

# 四半期見通し

2019年1月

低めが続く

Robert Tippーチーフ・インベストメント・ストラテジスト

「そこそこ」は良いことだと受け入れる

Nathan Sheetsーチーフ・エコノミスト

2019年第1四半期は、市場のボラティリティが高まり、政治、金融政策、経済の面で大きな動きがあった前期の流れを引き継ぐと見られる一方、我々のポートフォリオマネージャーたちが指摘するように、世界経済が安定した緩やかな成長を遂げている中、足元でボラティリティが高まったことにより、短期的な投資機会が生み出された可能性があります。それでも、依然として続いている不透明感は、市場のさらなる混乱を招く恐れもあります。

- **チーフ・インベストメント・ストラテジストの Robert Tipp** は、今後の市況環境について考察した「**低めが続く**」の中で、投資リターン低迷や最近のボラティリティ上昇を引き起こした要因について説明します。この組み合わせが再び姿を現し、年間を通じて投資家の不安をかき立てる可能性があることを踏まえ、投資家はどうすればこうした状況に最もうまく対応できるかについても検証します。
- 投資家は世界の成長鈍化という懸念すべき兆候から何を得ることができるのでしょうか？ **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** は、「**そこそこは良いことだと受け入れる**」の中で、それぞれの国がより持続可能な成長ペースに向かう中で、経済活動が鈍化するの自然な現象であると説明しています。世界の成長が鈍化し、1年前に比べ連動性が薄れてきたという事実は、決して意外なことではありません。それ以上に驚くべきことは、経済が急速な成長を遂げてきたことです。

最近のソートリーダーシップ・レポートを  
[PGIMFIXEDINCOME.COM](http://PGIMFIXEDINCOME.COM) でご覧頂けます。



こちらをクリック

- 📄 [The Economics of Global Aging: Gray Skies, Rays of Policy Hope](#)
- 📄 [China's Bond Market Opening—Gentle Giant or Behemoth?](#)
- 📄 [The Surprisingly Restrained U.S. Consumer: A Source of Stability for the Global Economy](#)
- 📄 [The Fed's Dovish Hike—But Is It Enough for Markets?](#)
- 📄 [U.S. Midterms—A Divided Political Verdict, But Marginally Positive for Markets?](#)
- 📄 [A New Chapter for the Brazilian Economy?](#)

▶ セクター別展望 ▶

## 先進国金利 | 9

世界的な成長減速の兆候と穏やかな金融政策見通しを背景に大幅な低下をみた先進国金利に関して、我々は第1四半期の米国債、ドイツ国債、日本国債 10 年利回りの取引レンジ予想に基づき戦術的ポジショニングを継続。

## エージェンシーMBS | 9

借換率を理由に一部の低クーポン債に高クーポン債を組み合わせたエクスポージャーを 선호。TBA よりも特定プールを 선호。2019 年半ばの単一証券の導入が近づきつつあることからフレディマック債を中心にコンベンショナル債のエクスポージャーを 선호。

## 証券化商品 | 10

最近のスプレッド拡大が長期投資家にとって格好のエントリーポイントをもたらしているため、最優先トランシェに対して長期的に強気。ファンダメンタルズは良好ながら、証券化商品にはクレジットスプレッド全般の拡大に対する脆弱性も認められる。

## 投資適格社債 | 12

スプレッド水準の拡大、良好なファンダメンタルズ、企業利益のプラス成長を受け、短期的には強気な見方。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 | 14

短期的には、良好なファンダメンタルズと供給動向により、やや積極的だが、長期的には中立。欧州では、短期的にはやや強気だが、世界の経済成長と欧州の政治面の懸念により慎重姿勢。

## エマージング債券 | 16

先進国市場とエマージング市場の政策の不確定さが世界経済全体に影響を及ぼすとみられるが、エマージング債券には回復の余地がある。非常に魅力的なバリュエーションを利用する最善の方法は、短期のハードカレンシー建て債券、割安の現地通貨建て債券市場、米ドルの動向ではなくエマージング通貨のレラティブ・バリューに注目することである。

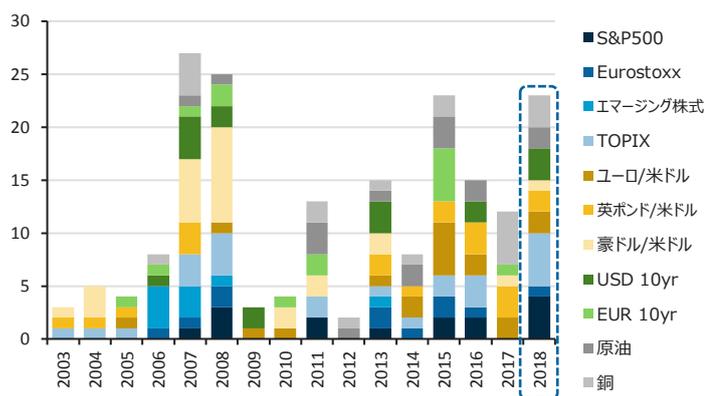
## 地方債 | 17

強気。非課税地方債の相対的な魅力や短期的に良好な需給要因を背景に、米国債をアウトパフォームする見込み。

## 低めが続く

昨年は市場にとって厳しい1年となりました。大半の債券市場はリターンが低水準あるいはマイナスとなり、株式のリターンもマイナスに落ち込みました。図表1に示されるように、唯一、トレンドが上向いたのは市場のボラティリティだったといえるでしょう。

**図表 1: 2018 年は資本市場で 3 シグマの動きが歴史的に高範囲に観測された**



出所：モルガン・スタンレー・リサーチ、2019年1月3日現在。注記：シグマ (σ) は前日の3か月インプライド・ボラティリティに対する1日の変動として定義。

結局のところ、2018年に最も堅調なパフォーマンスを示したのは、明らかにディフェンシブな米ドルとキャッシュでした（リターンの一覧表参照）。

市場は総じて不安定で売りの少ない時期に突入したのでしょうか、それとも2018年が例外だったのでしょうか？今後の市場がどこに向かい、どのような投資戦略が最高のパフォーマンスを生み出すのかを探るため、まず、最近のリターンを左右した要因を検証してみましょう。

### 不安定な当初の環境：低利回り、低水準のスプレッド

債券市場は厳しい出発点で2018年を迎えました。政府債利回りが低水準にあった上、クレジットスプレッドもタイトだったことから、ミスを犯す余地はほとんどありませんでした。年間を通じ、債券市場は代わる代わる、時には同時に、政府債利回りの上昇とスプレッドの拡大に見舞われました。当初のスプレッド拡大の一部を、正常化に向けた動きだとすることは容易かもしれません。すなわち、2018年当初のスプレッドがファンダメンタルズに対して先行しており、全般的に過度にタイトな水準にあったと考えられます。しかし、ほどなく投資家の不安が高まり、次の「セクター見通し」で説明するように、事実上すべての債券セクターでスプレッドが拡大しました。その結果、最もディフェンシブなセクターを除き、すべての債券セクターでトータル・リターンや米国債に対する超過リターンが概ね低水準あるいはマイナスとなりました。

セクター別インデックス	トータル・リターン (%)				
	2018 第4四半期	2018	2017	2016	2015
3か月 LIBOR	0.63	2.23	1.22	0.7	0.3
米ドル	1.64	4.90	-7.85	3.2	8.4
マルチセクター	2018 第4四半期	2018	2017	2016	2015
円総合	1.32	0.93	0.18	3.0	1.1
グローバル総合 (ヘッジあり)	1.74	1.76	3.04	4.0	1.0
米国総合	1.64	0.01	3.54	2.7	0.6
ユーロ総合	0.87	0.41	0.68	3.3	1.0
グローバル総合	1.20	-1.20	7.39	2.1	-3.2
個別セクター	2018 第4四半期	2018	2017	2016	2015
米国ハイイールド債	-4.67	-2.26	7.48	17.5	-4.6
地方債	1.69	1.28	5.45	0.3	3.3
米国レバレッジド・ローン	-3.08	1.14	4.09	9.9	-0.4
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	2.08	0.99	2.47	1.7	1.5
米国債	2.57	0.86	2.31	1.0	0.8
CMBS	1.72	0.78	3.35	3.3	1.0
欧州レバレッジド・ローン	-0.90	1.25	3.72	7.0	3.6
欧州投資適格社債	-0.62	-1.25	2.41	4.7	-0.6
米国投資適格社債	-0.18	-2.51	6.42	6.1	-0.7
欧州ハイイールド債	-3.55	-3.35	6.79	10.8	1.3
米国投資適格長期社債	-0.18	-7.24	12.09	11.0	-4.6
米国長期国債	4.19	-1.84	8.53	1.3	-1.2
エマーゼング債 (現地通貨建ヘッジあり)	2.32	0.75	3.68	4.7	-2.2
エマーゼング債 (ハードカレンシー建て)	-1.26	-4.26	10.26	10.2	1.2
エマーゼング通貨	1.20	-3.33	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、エマーゼング債は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12月31日現在。インデックスに直接投資することはできません。米ドルはブルームバーグ米ドル指数のトータル・リターンで示しています。

### 成長のピークが過ぎ、政治家が市場に介入

世界経済の伸びは2018年に減速しました（経済の項参照）。1年以上の長い期間で見れば、世界では高齢化が進み、債務は高水準にあり、生産性は低迷しています。しかし、中央銀行は成長を促そうとしており、おそらく、グローバリゼーションや政策の改善などにより、経済は十分に健全な足取りが続くと期待していた模様です。

成長見通しは1年前に上向いていましたが、振り返ってみれば、旧来型の政治家にとって、時間はすでに残されていないようでした。ここ数年の冴えない景気は、不均等な富

## 債券市場の見通し

の配分の問題と相まって、有権者の不満の高まりという新たな動きを生み出し、地政学的に安定した同盟関係、自由貿易、労働者の自由な移動などを重視する政治家よりも、正統的な政策から離れ、国家主義的な政策スタンスを取る政治家の勢力が拡大しています。こうしたグローバルな政策協調に背を向け、非正統的な政策に傾く動きは、経済パフォーマンスが標準以下にはならないまでも、債券市場や株式市場における先行きの予測を困難にするとの懸念を反映し、リスクプレミアムが上昇したと見られます。

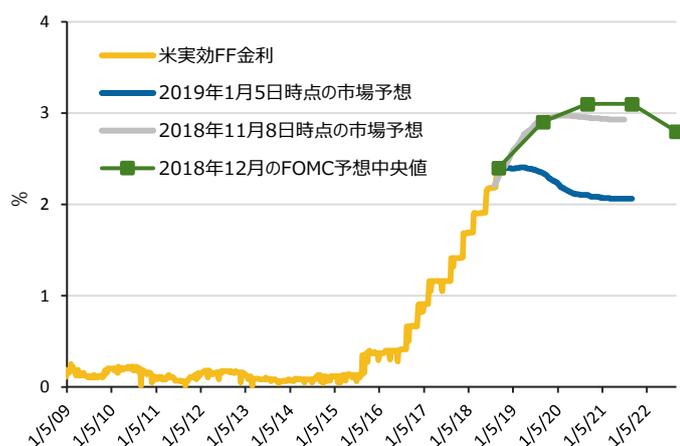
### 金融政策当局者は蛇口を絞めたが

経済活動の鈍化、世界的な摩擦の高まり、非正統的な政策の拡大、そして、それに伴い企業の信頼感が落ち込む中、中央銀行はこれまでの超緩和的な政策を修整する動きを続けています。米連邦準備制度理事会（FRB）は先頭に立ってパンチボールを取り下げ、バランスシートの縮小や一連の利上げに踏み切りました。欧州中央銀行（ECB）は債券買い入れプログラムを打ち切り、日銀は10年物国債利回りの目標レンジを拡大した後、債券買い入れの縮小を続けています。カナダ中銀と英イングランド銀行など、他の中央銀行も金利を引き上げました。

