

2018年第4四半期の見通し



PGIM FIXED INCOME

2018年10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。



静止状態：グローバル経済の同期性後退および巨大衝突の兆候

投資家が 2018 年第 3 四半期を振り返る時、多くの人々は債券市場の一角に入った亀裂に言及するかもしれません。PGIM フィクスト・インカムの第 4 四半期見通しでは、市場が受けたダメージの度合い、定期的にボラティリティの上昇を引き起こす要因、それらの問題が今後どのように進展するか、そして今後どのような投資機会が見られるか、などについて考察します。

- 「何もしないでリターンを稼げるか？」では、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、幾つかの主要な資産クラスの市場環境について考察します。Tipp は現在の環境を踏まえ、レラティブ・バリュウの視点を維持すれば、発行体や通貨の選択のほか、セクター配分やイールドカーブのポジションを通じて投資機会を発掘できる可能性があると示唆しています。
- 「グローバル経済成長：同期性は薄れたが依然として損なわれず…」では、チーフ・エコノミスト兼マクロ経済リサーチ責任者である Nathan Sheets と PGIM フィクスト・インカムのマクロ経済チームが、世界経済の同時成長にほころびを生じさせた 2 つの主要な要因—エマージング市場に対する持続的な圧力とエスカレートする貿易戦争—について検証します。その上で、2019 年が近づくのに伴い、これらのグローバルな問題がどのように進展するか予測します。
- 「巨人同士の衝突：米中貿易戦争」では、Sheets が貿易戦争がこれまで辿ってきた道のりを振り返り、双方が取り得る次の行動や、米中の経済に生じる可能性がある影響について考察します。

PGIM FIXED INCOME WEBINARS



フィクスト・インカムの次回ウェビナー「グローバル債券投資のすすめ」にご登録ください。

ウェビナーでは、マネージング・ディレクター兼グローバル&マクロ部門の責任者である Arvind Rajan と Robert Tipp が最近執筆した同タイトルのレポートについてご説明します。

[こちらをクリックしてご登録下さい](#)

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

| | | | | |
|--|---|--|--|--|
| <p>Lower Range to Drive Stealth Bull Market in Bonds</p>  | <p>The Fed's Swap Lines During the Crisis: Lender of Last Resort on a Global Scale</p>  | <p>Argentina: Lingerin Vulnerabilities in the Face of Uncertainty</p>  | <p>Turkey's Central Bank Delivers a Substantial Down-Payment</p>  | <p>Free Falling Turkish Lira—What's Next?</p>  |
|--|---|--|--|--|

セクター別展望

先進国金利 (10 ページ) : オポチュニスティック。米国では、複数の不確実要素を受けて取引レンジが拡大するなか、我々はデュレーションのロングポジションを形成。また、米国のスワップスプレッドの小幅拡大と欧州のスワップスプレッドの縮小を見込んだポジションを引き続き選好。ドイツ 10 年債利回りは我々の予想レンジの中間点近くにあると考えるほか、日本国債の取引レンジの拡大を予想。

エージェンシーMBS (11 ページ) : 米国債との対比ではニュートラルとするものの、他のスプレッド・セクター対比ではアンダーウェイト。キャリアが良好な高クーポン債のポジションを継続。期限前償還は低位に止まると予想。TBA 取引を回避。コンバクシティの特性が良好である発行年限が古いプールのほか、単一証券の導入が近づきつつあることから FHLMC 債を選好。

証券化商品 (12 ページ) : 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。現在のスプレッド水準で得られるキャリアは引き続き妥当であると考え。コンデユット型の CMBS と CLO のメザニン・トランシェについては弱気。スプレッドがタイトな中でレバレッジ需要が強いいため、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をますます注目。

投資適格社債 (13 ページ) : 良好なファンダメンタルズと企業の利益成長モメンタムにもかかわらず、ダウンサイドリスクとスプレッド拡大の可能性を受け、慎重姿勢。米国の大手銀行を引き続き選好。米国の税制改革は引き続き下支え要因。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス (15 ページ) : 短期的には米国のハイイールド債にやや強気だが、金融危機後で最もタイトなスプレッド水準と、マクロ経済に対する懸念から長期的には慎重。過去の高い回収率実績から、米国レバレッジド・ローンは、米国ハイイールド債と比較して、景気サイクルの現在の局面では下振れリスクが少ないと見る。また、良好なマクロ経済、強固な信用ファンダメンタルズ、および利益成長から、スプレッドの緩やかなタイト化を期待して、短期的には欧州のハイイールド債に強気。

エマージング債券 (17 ページ): バリュエーション、まずまずの世界成長見通し、すでに発生している価格調整から、慎重ながらも楽観的。

地方債 (18 ページ) : 強気。年末まで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見通し。

何もしないでリターンを稼げるか？

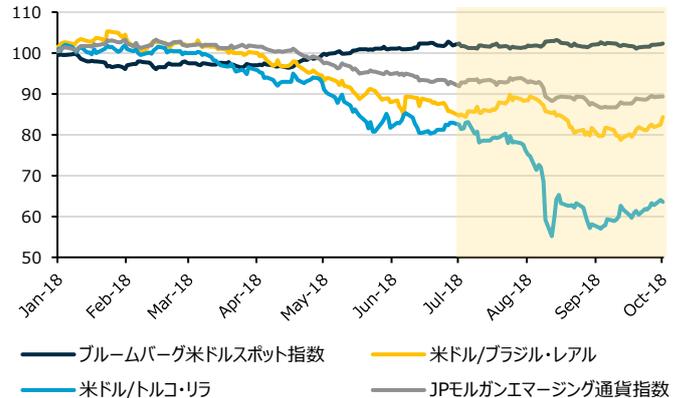
グローバル・レバレッジド・ファイナンスや米国株を除き、2018年は多くの市場が厳しい環境に直面しています（以下のリターン一覧表参照）。債券のスプレッド・セクターは第3四半期に回復しましたが、上半期の損失を相殺するには不十分でした。金利市場では、利回りは横ばいで推移、もしくは上昇しました（場合によっては大幅上昇）。通貨については、不安感の強い市場環境を背景に、米ドルが最も大きな恩恵を受けました。市場全体を見ると、個別ファンダメンタルズの脆弱性や失政（経済の項参照）が、市場に影響を及ぼしました（図表 2-5 参照）。

図表 1：レバレッジド・ファイナンスを除いて試練の年に

| マルセクター | トータルリターン (%) | | | | |
|----------------------|--------------|----------|-------|------|------|
| | 2018 第3 四半期 | 2018 年初来 | 2017 | 2016 | 2015 |
| 円総合 | -0.98 | -0.38 | 0.18 | 3.0 | 1.1 |
| グローバル総合 (ヘッジあり) | -0.05 | 0.02 | 3.04 | 4.0 | 1.0 |
| 米国総合 | 0.02 | -1.60 | 3.54 | 2.7 | 0.6 |
| ユーロ総合 | -0.70 | -0.45 | 0.68 | 3.3 | 1.0 |
| グローバル総合 | -0.92 | -2.37 | 7.39 | 2.1 | -3.2 |
| 個別セクター | 2018 第3 四半期 | 2018 年初来 | 2017 | 2016 | 2015 |
| 米国ハイイールド債 | 2.44 | 2.52 | 7.48 | 17.5 | -4.6 |
| 地方債 | -0.15 | -0.40 | 5.45 | 0.3 | 3.3 |
| 米国レバレッジド・ローン | 1.85 | 4.06 | 4.09 | 9.9 | -0.4 |
| モーゲージ担保証券 (エージェンシー債) | -0.12 | -1.07 | 2.47 | 1.7 | 1.5 |
| 米国債 | -0.93 | -1.67 | 2.31 | 1.0 | 0.8 |
| CMBS | 0.46 | -0.93 | 3.35 | 3.3 | 1.0 |
| 欧州レバレッジド・ローン | 1.48 | 2.17 | 3.72 | 7.0 | 3.6 |
| 欧州投資適格社債 | 0.00 | -0.64 | 2.41 | 4.7 | -0.6 |
| 米国投資適格社債 | 0.97 | -2.33 | 6.42 | 6.1 | -0.7 |
| 欧州ハイイールド債 | 1.62 | 0.10 | 6.79 | 10.8 | 1.3 |
| 米国投資適格長期社債 | 1.32 | -5.54 | 12.09 | 11.0 | -4.6 |
| エマージング債 (現地通貨建ヘッジあり) | -0.25 | -1.54 | 3.68 | 4.7 | -2.2 |
| エマージング債 (ハードカレンシー建て) | 2.30 | -3.04 | 10.26 | 10.2 | 1.2 |
| エマージング通貨 | -1.11 | -4.48 | 11.54 | 3.5 | -7.6 |

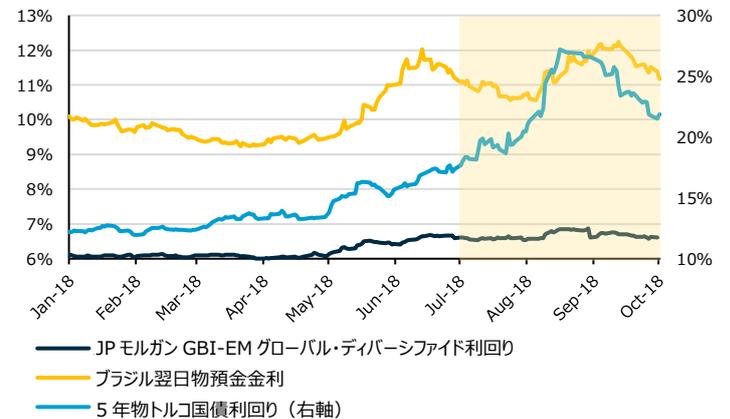
過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスの正式名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投資には元本損失のリスクがあります。出所：ブルームバーグ・バークレイズ。ただし、エマージング債は JP モルガン、ハイイールド債はメリルリンチ、担保付シニアローンはクレディ・スイス。パフォーマンスは 2018 年 9 月 30 日現在。インデックスに直接投資することはできません。

図表 2：エマージング通貨ではリラとレアルが最も大きな打撃



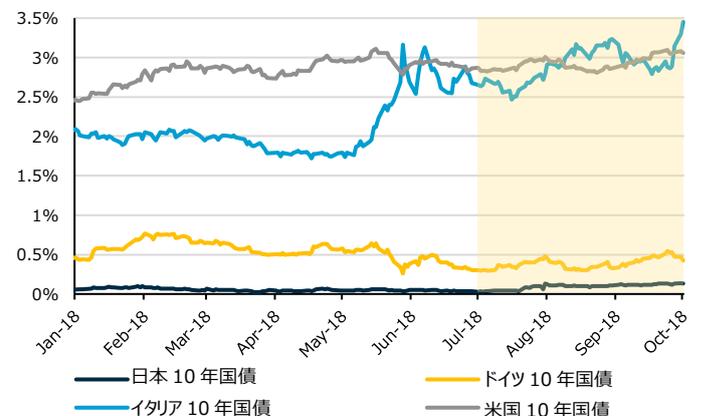
出所：ブルームバーグ、2018年10月現在

図表 3：トルコやブラジルなど一部市場における金利のボラティリティにもかかわらず、現地通貨建て債券指数の利回りは比較的堅調に推移



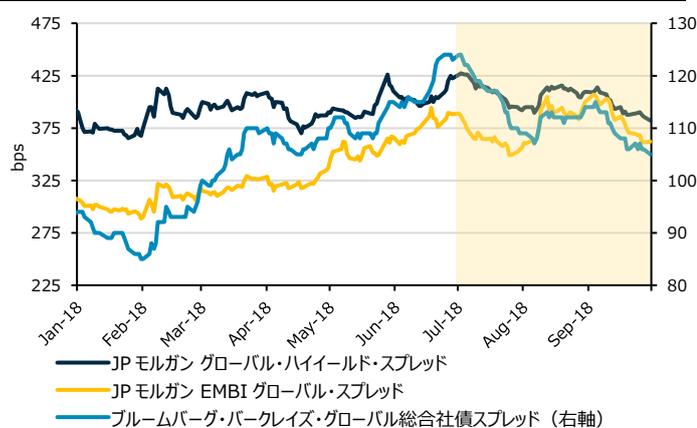
出所：ブルームバーグ、2018年10月現在

図表 4：米国債とイタリア国債の利回りは上昇。日銀の政策調整や ECB の量的緩和解除プロセスにもかかわらず、日本やドイツの国債利回りは低水準かつ安定した動きを維持



