 格地方債は 2018 年第 2 四半期に、需給が四半期末にかけて改善したことから、すべての年限で米国債をアウト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 2 四半期に、99.3%から 98.5%に低下しました。年初来の発行額は 1,640 億米ドルと、前年同期よりも 19%減少しました。投資信託へのフローは当初交錯した後、期末にかけてプラスに転じ、年初来ネット・フローは+71 億米ドルとなりました。

AAA 格地方債の利回りはカーブの短期ゾーンで低下、中期ゾーンで上昇、長期ゾーンでやや低下しました。その結果、高格付インデックスとハイイールド・インデックスは第 2 四半期に、それぞれ+0.87%、+3.06%のトータル・リターンをあげました。年初来リターンは、それぞれ-0.25%、+3.66%です。ハイイールド・インデックスの年初来リターンは、プエルトリコ債が低水準から反転する中で、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。長期課税地方債のトータル・リターンは第 2 四半

期が-0.41%、年初来が-2.32%と、長期社債インデックスをアウトパフォームしました。長期課税地方債の第 2 四半期の超過リターン (-38bp) も、長期社債インデックスを上回りました。

米国の最高裁判所は第 2 四半期末に、Janus 対 AFSCME (全米地方公務員労働組合) 訴訟に対する判決を下し、公共部門における強制的な代理手数料の徴収を容認した 1977 年最高裁判決 (Abood 対デトロイト州教育委員会) を覆しました。この判決の結果、組合への非加入を選択した公務員は、組合への手数料 (公正手数料) の支払いを義務付けられなくなっています。労働組合の加入率が低下し、資金力や影響力が弱まると予想されています。組合と政府の交渉がより建設的になる可能性があり、そうなれば市場参加者に好感されるでしょう。とはいえ、今回の判決が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一部の州・地方政府の即効薬になるとは考えていません。

極めて有利な短期的需給要因と、年初来の金利の上昇を受け、より魅力的な押し目買いの機会が出現していることから、第 3 四半期について我々は強気の見通しを持っています。さらに、相対的に安定している金利環境が、投資信託への着実な資金流入を促す見通しです。今年後半には、銀行による非課税地方債の売却継続が市場を下押しする可能性があります。第 3 四半期には、プエルトリコの破産を監督している判事が、プエルトリコ売上税ファイナンス・コーポレーション (COFINA) の売上税収入を巡る紛争に判断を下すと予想されます。一方、プエルトリコと COFINA の代理人は、和解交渉を継続しています。判事はこれまで、当事者間の交渉による解決を支援すると述べています。課税地方債は社債と同程度のパフォーマンスをあげると予想され、企業の合併・買収 (M&A) 活動が継続すれば、アウトパフォームする可能性があります。

見通し： 強気。第3四半期の有利な需給要因により、米国債をアウトパフォームする可能性があります。

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6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もありません。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(BEA)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)、BEA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“3rd Quarter Outlook / July 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

PGIMJ201807200755

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。