### 誰が彼を雇い入れたのか？

トランプ大統領はFRBによる利上げを非難し、投資家も同じような見方をしている模様で、市場には先々フェデラルファンド（FF）金利が2019年中に引き下げられることも織り込まれています。その過程で投資家は何らかの方法で危険回避行動をとっており、米国債価格が上昇したほか、スプレッドの拡大や株価の低迷が続いています。それはなぜでしょうか？

図表 1: トランプ大統領はFRBの利上げを非難したが、投資家も同じような見解を持っている模様で、市場はFF金利の引き上げよりも引き下げを織り込んでいる



出所：Minack Advisors, 2018年12月31日現在

実際、投資家は金融市場環境が引き締めすぎていると懸念しています。低成長、中央銀行による支援策の後退、政策を巡る不透明感の高まりといった環境の中で、投資家は企業がどこに収益拡大の道を見出すのだろうかといぶかっています。社債、ストラクチャード証券、およびソブリン債

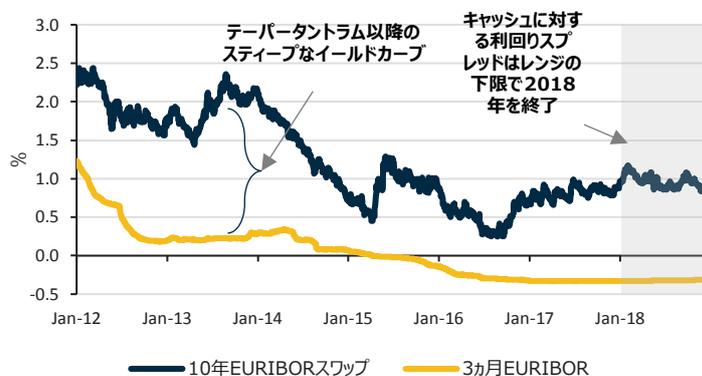
の信用格付けを支えるに足るだけの経済成長力は維持されるのでしょうか？こうした全般的なトレンドの他にも、英国のEU離脱（ブレグジット）や不安定な中東情勢といった個別の地政学的リスクが絶えず市場にのしかかっています。

高いキャッシュの利回りと比較すれば、投資家はリスクを取る価値があるかどうか、確信できていません。そのため、彼らはそうした懸念に照らし、リスク性の債券や株式の価格を見直してきました。

### 2019年の市場：不安だが、生産的か？

では大局的に見て、2019年は市場に何を期待できるのでしょうか？見通しには強気と弱気が入り混じっています。弱気材料としては、2018年初めに見られた「低利回り問題」が、2019年の市場にとってもやや重しとなっています。政府債利回りは全般的に低水準でレンジ内の動きにとどまる見込みですが（詳細については「金利レンジの低下が債券市場の隠れ強気相場を牽引」をご覧ください）、2019年初の時点では、レンジ内の特に魅力的な水準にあるわけではありません。しかも多くの市場（特に米国）では、長期債の利回りはキャッシュに比べそれほど魅力的な水準にあるわけでもありません。その結果、政府債は長期的に概ねキャッシュをアウトパフォームするとみられるものの、その度合いは過去数十年ほど大きくはなく、リターンの安定性も高くないと予想されます。

図表 2: 2013年終盤に起きた「テーパータラム」以降とは対照的に、欧州の利回りは低下し、キャッシュに対する利回りスプレッドはレンジの下限で2018年を終了



出所：ブルームバーグ、2019年1月4日現在

## 債券市場の見通し

図表 3: 特に米国ではその傾向が強い—2013 年末に比べ、FF 金利に対する 10 年債利回りのスプレッドはそれほど大きな水準にはなく、キャリアもほとんど増えていない。その結果、米国のデレーションに極めて強気の見方をするには、FF 金利がピークに近づいており、長期金利は近年のレンジの下方 3 分の 2 (つまり 2.75% 未満) にとどまると考える必要がある



出所：ブルームバーグ、2019 年 1 月 4 日現在

いわゆるスプレッド・セクターの利回りスプレッドは 2018 年初めに比べ著しく拡大していますが、歴史的な水準から見れば特に大きいわけでもありません。そのため、現状のスプレッドは信用リスクをカバーする上で十分以上の水準にあるケースが多いかもしれませんが、現在は景気拡大の終盤にあり、先行きに様々なリスクがあるという投資家の認識を踏まえれば、スプレッドは比較的ワイドな水準にとどまり、不安定な動きが続く可能性があります。結局のところ、スプレッド・セクターはアウトパフォーマンスする可能性が高いものの、歴史的に見て大幅なアウトパフォーマンスは期待できず、それなりのボラティリティを伴ったものとなるでしょう。その一方で、市場における高水準のボラティリティは、平均的な年に比べてセクター配分や発行体の選別を通じて付加価値を創出する機会を引続きより多くもたらしてくれるものと思われま

図表 4: ハイイールド債のスプレッドは最近の平均を上回る水準を維持しており、2018 年初めに比べ拡大しているが、長期的な観点から見れば特にワイドな水準にあるわけではない



出所：ブルームバーグ、2019 年 1 月 4 日現在

### 米ドル：有終の美、それとも強気相場が継続？

最後に米ドルについて触れておきます。通常なら米ドルの支援材料となるようなストレスが存在するにもかかわらず、米ドル相場については警戒が必要だと考えています。ここ数年米ドル相場を押し上げてきたとみられる要因—財政刺激策、FRB による着実な利上げ、バランスシート縮小を通じた流動性の逼迫、税制改革によって促された海外から米国への資金環流など—はいずれも、2018 年にピークが過ぎた模様です。その結果、米ドルは他の主要先進国通貨に対して再び持続的な下落局面入りする環境が整う可能性があります。一方、米ドルが上昇モメンタムを失えば、エマージング通貨がキャリア機会の拡大を背景にアウトパフォーマンスする可能性があります。

**要点:** 市場は 2019 年も 2018 年と同じような課題に直面しています。しかしながら、足もとの高いリスクプレミアムはパフォーマンスを押し上げる見通しで、市場のボラティリティもセクター配分、銘柄選択、そしてイールドカーブや為替のポジションを通じ、価値を創出する上で平均以上の投資機会を生み出す可能性があります。

## 「そこそこ」は良いことだと受け入れる

金融市場のボラティリティと貿易摩擦の高まりを受けて、昨年世界の景気は「きわめて強い」から単なる「堅調」に減速しました。底堅かった1年前と比べれば期待外れかもしれませんが、おそらく足元の景気拡大ペースが持続するならば、世界経済にほとんど打撃を与えないでしょう。

具体的に言えば、前期比年率で測った実質 GDP 成長率（図表1の上グラフ内の黒線）の合計は、2017年半ばの4.25%から直近では3.5%をやや下回る水準に低下しました。この間4四半期ベースでみた世界経済の成長率（黄線）は、4.00%から2000年以降の平均値とほぼ同じ3.75%に軟化しました。

同時に購買担当者景況感指数（PMI）は弱含みましたが、総じて成長が持続していることを示しています。先進国ではこれら景気指標はまだ優に拡大圏にあります。エマージング市場の製造業 PMI は50の節目をわずかに超える程度ですが、非製造業 PMI は最近回復しました。とはいえ12月の中国製造業 PMI が50を割り込み、市場に動揺が走り、不透明感の広がりを浮き彫りにしました。世界の貿易の伸び率（図表1の下のグラフ）は鈍化していますが、貿易自体は拡大しています。

図表 1: 世界の実質 GDP 成長率と世界の輸出高



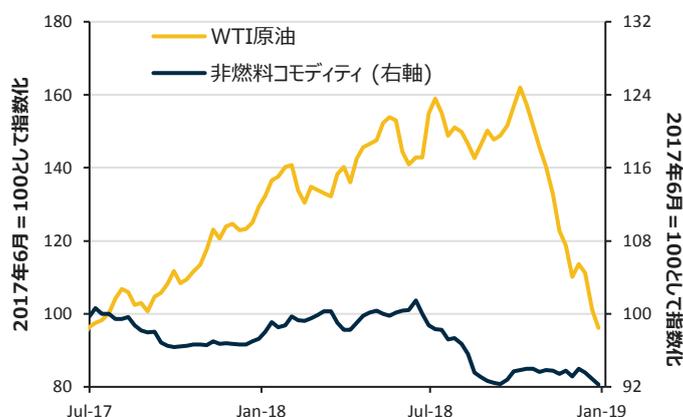
図表 1 の出所：ヘイバーアナリティクス、2018年12月現在

加えて、各国間の違いも鮮明になってきました。米国経済は潜在成長率を大きく上回り視界良好で航行する一方、複

数のエマージング市場経済は深刻な問題に見舞われており（例：アルゼンチンやトルコ）、その他諸国のパフォーマンスはその間のどこかに落ち着きました。

世界経済が減速しているため、金融市場ではボラティリティが高まり、長年の景気拡大がいまや終わりを迎えていることを心配しています。図表2が示す通り、非燃料コモディティ価格は夏の間下落し、原油価格は第4四半期に急落しました。この価格動向はこれらコモディティ市場の需給双方に対するさまざまな要因を反映したのですが、世界経済成長の減速とその見通しに関する市場センチメントの悪化も一因です。ここ数カ月間、世界の株式市場も実質的に同じ理由で大きく下げています。

図表 2: コモディティ指数のパフォーマンス



出所：ヘイバーアナリティクス、2018年12月現在

今後の大きな問題は、主要経済指標の水準と最近の変化のどちらに基づいて経済を予測すべきかということです。現在、世界経済の伸びが持続的なペースで3.5%に減速しているのか、それとも悪化基調をたどる公算が高いのかが最も重要です。上述のように、足元の水準近辺で成長率が安定しているのは、平均をやや下回るペースで2000年以降景気が拡大してきたことの表れでしょう。これはすばらしいとは言えないものの、堅調な市場パフォーマンスを下支えするには明らかに十分です。ここから一段と減速するならば不安材料になるでしょう。

2019年、世界経済は現在の成長率付近で安定する可能性が高いというのが我々の見方です。各国経済は持続可能な成長率に向かって収束するため、確認された経済活動の減速は概ね自然な現象だと考えています。世界経済の伸びが鈍化しており1年前と同じペースではないという事実は意外ではありません。むしろいかに早いペースで景気が拡大してきたかということの方が驚きです。したがって、我々は現在の景気鈍化は一連の悪い要因の到来を表すのではなく、通常のペースへの回帰であると考えています。