出所：ブルームバーグ、2018年10月現在

図表 5：第 3 四半期の大幅な変動により大半のスプレッド・セクターが奏功したが、上半期のスプレッド拡大の影響を相殺するには至らず

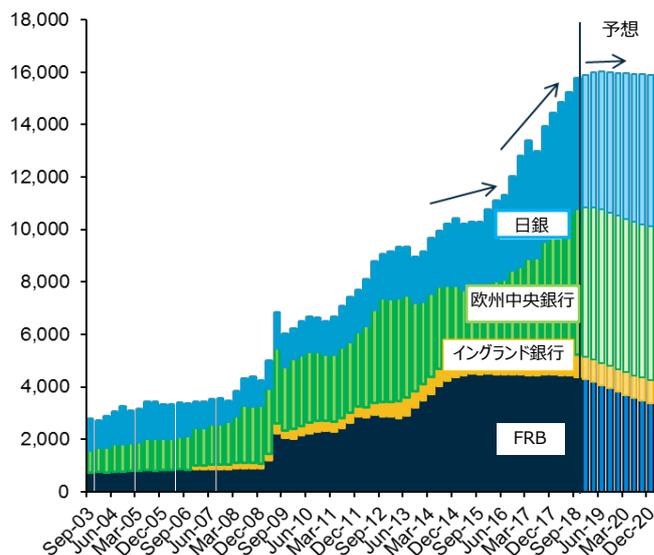


出所：ブルームバーグ、2018年10月現在

市場が懸念すべき問題は豊富にある...

市場では不安定な動きが続きましたが、その基本的な要因は、多少の差異はあるものの概ね同じものでした。主要 3 カ国・地域 (G3) の中央銀行は最終的に少なくとも全体としては一流動性を引締め始めました (図表 6 参照)。先導しているのは米連邦準備制度理事会 (FRB) で、利上げを継続しているほか、バランスシートの縮小ペースを加速しています。欧州中央銀行 (ECB) による資産買い入れプログラムは最終段階を迎えており、今後は利上げに踏み切るタイミングやその後の利上げペースを巡る懸念が高まると見込まれます。一方、日銀はまちまちメッセージを送っています。日銀は 2% のインフレ目標を達成するには当初の見通しよりも時間がかかることを認識し、長期的な政策効果を高めようと試みています。同行は市場に対する抑圧を緩め、イールドカーブのスティープ化を促すため、債券買い入れの減額や 10 年債利回りの目標レンジ拡大など、一定の措置を講じてきました。

図表 6：中央銀行の保有資産 (単位：10 億米ドル)



出所：ブルームバーグ、ヘーバーアナリティクス、2018年6月現在。上記予想が達成される保証はありません。

全体として、これらの政策変更は転換点となり、急激に拡大してきた G3 中央銀行のバランスシートは安定化に向かっています。「ネットで買い入れ」から「ネットでホールド」への移行は、過去 10 年にわたる市場への安定した資金供給を今後は縮小し、流動性の需給調整は市場に委ねられることを意味しています。米ドル建ての債券市場は FRB によるバランスシート縮小の加速と財政赤字拡大を背景とする米国債の発行増という二つの要因から、今後数四半期は最も大きく影響を受ける可能性があります。これらの要因により米国の金利は上昇する可能性があると考えがちですが、過去を振り返ると、市場の調整は政策変更が進んでいる局面よりも、それに先だって起きる—あるいは起きつつある—ことが分かります。

例えば、米国における 3 度の量的緩和 (QE) プログラムでは、長期金利の低下はそれに先行し、QE が行われた際にはむしろイールドカーブのベアスティープ化が見られました。一方、国債以外のリスク資産市場のパフォーマンスは、QE が行われていた期間は堅調で、経済成長に対する楽観的な見方と流動性の高まりが追い風になったことを示しています (図表 7 参照)。現在は中央銀行のバランスシート拡大策が終了に向かっており、今度はそうした効果が逆方向に作用している様子が見られます。すなわち、ボラティリティが高まる中で、株式市場やスプレッド市場は全般に軟調に推移しています。バランスシート拡大策が終盤を迎えていることが一段と明確になるのに伴い、米国債や他の先進国債券の利回りは低下に転じるのでしょうか？ (「Lower Range to Drive Stealth Bull Market in Bonds (債券のひそかな強気相場を主導するレンジの低下) をご覧下さい。)

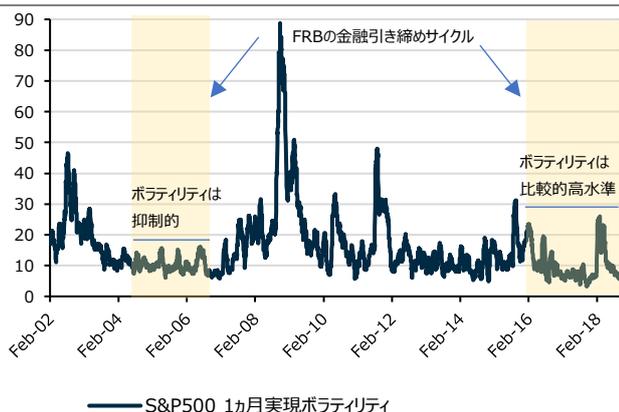
図表 7：QE は中央銀行のバランスシートが変動しない新体制に関する教訓を与えるだろうか？



出所：ブルームバーグ、2018年10月現在

FRB による過去の利上げサイクルでは、システミックリスクが適度に抑制されていたため、債券のスプレッド・セクター、株式市場とも、変動は大きかったものの、パフォーマンスはプラスでした。しかし、今回のサイクルでは図表 8 の S&P500 指数の実現ボラティリティが示すように、リスク回避傾向が著しく高まりました。確かなことは分かりませんが、1) QE から静止への中央銀行のシフト、2) 貿易摩擦を巡る懸念、3) 一部の主要先進国やエマージング諸国が直面している困難なファンダメンタルズや政策を巡る問題など、いくつかの要因がそうした現象を招いた可能性があります（経済の項参照）。その結果、FRB による今回の金融引き締めサイクルは少なくとも今のところ、前回に比べある面でリスク資産に厳しい影響をもたらしています。

図表 8：FRB の前回の利上げサイクルに比べて、複合的な要因によりボラティリティが一層高まった



出所：ブルームバーグ、2018年10月現在

今後は潜在的なリスクとともに、少なくとも若干の投資機会を期待できるか？

今後は債券に投資機会が生じるとみていますが、それは絶対ベースや純粋にバリュエーションの観点からではなく、レラティブ・バリュエーションの観点によるものです。基本的に2018年第1～3四半期と同様の一連の懸念が残っていること

から、市場環境は不安定な状態が続き、発行体や通貨選択のほか、イールドカーブのポジショニング、およびセクター配分からも、リスクと同時に投資機会が生じる見込みです。

要点：流動性の逼迫、中庸なスプレッド水準、クレジットが直面しているファンダメンタルな問題—主にソブリンの発行体にとって—はスプレッド市場や為替市場にとって引き続き逆風となる可能性があります。しかし、米国の長期金利は長期的に見ると魅力的な水準まで上昇したと考えられます。

グローバル経済成長：同期性は薄れたが依然として損なわれず…

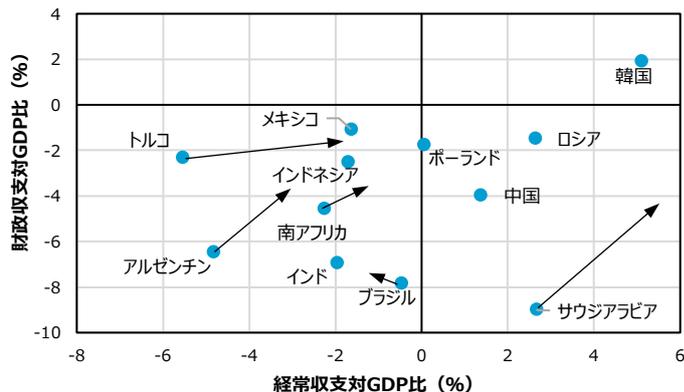
2017 年下期から 2018 年初めに見られた世界同時成長は今やほころび始めています。各国の最近の景気動向は不均一で、見方によれば跛行してさえいます。こうした観測と一致するように、世界の経済成長率はやや鈍化しています。しかし、各国の不均一な景気動向を詳しく調査した結果、我々は、世界経済は依然として穏やかなペースで拡大すると予想しています。世界経済を取り巻く環境は 6 カ月前や 1 年前より多様かつ複雑になっていますが、世界経済が拡大傾向にあることは概ね変わっておりません。

世界経済がやや減速し、各国経済の相違点が増えた背景には、2 つの重要な要因があります。第一に、エマージング市場への圧力が、我々の予想より長期間続いていることです。これは、各国固有の要因と世界の金融システムでのいくつかの主要な動きが好ましくない相互作用を引き起こし、エマージング市場への圧力となりました。

各国固有の要素として、エマージングの数カ国がマクロ経済面で多額の不均衡を抱えていることが挙げられます。例えば、アルゼンチンの経常収支と財政収支の双子の赤字、トルコの経常赤字拡大などです。両国は幸い不均衡を是正し、経済基盤を強固にした上で成長を目指す措置を講じています。これまでに講じた措置は状況を安定させるのに十分（あるいは不十分）かもしれませんが、これらの国は全般に、より均衡を促す政策を実施しています（図表 1 参照）。なお、我々はアルゼンチンについては、最近発表された追加支援を伴う国際通貨基金（IMF）プログラムの強化をポジティブに受けとめています。また、エマージング国にかかる圧力には、10 月末の大統領選決選投票に向けて非常な盛り上がりを見せるブラジルなど、政治の動きを巡る不透明感もあります。

| エマージング市場にかかる圧力を主導する要素 | |
|---|--|
| 各国固有の要素 | |
| <ul style="list-style-type: none"> ● 政治を巡る不透明感 ● 一部のエマージング国の広く知られた脆弱性 | |
| 世界/金融システムの要素 | |
| <ul style="list-style-type: none"> ● FRB の利上げ ● 米ドル高 ● 中国経済の減速懸念 ● 世界的な貿易摩擦 | |

図表 1：エマージング国の財政収支と経常収支



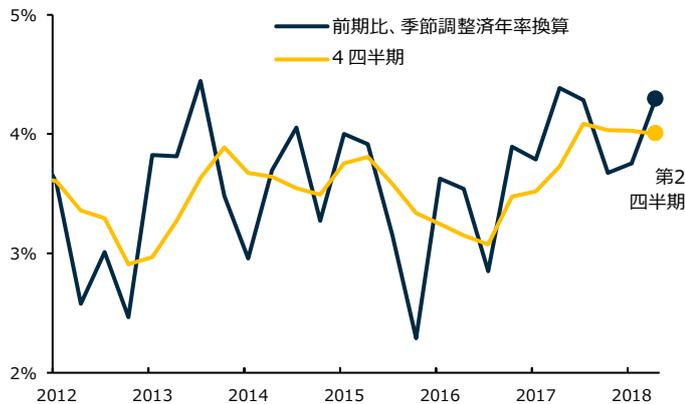
出所：IMF、ヘーバーアナリティクス、PGIM フィクスト・インカム。矢印は一部の国における 2019 年の財政収支と経常収支の予想パフォーマンスを示します。予想は大きく変更される場合があります。予想は PGIM フィクスト・インカムが開発した経済予想モデルに基づきます。過去の実績は将来の成果の信頼できる指標となるものではありません。重要な開示事項については巻末の「留意事項」をご覧ください。

金融システム要素では、FRB の利上げ継続と米ドル高を背景とした金融環境の逼迫にエマージング各国が直面しています。投資家は過去の経験から、FRB の利上げ期間中はエマージング市場に対してより慎重な見方をしています。さらに、中国経済が今年はこれまでのところ減速しているため、同国の需要が減少し、資源国を中心としたエマージング輸出国に比較的大きな打撃を与えています。このような要素がエマージング市場のセンチメントと経済成長の重しになっています。

また、世界経済がやや減速し、各国経済が異なる状況となった第二の要因は、米国政府の中国に対する貿易戦争が、我々の予想以上に激しいことです。トランプ大統領は最近では、新たに 2,000 億米ドル相当の中国製品に 10% の追加関税を課した上、今後税率を引き上げると警告しています（詳細は後述のコラム参照）。世界の 2 大経済大国間の緊張を受け、世界の金融システムでは不透明感が広がり、すでに脆弱なエマージング数カ国にかかる圧力が強まったように見られます。なお、中国以外では、最近合意に至った北米自由貿易協定（NAFTA）の再交渉に見られるように、米国の貿易相手国との緊張は幸いにも最悪期を脱しています。

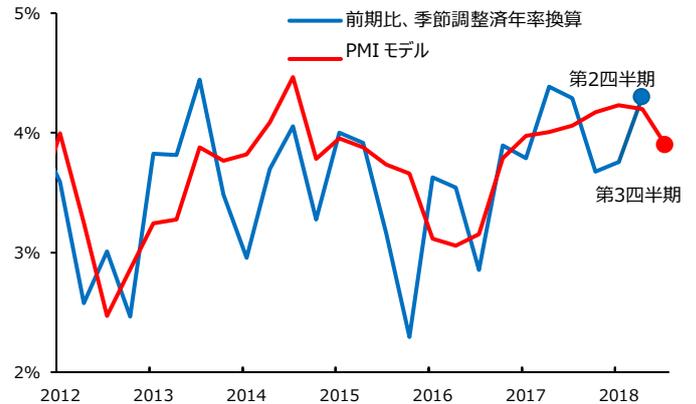
上記のような困難な状況にあるにもものの、世界の経済成長率は第 2 四半期まで高水準を維持しています（図表 2 参照）。先進国の成長率が加速する一方、エマージング市場の成長率は鈍化しましたが、失速しませんでした。足元の経済指標では、世界各国・地域の購買担当者景気指数（PMI、8 月分まで）が低下しましたが、依然として良好な水準にあります。これら PMI から経済成長率を予測する計量経済学モデルでは、第 3 四半期の成長率がコンマ数パーセント鈍化することが示されています（図表 3 参照）。PMI の低下がすでに一服したのか、もしくは今後も続くのかが重要な問題です。我々はその点については、いくつかの理由から楽観視しています。

図表 2：世界の実質 GDP 成長率



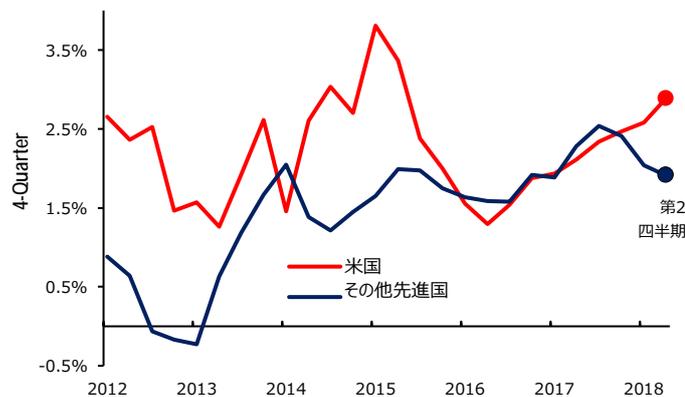
出所：ヘーバーアナリティクス、2018年10月現在

図表 3：世界の実質 GDP 成長率



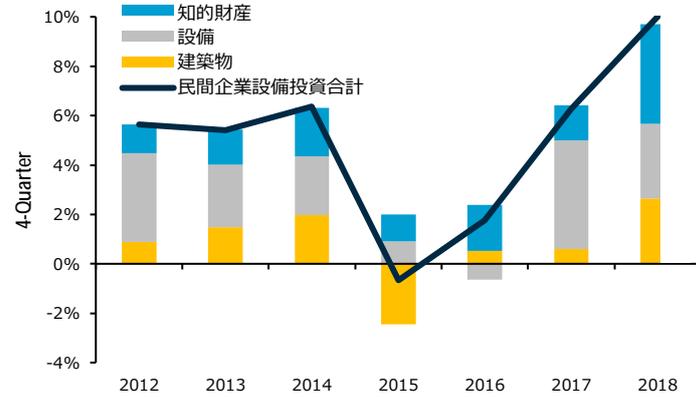
出所：ヘーバーアナリティクス、2018年10月現在

図表 4：米国と他の先進国の実質 GDP 成長率



出所：ヘーバーアナリティクス、2018年10月現在

図表 5：米国企業投資の内訳



出所：ヘーバーアナリティクス、2018年10月現在

第一に、米国経済にかなりの勢いがあり、世界経済の拡大をけん引していることです(図表4参照)。米国の需要は足下の財政刺激策に支えられています、その根底にある経済も盤石です。労働市場は引き続き逼迫していますが、それに伴ってインフレ圧力が高まる兆候はほとんど見られません。消費者セクターは底堅く、バランスがとれており、資産が増加しているほか、最近行われた国民所得勘定の改定で明らかになったように、貯蓄率が驚くほど高水準にあります。企業セクターも堅調で、利益が過去最も高い水準にあるほか、最近では投資が加速している兆候もあります(図表5参照)。以上のような環境下で、FRBは金融政策を段階的に正常化するとのコミットメントを明確に示しています。

第二に、前述のように、中国の景気が今年これまで減速してきたのは、主に当局の信用供与と借入れを抑制する取り組みの結果でした。しかし、貿易戦争が現実となった今、当局は経済成長率のさらなる鈍化を防ぐ施策を講じています。我々は、そうした施策の効果が今後数カ月間で十分表れ、今年の成長率は最終的には目標の6.5%か、それを若干下回る水準になると予想しています。それに関連し、ユーロ圏と日本の景気も今年上期は若干減速しましたが、下期には市場が見込む潜在成長率に近い堅実な成長率に落ち着くはずです。

これらの国や地域の異なる景気動向がどう展開していくのかが、今後の重要な問題です。米国経済の回復モメンタムや、我々が予想する中国、ユーロ圏、日本の着実な成長が、苦境に直面するエマージング経済を盛り返す要因となるのでしょうか。あるいは、エマージング各国が直面する苦境は、世界経済の行く手にある、より広範な問題を示唆しているのでしょうか。苦境に立つエマージング各国全てを合わせても、他の国や地域を苦境に陥らせるにはおそらく不十分ですが、より広範な不均衡や脆弱性を知らせる「炭鉱のカナリア」なのかもしれません。さらに、現在見られる異なる景気動向の跛行は、顕著ながらも前例があることから長期間続き、その相違点は緩やかに解消されるというのが3点目です。

我々はこれらすべてを考慮し、世界各国が今後1年間にわたって緩やかな経済成長を遂げるものの、引き続きリスクを伴うと予想しています。現時点で最も高いリスクは、世界貿易戦争の收拾がつかなくなる可能性です。また、ブレグジット（英国の欧州連合離脱）や、懸念が高まっているイタリアの予算と最終的な債務についてもモニターしています。さらに、米国の財政状況の悪化が経済や金融に長期的におよぼす影響、そしてより一般的になりますが、先進国に加えて、中国や韓国を含む一部のエマージング国の人口動態の影響も注視しています。

この章の残りの部分では、個別国の動向を詳しく論じていきます。

米国：米国経済は今年の下期もこれまでのところ約3%の高成長ペースが続いています。減税と民間セクターのファンダメンタルズが下支えし、家計と企業の両方が今年の実績加速に寄与しています。月間平均雇用者数は、すでに堅調だった昨年の18万2,000人から、今年は20万7,000人とさらに増加しました。企業の設備投資も増加し、今年の上期は年率10%増となりましたが、利益の増加や企業心理の好転を考慮すると、下期もさらに増加する見通しです。貿易政策がトップニュースの中心となっていますが、米国経済に及ぼす影響はこれまでのところごくわずかです。

金融危機から約10年が経過しましたが、民間セクターの不均衡は極めて限定的と見られます。今年7月現在の家計貯蓄率は6.7%で、景気循環の現在の局面では異例の高水準を維持しています。家計の借入れは、現在の景気拡大局面の多くの期間にわたって、所得の増加に遅行しました。同様に、企業の純借入れも今年は減速しており、借入れに対する税制優遇を制限する新たな税制の影響と見られます。このように、民間セクターは健全な様子です。より広範に見ると、連邦予算赤字の不均衡は著しく拡大しており、対GDP比率は2015年の景気循環の最も低い2.4%から、2018年は3.9%、今後数年では5%強に上昇する見通しです。

一方、個人消費支出（PCE）コアインフレ率は今年7月によく2%に達しました。我々の基本シナリオは実体経済の強さを踏まえ、FRBが9月に続いて12月と来年2回の利上げを行い、フェデラルファンド金利の誘導目標を、連邦公開市場委員会（FOMC）参加者の長期中立金利予測の中央値と概ね一致する2.9%まで引き上げると予想しています。

ユーロ圏：センチメント指標は、ユーロ圏の第3四半期の経済活動のさらなる緩やかな減速を示唆しています。その背景には明らかな二極化があり、国内主導型のサービスセクターはよく持ちこたえています。製造業の受注は輸出を中心に弱まり始めています。投資財の需要減が受注の弱さの要因となっているようです。米国との貿易関係はこれまで概ね変化ありませんが、世界貿易を巡る不透明感が受注に反映され始めた可能性があります。

また、米国が自動車に課税可能性がある追加関税を巡る論争によって、ユーロ圏の経済成長見通しのリスクは下振れ方向

にあると再認識されています。貿易フローの減速であれ、米国との貿易戦争の副次的な影響であれ、エマージング市場の緊張感であれ、欧州が上振れてサプライズとなる余地は限られると我々は考えています。しかし、ECBは依然として成長見通しに対するリスクは上下でバランスがとれているとみており、量的緩和の資産購入プログラムを予定通り年末の終了に向けて順調に縮小しています。