この点に関する我々の判断は世界経済の中核、すなわち米国、ユーロ圏、日本および中国が来年底堅く推移するとの見解にかかっています。米国については、労働市場と消費セクターの強さが続くことに加えて、財政刺激策のさらなる効果がやや潜在成長率を上回るペースで景気をけん引す

る公算が高いとみています。ユーロ圏は依然として緩やかな欧州中央銀行（ECB）の金融政策と着実な域内需要を背景に、引き続き潜在成長率を上回る成長が見込めます。2018年、日本の四半期 GDP はまちまちでしたが、この変動を切り抜けて潜在成長率に向かう動きが続くと考えています。失業率は低く、労働参加率は上昇しており、日銀が異例の緩和策を継続すると我々は予想しています。しかし最も不透明なのは中国に対する見通しです。経済指標によれば、金融市場の「リスクオフ」の動きと貿易摩擦による逆風を反映して、2018年は一貫して中国の経済活動が減速しました。これに対して中国政府は景気刺激策を発動しましたが、その効果はまだ大きな原動力として現れていません。2019年に中国当局が追加の景気刺激策に踏み切ると我々は考えていますが、これには大規模なインフラ投資、信用やレバレッジの拡張などの従前の景気刺激策へと最終的に回帰するリスクをはらんでいます。

**とはいえ、こうした予想が下振れ方向に偏るリスクも強調しておきます。**第1に、新たな米中貿易摩擦が勃発する可能性が懸念されます。米中両国は目下交渉中ですが、最終的に状況がどのように進展するのか確実に予想するのは困難です。2つ目に、それに関連して中国当局がより強力な形で経済刺激策を繰り出すと期待されますが、こうした刺激策には予想よりも時間がかかっています。したがって、これら景気刺激策が近い将来行われず、効果もない可能性を認識しなければなりません。この2つの可能性により、習近平国家主席は景気減速の悪化を認めざるを得ないでしょう。3つ目は、先進国で金融政策の正常化が緩やかな動きに留まるとみられることです。金融政策の正常化はすでに始まっており、特に FRB は利上げを進めています。予想より厳しいものになることがわかるかもしれません。逆に、金融政策の正常化に目が釘付けになっている中央銀行が、景気減速に迅速に対応できず、それにより景気後退圧力が強まる可能性もあります。4つ目として、難航するブレグジット（英国の EU 離脱）交渉を引き続き注目しています。特に3月29日の交渉期限を目前に控えて打開策の兆しがほとんど見られません。最後に、資産価格の一段の下落など金融市場でボラティリティが大きく上昇すれば、これが市場センチメントに影響してバランスシートを悪化させ、最終的に設備投資や消費支出を脅かす可能性があります。

要するに、現在の見通しは安心と不安の両方を合わせて持っています。我々は基本シナリオにかなり楽観的ですが、同時にリスクが顕在化するのではないかと慎重に注視しています。以上を念頭に本章の後半では主要国の経済見通しを詳しく説明します。

### 米国

金融市場のボラティリティの高まりや米中貿易摩擦に対する懸念はありますが、景気成長は概ね予想通り拡大し続けており、2018年第4四半期は2.5~3.0%、2018年通年では2.9%と堅調に推移しています。成長の主な原動力は相変わらず消費支出で、2018年初めは減税効果により、さらに直近では、直前のガソリン価格の下落が結果的に好調な年末商戦につながったことにより家計購買力が押し上げられました。実質賃金がじりじりと上昇している中、企業は積極

的な雇用姿勢を崩していません。しかしながら2018年上半期は10%と堅調だった設備投資が1桁前半の伸びに低下しており、昨年は中古住宅販売も振るいませんでした。最近ではインフレ動向も落ち着いてきたようにみえます。

今後については、昨年の財政刺激策が景気をさらに後押しするため、2019年の米国 GDP 成長率は、2018年から小幅低下の2.5%程度になると予想しています。貿易摩擦の激化と足元の金融政策の引き締めが我々の成長見通しにとって下方リスクです。ただしエネルギーコストの下落と最近の住宅ローン金利の低下は、家計に適度なクッション効果をもたらすでしょう。一部政府機関の閉鎖が経済成長や市場センチメントに長期間の悪影響を与える可能性は小さいと考えます。

数四半期にわたり利上げを実施した後、FRBは12月に2019年の追加利上げ見通しを3回からわずか2回に引き下げ、今後利上げの手を緩めることを示唆しました。いまのFRBのフェデラルファンド（FF）金利の誘導目標レンジは2.25%~2.50%で、実質的にFRBが見積る長期中立金利予想レンジである2.50%~3.50%の下限にあります。これは今後経済指標の内容次第で政策を決定するというFRBの意向を説明しています。基本シナリオとして我々は2019年にあと2回利上げすると考えていますが、目先のリスクは利上げ回数が減る方向に傾いています。FRBは来年バランスシート縮小の「自動操縦」（これまでのような特段の問題が生じなければ政策を継続する）に対処し、金融システムからあとの程度流動性を吸収するかという問題にまさに立ち向かわなければならないと予想されます。

### ユーロ圏

ユーロ圏の経済成長率は、その勢いは落ち続けているものの、2019年は6年連続で潜在成長率を上回る構えです。景気回復が最終段階に入り、欧州の政策枠組みが再び試されるのかどうかについての不透明感、外的な逆風（特に貿易摩擦によるもの）といった結果を受けてさらに減速する公算があります。こうした背景から、我々は2019年の経済成長率予想をコンセンサスを下回る1.6%に引き下げました。

域内需要の伸びは低下しているものの、十分に持ちこたえています。ユーロ圏の失業率が20年ぶりの低水準に近づくにつれて、当然雇用の伸びも減速しており、それに伴い民間消費も弱まっています。生産能力の制約は相変わらず顕著ですが、新規受注の急減はこうした生産能力の制約を緩め、投資需要を減退させる可能性があります。

欧州中央銀行（ECB）は12月に資産購入プログラムを終了しました。しかしさらなる金融緩和策の解除ペースが緩やかなことに疑いの余地がありません。フォワード・ガイダンスでは少なくとも2019年夏まで預金金利を-40bpで据え置くことを引き続き確認しており、ドラギ ECB 総裁が2019年10月の任期終了前に金利正常化に着手する道を開いています。貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）の後継策の候補についても近く決定されます。

イタリアと欧州委員会（EC）が2019年度の財政赤字目標を当初の対 GDP2.4%から2.0%に引き下げることによって合意した

後、EC はイタリアに対して過剰財政赤字手続き（EDP）の発動を不本意ながら見送りました。支出抑制案に加えて実質成長率の予測を 1.0%に引き下げたことから、構造的財政赤字を対 GDP 比 1.8%で横ばいに抑えることができるとしています。しかしこうした対応策の質は不十分で、経済成長が修正後の予想を下回る可能性があります。したがって財政超過の可能性もありえます。EC はこうしたリスクを認めています。フランスが反政府行動の鎮静化を狙って財政緩和を進める中では、駆け引きの余地はほとんどないと感じています。

### 日本

2018 年の日本の実質経済成長率は、全体では 1.0%近辺とほぼ潜在成長率と同じでしたが、天候や自然災害による影響で四半期ごとに見るとかなりばらつきがありました。今年も同じような展開を予想しており、2019 年通年の成長率は 1.0%ですが、最近の世界的な金融引き締め、世界貿易をめぐる不透明さの高まり、2019 年 10 月に導入が予定されている消費税引き上げを考えると四半期ではまちまちな状況が続くと予想しています。

四半期ごとのばらつきはさておき、消費支出の伸びが低迷しています。実質賃金の伸び悩みにより好調さを維持してきた雇用の増加が緩んできています。世界的な貿易の伸び悩み、テクノロジー・サイクルの弱まり、2020 年東京オリンピックが近づくにつれて鈍化する投資ペースを背景に、2018 年半ばから設備投資が大きく減少しています。2019 年に向けて新たな貿易協定が日本の輸出を押し上げそうであり、合意間近の EU との経済連携協定、太平洋諸国間の貿易協定（米国抜き TPP）、現在協議中の米国との二国間貿易協定など目白押しです。さらに 10 月の消費税増税による影響緩和のために 2019 年は財政刺激策も検討されています。

日銀の 2%という物価目標は相変わらず達成困難で、先進国全体でほとんど発生しない水準です。11 月の消費者物価指数（CPI）は前年と比べて 0.9%に減速しましたが、食品とエネルギーを除けばほぼ 0.1%です。インフレ目標は未達ですが、最近の金融市場でボラティリティが上昇しているため、日銀は現在の金融政策を据え置く意向を示しています。

### 中国

米国との貿易および技術紛争は別にして、中国は国内に多くの不安材料を抱えています。経済成長率は概ね公式目標に沿って進んでいますが、経済活動は着実に減速しています。これまでは底堅い輸出（追加関税引き上げ前の駆け込み需要から特に米国向けが堅調）、不動産セクターの好調、国有企業セクターの継続的な収益が経済成長を支えてきました。しかしこうした支援材料が足元で弱まると同時に、その他政策取組みがまだそれほど実を結んでいないという懸念が高まっています。再び大規模な負債を抱えるのではなく、供給側に効果がありそうな改革を軸にしたいという中国当局の思惑が、効果の薄い刺激策から垣間見られます。また、税金や社会保険料の引き下げや外国人投資家に対する債券市場の開放も念頭に置いています。しかし世界中で不透明性が高まっている環境の中で、こうした減税の恩恵を享受した者が支出を増やした証拠は十分ではありません。

経済活動が予想や目標に遅れ続けるようなら、2019 年は負債依存で投資偏重の旧来型の刺激策が結局のところ増加するかもしれません。伝統的な大型投資中心の景気刺激策は短期的には景気を下支えしますが、すでに肥大化した中国の負債を膨張させ、経常黒字を一段と浸食する一因となる恐れがあります。

### エマージング市場

2019 年、エマージング市場の経済サイクルと政治サイクルは各国まちまちで始まりました。メキシコやブラジルなどの一部主要国には、まだ真価が問われていない新政権が誕生しました。いまのところこれら政権が取った選択は、今後の展開がこれまでとは異なる可能性が高いことを示唆しています。最近のメキシコ政府の対応（メキシコシティ新空港計画を政府が白紙に戻した件が最も顕著）は、オブラドール（AMLO）大統領率いるポピュリスト政権について市場の懐疑的な見方を強めるきっかけになりました。一方、ブラジルのボルソナロ新大統領はブラジルのマクロ経済的な脆弱性に対処する用意について前向きな姿勢を示しましたが、政治的背景がこうした改革を支えるか否かという点が焦点となるでしょう。

アルゼンチン、インド、インドネシア、ポーランド、南アフリカ、タイなどのその他諸国では、経済政策の方向性を占う選挙が近づいています。たとえばアルゼンチンでは IMF 主導のマクロ経済的な調整の継続については是非が問われるでしょう。またインドの総選挙はモディ首相が進める改革の賛否が争点です。一方インドネシアでは財政ルールとその他制度的な制約により、大統領選が予期せぬ結果をもたらすことはないと思われます。