財政面では、最近の発表は、規律が後退する可能性を示唆しています。具体的には、フランス政府は2019年予算案の財政赤字の対GDP目標を、4月に策定した安定化プログラムより0.4%ポイント高い2.8%にしました。さらに重大なことに、イタリアの新政権が予算案を発表し、財政赤字の対GDP目標を2.4%にしました。市場は財政規律が緩む可能性に備えていましたが、発表された目標は予想以上に高かったほか、前政権が合意していた目標の0.8%から著しく拡大しました。

日本：日本の今年のGDP成長率は四半期ごとのパターンにばらつきがありますが、我々の年間GDP成長率の予想は引き続き1%強です。世界的な貿易摩擦の拡大に伴って下振れリスクが生じていますが、内需は引き続き極めて堅調です。我々の基本シナリオは来年も同様の好ましい成長を予想しています。

自民党総裁選が安倍氏の再選で終わった今、注目は同氏の今後3年間の政策に移っています。労働市場改革や社会保障改革の進め方、来年10月に予定される消費税増税、憲法改正が含まれます。一方、日銀は政策実施における柔軟性をひそかに高め、イーロードカーブの緩やかなスティーブ化を容認し、低金利政策が銀行に及ぼす悪影響を軽減しました。8月現在の総合インフレ率は前年比1.3%に上昇しましたが、根本的なインフレ圧力は依然として若干のプラス水準にとどまっています。そのため日銀は、少なくとも来年に向けて現在の政策を継続する可能性が高いと見込んでいます。

エマージング市場：アルゼンチンとトルコへの圧力が継続する中、エマージング市場全体の経済成長率はこれまでかなりよく持ちこたえてきましたが、その根底にある各地域の動向には特筆すべき変化がいくつか生じています。具体的には、ラテンアメリカの成長率は我々の予想を下回り、アジアの成長率はそれとは対照的に、中国が貿易戦争に備えて自国経済を強化すべく借入れ抑制政策を一旦取りやめたため、上振れてサプライズとなりました。どちらの地域も、各国が困難な環境に対応して政策スタンスを調整しました。多くの国が金融引締め策を行い、財政スタンスの引き締め、資本規制の強化、IMFへの支援要請まで、多岐にわたり調整しました。

ラテンアメリカでは、困難な外部環境や実施済みの政策調整を考慮し、我々は今ではアルゼンチンの不景気とブラジルの緩慢な景気回復を予想しています。アルゼンチンでは、極めて大規模ながら当初は楽観的過ぎた IMF プログラムが市場を鎮めるのに不十分だったため、同プログラムはより厳しい財政目標と明確な名目アンカーを盛り込む形に見直されました。それに伴い、短期的には、現在足かせとなっている厳しい干ばつ以上に、内需が減速する可能性があります。

ブラジルでは、国内経済に大打撃を及ぼしたトラック運転手のストライキが、基調的な景気回復の弱さを増幅させました。同時に、貿易財セクターはアルゼンチンの不況に危機感を抱いているほか、大統領選の不透明感から個人消費が手控えられています。また、今月末の決選投票を控え、ブラジルの差し迫った政策課題に対応する次期政権の能力や意欲に対する懸念が高まっています。

他国を上回るインドの成長と中国の政策スタンスの変化を背景に、我々はアジアの高成長を予想しています。他国を上回るインドの成長は歓迎できますが、経常赤字の急拡大という代償を払っているため、同国の対外資金調達ニーズがグロスで多額に上ることに対する投資家の懸念が再燃しています。そのため我々は、外部環境がはるかに好転しない限り、インドの成長のさらなる上振れ余地は限られると考えています。

中国に関しては、当局が最近、野心的な借入れ抑制政策を後退させたことにより、成長鈍化に対する許容度が我々の予想より低いことが明らかになりました。さらに当局は、米国との貿易摩擦の拡大を踏まえ、多岐にわたる新たな金融緩和策を実施しています。これらの施策によって成長は今後盛り返す可能性が高いものの、負債や追加刺激策への更なる依存は、これらの施策実施前でさえ当局にとって大きな懸念だった経済の不均衡を増幅する恐れがあります。因みに、刺激策はインフラや不動産セクターを刺激するのではなく、家計の可処分所得や企業利益を増やす目的で、主に減税の形で実施される予定です。したがって、中国の刺激策がコモディティの新たな価格上昇サイクルにつながるという投資家の期待は、容易に裏切られる可能性があります。

巨人同士の衝突：米中貿易戦争

トランプ政権は貿易を巡る中国への対決姿勢を著しく強めています。米国はこれまでに追加関税を 2 回課しました。具体的に 1 回目は 500 億米ドル相当の中国製品に 25%、2 回目は 9 月下旬時点で 2,000 億米ドル相当の中国製品に 10%の関税を課しています。政権はまた、中国と許容できる合意に至らなければ、2 回目の税率を来年 1 月 1 日に 25%へ引き上げると警告しています。この問題を巡る両国の主張は今なお離れていることから、年末までに合意する可能性は低いと見られます。そのため我々は、政権が警告するように実際に税率を 25%へ引き上げるとみています。

一方、中国も米国の追加関税に対抗して独自の措置を講じています。米国の 1 回目の課税を受けて 500 億米ドル相当の米国製品に 25%、米国の 2 回目の課税を受けて 600 億米ドルの米国製品に 4 段階、平均 18%の報復関税を課しました。注目すべきことに、中国は年間 5,200 億米ドル超相当の中国製品を米国に輸出していますが、米国製品の輸入は 1,350 億米ドル相当にとどまっています。そのため、中国は今や輸入する米国製品の大部分に報復関税を課したと言えます。こうした状況から、米国がさらなる追加関税を課す場合、中国がどのように対抗するのかという疑問が生じています。中国が実施する可能性がある我々が考える対抗措置は、(非常に重要で代替が難しい中国製品の輸出制限も含めた) 非関税障壁の引き上げ、中国で事業を営む米国企業の特権制限、さらなる人民元安の容認、北朝鮮などの地政学的問題への協力縮小です。なお、トランプ大統領は、米国の 2 回目の追加関税に中国が報復するかどうかの判断次第で、政権は米国が輸入する残りすべての中国製品に(規模は不明ながら)追加関税を課す方向に進むと述べています。トランプ政権がこの警告を実行する可能性が、経済成長へのリスクとして来年現実味を帯びると見込まれます。

米国経済は現在まで並外れて好調を維持しており、貿易戦争による目に見える影響はありません。しかし、追加/報復関税が徐々に影響していくらかの逆風となる可能性があります。我々は、現在実施済みの関税が、米国の来年の経済成長率を最大 0.2%ポイント押し下げると予想しています。これは、米国の消費者にとっての物価上昇(実質所得の減少)、中国市場での米国製品の競争力低下、サプライチェーンの混乱、影響を被る米国企業の雇用や設備投資における逆風を反映した予想です。さらに、警告のように 2 回目の税率が来年初めに 25%になれば、米国の来年の成長率を合わせて 0.3%ポイントか、中国の対抗措置次第ではおそらくそれ以上押し下げると見込まれます。なお、米国経済が高成長している間に貿易戦争が繰り返されているという事実が、成長への打撃を和らげています。最後に、我々は大まかな目安として、貿易戦争が中国の経済成長に及ぼす影響は、米国の約 2 倍の規模になるとみています。成長エンジンとしての貿易依存度が高いためですが、とはいえ中国当局は、特に自国経済への悪影響相殺を狙う追加刺激策も含めた措置を講じる可能性があります。

先進国金利

先進国金利が第3四半期に上昇した後も、長期的なファンダメンタルズがデュレーションに対する積極的なポジションを下支えすると、我々は引き続き考えています。しかし、我々はまた、金利が急激に動く環境下での戦術的なスタンスも維持しています。

第3四半期初めには、FRBの金利ガイダンスの信頼性、着実な経済成長、夏場の市場活動の鈍化を考慮し、金利のボックス圏での推移を予想していました。8月の時間当たり平均賃金が9年ぶりの高い伸びとなったことから金利が上昇し、米国10年債利回りが第3四半期の最も高い水準となる3.10%をつけた夏場後半までは、米国10年債利回りは2.75~3.00%のレンジで推移するという我々の予想は正当性を維持していました。

そうした利回り上昇と景気回復がピークを付けた現在は、米国のデュレーション積み増しの機会になっていると考えています。ただし、注目すべき不確定要素がいくつか存在するなか、10年債利回りの短期的な取引レンジはやや広がり、2.75~3.25%になると予想しています。また、12月のFOMCが「ライブ」での会合になり、25bpsの追加利上げが実施される可能性が高いなか、2020年や2021年の「金利予測中央値」あるいは長期中立金利（Rスター）予測が引き上げられる可能性を受け、金利が一時的に上昇する可能性があります。さらに、米中間選挙がどのような結果になるかは全く不透明ですが、共和党が引き続き上院と下院を制する結果になれば、財政刺激策の第2弾が現実味を帯びるため、その結果を受けても金利が一時的に上昇する可能性があります。しかし、「Lower Range to Drive Stealth Bull Market in Bonds（債券のひそかな強気相場を主導するレンジの低下）」で述べたように、我々の米国10年債利回りの長期中央値予想は2.50%です。

この他米国では、第3四半期の米国債が翌日物金利スワップ（OIS）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。2年物のスワップスプレッドは反対に同四半期中に7bps縮小したものの、10年物と30年物のスワップスプレッドは予想どおりそれぞれ3bpsと8bps拡大しました。確信度はやや低下していますが、今後も引き続き米国債がOISデリバティブをアウトパフォーマンス（スワップスプレッドが拡大する）と予想しています。

我々は欧州では、ドイツ国債の5~30年のイールドカーブが第3四半期にフラット化すると予想していました。そして実際、5年債と30年債のスプレッドが同四半期中に8bps縮小したため、我々の予想は正しかったと言えます。ドイツのイールドカーブは今後さらにフラット化する可能性があると思われていますが、こうした動きはこれまでより小幅に止まると考えています。なお、第3四半期末時点のドイツ10年債利回りは50bpsを若干上回る水準にありますが、この水準が今後の我々の取引レンジ予想の25~75bpsの中央値を構成します。また、欧州現物債が金利デリバティブ対比で割高であることから、ユーロのスワップスプレッドの縮小期待ポジションに投資妙味があると考えています。

日本では、第3四半期の10年物国債が2~14bpsのレンジで売買され、日銀が同四半期中に長短金利操作の長期金利上限を10bpsから20bpsに引き上げたため、我々の従来予想レンジの0~10bpsよりやや拡大しました。日銀のそうした政策調整を受け、我々は日本国債の今後の売買レンジが5~20bpsになると予想しています。

見通し: オポチュニスティック。米国では、複数の不確定要素を受けて取引レンジが拡大するなか、我々はデュレーションのロングポジションを形成。また、米国のスワップスプレッドの小幅拡大と欧州のスワップスプレッドの縮小を見込んだポジションを引き続き選好。ドイツ10年債利回りは我々の予想レンジの中間点近くにあると考えるほか、日本国債の取引レンジの拡大を予想。