いずれにしてもエマージング市場は厳しいグローバル環境に引き続きさらされるでしょう。流動性のひっ迫や原油価格の下落に加えて地政学的な緊張は続く構えで、世界貿易見通しは依然として不透明です。新 NAFTA への合意は明るい材料ですが、各国議会による批准は予断を許しません。しかし多くは IMF による支援（アルゼンチン、ウクライナ、モンゴル）または強い伝統的な中央銀行（メキシコ、南アフリカ、ロシア）のおかげで多くの国々が賢明な金融政策を放棄しなかったことは、金融政策決定が成熟してきた兆候です。やや不確定要素はトルコで、経済が大きく減速しており財政刺激策の可能性を排除できません。

結局、中国を除くエマージング市場の経済成長率は今年 4%をやや下回り、実質的に 2018 年と変わらないと予想されます。成長率の低下が見込まれるのはアルゼンチンとトルコのみで、アジアのエマージング諸国、特にインドとインドネシアは引き続き高い伸びを見込んでいます。

## 先進国金利

2018 年第 4 四半期は世界の資産クラス全般で市場センチメントが大きく変化しました。金利は 10 月初旬にピークをつけた後、ブレグジット（英国の EU 離脱）を巡る懸念、貿易戦争激化の不安、経済指標の軟化、そして米連邦準備制度理事会（FRB）のタカ派的姿勢によるリスク資産へのネガティブな影響を背景に大幅に低下しました。この結果、先進国金利は年初来最低を記録しました。第 4 四半期末には 10 年物のドイツ国債と日本国債の利回りが数年来の低水準となり、米国 10 年国債利回りは 2018 年初旬につけた底をわずかに上回る水準にとどまりました。また、第 4 四半期初めに上昇基調にあったイタリア 10 年国債利回りは、欧州委員会の要求を受けて政府が 2019 年予算案の財政赤字目標を徐々に修正したことに伴い、2018 年 9 月以来初めて 3%を下回りました。

世界的に成長減速の兆候が示される状況下、第 4 四半期には米国下院で民主党が過半数議席を獲得し、逆風懸念が増大しました。2020 年度の「財政の崖」が近づく中で追加的な財政刺激策の可能性は後退し、中国との貿易を巡る緊張が高まりました。こうしたマクロ環境下で、FRB のパウエル議長とクラリダ副議長は 12 月の連邦公開市場委員会（FOMC）を前によりバランスのとれたトーンを強調しました。FOMC では予想通り名目 FF 金利の誘導目標レンジが 25bp 引き上げられた一方、先々の追加利上げ見通しの中央値は 25bp 引き下げられました。2019 年に 2 度の利上げが実施されるという我々の基本シナリオは、FRB の新たな見通しにより合致しています。しかし現時点ではダウンサイドリスクがあり、2019 年のいずれかの時点で FRB のバランスシート縮小の「自動操縦」の見直しが必要になる可能性が高いと考えられます。

第 4 四半期を前に、我々は米国 10 年国債利回りの短期的な取引レンジを 2.75~3.25% に若干拡大しました。同利回りは米中間選挙後の数日で 3.24% に上昇し、その後、年末には 2.68% まで低下しました。今後については、10 年国債利回りは第 1 四半期に 2.50~3.125% のレンジで取引され、安定的なインフレ環境、穏やかな経済見通し、高水準の発行の持続を背景に、レンジの中間水準に向けて推移すると見られます。レンジ下限に向けた動きを支える要因としては（コモディティ価格の低迷を一因とした）インフレの低下や財政刺激策効果が薄れ始めることによる米国経済成長の減速、相対的に利回りの高い米国債へのグローバル需要の増加が挙げられます。10~30 年の名目債イールドカーブは一段とフラット化し、米インフレ連動債（TIPS）がアウトパフォーマンスすると予想されます。

この他、米国では 2 年物、10 年物、30 年物のスワップ・スプレッドが第 4 四半期にそれぞれ 2bp、3bp、7bp 縮小しました。第 1 四半期は米国債が翌日物金利スワップ（OIS）デリバティブに対し割高になる（スワップ・スプレッドが拡大する）と我々は引き続き見えています。

欧州について、我々は第 4 四半期にドイツ国債のイールドカーブがフラット化すると予想していました。実際、2~30 年

カーブは 10bp フラット化しました。利回りは年末にかけて低下し、我々は第 1 四半期のドイツ 10 年国債利回りの取引レンジを足元の水準を若干上回る 12.5~50bp と予想しています。また、2~5 年ゾーンがアンダーパフォーマンスすると見えます。金利デリバティブに対するドイツ国債のアンダーウェイトも継続します。

ブレグジットを巡る状況は依然として非常に流動的ですが、何らかの解決の兆候が見られれば、英国債カーブはベアフラット化することが予想されます。関連する影響としては英国債の（SONIA および LIBOR に対する）アンダーパフォーマンス、および英国インフレ連動債のアンダーパフォーマンスが考えられます。

日本の 10 年国債利回りは第 4 四半期に 3.5~16bp のレンジで推移し、我々の 5~20bp の予想の範囲内となりました。同利回りは引き続き比較的狭いレンジ内で推移し、2~7 年ゾーンは特に 20 年ゾーンに対しアンダーパフォーマンスすると予想されます。

---

**見通し:** 世界的な成長減速の兆候と穏やかな金融政策見通しを背景に大幅な低下をみた先進国金利に関して、我々は第 1 四半期の米国債、ドイツ国債、日本国債 10 年利回りの取引レンジ予想に基づき戦術的ポジショニングを継続。

---

## エージェンシー-MBS

リスクオフのセンチメント拡大に加え、FRB の再投資見送り額が上限の 200 億米ドルに達し投資家が最終的に吸収しなければならぬ純供給が増加する状況下、MBS のスプレッドは第 4 四半期に拡大しました。エージェンシー-MBS の米国債に対する第 4 四半期の超過リターンは -32bp、2018 年通年の超過リターンは -38bp 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・セクターをアウトパフォーマンスしました。第 4 四半期終盤のボラティリティと米国債利回り低下も MBS のヘッジコスト増加の一因となりました。

第 4 四半期のエージェンシー-MBS の期限前償還は予想通り減速し、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）合算の絶対レベルの期限前償還率はここ最近で最も低い 1 桁台を記録しました。モーゲージ金利が 2013 年以來の高水準に上昇し、MBA リファイナンス・インデックスは 2000 年以來の最低水準となりました。プライマリー・モーゲージ金利が高止まり、期限前償還の動きが抑制される状況下、落ち着いた環境が予想されます。金利は第 4 四半期に低下したものの、過去のパフォーマンスに照らして大幅な借り換えを引き起こすような水準を依然として上回っています。

高クーポン債は（相対的に良好なキャリーを背景に）30 年セクターでアウトパフォーマンスしましたが、15 年セクターではアンダーパフォーマンスしました。政府住宅抵当金庫（GNMA）/ 退役軍人省（VA）が特定のノンバンクオリジ

## 2019 年第 1 四半期セクター見通し

ネーターによる異常に活発な期限前償還を抑制すると観測を背景に、高クーポンの GNMA 2 債（政府住宅抵当金庫が保証するモーゲージ証券）のパフォーマンスは好調でした。ローン約款の変更によりモデル化が引き続き複雑化しているため、我々は上昇局面で GNMA のエクスポージャーを減らしました。中期 15 年 MBS 債は供給減少により 30 年債をアウトパフォーマンスしました。2019 年半ばに開始される予定である UMBS（統一 MBS）の TBA 取引に係る未決項目が山積しているために、単一証券の導入を巡る市場の懐疑的な見方が強まったことから、フレディマックのエクスポージャーを増やすという我々の決定は時期尚早でした。我々は特定プールのみを通じてフレディマックのエクスポージャーに対する強気な見方を維持します。

ダラー・ロール市場は引き続き低調で、限定的な需要とバランスシートのキャパシティを理由に大部分のロールが理論価格を下回って取引されました。TBA がモーゲージ市場における FRB のプレゼンス低下の影響を受ける一方、発行年限が古い債券はデュレーション調整ベースでアウトパフォーマンスしました。価格が上昇してもなおコンベクシティとファンダメンタルズの価値が相対的に良好なことから、我々は引き続き TBA よりも発行年限が古いプールを選好します。TBA のコンベクシティが一段と悪化することが予想される中、コンベンショナル債の中でも低ローン・バランスの特定プールにバリューを見出しています。

ホワイトハウスは 2019 年 1 月に任期が満了するメル・ワッツ氏の後任として、マーク・カラブリア氏を連邦住宅金融局（FHFA）の次期局長に指名する方針を固めました。カラブリア氏は納税者を守り、政府系住宅金融機関（GSE）の役割を縮小すべく市場原理に基づいた改革を遂行すると見られています（保証手数料の引き上げやコンフォーミング・ローン限度の引き下げが期待されています）。カラブリア氏の指名承認は MBS のベースのパフォーマンスにとってポジティブな要因となる可能性があります。

今後は、発行年限が古いディスカウント債の借換率の高さとプレミアム債の借換率の低さに鑑み、発行年限が古い低クーポン債とプレミアム債の（キャリア追求の）パーベル戦略が好パフォーマンスをもたらすと我々は考えています。2019 年の米国債発行は引き続きディーラーのバランスシートへの重荷となり、コンフォーミング・ローン限度の引き上げに伴い、MBS の通年の純供給は総額 2,500 億米ドル程度にのぼると予想されます。また、FRB が 2019 年終盤までにバランスシートのロール・オフを停止する可能性も考えられます。スプレッド拡大と利回り上昇を見て第 4 四半期には銀行の購入が増加しましたが、ここから先、イールドカーブの短期ゾーンへのさらなる上昇圧力（即ちカーブのフラット化）に伴い銀行の購入意欲は削がれる可能性が高いと見られます。

FRB 保有債の期限前償還が低位に留まる状況が持続するとの想定では、FRB の再投資は 2019 年を通じて引き続き上限を下回ると見込まれます。たとえバランスシートの縮小を停止しても、FRB は MBS を購入せず、純供給は投資家によって吸収されると見られます。TBA ダラー・ロールは加重平均クーポン上昇とローン規模の増大に伴い、1 カ月

LIBOR に対し引き続き割安化する可能性が高いと考えられます。2019 年は GNMA のファンダメンタルおよびテクニカルな見通しが悪化すると予想され、冬場の季節要因により第 1 四半期を通して引き続き組成が抑制されると見られます。

---

**見通し:** 借換率を理由に一部の低クーポン債に高クーポン債を組み合わせたエクスポージャーを選好。TBA よりも特定プールを選好。2019 年半ばの単一証券の導入が近づきつつあることからフレディマック債を中心にコンベンショナル債のエクスポージャーを選好。

---

## 証券化商品

2018 年第 3 四半期の証券化商品について我々が立てた弱気な見通しについては、時期尚早であったと言わざるを得ませんが、その後証券化商品のスプレッドが全体的に拡大したため、同年第 4 四半期の見通しとしては正しいものになったようです。経験的には第 1 四半期はスプレッド商品にとって好ましい季節ではあるものの、市場全体でスプレッドのボラティリティが高まっている現況下、年初のリターン見通しについては依然としてやや慎重な見方をしています。ただし、長期投資家にとって現在のスプレッド水準は、証券化商品市場の一部の商品について、魅力的な買いの好機を示していると考えられます。