エージェンシーMBS

第3四半期のモーゲージ金利は米国債に対して横ばいでしたが、ブルームバーグ・バークレイズ総合インデックスの他のスプレッド・セクターに対してはアンダーパフォーマンスしました。スワップスプレッドが若干縮小したため、LIBOR対比のオプション調整後スプレッド（OAS）は若干拡大しました。プライマリーモーゲージ金利が今年これまで大きく上昇している関係で、期限前償還ペースは我々の予想通り緩やかでした。FRBは同四半期中にMBSの再投資キャップ金額を月間160億米ドルに引き上げ、それに伴って買いオペが急減しました。モーゲージ金利が0.25ppts上昇したものの、コンベクシティのヘッジは限定的でした。利回り上昇を受け、目標の購入利回り水準に達したアウトライートの買い手が慎重ながらも市場に参入しました。

エージェンシーMBSの期限前償還ペースは抑制されたままであり、連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ）と連邦住宅金融抵当公庫（フレディマック）の合算ベースは11CPR（期限前償還率）以下、また、米国政府抵当金庫（ジニーメイ）のベースは13CPR以下にそれぞれ止まっています。MBA借り換え指数は今年の最低水準に低下して2000年以来の低水準となり、MBA購入指数もモーゲージ金利の上昇と住宅在庫の減少を受けて第2四半期より低下しました。我々は引き続き、プライマリーモーゲージ金利が大きく低下しない限り、期限前償還は低位に止まると予想しています。我々の基本シナリオでは低クーポン債の回転率が6%前後にとどまると予想していますが、秋冬に向かうにつれてやや季節的な影響を受ける可能性があります。

クーポン別に見ると、キャリア面で優位な高クーポン債が総じてアウトパフォーマンスしました。ただし、発行年限が新しいプールは概して古いプールより好ましくない特性となっています。例えば、新規案件における最大ローン規模と加重平均利率の上昇は（モーゲージプールを特定しないで行う）TBA取引の割高化をもたらしており、このことが発行年限が古いプールへの需要を高める結果になっています。MBS指数の市場価格は（2008年以来の水準である）99-16(99.5)米ドルまで低下しており、市場のセンチメントはそれを受け、コールプロテクション重視から発行年限が古いプールを利用したエクステンションプロテクション重視に変わっています。

第3四半期のダラーロール市場は、FRBの決済が減るなかで純供給量が増えたことから、ほとんどのクーポン債のアービトラビリティが高まった結果、割安化しました。我々は引き続き、TBA取引よりも、コンベクシティの特性やファンダメンタルズの価値が良好な発行年限が古いプールを愛好しています。

内国歳入庁（IRS）が最終的に単一証券への交換は非課税扱いにするとの方針を発表したため、ほとんどのクーポン債でフレディマックがファニーメイをアウトパフォームしました。単一証券の導入予定日は来年6月3日であり、市場はそれに向けて準備を整えることに注力しています。連邦住宅金融局（FHFA）がフレディマックとファニーメイの業務を調整して同様の内容にするとの方針を示しましたが、市場におけるこれら2つのエージェンシーの行動には依然として若干の違いが残っています。そのため我々は、これらの相対価値がファンダメンタルバリューに収斂するまで、今後数カ月間は値動きがあるとみています。

GNMA債は高クーポン債を除き、コンベンショナルローンと同程度のパフォーマンスでした。高クーポン債では、期限前償還ペースが異常に早い一部のノンバンクオリジネーターに対してジニーメイが措置を講じたことから、価格上昇が続きました。高クーポンGNMA債にはさらなる上値余地がありますが、我々は年初来パフォーマンスが良好なこれらの銘柄へのエクスポージャーを削減しました。単一証券の導入時期が近づきつつあるほか、モーゲージ金利が上昇するなか、GNMA債の組成は引き続き活発です。そのため、FRBのサポートがなくても純供給量の増加分を吸収できる確かな需要が必要になると見られます。さらに、我々のモデルによれば、GNMA債はファンダメンタルズの価値対比で割高であるため、GNMA債の魅力低下の要因となっています。

我々は今後も引き続き、米国債よりキャリーが魅力的な高クーポン債に偏したポジションを愛好します。さらに、TBA取引よりも、コンベクシティの特性やファンダメンタルズの価値が良好な発行年限が古いプールを引き続き愛好します。加えて、単一証券の導入が近づきつつあることからFHLMC債を愛好します。プライマリーモーゲージ金利が狭いレンジで高止まりしているため、期限前償還ペースは今後も抑制されると見込んでいます。

また、第4四半期の組成は秋冬の季節要因の影響を受けるものの、FRBがMBSの再投資キャップ金額を満額の月間200億米ドルに引き上げることは、MBSスプレッドのパフォーマンスにとっての逆風になると見えています。しかし、エージェンシーMBSは第4四半期には概してテクニカル面でサポートされる傾向にあり、現在のスプレッド水準に鑑みてキャリーが依然米国債より魅力的であるため、我々は引き続き中立ポジションを維持しています。

見通し: 米国債との対比ではニュートラルとするものの、他のスプレッド・セクター対比ではアンダーウェイト。キャリーが良好な高クーポン債のポジションを継続。期限前償還は低位に止まると予想。TBA取引を回避。コンベクシティの特性が良好である発行年限が古いプールのほか、単一証券の導入が近づきつつあることからFHLMC債を愛好。

証券化商品

第3四半期の証券化商品のスプレッドは、CMBSが縮小した一方、CLOが拡大、また、ノンエージェンシーRMBSとABSはボックス圏になるなど、強弱入り混じりました。今後は、我々は証券化商品のスプレッドに対して積極的な見方をしています。ただし、キャピタルゲインよりキャリーの観点でより積極的であり、スプレッドの拡大を買いの好機と捉えています。ファンダメンタルズは概ね良好であり、堅調な経済が下支えしています。証券化商品セクター内で我々が愛好しているポジションは、引き続きAAA格のCLOとCMBSです。

非エージェンシーRMBS: ノンエージェンシーモーゲージ債のバリュエーションは引続き妥当な水準にあり、シニア債のスプレッドはLIBOR+75~100bpsのボックス圏で推移しています。我々は総じてノンエージェンシーRMBSよりもCLO、CMBS、ABSにより投資妙味があると考えています。これらのセクターはノンエージェンシーRMBSと比べてバリュー面で遜色がない上、ノンエージェンシーRMBSに生じるようなバリュエーション上の問題（例えば、レガシー債券のデフォルトや回収率の前提や、新規発行されたリパフォーミングローン債券の期限前償還ペースの認識など）がないためです。可もなく不可もないバリュエーションですが、クレジットファンダメンタルズは健全です。住宅価格が2012年につけたボトムから継続的に上昇し、全米ベースでは今や2006年のピークを上回っているほか、ローンの条件変更を受け、モーゲージの返済は順調です。とはいえ、住宅価格と金利がどちらも上昇しているため、住宅取得能力が問題になりつつあります。しかし、ミレニアル世代の需要が生まれてきており、また、モーゲージの信用供与枠は総じて拡大方向にあります。以上の点から、我々は来年の住宅価格が3~4%のレンジで上昇すると予想しています。なお、政府支援機関（GSE）改革の中で「民間の信用補完機関」モデルを巡ってコンセンサスが形成されていると示唆する法案が下院で発議されたことが注目されます。同モデルは、いくつかの民間機関を競争させるほか、信用リスク移転債（CRT）を多用し、信用リスクをREITを中心とした資本市場に分散させるものです。我々はこの法案がCRT市場にとってややプラスだと考えています。また、欧州市場では、イングランド銀行の（モーゲージに資金提供していた）機関貸出制度の運用中止や欧州のCLOスプレッドの拡大もあって悪化した需給環境を受け、英国のRMBSスプレッドが拡大しました。我々はこのスプレッドの拡大を買いの好機と捉え、3カ月L+100bpsのスプレッドまで拡大した英国の発行年限が古いノンコンフォーミングRMBSのシニア債に対し、より積極的なスタンスとしています。一方、冷え込みつつある英国の住宅市場、ブレッジジット関連の不確実性、ストラクチャー上発行体に与えられたエクステンションのリスクを理由に、メザニン・トランシェに対しては総じて中立か弱気なスタンスです。

CMBS: 我々は引き続き、不動産価値に対するベータが低いことに特に着目し、コンデュイット型のスーパーシニアトランシェを愛好しています。コンデュイット型メザニン・トランシェに対する弱気ポジションも継続していますが、不動産のファンダメンタルズが魅力的である一部のシングルアセット

ト/シングルボロワー劣後トランシェに投資妙味を見いだしています。第3四半期には、AAA格固定金利債のパフォーマンスが好調で、スプレッドは15bps縮小してS+75bpsになりました。同様に、エージェンシーCMBSのスプレッドも2bps縮小してS+53bpsになりました。一方、AAA格のシングルアセット/シングルボロワー変動金利債に関しては、供給が増加する中で需要が減少し、スプレッドは15bps拡大してL+95bpsになりました。今後はシニア債のスプレッドはボックス圏で推移すると我々は見えています。(地銀、プライベートエクイティファンド、REITなどの)他の貸し手がコンデユイト型CMBS向けのローン組成を妨げているため、供給は統御可能なレベルにとどまる一方、需要面では金利上昇に伴って利回りを求める買い手が現れています。我々の上位トランシェを嗜好するポジションは、クレジットカーブがフラット化(AAA格とBBBマイナス格のスプレッド格差は年初の285bpsから210bpsに縮小)したことから、年初来ベースでアンダーパフォームしています。なお、最近の金利上昇に伴い、キャップレートに織り込まれたスプレッドプレミアムが長期平均をやや下回ったため、我々は商業用不動産の価値に対してやや慎重な見方に転じています。

CLO: 我々は引き続きAAA格とAA格のCLOトランシェに対して非常に積極的なスタンスとしており、最近のスプレッド拡大はより有利な投資条件やCLO債務条項を提供する好機ととらえています。米国のAAA格とAA格のスプレッドは、それぞれ3カ月L+115~130bpsと165~195bpsで取引され、前四半期より10~15bps拡大しました。欧州では、AAA格のスプレッドが3カ月EURIBOR+107~122bps(クーポンフロアを含む)で取引されました。我々はまた、資本構造の下位トランシェに対して依然として慎重であり、経済成長が鈍化した場合のパフォーマンス低下の可能性が現在のバリュエーションには反映されていないと考えています。レバレッジの増加やローン条項の悪化を理由に、我々が担保付きシニアローンの回収率の低下を予想している点を考慮すれば、特にそう言えます。一方で、堅調な企業収益を受けてデフォルトが少ない環境が続き、これらのメザニン債が短期的にキャリアを稼ぎ続けることも予想されます。我々はCLOの純発行額が年末までに少なくとも600億米ドル(総発行額は過去最高)になり、そうした供給を理由に、第4四半期のAAA格/AA格のスプレッドが拡大すると予想しています。ただし、スプレッド拡大によりエクイティ投資家によるCLOの新規発行が抑制されるため、拡大幅は小幅にとどまると考えています。そのため、第4四半期後半にはスプレッドが安定し、縮小する可能性もいくらかあるとみえています。なお、グローバル投資家の多くは為替ヘッジのコストや効果の変化に応じて特定の債券需要をシフトさせる可能性があるため、我々は引き続きクロスカレンシーベースの動きを注視しています。

ABS: 消費者および商業ABSの担保のパフォーマンスは幅広い資産タイプで引き続き堅調であり、景気拡大とそれに伴う失業率の低下を考慮すれば、我々はそうした状況が今後も続くと予想しています。一般的なAAA格ABSのスプレッドは第3四半期には安定し、第1四半期につけた年初来の最低水準より5~10bps拡大した水準で、これまで以上に双方向にバランスの取れた取引が見られました。各商品の現在のス