ファンダメンタルズはまずまずの見通しですが、2012 年に住宅需要が底を打って以来続いていた強い追い風はもう期待できないでしょう。ファンダメンタルズについてまとめると、住宅ローンの信用供与状況に変化はなく、住宅価格の上昇率（HPA）も減速しつつもプラス圏での推移が続いています。商業用不動産（CRE）に関する懸念がやや高まりつつあります。ポジティブな要素としては、新規供給の頭打ちで不動産セクターの需給均衡が維持されており、オフィスビルの営業純利益は依然として健全、またコンデュイット型 CMBS の証券引受も引き続き安定しています。一方、キャップレートプレミアム（収益還元率と国債との差）が長期平均を下回っていることから、キャップレートには小幅ながらも上方修正の圧力がかかり易い状況です。近年発行の CMBS ではホスピタリティ施設関連のエクスポージャーが増加しており、景気依存性の高いホテル等のエクスポージャーが、BBB マイナス格以下のトランシェを従来以上に景気循環リスクにさらしています。明るい材料としては、消費者信用が予想と同程度か、場合によっては予想を上回る実績を維持しています。CLO については、この数年間に見られるバンクローンの契約条項の緩和傾向や、（債券に頼らず）ローンのみで資金調達する発行体の構成比率の上昇等の懸念が潜在しています。しかしながら我々は、引き続き上位トランシェに対して積極的な姿勢を維持します。上位トランシェは、厳しいクレジットサイクルを切り抜けるだけの構造的な堅牢性を有します。クレジットカーブはステイプ化（格付間格差が拡大）しているものの、我々は引き続き証券化商品セクター全般に上位トランシェを選好します。

**非エージェンシーRMBS**：HPA の減速をよそに、住宅需要や住宅ローンの信用供与は引き続き堅調です。2005～2007 年の住宅バブル期を除外して計算しても、住宅取得能力は過去の平均並の水準にあります。人口動態については、ミレニアル世代が家庭を持ち始めるにつれて好ましい推移が見られます。米抵当銀行協会（MBA）のモーゲージ信用供与枠指数を用いて測定すると、信用供与枠の拡大が続いていることがわかります。とはいえ、貸出基準は金融危機前の基準に比べて非常に厳しいままです。このことはファンダメンタルズが広範囲にわたって軟化した場合の安定要因です。結論として 2019 年の HPA は、過去数年間続いた年間 5～8%の上昇ペースを下回り、2～4%に減速する見込みです。レガシー債の спреッドは、市場全体に連動して昨年第 4 四半期に 50bps 拡大し、LIBOR+150bps 前後となりました。非エージェンシーのレガシー変動利付債の残高は年率 10～15%の縮小を続けている中、需給環境は極めて好調が続いています。ファニーメイとフレディマックの CRT（信用リスク移転債）の спреッド拡大は以前から懸念されていましたが、第 4 四半期に M2 トランシェの спреッドが 80bps 拡大しました。しかし、ハイイールド債の спреッドの大幅拡大や CRT セクターの流動性に関する諸課題（所有者のなかに「大口」の保有者がほとんどおらず、 спреッドはレボ市場を介したレバレッジに支えられている）を考慮すると、現状の спреッドに大きな魅力があるとはまだ言えません。加えて 2017 年半ば以降、GSE 組成のローンプールで返済負担率の高い借り手の割合が増しており、今後雇用が悪化した場合、予想を上回る貸倒損失が発生する恐れがあります。

**我々は引き続きレガシーモーゲージプールへのファイナンスングにより大きな収益機会があると考えます。**無格付けのシニア貸付の спреッドは、2018 年初の LIBOR+100bps 未満まで縮小した後、足もと LIBOR+150bps まで戻りました。リバーフォーミングローン（RPL）の спреッドは第 4 四半期、証券化債権市場とホールローン市場の両マーケットで拡大しました。これは全般的な市場圧力がひとつの要因ですが、過剰な供給と、住宅ローン金利の上昇に伴う期限前償還の減速にも起因しています。英国とユーロ圏の RMBS/ABS の спреッドも第 4 四半期中に拡大しました。中央銀行の緩和政策後退に加え、ブレグジット懸念の高まりも市場の広範な逆風をもたらしました。プライムおよびノンコンフォーミングのシニア債の спреッドは 15～30bps 拡大しました。**我々は当面、英国の RMBS に対して弱気な見方をしていきます。**英国の住宅市場の冷え込み、ブレグジットによる不安定感、既発 2.0 案件のリファイナンスにより 2019 年に供給が急増する可能性、UKAR（英国政府金融危機プログラム）の売却などの逆風が、2019 年には спреッドの上昇圧力として作用する可能性があります。

**CMBS**：AAA 格の спреッドは第 4 四半期を通じて市場全体のボラティリティの高まりを受けて拡大し、四半期初めの S+78bps が期末には S+105bps となりました。エージェンシー債の спреッドも、S+54bps から期末には S+68bps に拡大しました。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ついては、第 3 四半期からの供給増による спреッド拡大が続き、L+80bps が期末には L+95bps にな

りました。BBB マイナス格新発債インデックスは 115bps 拡大して +496bps となり、現物債も 160bps 拡大して S+420bps となりました。一方、AAA 格新発債インデックスは 25bps 拡大して +77bps となりました。コンデュイット型 CMBS の証券引受は引き続き安定しています。インタレストオンリーローンの割合は増え続けていますが、借入金償還余裕率（DSCR）は依然として高く、金融危機前に見られた見込みベースの財務指標を用いた証券引受は発生していません。第 4 四半期のコンデュイット型債の発行額は、予想どおり第 3 四半期の 90 億米ドルから 110 億米ドルに増加しましたが、2017 年第 4 四半期の 150 億米ドルには及びませんでした。2018 年の年間 CMBS 発行総額は 900 億米ドルで、2017 年の 940 億米ドルをわずかに下回りました。しかし純供給量は、9 年連続の減少から増加に転じた 2017 年に続いて 320 億米ドル増えました。供給の内訳を見ると、コンデュイット型が 20%減の 400 億米ドルでしたが、CRE CLO の発行額 140 億米ドルで一部相殺されました。2019 年は、民間（非エージェンシー）CMBS の発行については全体的に横ばい傾向を予想しています。しかし、コンデュイット型債の発行は 300～350 億米ドルまで減少し続け、微増する SASB 債および CRE CLO 発行がその減少分を補うことになると考えられます。コンデュイット型債の供給減は当該サブセクターにおけるポジティブな需給要因です。エージェンシーCMBS の発行については、2018 年も過去最高に近いレベルを維持しましたが、米連邦住宅金融局（FHFA）が限度額を変更していないことから、2019 年も同じ状況が見込まれます。商業用不動産価格は 2018 年に 5%上昇し、2007 年につけた前回のピークを現在 25%上回っています。主要市場の伸びが顕著でこれらの市場では 2007 年のピークを 39%上回っています。ただし、2018 年は海外投資家の嗜好がシフトしたことから、非主要市場がアウトパフォーマンスしました。不動産セクターは限られた新規供給（特定のマーケットのホテルおよび高級マンションを除く）との均衡を保っており、賃貸物件の強い需要によって空室率が低く保たれています。不動産セクターの営業純利益は、近年続いていた高水準には及ばないものの、2019 年も堅調が続く、平均 2～4%の伸び率が期待されます。新規建設は、建設融資の引締めと建設コストの上昇による伸び悩みが続いており、次のようなリスクを内包しています。1) スプレッドが長期平均を割り込んだことによってキャップレートが上がる。2) コンデュイット取引において、景気の動向に大きく左右されるホスピタリティ（ホテル）部門へのエクスポージャーが増える。3) 2012/2013 年起債案件に含まれる小売（ショッピングモール）セクターへのエクスポージャーの脆弱性。シニア債についてはこうしたリスクへの対策が十分以上に施されていると考えますが、我々はコンデュイット型のメザニントランシェについては弱気な見方をしていきます。個別に強い信用力を持つ一部の SASB のシニア債およびメザニントランシェについては、積極的な見通しを持っています。第 3 四半期に спреッドがボックス圏で推移する傾向が高まったとした予想は楽観的過ぎましたが、第 4 四半期にクレジットカーブがスティープ化したことから、上位トランシェを選好する我々の正当性が裏付けられました。**我々は現在の спреッド水準においてシニア債に積極的な見通しを持つ一方、一部の優良な SASB 債を除き**

## 2019 年第 1 四半期セクター見通し

ザニントランシェのリスクには弱気なスタンスを保っていきます。

**CLO:** 我々はこれまで通り、CLO シニア債がリスク調整後ベースで最も魅力的な債券投資だと考えています。大幅な信用補完が期待でき、担保資産となる優先担保付きローン市場における業種分散の恩恵を受けるからです。我々は CLO シニア債のファンダメンタル価値に強い信頼感を抱いていますが、バンクローン市場の基本的なクオリティには常に注意を払っています。また、バンクローン市場の信用度に対するセンチメントの変化によって、CLO スプレッドに短期的なボラティリティが生じ得ることも認識しています。上位トランシェの最近の拡大傾向を、我々は好ましいエントリーポイントと見ています。第 1 四半期にクレジット市場からのネガティブな需給要因が退潮した場合、スプレッドは縮小に向かう可能性も考えられます。スプレッドの中長期的な縮小について我々は中立的な見方をしています。スプレッド市場が広い範囲で回復したとしても、CLO の資本構成全体のスプレッド縮小は、起債の増加によって限定的なものになるかもしれません。成長の鈍化や流動性プレミアムの見直し等への懸念からスプレッド市場の警戒感が続けば、CLO シニア債のスプレッドはそれ以上縮小できなくなると考えられます。資本構造の下位トランシェについては、スプレッドは拡大していますが、バリュエーションは割高にとどまっており、景気が軟化した場合に深刻なスプレッド拡大が生じる恐れがあることから、我々は依然として慎重な見方をしています。2019 年の市場では、少なくとも 650 億米ドルの堅調な CLO 純発行額が見込まれています。ヘッジコストの変動に応じて多くのグローバル投資家の需要が特定の債券へとシフトする可能性を踏まえ、我々は引き続きクロスカレンシーベースコストの影響を注視していきます。資本構成全体の AAA/AA/A/BBB/BB 格のスプレッドはそれぞれ 3 カ月 L+135/205/310/425/750 bps です。12 月に大幅に拡大したこともあって、第 4 四半期中にそれぞれ 20/40/90/115/165 bps 拡大しました。