プレッドは、残存期間3年のカードローンがL+20bps、同2年の自動車ローンがL+18bps、一方、消費者ローンとAAA格の民間学生借り換えローンがより好ましい投資妙味を提供し、L+60~65bpsとなっています。なお、我々は第4四半期にはスプレッドはボックス圏で推移すると予想しています。また、スプレッド格差の縮小も、2018年のテーマとなっています。AAA格トランシェと劣後トランシェのスプレッド格差や指標銘柄と非指標銘柄のスプレッド格差は、何れも歴史的にみてタイトな水準にあります。投資家は概してデュレーションが短いこの資産クラスで利回りを追求しようとしているため、我々はスプレッド格差の縮小が続くと予想しています。我々は引き続きファンダメンタルズに主導された上位トランシェに注目し、一部の盤石な引受基準と堅固なストラクチャー特性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、民間の学生借り換えローンの証券化商品を選択しています。

見通し: 最優先トランシェの証券化商品、特にCLOとCMBSに対して長期的に強気。現在のスプレッド水準で得られるキャリアは引き続き妥当であると考え。コンデユイト型のCMBSとCLOのメザニン・トランシェについては弱気。スプレッドがタイトな中でレバレッジ需要が強いため、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をますます注目。

米国および欧州の投資適格社債

第3四半期の米国投資適格社債のリターンはプラスとなり、同年限の米国債に対するスプレッドは17bps縮小して+106bpsとなりました。市場のセンチメントは強弱入り混じったままでしたが、順調な景気拡大、堅調な企業業績、良好な需給が、FRBの利上げ継続や世界貿易戦争を巡る懸念を相殺して余りありました。同年限の米国債に対する米国投資適格社債の超過リターンは3カ月間で+169bpsでした。また、長期投資適格社債は社債市場全体をアウトパフォームし、+328bpsの超過リターンをあげました。

平凡ながら順調な欧州の経済指標、まずまず堅固なクレジットファンダメンタルズや、ECBの債券購入プログラムの下支えを背景に、欧州投資適格社債のスプレッドも縮小しました。政治を取り巻く不透明感は引き続き市場のボラティリティを高めました。

| | トータルリターン (%) | | スプレッドの変化 (bps) | | OAS (bps) 9/30/2018 |
|----------|--------------|-------|----------------|-----|------------------------|
| | Q3 | 年初来 | Q3 | 年初来 | |
| 米国投資適格社債 | +0.97 | -2.33 | -17 | +13 | 106 |
| 欧州投資適格社債 | 0.00 | -0.64 | -8 | +26 | 114 |

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。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9月30日現在。インデックスに直接投資することはできません。

米国投資適格社債

今年は世界各地の市場でボラティリティが高まっていますが、米国投資適格社債は今なお景気に支えられています。企業増

収率と増益率は、税制改革や景気拡大を受けて第2四半期も高水準が続きました。第3四半期は米ドル高の影響もありやや鈍化するものの、依然として力強くそれぞれ6.9%増、19.3%増になる見通しです。レバレッジは全般に高いままでしたが、負債の伸びの鈍化、フリーキャッシュフローの増加、利益率改善に支えられて第2四半期の企業業績が堅調だったことからやや改善しました。

需給面では新発債の需要が引き続き旺盛であり、ほとんどの案件で発行額の3.0~3.5倍の申し込みがありました。第2四半期と同様に、イールドカーブがフラットななかで20~30年物社債の新規供給が増え、アジア勢を中心とした投資家の関心が再び集まりました。自社株買いやM&A活動が続きましたが、大型M&Aの発表数は著しく減少しており、今後数四半期の社債発行の減速を示唆している可能性があります。積立不足の企業年金の拠出増加（9月30日までは2017年の税率で課税控除）も、年金基金が資産配分を株式から債券に徐々に移していることと相まって長期社債を下支えすると見込まれます。

我々はこうした状況を踏まえ、さまざまな地域、産業、格付、満期から個別銘柄選択が、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。具体的には引き続き、イベントリスクに晒されている産業セクターより、高格付の金融機関や電力会社を選好しています。なお、低格付の金融機関へのエクスポージャーを削減しつつあり、イベントリスクが低く、自己資本が厚く、流動性が潤沢な米国の高格付大手銀行を選好しています。

さらに、我々は引き続き、一部の医薬品、エネルギー、米国内需関連の発行体や、一部のイベントを経た銘柄に投資妙味があると見ています。なお、M&A関連の資金調達には2015年以降、事業会社による社債発行の30%近くを占めており、M&Aを実施した企業のレバレッジは平均2.4倍から4.0倍に上昇しています。一方、社債発行後のレバレッジ解消は、景気拡大の継続にもかかわらず、発行体が示唆していたより総じて低水準にとどまっています。我々はほとんどのM&A案件に対して慎重姿勢を続けていますが、一部のイベント経過銘柄は、発行後1ヵ月前後を中心に良好なパフォーマンスをあげています。

我々はまた、ファンダメンタルズが安定しつつある一方、スプレッドが拡大している一部の欧州銀行のポートフォリオへの追加を検討しています。さらに、ファンダメンタルズが安定しているか、改善しつつある課税地方債とBBB格社債も引き続き選好しています。

欧州投資適格社債

ブレグジット交渉のほか、イタリアとトルコの政治を巡る不透明感が延々と続くなか、第3四半期の欧州投資適格社債のリターンは0%にとどまりました。世界貿易を巡る不透明感やECBによる金融緩和の段階的縮小も市場の重となりました。9月半ばには、ECBが資産購入プログラムに関して市場予想通りのガイダンスを示したことで、社債購入プログラムには、経済指標が今後も順調である限り、年末までに純購入を終了することになります。

クレジットファンダメンタルズは、米国と同様に引き続き全般に堅固であり、控えめながらプラス成長する地域経済とともに、健全な市場環境を提供しています。需給はヘッドライン次第で日々変化しましたが、7月は全体的に強く、8月は弱く、9月はより拮抗しました。新規発行は8月の小休止を経て9月に大きく増加し、新発債の大部分が良好なパフォーマンスをあげました。全体として見れば、政治と需給がファンダメンタルズ以上に市場を動かしている様子です。

我々は欧州のポートフォリオでは、魅力的な価格の新発債への投資を検討してきたほか、ボラリティティが高まり、スプレッドが拡大する局面では、抑制していたリスクを選択的に高めようと試みています。例えば、9月上旬に銀行銘柄への着実な買いが集まったのは、それ以前の数週間にスプレッドが拡大しすぎたと市場が認識したことが背景でした。我々は引き続き、銀行、保険、非コアREITをオーバーウェイトしています。ユーロ圏外とECBの社債購入対象以外の発行体についてもオーバーウェイトを継続していますが、これらのセグメントはスプレッドがかなり縮小したため、オーバーウェイト幅を削減しました。

グローバル社債ポートフォリオでは、ユーロ建てと米ドル建てへのエクスポージャーについて、どちらかに偏らない見方をしています。しかし、8月にはスプレッドが拡大し、ユーロ市場が米ドルと英ポンド市場をアンダーパフォームしました。また、スプレッド拡大の可能性が最も高いテールリスクを有する銘柄へのエクスポージャーを削減しつつあります。なお、欧州ポートフォリオと同様に、米国の大手銀行や保険をオーバーウェイトしています。加えて、大型M&A候補になる可能性があり、株主寄りの経営陣を持つA格銘柄よりも、BBB格ながら堅固なイベント経過後の銘柄を選好しています。また、同一発行体や類似発行体のユーロ建てと米ドル建て社債に着目し、その価格のかい離や利回り較差に投資機会を探ります。

我々は米国と欧州の両市場に慎重な見方をしています。短期的には需給モメンタムからスプレッドが縮小する可能性があります。このモメンタムは年末までに弱まり、スプレッドは年末時点で拡大すると考えています。さらに、ダウンサイドリスクとして、緩和的な金融政策の縮小、米国債のイールドカーブのフラット化/逆イールド、世界各国の貿易政策の不確実性、地域および世界的な地政学リスク、世界経済への中国の貢献の減少などを懸念しています。

見通し: 良好なファンダメンタルズと企業の利益成長モメンタムにもかかわらず、ダウンサイドリスクとスプレッド拡大の可能性を受け、慎重姿勢。米国の大手銀行を引き続き選好。米国の税制改革は引き続き下支え要因。

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、第3四半期初から良好で、他の債券市場が弱含む中でも、その影響を受けることなく堅調に推移しました。第3四半期に、米国ハイイールド債のスプレッドは43bps縮小しました。また、欧州ハイイールド債市

場は、若干変動する局面もありましたが、その後は落ち着き、スプレッドは 25bps 縮小しました。

| | トータルリターン (%) | | スプレッドの変化 (bps) | | OAS/DM (bps) 9/30/2018 |
|--------------|--------------|------|----------------|-----|---------------------------|
| | Q3 | 年初来 | Q3 | 年初来 | |
| 米国ハイイールド債 | 2.44 | 2.52 | -43 | -35 | 328 |
| 欧州ハイイールド債 | 1.62 | 0.10 | -25 | +73 | 367 |
| 米国レバレッジド・ローン | 1.85 | 4.06 | -19 | -34 | 381 |
| 欧州レバレッジド・ローン | 1.48 | 2.17 | -19 | +13 | 405 |

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・メリルリンチ、クレディ・スイス、2018年9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

企業の力強い利益成長、限定的なデフォルト、新規発行の減少、資金フローの改善、そして最高値をつけた株式市場と、幾つもの要因が市場を支える中、第3四半期の米国ハイイールド債市場は堅調に推移し、スワップ比の超過リターンは +243 bps となりました。相対的に高格付のセグメントがアウトパフォーマンスした期間もありましたが、期末にかけてはリスクオンセンチメントが低格付債券に追い風となり、結果として CCC 格債がアウトパフォーマンスしました。第3四半期の CCC 格債のスワップ比の超過リターンは +270 bps、BB 格債は +241 bps、B 格債は +235 bps でした。CCC 格債は過去 11 四半期のうち 10 四半期で BB 格債をアウトパフォーマンスしています。

第3四半期は、すべてのセクターのリターンがプラスとなりました。中でも、ケーブル、ヘルスケア、通信、消費財セクターが好調でした。ケーブルセクターのパフォーマンスはディッシュ・ネットワーク債が牽引しました。同社の利益や加入者指標が予想を上回ったことで、債券価格は決算発表後に数ポイント上昇しました。ヘルスケアセクターのパフォーマンスは、格付の低い数社、特にコミュニティ・ヘルスネットワークおよびエンドー・ファーマシューティカルの債券価格の継続的な上昇が牽引しました。

一方、小売セクターはシアーズと JC ペニーが要因となり、パフォーマンスは最も軟調でした。シアーズ債は、倒産を避けるための債務再編の可能性が報道されると、債券価格は半分まで下落しました。JC ペニー債は、最高財務責任者の辞任の公表を受けて債券価格は下落しました。

グローバルでのデフォルト件数は概して減少傾向が続いています。ムーディーズの過去 12 カ月米国投機的格付企業のデフォルト率は 8 月末で 3.4% と、第2四半期末の 3.6% から低下しました。投機的格付企業のデフォルトは年初来 51 件と、2017 年同期間の 65 件を下回っています。ムーディーズは企業の信用力は良好な状態が続き、今後 12 ヶ月間のデフォルト率も低位で推移すると予想しています。具体的には、ムーディーズの信用力遷移モデルは、2018 年の米国のデフォルト率を 2.6% と予測しています。

ハイイールド債ファンドの資金フローは、第3四半期に 8 億米ドルの流入超に転じました。第3四半期の純流入額は僅かですが、第2四半期の純流出額が 47 億米ドル、第1四半期が 200 億米ドルであったことからすると、大幅な改善に転じています。また、特筆すべきは、今年の大規模な資金純流出の内、85% はアクティブファンドからの流出です。

夏以降に供給増が見込まれていた米国ハイイールド債券の新規発行は低調で、第3四半期の発行額は 410 億米ドルでした。年初来の発行総額は、2017 年より 33% 減少し、1,670 億米ドルにとどまっています。エネルギーセクターの新規発行が第2四半期の 19%、第1四半期の 27% に引き続き、第3四半期も 25% と新発債の中で高い割合を占めています。エネルギーセクターの起債が、過去 7 年間のうち 6 年間新規発行市場を牽引しています。

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アジアの機関投資家からの持続的な需要）により、短期的には米国ハイイールド債に対してやや強気な見方をしています。しかし、現在のバリエーション（金融危機後で最もタイトなスプレッド）、2007 年を彷彿とさせる最近の低格付 M&A 取引関連に対するリスク選好、さらには貿易戦争や次の景気後退に対する懸念から、長期的には慎重な見方をしています。

我々は、2018 年の年末から 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。格付面では、我々は、低格付債券の価格が上昇した局面を投資機会と捉え、足元でアウトパフォーマンスした様々な CCC 格銘柄のオーバーウェイトを削減しました。セクター別では、コモディティに対しては依然として慎重で、独立系発電会社や米国消費者関連の発行体に対するオーバーウェイトを維持します。

CLO の組成が非常に好調なことで多額の資金流入の後押しを受けて、S&P/LSTA レバレッジド・ローン・インデックスは、第3四半期も堅調で安定したパフォーマンスを維持し、スワップ比の超過リターンは +135bp となりました。年初来では、ローン市場の超過リターンはスワップ比で +286 bps でした。低格付ローンは、指数に占める比率は 5% ですが、アウトパフォーマンスしました。

ローン・ファンドへの資金流入は第3四半期も続き、年初から 36 週間のうち 34 週間で純資金流入となりました。ローン・ファンドへの流入額は、2017 年が 131 億米ドルで、2018 年は 155 億米ドルでした。ローン・ミューチュアルファンドの総資産額は現在 1,520 億米ドルに達し、2014 年 4 月の過去最高水準の 1,540 億米ドルにほぼ近い額になっています。

リプライシングの減少により、レバレッジド・ローンの新規発行総額は第3四半期に大幅に減少しました。しかし、純新規発行額は前四半期比で約 500 億米ドルと堅調に推移しています。テクノロジー・セクターの発行額が今年の新規発行総額の 18% を占め、引き続き全体を牽引しています。ヘルスケアセクターとカジノ/宿泊/レジャー・セクターが、それぞれ 10% で続いています。エネルギーセクターはレバレッジド・ローン市場での存在は薄く、今年の新規発行額のわずか 3% に留まっています。

今後については、米国ハイイールド債と比較して年初来の超過リターンがアンダーパフォームしていることや、回収率の実績が高いことから、現状の米国の景気サイクルの中で、米国レバレッジド・ローンは、米国ハイイールド債と比べてより下振れリスクが小さいと見ています。これは、米国のハイイールド債のバリュエーションが上限に近づいていることや、貿易戦争などのマクロ経済リスク懸念が、米国のレバレッジド・ローンよりハイイールド債により大きな影響を及ぼす可能性があるという見通しに基づいています。

欧州レバレッジド・ファイナンス

イタリアの政治情勢の進展やブレグジット（英国の欧州連合離脱）関連のヘッドライン増加に加え、新規発行増に直面して、欧州ハイイールド債の спреッドは、第3四半期初めに年初来最大の399bpに拡大しました。その後、短期的にはイタリアの政情安定化と、リスク資産市場の比較的良好な動きから、スプレッドは縮小し、その堅調な勢いは8月も継続しました。9月初めにはスプレッドが拡大する局面（長続きはしませんでした）がありましたが、第3四半期に欧州ハイイールド債の спреッドは25bps縮小し、2017年11月の金融危機後の最もタイト化した水準（+247bps）から120bps拡大しています。

欧州ハイイールド・インデックスのスワップ比の超過リターンは、第3四半期は+189bps、年初来では+4bpsとなりました。第3四半期に最もパフォーマンスが良好だったのはB格債で（超過リターン+210bps）、BB格債とCCC格債をそれぞれ+13bps、+281bpsアウトパフォームしました。

第3四半期の新規発行は概して低調で、発行総額は83億ユーロにとどまっています。その結果、年初来新規発行額は、前年同期の631億ユーロに対し、515億ユーロと昨年のペースを18%下回っています。新規発行の内、リファイナンスが引き続き大半を占めていますが、M&A関連の発行が昨年より大幅に増加しています。

ムーディーズのデフォルト率は第3四半期に改善し、6月末の2.5%から2.2%へ低下しました。今後は、欧州および世界経済が緩やかに成長するとの見通しから、欧州のデフォルト率は引き続き低水準に留まり、最終的には今後12ヶ月で1.3%まで低下すると見込んでいます。

第3四半期の欧州のレバレッジド・ローンは、ハイイールド債を下回ったものの、年初来の超過リターンはスワップ比で+244bpsとなり、2018年はハイイールド債を+240bpsアウトパフォームしました。今年はこれまでハイイールド債よりレバレッジド・ローンを選好してきましたが、年末に向けてはハイイールド債の спреッドがローンに「追いつき」、ローンと債券のパフォーマンスは収斂すると予想しています。そうではあるものの、継続的なCLOの組成と将来の金利上昇期待から、変動金利商品に対する投資家の需要は依然として強いと言えます。しかし、レバレッジド・ファイナンス商品に対する需要の増加は、引受基準の一部の悪化を招く可能性があります。今後注意する必要があります。

第3四半期のローンの発行額は、僅かながら減少したものの概ね昨年の水準と同程度で推移しています。当四半期の新規発行額は、昨年の同期間の270億ユーロに対し、203億ユー

ロにとどまっています。概して、欧州のレバレッジド・ローンの新規発行市場は、機動的な資金調達（借り換えやプライシングなど）ではなく、M&A関連が大きな割合を占めています。

堅調なマクロ経済、堅固な信用ファンダメンタルズ、順調な利益成長を背景に、短中期的にスプレッドは現在の水準から緩やかに縮小すると予想しています。我々の短期的な見通しは、欧州に短期的な景気後退リスクがないこと、ECBが政策の正常化のペースと内容でバランスの取れたアプローチを取る可能性が高いことも裏付けとなっています。貿易戦争の世界経済への影響、欧州の政治的不確実性（特にイタリアと英国）、そして引受基準の悪化の可能性から、長期的には慎重な見方を変えていません。

ポジショニングの面では、B格の発行体を引き続き選好し、新規発行市場を通じたBB格債への配分の戦術的な拡大を継続しています。我々はブレグジットの不確実な見通しなどにより創出される、英ポンド建て債券とユーロ建て債券の間での魅力的なレラティブ・バリューの機会を引き続き追求しています。さらに、我々は、欧州周縁の小売および建設業について、慎重あるいは否定的な見方を維持しています。

見通し：短期的には米国のハイイールド債にやや強気だが、金融危機後で最もタイトなスプレッド水準と、マクロ経済に対する懸念から長期的には慎重。過去の高い回収率実績から、米国レバレッジド・ローンは、米国ハイイールド債と比較して、景気サイクルの現在の局面では下振れリスクが少ないと見る。また、良好なマクロ経済、強固な信用ファンダメンタルズ、および利益成長から、スプレッドの緩やかなタイト化を期待して、短期的には欧州のハイイールド債に強気。

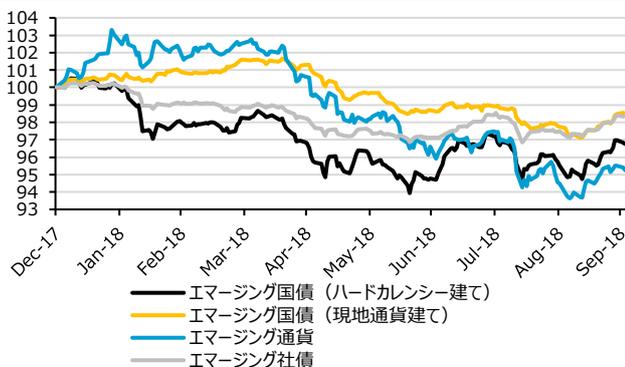
エマージング債券

エマージング債券はハードカレンシー建てソブリン債がけん引し、軟調だった第2四半期から回復しました。グローバルな金融環境の引き締めに対する脆弱性や国特有の個別要因が懸念される中、第3四半期を通じて月ごとの変動が、特にアルゼンチン、トルコ、エクアドルなどで非常に大きくなりました。第3四半期のマクロ動向では、米ドルの底堅さや貿易戦争を巡る関係国間の応酬の激化が見られました。米国の成長率が他の先進国やエマージング国よりも力強くなるという予想がエマージング通貨の逆風となり、同様にヘッジ有りの現地通貨建て債券のパフォーマンスにも重荷になりました。

| | トータルリターン (%) | | スプレッド/ 利回り変化(bps) | | OAS (bps) /利回り (%) |
|-------------------------|-------------------------|-------|----------------------|------|-----------------------|
| | Q3 | 年初来 | Q3 | 年初来 | 9/30/18 |
| | エマージング債券 (ハードカレンシー建) | 2.30 | -3.04 | -34 | +50 |
| エマージング債券 (現地通貨建ヘッジ有) | -0.25 | -1.54 | +3 | +48 | 6.62% |
| エマージング通貨 | -1.11 | -4.48 | +42 | +183 | 5.37% |
| エマージング社債 | 1.30 | -1.60 | -15 | +63 | 286 |

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9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。

図表 1: エマージング債券は第3四半期末には、足場を見出した



出所：ブルームバーグ、2018年10月現在。2017年12月を100として指数化。

興味深いこととして、ハードカレンシー建て債券の年初来リターンを検証すると、多くの国は第3四半期までの年初来リターンがブルームバーグ・バークレイズ10-20年米国債インデックス(-4.14%)と同程度か、それを上回るパフォーマンスをあげています。従って、この間にトルコ(-9.39%)、アルゼンチン(-16.25%)、レバノン(-9.06%)、ザンビア(-29.87%)など、ごく少数の国が例外的に大幅にアンダーパフォームしていることとなります。これらの個別国に言及した理由は、エマージング債券セクターが直面している困難やアルゼンチンやトルコのリスクに関するニュースが続いたために(アルゼンチンとトルコに関する詳細については、こちらをクリック)、「たらいの水と一緒に赤ちゃんを捨てる」(大事なものを無用なものと一緒に捨ててしまうことの例え)ことが起こりやすいからです。実際には、非常に困難に直面する発行体の中には正統的な手順を踏んで懸念に