**ABS:** 市場全体のボラティリティの高まりにより、第 4 四半期にスプレッドが拡大しました。第 4 四半期前半にアウトパフォーマンスした各セクターも、12 月には苦戦を強いられました。残存期間 3 年のシニアカードローンが L+28bps (第 4 四半期に+8bps 拡大)、同 2 年のシニア自動車ローンが L+30bps (同+10bps 拡大)、同 3 年のシニア消費者ローンが L+80bps (同+15bps 拡大)、同 5 年のシニア民間学生借り換えローンが L+90bps (同+25bps 拡大) で取引されました。また 2018 年 12 月には同年で初めて、銘柄間格差および信用格付けによるスプレッド格差の拡大が見られましたが、重要なのは、このふたつの要素に下振れリスクが偏在していると感じられることです。流動性格差に伴うスプレッド格差が徐々に大きくなっていますが、ボラティリティが高まるなか市場が適正価格の見極めに取り組んでいる最中であるため、この傾向は第 1 四半期も続くと思われる。需給環境の逆風は止みそうにありませんが、供給過剰感の一部の分野（ソーシャルレンディングなど）に限られており、消費者ファンダメンタルズは総じて安定しています。このため我々は、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について、強固な法務・

コンプライアンス機能を有した発行体を選別した上で、引続きスプレッド拡大の好機を窺いつつ投資機会を追求します。投資に際しては (FICO ベースとは対照的な) インカムベースの引受モデルを持つ発行体を今後も優先します。2018 年の新規発行総額は 2,420 億米ドルで、金融危機以降の最高額を記録しました。我々は 2018 年下半期に続いてクオリティ重視の姿勢を貫き、景気循環の影響を軽減するために引き続き短期の商品を選好していきます。

全体的に第 4 四半期におけるクレジットカーブのステイプ化が、第 1 四半期におけるクレジットリスク積増しの魅力を高めているものの、我々は引き続き資本構造の上位トランシェを選好し、レバレッジ投資家や投機的なアセットマネージャーたちが投げ売りに走るのを待つ姿勢を守ります。

**見通し:** 最近のスプレッド拡大が長期投資家にとって格好のエントリーポイントをもたらしているため、最優先トランシェに対して長期的に強気。ファンダメンタルズは良好ながら、証券化商品にはクレジットスプレッド全般の拡大に対する脆弱性も認められる。

## 米国および欧州投資適格社債

第 4 四半期の米国および欧州の投資適格社債は、依然としてファンダメンタルズが良好で、経済はプラス成長を遂げましたが、スプレッドが急速に拡大して苦戦しました。投資家の注目は世界経済の成長鈍化、金融政策の緩和度合の低下、長引く米中貿易戦争、地政学的紛争、米国債のイールドカーブのフラット化/逆イールドに移り、不透明感が市場のセンチメントを支配しました。スプレッド拡大の速度や程度を考慮すると、現在多くの銘柄が過小評価されている可能性があり、スプレッドは米国と欧州の両方で短期的に縮小する可能性があると考えられています。

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS (bps) 2018 年 12 月 31 日 時点
	第 4 四半期	年初来	第 4 四半期	年初来	
米国投資適格社債	-0.18	-2.51	+47	+60	153
欧州投資適格社債	-0.62	-1.25	+38	+66	152

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスの正式名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投資には元本損失のリスクがあります。上記はブルームバーグ・バークレイズ米国社債インデックスおよびブルームバーグ・バークレイズ欧州社債インデックス（ヘッジなし）のデータに基づきます。出所：ブルームバーグ・バークレイズ、2018 年 12 月 31 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

ファンダメンタルズの面では、エネルギーを除く米国投資適格社債は今なお、好調な業績、潤沢なキャッシュフロー、経済のプラス成長、税制改革による追い風に支えられています。第 4 四半期の企業増益率の見通しは鈍化しましたが、

## 2019 年第 1 四半期セクター見通し

依然として 13%超と堅調に推移しています。企業のレバレッジは全体的に高水準ではありますが安定しています。

顕著な例外のひとつとしてエネルギー・セクターでは、原油価格の暴落による圧力に加え、特に経済成長が鈍化した場合、レバレッジの高すぎる BBB 格銘柄が投資適格未満に格下げされるかもしれないという投資家の懸念も圧力となりました。現在、米国投資適格社債の半分以上を BBB 格銘柄が占めています。多額の債務残高を抱える、BBB 格銘柄の発行体の中には、格下げ候補となるかもしれない発行体もありますが、我々は、2019 年には多くの企業が格付の維持または改善のため、レバレッジ引き下げの対策を講じると考えています。

需給面では、第 4 四半期の新発債発行は予想どおり減少しました。これはひとつに合併、買収、自社株取得に充てるために発行された社債が減少したためです。米国外の買い手が手控えましたが、投資家の需要は依然として旺盛でした。ほとんどの新発債に発行額の 2~5 倍の申し込みがあり、一桁台 bps のコンセッションが提示されました。2019 年は、市場の不透明感、企業心理の冷え込み、企業に負債削減を促す新たな税制を考慮すると、M&A や自社株取得がさらに減少することが見込まれます。そのため、新発債の総供給量はさらに 10%減少し、純供給量は最大 30%減少する可能性があります。

クレジット・サイクルのこの段階では、さまざまな地域、産業、格付、償還年限にわたる個別銘柄の選択がリターンを決定する重要な鍵になりそうです。我々は引き続き、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、電力会社、課税地方債を選好しています。金融では、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、低格付の発行体へのエクスポージャーを削減しました。

我々は引き続き、BBB セクター（特に短期）、レバレッジ引き下げの態勢が整っている企業、米ドル高の圧力を受けず、景気動向に左右されにくい米国内需関連の発行体に投資妙味があると見ています。また、A/AA 格の発行体を引き続きアンダーウェイトとしています。さらに、一部のイベント経過銘柄や、ファンダメンタルズが安定しつつある一方でスプレッドがワイドな一部の欧州銀行を選好しています。なお、2018 年に社債市場全体をアンダーパフォームした長期投資適格社債は、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、今後も積立不足の企業年金の拠出増加に下支えされると見込まれます。

### 欧州投資適格社債

第 4 四半期の欧州投資適格社債のスプレッドは、不透明感やリスク回避の動きに押される形で、ほぼ一定のペースで拡大しました。市場のセンチメントは、プラスながらも低水準の経済成長を背景に堅調さを維持したファンダメンタルズよりも、政治的不確実性や投資家の自信度低下の影響を受けました。フランスの暴動を除いて、イタリアの予算案を巡る対立、ブレグジット（英国の欧州連合離脱）国内交渉の不透明な道筋、米中の貿易戦争、ECB の社債購入プロ

グラム（CSPP）の「ハト派的」終了など、政治課題の温床のほとんどはおなじみのものでした。CSPP は 2016 年中旬以降、ユーロ建て社債にとって欠かせない支えとなってきました。ECB は今後、追加の純購入を終了する一方で、バランスシートの現水準を維持するため、満期を迎える債券の償還資金を再投資する予定です。この再投資は今後利上げが開始された後も継続される見込みです。

第 4 四半期後半は、新規発行減少や、投資銀行の低在庫による流動性低下により、市場ボラティリティが高まりました。12 月に発行された多くの新発債の平均コンセッションは、2018 年初めの 14bps と比較して、最大で 23bps でした。2018 年の発行総額は 4,140 億ユーロとなり、2017 年の 4,400 億ユーロを下回りました。2019 年の新規発行額は 5,000 億ユーロに増加すると見込まれています。

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、第 4 四半期に売られ過ぎたと考える社債のスクリーニングを実施しています。引き続き銀行をオーバーウェイトにしていますが、今後予想される規制に関連した「大きすぎて潰せない」銀行による発行に先立ち、エクスポージャー削減を検討する可能性があります。また、保険と非コア REIT に加え、ユーロ圏外と ECB の社債購入対象以外の発行体もオーバーウェイトにしています。さらに、米国発行体のユーロ建て債で、米ドル建対比大きなコンセッションで発行され、かつ同等のユーロ建て社債と比べても魅力的な価格の付いた社債をオーバーウェイトに追加しました。

グローバル社債ポートフォリオでは、第 4 四半期に米ドル建に比して激しくワイド化したユーロ建スプレッドを選好しています。また、英ポンド建て社債スプレッドは引き続きアンダーウェイトとし、スプレッド・デュレーション全体もアンダーウェイトのままにしています。業種別には、米ドル建では引き続き大手銀行、保険会社、米国公益企業、ユーロ建では銀行や一部事業会社を選好しています。加えて、スプレッドのさらなる拡大を引き起こしやす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ているほか、同一発行体や類似発行体のユーロ建と米ドル建て社債に注目し、その価格の乖離や利回り較差に引き続き投資機会を探っています。

第 1 四半期、我々は米国および欧州に対して短期的に強気な見方を維持しています。ボラティリティは今後も継続する可能性が高いものの、幅広い銘柄が第 4 四半期の下落によって過小評価されたままになっていると我々は考えています。なお、ダウンサイドリスクとしては、世界的な地政学的緊張、貿易戦争による混乱、中国を含む主要国全体の経済成長の突然の鈍化、米国債のイールドカーブのフラット化/逆イールド化などを懸念しています。

**見通し:** スプレッド水準の拡大、良好なファンダメンタルズ、企業利益のプラス成長を受け、短期的には強気な見方。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

第 3 四半期末に見られた勢いは、第 4 四半期の米国並びに欧州のハイイールド市場にそのまま持続しましたが、その強気のセンチメントは市場が無視できない複数の懸念に直面して急激にしぼみまし。その結果、スプレッドは拡大し、四半期のトータル・リターンはマイナスに転じました。

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS/DM (bps) 2018 年 12 月 31 日 時点
	第 4 四半期	年初来	第 4 四半期	年初来	
米国ハイイールド債	-4.67	-2.26	+205	+170	533
欧州ハイイールド債	-3.55	-3.35	+155	+228	522
米国レバレッジド・ローン	-3.08	1.14	+169	+134	550
欧州レバレッジド・ローン	-0.90	1.25	+53	+66	458

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスの正式名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投資には元本損失のリスクがあります。出所：ICE バンクオブアメリカ・メルリンチ、クレディ・スイス、2018 年 12 月 31 日現在。インデックスに直接投資することはできません。欧州ハイイールド債および欧州レバレッジド・ローンはユーロ・ヘッジ後のリターン。

## 米国レバレッジド・ファイナンス

前四半期から持続する力強さを背景に、米国ハイイールド債のスプレッドは、第 4 四半期初めには金融危機以来最タイトな 316bps をつけました。ところが、この勢いは長続きせず、1 か月も経たないうちに年初来最ワイドとなりましたが、その原因として米国と中国の貿易戦争のエスカレート、企業業績の下方修正、今後予想される政治の停滞、米連邦準備制度理事会 (FRB) によるさらなる金融引締めへの懸念が挙げられます。結果として、第 4 四半期の米国ハイイールド債の超過リターンはスワップ対比 -723bps となりました。年間ベースでは、スワップ対比の超過リターンは、-379bps でした。

1 年の大半でパフォーマンスが好調だった CCC 格債は、リスクオフ環境となった中で下落し、第 4 四半期の超過リターンは、スワップ対比-1261bps となりましたが、これに対して BB 格債では-571bps、B 格債では-732bps でした。年間パフォーマンスのトップは B 格債で、スワップ対比の超過リターンは-315bps、次いで BB 格債が-383bps、CCC 格債が-595bps でした。

第 4 四半期に明らかにアンダーパフォームしたのは景気循環的な業種で、中でもエネルギー、化学、金属・鉱業、自動車はその典型的なセクターとなりました。原油価格の下落圧力により、エネルギーセクターは第 4 四半期にほぼ 6% 下落しました。注目すべきは、世界的な供給増と経済成長の減速懸念が増大する中で、原油価格は 28% 下落しました。一方空運セクターは、原油価格の下落の恩恵を受け、第 4 四半期のトータル・リターンでトップの+27%と、プラスになった唯一のセクターです。因みに、第 3 四半期には、全てのセクターがプラスのトータル・リターンを記録しています。

概して、デフォルトはグローバルに減少が続いています。ムーディーズによる過去 12 か月の米国投機的格付債のデフォルト率は、11 月に 3.4%と 2015 年 5 月以来最低水準となりました。投機的格付債券市場では 2018 年末のデフォルトは 66 件でしたが、これに対し、2017 年は 91 件でした。今後数か月間について、ムーディーズは、デフォルト件数が低水準で推移し、その後徐々に上昇すると予想しています。

第 4 四半期、ハイイールド債から大量の資金が流出し、年初来の流出総額は 400 億米ドルを超えました。このうち、303 億米ドルがアクティブ・マネージャから、99 億米ドルが上場投資信託 (ETF) からの流出でした。

低調な第 3 四半期を経て、第 4 四半期には米国ハイイールド債の新規発行には急ブレーキがかかり、36 銘柄、190 億米ドルの発行に留まりました。更に、12 月には新規発行はゼロとなりました。それ以前の発行総額は、第 1 四半期 730 億米ドル、第 2 四半期 540 億米ドル、第 3 四半期 420 億米ドルでした。発行総額は前年同期比 40% 減少しましたが、2019 年には横ばいから 10% 減少が予想されています。2018 年にはリファイナンスが発行額の 60% 以上を占めていましたが、ネットの発行額も大幅に減少しました。エネルギー・セクターは第 4 四半期も発行額トップで、2018 年の発行額の 24% を占めました。実際、エネルギーは過去 7 年間のうち 6 年間で発行額のトップを占めてきました。

堅調なファンダメンタルズ (好調な企業業績と低いデフォルト率) と限定的な新発債発行の一方、短期リスク (米中貿易戦争、FRB による金融引締め、ブレグジット、イタリア予算) は織込み済みと考えられ、2019 年初には反騰へ道が開けたと判断されることから、米国ハイイールド債について短期的には積極的な姿勢を取っています。少し長い目で見ると、減速し始めた経済成長への懸念は、2018 年後半の大幅なスプレッド拡大により相殺され、米国ハイイールド債のリスク・リワード・プロファイルは 3 か月前より一段と均整がとれているようです。従って、前述のリスクの一部が解決すれば、2019 年にはスプレッドの大幅な縮小と超過リターンが実現する起爆剤になる可能性があります。逆に、景気後退 (あるいは、高まりつつあるその可能性) がさらに大幅なスプレッド拡大を誘発する可能性があります。上方リスクと下方リスクは少なくとも現在のところ以前より均衡がとれており、2019 年の我々の米国ハイイールド債の超過リターンに関する確率加重予想は約 3% となっています。

全般的に、我々は 2019 年のデフォルト率が低水準にとどまると予想しています。ポジションの面では、B 格債を愛好し、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。

2018 年前半にボラティリティの影響をほとんど受けなかったレバレッジド・ローン市場も、リテール資金の多額の流出と CLO 組成の減速を背景に下落しました。第 4 四半期には、S&P/LSTA レバレッジド・ローン・インデックスの超過リターンは、スワップ対比-365bps となり、年間ではスワップ対比-93bps でした。指数に占める比率はわずかに約 5% ですが、低格付ローンもアンダーパフォームしました。

## 2019 年第 1 四半期セクター見通し

ローンの資金フローは、第4四半期に大幅なマイナスに転じました。実際、同四半期の資金流出は4週連続で10億米ドル以上となり、その中に最大額の流出(25.3億米ドル)となった週が含まれています。ただし、年初来ベースでは、ローン資金へのネット流入額はプラス76億米ドルでした。

2018年後半におけるローンの新規発行総額は大幅に減少し、1,970億米ドルとなりました。これに対し、同年前半は約5,000億米ドルでした。エネルギー・セクターは、2018年の新規発行額がわずか3%と、レバレッジド・ローン市場での存在感は薄いものでした。テクノロジー、ヘルスケア、サービスの各セクターが上位で全体を牽引しており、2018年の新規発行額のほぼ40%を占めています。

今後については、CLO組成減少によって、米国レバレッジド・ローンの需給は改善する見込みは小さいものの、レラティブ・バリューを狙うハイイールド債投資家が一定の支えとなるとみており、我々はレバレッジド・ローンには短期的に中立的な見方をしています。一方、長期的には、この需給環境は、資金流出に対応するために売却対象となった流動性の高いBB格ローンや一部の信用力の高いB格ローンの買いの機会を提供しているとみています。これらのレバレッジド・ローン回収率は、おそらくハイイールド債のそれよりもおそらく高いことも、米国レバレッジド・ローンのこれらのセグメントが魅力的なレラティブ・バリューを提供しているという我々の考えを補強しています。

### 欧州レバレッジド・ファイナンス

欧州ハイイールド債のスプレッドは、第3四半期初めにつけた年初来最ワイドなスプレッドから第4四半期初めに32bps縮小して367bpsとなり、好調なスタートを切りましたが、これはイタリア政治情勢の進展をめぐるマイナスイメージが払拭されたことと大量発行となったハイイールド債が消化されたことが影響しています。10月にはスプレッドは比較的安定していましたが、11月と12月には、貿易戦争をめぐる応酬が熾烈化し、世界経済の成長に広範囲に陰りが出てきたことや、長引くブレグジットをめぐる不確定要素を背景に市場では売りが優勢となり、スプレッドは第4四半期中に155bps拡大し、期末には522bpsとなりました。

第4四半期において、欧州通貨建ハイイールド・インデックスの超過リターンはスワップ対比-440bps、年初来では-436bpsとなりました。第3四半期とは対照的に、トップはBB格債の超過リターンでスワップ対比-343bps、これにB格債が-615bps、CCC格債が-978bpsと続きました。年間ベースでは、BB格債がスワップ対比で-372bpsとなり、B格債を+94bps、CCC格債を+860bps上回りました。

ハイイールド債の第4四半期の新規発行は、11月と12月の弱含みの市場を反映して比較的低調でした。年間ベースでは2018年の新発債の総額は、2017年の876億ユーロから28%減少し、635億ユーロでした。新発債のうちリファイナンスによるものが圧倒的に多く、M&A関連も2017年から大幅に増加しました。ネットベースでは2018年の新発債は、2017年と同程度となりました。

ムーディーズのデフォルト率は引き続き低下し、11月末現在、1.5%でした。欧州経済、世界経済共にトレンド近辺での成長が続くと予想が、低デフォルト環境を支えたと考えられます。ただし、マクロ経済動向が予想を下回るようであれば、デフォルト率は上昇する可能性があります。

2018年を通じて、我々は債券よりローンを選好しましたが、第4四半期の後半2か月間は若干弱含みとなりましたが、2018年は欧州レバレッジド・ローンがアウトパフォームしました。

第4四半期の市場ボラティリティによって、ローンの発行額は前年同期比で減少しました。新規発行総額は128億ユーロで、2017年同期は270億ユーロでした。2018年の新規発行総額は959億ユーロで、2017年の新規発行額815億ユーロから15%増加しました。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(借り換えやリプライシングなど)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、及び拡大したスプレッドにより、2019年の欧州ハイイールド債市場には小幅プラスの超過リターンを予想しています。欧州に短期の深刻な景気後退リスクがないこと、ECBが最近の経済成長を阻害する可能性がないことなどが、我々の短・中期的な見通しを裏付けています。一方、進行中の貿易戦争、中国経済の減速、欧州の政治的不確実性(イタリア、英国、フランスなど)が世界の経済成長にとって脅威となっており、長期的にはより慎重な見方を変えていません。

ポジショニングの面では、リスク・リワードの観点からB格発行体と一部のBB格発行体を引き続き選好しています。また、魅力的なレラティブ・バリューの機会を引き続き追及しています。例えば、ブレグジットの不確実性によって、同一発行体の英ポンド建債務とユーロ建債務間の価格乖離が、ますます一般的になってきています。さらに、我々は、欧州の小売、専門金融会社、建設の各セクターについては慎重な見方を維持しています。

---

**見通し:** 短期的には、良好なファンダメンタルズと供給動向により、やや積極的だが、長期的には中立。欧州では、短期的にはやや強気だが、世界の経済成長と欧州の政治面の懸念により慎重姿勢。

---

## エマージング債券

2019 年のエマージング市場の見通しを考える際、最初に思い起こすのは 2018 年第 4 四半期のサプライズとなったエマージング国の現地通貨建て債券市場のアウトパフォーマンス、特にヘッジ有りの現地通貨建て債券とエマージング通貨が、エマージング国のハードカレンシー建て資産に対してアウトパフォーマンスしたことです。



出所：ブルームバーグ、2019年1月4日現在。2018年1月を100として指数化。

	トータル・リターン (%)		スプレッド/利回り 変化 (bps)		OAS (bps)/ 利回り (%) 2018年12月31日時点
	第4四半期	年初来	第4四半期	年初来	
エマージング債券 (ハードカレンシー建)	-1.26	-4.26	80	130	415 bps
エマージング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	2.32	0.75	-12	36	361 bps
エマージング通貨	1.20	-3.33	-7	176	5.30 %
エマージング社債	-0.04	-1.65	61	100	371 bps

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスの正式名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投資には元本損失のリスクがあります。出所：JPモルガン、2018年12月31日現在。インデックスに直接投資することはできません。

現地通貨建て債券においては、ごく一部の国（ブラジル、トルコ等）が明らかに圧倒的にアウトパフォーマンスしたのに対し、メキシコでは大幅にアンダーパフォーマンスしました。

現地通貨建てのエマージング市場のパフォーマンスの背景にある要素は多様で、より緩やかな世界的インフレ見通しと（トランプ大統領のイラン制裁に関する柔軟な対応と供給面の動向を反映した）原油価格の下落、通貨市場での米ドルの独歩高がやや弱まったことが挙げられます。後者は、米国経済の減速と米中間選挙の結果、さらにFRBの政策への期待感の再評価に関連しています。第2四半期から第3四半期までの間、最低のパフォーマンスを記録したエマージング市場のハイイールド通貨の一部（アルゼンチン、トル

コ、インドネシア、ブラジル、インド）は、第4四半期に入りアウトパフォーマンスしましたが、これに対し、原油とユーロに影響を受けやすい通貨（コロンビア、メキシコ、ハンガリー、ポーランド、チェコ共和国）は出遅れました。

エマージング市場のハードカレンシー建て資産の第4四半期のパフォーマンスを詳細に調べると、相対的なアンダーパフォーマンスの大半が10月と11月に記録されました。予想に違わず、原油の影響を受けやすい原油輸出国（メキシコとナイジェリア等）はアンダーパフォーマンスしましたが、他にもアルゼンチンやウクライナも含まれていました。