対処しようとしている国がありますが(例えば、アルゼンチンは財政政策を予想よりも大幅に引き締め、これに伴い増額された国際通貨基金(IMF)融資を前倒して受領しました)、エマージング債券は他の債券をアンダーパフォームし、スプレッドは前年比50bps拡大しました。とはいえ、幾つかの国は相対的な底堅さを示し、これはファンダメンタルズや二国間・多国間融資にアクセスできるとの予想を踏まえると妥当だと考えられます。こういった例にはメキシコなどの大規模な発行体が含まれます。メキシコは左派ポピュリスト政権の選出にもかかわらず、ハードカレンシー建て債券インデックスを年初来でアウトパフォームしています。さらには、フロンティア国と見なされる小規模なエマージング国も含まれ、アンゴラ、パキスタン、モンゴルなどの国のリターンは年初来でプラスです。エマージング社債のリターンの主要因も、こうしたソブリン債のパフォーマンスが背景にありました。

ヘッジ有りの現地通貨建て債券のリターンも、同様に少数の国が極端に大きくマイナスとなりました。ここでも、トルコとアルゼンチンのリターンが年初来で2桁のマイナスとなり、深刻な通貨安や高水準のインフレ率を背景に、大幅な利上げを余儀なくされています。アルゼンチンは金利を3,275bps以上引き上げ、トルコは625bps利上げしました。両国では、政策への信頼性が引き続き問題になっています。インドネシア、フィリピン、ロシアなど、他の中銀も、エマージング通貨からの逆風を踏まえ、金利を引き上げています。これ以外の中銀も追従する可能性があります。インフレ率が幾つかの例外の国を除いて抑制されていることを踏まえると、利上げは小幅になると見込まれます。

第3四半期のエマージング通貨は、米国の成長率が財政刺激を背景に堅調で、ユーロ圏や一部のエマージング国(特に中南米諸国)の成長率予想が下方修正された環境で始まりました。さらに、第3四半期を通じて、貿易政策を巡る不透明感が高い状況が続きました。これらの要因と、他のG10中銀よりも積極的なFRBの利上げサイクルが市場に織り込まれたことから、米ドルは過去2四半期にわたり上昇しました。

我々が注視しているのは…

貿易戦争の激化に関する動向は、エマージング国の成長率軌道に影響するため、重要な注視の対象です。この一部は、すでにエマージング資産に織り込まれていると見られます。この先、中国は財政政策を使い、米国が賦課した貿易関税のさらなる拡大による影響を緩和すると見込まれます。同様に、中国は米国以外の国からの輸入品に対する関税を引き上げています。

大きなマクロ・テーマ以外にも、個別国の動きも、一部の国のパフォーマンスやより広範なエマージング国に対するセンチメントに影響すると考えます。

大統領選挙が相変わらず非常に両極化しているブラジルなどの国の動きは、継続的にモニターする必要があります。実際、誰が選挙に勝利しても、「ガバナンス」問題という試練に直面し、ブラジルの分断化した政治システムや脆弱な連立合意に対処する必要に迫られると考えます。

構造的財政赤字が高水準であることから、ブラジルに関する懸念の多くは国内債務の動向に関連しています。社会保障改

革など、公共セクター改革を実施する必要があります。市場の短期的な反応は誰が勝利するかにより異なるとみられますが、中期的には、次のような要因が公共セクターの債務軌道に関する懸念を緩和すると見えています。

- 1) 現地通貨建て債券は主に国内投資家が保有し、非居住者の保有は約 15%にとどまります。したがって、国内債務の借り換えができなくなるリスクは、ほぼないと考えます。
- 2) 公共セクターの対外債務水準は、GDP 比約 5%と低水準です。
- 3) 経常赤字は GDP 比 1~2%程度と非常に低い水準にあり、海外直接投資により十二分にカバーされています。
- 4) ブラジル・リアルは変動相場制であり、調整/吸収メカニズムとして使用されています。
- 5) 外貨準備は約 3,800 億米ドルと、高水準です。

現地通貨建て債券は選挙結果を巡る不透明感を反映し、高水準のプレミアムを織り込んでいます。外貨建てソブリン債・準ソブリン債は管理可能な水準で満期が長く、それほどボラティリティに見舞われないと見られます。政治的な環境からして、いずれの候補者が勝利しても、本格的な財政改革の首尾良い成立・実行は困難に見えるかもしれませんが、公共セクターが現在の枠組みから恩恵を受けていることを認識する必要があります。これと社会的なセーフティ・ネットの存在が、ある程度の改革を実現可能にすると見込まれます。

アルゼンチンでは、最近 IMF プログラムが 500 億米ドルから 570 億米ドルに増額され、支払いの前倒しが発表されたことや、マクリ政権が財政政策の一層の引き締めや金融政策の枠組みの変更を約束していることから、対外債務に関する懸念は沈静化しています。より最近では、アルゼンチン・ペソのリターンはプラスとなりました。経常収支は 2018~2019 年に、大幅に調整される見込みです。現地通貨建て債券の借り換えは、より順調です。2019 年 10 月の選挙を踏まえると、不透明感が根強く続くともみられますが、ハードカレンシー建て債券は魅力的なバリュエーションを背景に、引き続き上昇すると見込まれます。

トルコでは、我々は特に中銀の政策措置と財政パフォーマンスを注視しています。政府は財政引き締めを発表しましたが、プログラムは具体性が不足しています。民間（企業および銀行）セクターの対外債務の借り換えにも注視しています。公共セクターの対外債務は主に公営銀行に帰属し、ソブリン債務の動向はそれだけ切り離して見れば、依然として管理可能です。

これらの例のほか、多くのエマージング国は適切な政策対応により、より困難なグローバル環境に適応しようとしています。これには利上げ、自国通貨の調整の容認、多国間・二国間の取り組みによる資金不足の補填が含まれます。これらは、対外債務が高水準にある国や借り換えが困難になる恐れがある国の信用イベントの回避に役立っています。

投資への示唆

我々は 2018 年の初めにリスクを削減した後、第 4 四半期に入り、エマージング・セクターに対する逆風に留意しつつも、特にバリュエーションが魅力的なハードカレンシー建てエマージング・ソブリン債・準ソブリン債のリスクを積み増しています。

大幅な下落が起きた国では、スプレッドに顕著なプレミアムが織り込まれています。明白な脆弱性は存在しますが、アルゼンチン、トルコおよび他の低格付ソブリン債・準ソブリン債の発行国で信用イベントが起きるリスクは短期的に抑制されており、我々はスプレッド商品の中で年限が 3~7 年のソブリン債・準ソブリン債のオーバーウェイトを維持しています。我々は将来の FRB の引き締めの程度が不確実であることを踏まえ、年限が長めの債券のポジショニングにより慎重になっており、長期ゾーンでは高格付ソブリン債・準ソブリン債のポジションのみを取ることとしています。我々は、厳選したエマージング社債のポジションを取っています。第 2 四半期と第 3 四半期に供給は鈍化しましたが、その後、一部で増加しています。我々は価格が魅力的な社債や準ソブリン債に注目しています。また、2019 年 1 月に JP モルガンのインデックスに追加されるとみられる中東のソブリン債にも、注目しています。

我々は米国経済の力強さやエマージング国と米国の相対的な成長見通しを踏まえ、エマージング通貨のポジショニングに慎重です。とりわけエマージング通貨にプラスに働く 1 つの材料は、平均実質実効レートが 2016 年の低水準に下落している状況でバリュエーションが非常に魅力的で、メキシコ、ブラジル、ロシア、インドネシア、インドなどの国では実質金利が極めて高水準にあることです。米ドル高が反転するきっかけは、貿易を巡る緊張の緩和か、FRB のより慎重なトーンであると考えます。しかし、こうしたきっかけがごく短期的に生じるとは考えにくく、米ドル高が持続する可能性が高いとみられます。一部の現地通貨建てエマージング債券は、ヘッジ後の利回りや、すでに利上げを反映している特定のカーブに織り込まれているプレミアムを踏まえると、魅力的であると考えます。

見通し： バリュエーション、まずまずの世界の成長見通し、すでに起きている調整に基づき、慎重ながら楽観的。

地方債

AAA 格地方債は第 3 四半期に米国債に対し、10 年ゾーンでアウトパフォーマンスしましたが、その他のゾーンではアンダーパフォーマンスしました。残存 30 年の地方債/米国債利回り比率は第 3 四半期に、長期ゾーンでの投資需要不足を背景に一時 102%まで上昇した後、四半期末には 99.8%に低下しました。第 3 四半期初時点の同比率は、98.5%でした。年初来の発行額は 2,490 億米ドルと、前年同期よりも 15%減少しました。投資信託へのフローは第 3 四半期に総じてプラスで、年初来のネット・フローは+110 億米ドルに達しました。

AAA 格地方債の利回りはあらゆる年限で上昇し、地方債のイールドカーブはややスティープ化し、5 年/30 年のカーブ

は第 3 四半期に 4bps、年初来では 13bps ステイプ化して 99bps となりました。高格付インデックスとハイイールド・インデックスの第 3 四半期のトータル・リターンはそれぞれ -0.15%、+0.76%で、年初来リターンはそれぞれ-0.40%、+4.45%となりました。ハイイールド債の年初来リターンは引き続き、プエルトリコ上下水道局（PRASA）債の力強いパフォーマンス（これは当局と債権者が再建協定の合意に近付いていることを背景としています）が牽引しました。さらに、連邦監督理事会、プエルトリコ自治政府、プエルトリコ売上税ファイナンス・コーポレーション（COFINA）債の所有者は、COFINA 債の再編合意に達し、債券はこのニュースを受けて上昇しました。さらに、連邦監督理事会はハリケーン後の再建に伴うプエルトリコの実績の改善に基づき、財政計画の長期赤字予測を大幅に上方修正すると発表しました。修正後の財政計画の発表は、第 4 四半期の初めと予想されています。一般債務（GO）債は、このニュースを受けて上昇しました。

長期課税地方債のトータルリターンは第 3 四半期が-0.69%、年初来リターンが- 3.00%と、長期社債インデックスの四半期リターン（+1.32%）をアンダーパフォームしましたが、年初来リターン（-5.54%）をアウトパフォームしました。長期課税地方債の年初来の超過リターン（+111bps）は、長期社債インデックス（-84bps）を上回りました。

我々の第 4 四半期に関する強気見通しは、最近のアンダーパフォーマンスに伴う非課税地方債の相対的な魅力と、投資家により良いエントリー・ポイントをもたらす可能性のある地方債の利回り上昇に基づいています。さらに、需給要因は年末には、より有利な方向に転じると予想されます。相対的に安定している金利環境は、投資信託への資金流入継続を後押しすると見込まれます。長期ゾーンでの投資需要不足は今年の初め以降、市場の重しとなっており、銀行ポートフォリオのさらなる非課税債の売却が第 4 四半期のパフォーマンスに影響する可能性があります。ディーラー在庫は今年の初めの高水準から減少しており、これはより支援的な地合いをもたらすと見込まれます。プエルトリコに関しては、投資家は連邦監督理事会による修正後の財政計画の発表を待っています。さらに、プエルトリコの破産を監督している判事は第 4 四半期に、COFINA 債と政府開発銀行（GDB）債の再編計画に関する判断を下すと予想されます。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。年末まで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見通し。

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10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みます。(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止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点で PGIM フィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点 (または本資料に記載したそれ以前の日付) における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIM フィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。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庁 (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・パークレイズ・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。パークレイズ (BARCLAYS) は、ライセンスに基づき使用されているパークレイズ・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・パークレイズ・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・パ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・パ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・ヨーロピアン・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・ディバーシファイド
- 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・ディバーシファイド
- 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・ディバーシファイド
- 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・パ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・パークレイズ米国国債インデックス
- MBS: ブルームバーグ・パークレイズ米国 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・パークレイズ 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・パ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"4th Quarter Outlook / October 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、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

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

PGIMJ201810191084

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。