アウトパフォーマンスしたのは、ブラジルとトルコ、そして個別国固有の背景によりモザンビークとザンビアが含まれていました。エマージング市場のハードカレンシー建て資産は、12月上旬に開催されたG-20会議後から好調なパフォーマンスを記録し、とりわけ2019年の米中貿易問題で交渉の進展があるとの兆候により、セクター全体に安心感が広がりました。12月には、エマージング市場のハードカレンシー建て資産は1.35%上昇しましたが、これに対し、現地通貨建て市場は若干マイナスのリターンを記録しました。ハードカレンシーのスプレッドは底堅く推移し、11月末に+400bpsと最も拡大した後、+390bpsまで縮小し、さらに米国株式市場とその他のリスク資産のボラティリティを背景に四半期末には若干拡大して415bpsとなりました。2018年末に回復したのはメキシコで、12月に約2.3%反発しました。

### 我々が注視しているのは…

2018年の大きなテーマ（世界的に逼迫した流動性を織り込んだ市場、驚くべき米国経済成長のアウトパフォーマンス、米ドルの独歩高）は、2019年にはあまり逆風とはならないと思われます。2019年の追い風となるものについては確信できる段階にはないですが、当セクターを支えると思われる要因として、割安なバリュエーション、米中の貿易関係にとって良好な基本シナリオ、そしてハト派色を強めるFRBがあります。エマージング市場のファンダメンタルズは十分な成長に支えられ、資本市場へのアクセス（多くのエマージング市場のソブリン債、準ソブリン債、社債にとって最重要）はリターンを左右する重要な要素となるでしょう。このアクセスは、より広範なリスクセンチメントとエマージング市場の政策当局者の新たな世界情勢に適應する意思と能力に左右されるでしょう。国際通貨基金（IMF）、中国ならびにその他の二国間融資により、エマージング諸国は引き続き支援を受けられる可能性があります。2019年は選挙の年となりそうです（ウクライナ、インドネシア、インド、エルサルバドル、アルゼンチン）が、10月のアルゼンチンの選挙以外は、二者択一の極端な結果にはつながらない可能性があります。以下は、2019年前半のテーマに関する追加情報です。

- 2019年のエマージング市場の成長率は、2018年の4.6%より若干上昇し、4.7%と予想しています。エマージング市場の一部の中央銀行は利上げを行っていますが、エマージング市場のインフレは十分に落ち着いており（いくつかの例外あり）、利上げ幅も抑制されています。

- **米中貿易摩擦：第 1 四半期に米中貿易戦争に関する妥協が期待できる可能性高い。**知的財産と技術移転の問題は、議論の焦点ですが、時間がかかる可能性があります。短期的には、ウィンウィンの解決策を提示するのが、習近平主席とトランプ大統領双方の最善の利益となります。
- 特にコモディティ価格と原油価格。原油価格水準は、エマージング諸国にとって、事情がまちまちです。しかし、広範囲に及ぶ石油地政学が適切に働き、最近の石油輸出国機構（OPEC）の合意が遵守されれば、エマージング市場は 65 ドルのレンジで良好なパフォーマンスが期待できます。
- 個別国の状況：ブラジル（年金改革の進展が期待される）、メキシコ（予算目標達成の能力、国営石油会社 PEMEX の見通し、中央銀行の政策）、アルゼンチン（IMF 計画の実行、選挙）、トルコ（減速する経済に対する今後の政策、国内債務の借換え）、ロシア（原油価格と経済制裁）、ウクライナ・インドネシア・インドにおける選挙
- エマージング諸国ではポピュリスト政権が選出され、最近政策が発表されましたが（右派、左派双方）、財政、金融その他の信頼の目安となる政策に関するエマージング諸国の対応が、依然として鍵となります。
- エマージング市場の資金フローと需給状況：機関投資家による戦略的フローは依然としてプラスですが、異なるエマージング・セクターのリテール投資家のフローは注目に値します。今年、一部の集中したポジションに若干の余裕ができれば、興味深いものとなるでしょう。JP モルガン EMBIGD インデックスの 11%以上を占める湾岸協力会議（GCC）参加 5 カ国（サウジアラビア、クウェート、UAE、カタール、バーレーン）が算入されれば、これらの国々から相当量の供給が見込まれます。一部の地方債インデックスに中国の地方政府債が組み入れられることも注目されます。もちろん、中国の地方債市場へ多額の資金流入が予想され、そのことが中国の政策立案者にとって安心と課題になるでしょう。

### 投資への示唆

2019 年に入り、我々は依然として（中国と欧州の経済減速が世界の貿易を減速させ、米国債の供給がリスク資産を締め出す可能性があるという）逆風に留意しつつも、第 4 四半期においてエマージング市場の資産が、変化するマクロ経済に適切に対応した状況を受け、積極的な姿勢を維持しています。仮に、我々の強気のエマージング市場の見通しの基本シナリオが軌道を外れていたなら、我々のポジショニングは、再び困難な状況となりうる中で下方リスクをなんとか切り抜けなければなりません。マイナスとなる環境としては、貿易戦争、コモディティ価格の低下、そして重要な問題として中国の大幅な経済減速などによって引き起こされる可能性のある、米国の経済成長の大幅な減速と潜在的な景気後退の懸念が挙げられます。エマージング市場にとってあまり積極的ではないもう一つのシナリオには、2018 年のテーマの繰り返しとなるものはいくつかあり、それらは意外

にも、米国の堅調な経済成長、一段とタカ派論者となる FRB、「ドル欠乏」の懸念をもたらすドル上昇、そしてエマージング市場全体からの資金流出です。エマージング市場にとってより消極的なシナリオの実現性は、現在の視点からは、低いと考えています。

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、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います。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。投資家が FRB の政策に安心感を持ち始めたため年限が長めの債券が上昇し、我々は米国債に対する感応度において全体的に一段と均衡が取れており、高格付ソブリン債・準ソブリン債でオーバーウェイトのポジション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。

我々は、エマージング通貨のポジショニングに慎重で、エマージング市場の通貨間のレラティブ・バリュエーションに重点をおく予定です。実質実効レートが過去 20 年間のレンジの 4 分位の最低分位にあり、2004 年以来、根本的に変わらない状況にあるため、バリュエーションは依然として魅力的です。原油価格の下落は、それによって苦境に陥った通貨よりも多くの通貨にとって追い風となり、経常収支は改善しつつあり、その結果、外的な脆弱性が減少しています。2018 年のエマージング通貨暴落にもかかわらず、キャリートレードの可能性は、金融危機後の時代の暴落に続き、最低水準で推移しています。我々は、回復力のあるエマージング国の通貨建て債券市場とカーブに織り込まれたプレミアムを考慮し、魅力的なバリュエーションの市場のエクスポージャーを増やしました。非常に魅力的なヘッジ後の利回りが期待できる市場は多いのです。

**見通し：**先進国市場とエマージング市場の政策の不確定さが世界経済全体に影響を及ぼすとみられるが、エマージング債券には回復の余地がある。非常に魅力的なバリュエーションを利用する最善の方法は、短期のハードカレンシー建て債券、割安の現地通貨建て債券市場、米ドルの動向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である。

### 地方債

AAA 格地方債は 2018 年第 4 四半期に、残存 5 年以下では米国債をアンダーパフォームしましたが、5 年超では米国債と同程度のパフォーマンスとなりました。10 年と 30 年の地方債/米国債利回り比率は、それぞれ 84.7%、100%で 2018 年を終えました。

2018 年のグロス発行額は 3,390 億米ドルと、前年比 24%減少しました。前年の第 4 四半期には、税制改革を控えて発行が前倒しされたことから、供給の減少は予想されたものでした。投資信託のフローは 12 月末にかけてプラスに転じま

## 2019 年第 1 四半期セクター見通し

---

したが、第 4 四半期のフローは大幅なマイナスを記録し、その結果、年初来のフローは 13 億米ドルの資金純流出でした。

AAA 格地方債の利回りは第 4 四半期末に、米国債利回りの低下を背景にあらゆる年限で低下しました。地方債のイールドカーブはややスティープ化し、5 年/30 年カーブは第 4 四半期に 9bps、年初来では 22bps 拡大して、108bps に達しました。第 4 四半期のトータル・リターンは高格付インデックスが+1.69%、ハイイールド・インデックスが+0.30%でした。その結果、2018 年通年のリターンは高格付インデックスが+1.28%、ハイイールド・インデックスが+4.76%となりました。ハイイールド債インデックスの年初来リターンは、インデックスに残っている限定的な数のプエルトリコ債が、様々な機関や債権者が再編合意に近づく中で力強いパフォーマンスをあげたことにより押し上げられました。プエルトリコは第 4 四半期に初の債務再編を実施し、債券投資家は政府開発銀行 (GDB) 債と新債券の交換に同意しました。

長期課税地方債の第 4 四半期と 2018 年通年のトータル・リターンはそれぞれ+1.21%、-1.82%と、米国長期社債インデックスの-1.80%、-7.24%をアウトパフォームしました。長期課税地方債の年初来超過リターン (-149bps) は、長期社債インデックス (-651bps) を上回りました。

我々の第 1 四半期に関する強気の見通しは、非課税地方債の相対的な魅力、短期的に良好な需給環境、投資信託の第 4 四半期末流入超過に転じた資金フローが（特に金利がレンジ内で推移すれば）短期的に持続するという予想に基づいています。

グロス供給は 2019 年に増加する見通しですが、第 1 四半期初めのマイナスのネット供給が地方債の追い風になるでしょう。第 4 四半期の GDB 再編合意を受け、1 月には複数の重要なイベントが、2019 年前半に締結される可能性のあるプエルトリコ売上税ファイナンス・コーポレーション (COFINA) 債の再編合意の下地を作るとみられます。COFINA 債の大規模な再編合意が締結されれば、ハイイールド地方債インデックスのプエルトリコへのエクスポージャーは上昇すると見込まれますが、ハイイールド地方債ファン드가再編後のプエルトリコ債にどの程度の需要を示すかはまだ分かりません。多くの州・地方自治体はここ数年、歳入が堅調に増加していますが、2020 年度予算は年金債務や年金以外の退職後給付 (OPEB) 債務に関連する継続的な支出のほか、現在の景気サイクルを反映するでしょう。さらに、州・地方自治体はトランプ政権のインフラ計画の欠如を背景に延期されているインフラ・プロジェクトに資金を配分する必要に迫られるでしょう。最後に、課税地方債は米国社債と同程度のパフォーマンスとなり、社債スプレッドの拡大環境ではアウトパフォームする可能性があるでしょう。

---

**見通し:** 強気。非課税地方債の相対的な魅力や短期的に良好な需給要因を背景に、米国債をアウトパフォームする見込み。

---

## 留意事項

### 留意事項 1 (原本の Important Information を翻訳)

データの出所 (その他特に断りのない限り) : PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、2019年1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 インクおよびブルデンシャル・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。ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするブ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、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これら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いません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

**利益相反:** PGIM フィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時には PGIM フィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIM フィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外の PGIM フィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面で PGIM フィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくは PGIM フィクスト・インカムのフォーム ADV 第 2A 部をご覧ください。

英国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。

© 2019 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・ピーエルシー (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・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"Quarterly Outlook / January 2019"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

PGIMJ201901180044

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。