

四半期見通し

2019年4月

急停車と急発進！

当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの見解

瀬戸際からの復活、そして次に起きることは？

当社チーフ・エコノミストの見解

2018年10月初旬といえば、ほんの半年前のことです。しかし米国、ドイツ、日本の10年債利回りがそれぞれ3.20%、0.58%、0.16%前後で取引されていたことを考えると、それは遠い昔のように感じます。その当時、我々は「[G3 諸国の国債利回りの長期的な中央値](#)」に関する最新の予測を発表しました。我々もこんなに早く2019年第1四半期にこの利回り水準に到達するとは見込んでいませんでしたが、世界経済の低成長、目標を下回る抑制されたインフレ率、主要中央銀行による著しい政策変更を背景に、早くも利回り水準は我々の考える中央値に到達しています。

- 債券市場の見通しは「急停車と急発進！」と題し、チーフ・インベストメント・ストラテジストの Robert Tipp が、2019年第1四半期の力強いパフォーマンスや、今後の債券市場に影響を与える要因について考察します。
- 世界経済の見通しは「瀬戸際からの復活、そして次に起こることは？」と題し、チーフ・エコノミストの Nathan Sheets が、2019年第1四半期においてどのように状況が反転し、あるいは好方向に向かっているか説明します。世界経済の見通しは、好材料に裏付けられながらも、数多くのリスクを内包したものであるとの見解が示されています。

PGIMFixedIncome.com.で最近の

ソートリーダーシップ・レポートなど（英語）をご覧ください

- [The U.S. Automotive Industry: Downshifting but Moving Forward](#)
- [Letters from Zambia and Kenya](#)
- [University, Hospital Municipals: Taxable Supply to Continue](#)
- [A Time Bomb It's Not: The Flexibility of BBB Corporates](#)
- [Brexit Developments: Deal or Delay](#)
- [The LIBOR Transition](#)
- [The Fed Squares the Dots—Markets Yet to be Convinced](#)
- [ECB—Surprisingly Dovish on Several Counts](#)
- [Applications of ESG to Securitized Assets](#)
- [Seeking Spread Along Steep High Yield Curves](#)
- [The Fed's Challenge of Squaring the Dots](#)
- [Shift from "Put" to "Collar" Bodes Well for Spread Product](#)
- [Venezuela at the Crossroads](#)
- [The Outlook for the Trade War: Assessing Trump's Next Move](#)
- [Africa's Rising External Debt: A Tempest in a Teapot?](#)
- [Is Your LDI Strategy Recession Ready?](#)

先進国金利 | 9

慎重ながらも積極姿勢。一部の先進国金利は第1四半期の大幅な低下の後やや調整が入ると予想されるが、投資家の利回り追求の動きによって、足元の利回り水準またはそれ以下で維持されると予想。

エージェンシーMBS | 9

春の供給期を迎えることに加えてプリペイメントが加速する可能性があるものの、米国債対比でMBSにやや強気のスタンス。本見通しは、比較的低いボラティリティとリスクアセットへの下支えに影響される。FRBのバランスシート縮小、MBS売却の可能性に鑑み長期的にはより慎重なスタンス。

証券化商品 | 10

ファンダメンタルズ的に発生可能性が低い信用リスクに対して高いリスク調整後スプレッドを提供する最優先トランシェに対して強気の姿勢を継続。資本構造の下位トランシェについてはより好ましいエントリーポイントをうかがう方針。

投資適格社債 | 11

良好なファンダメンタルズ、堅調な需給、スプレッド縮小の可能性を考慮し、短期的にはやや強気な見方。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 | 12

米国ハイイールド債に積極的。B格債を選好し、ステープル化したスプレッドカーブ上で投資機会を追求。欧州では、短期的には強気だが、世界の経済成長および欧州の政治不安から長期的には慎重姿勢。

エマージング債券 | 13

強気。世界の中央銀行の緩和的な政策、中国の成長の回復、そして貿易交渉の進展が期待され、エマージング市場資産は引き続き好調に推移するとみている。エマージング市場の先進国通貨建資産のこれまでの好調なパフォーマンスにもかかわらず、一部のセグメントのバリュエーションは引き続き魅力的である。エマージング債券もまた、より広範な要因から恩恵を受ける可能性があり、エマージング通貨は、米ドルの独歩高が後退し、エマージング市場の成長が先進国を上回ることが鮮明になれば、上昇するとみている。我々は引き続きエマージング通貨のレティブ・バリュエーションの投資機会に着目している。

地方債 | 14

やや強気。既に米国債を大幅にアウトパフォームし、バリュエーション上も比較的割高になっているが、需給面での好環境は第2四半期も続く予想され、結果として堅調なトータル・リターンが得られると予想する。

▼ セクター別展望（詳細はタイトルをクリック）▼

急停車と急発進！

波乱の展開となった 2018 年第 4 四半期の後、2019 年第 1 四半期は安心できる市場環境となり、投資家はその果実を手に入れました。第 1 四半期は金利低下、経済を巡る不安の高まりといった昨年 4 四半期に見られたトレンドが持続したものの、株式や国債以外の債券スプレッド商品などのリスク資産は急落局面を脱し、力強いパフォーマンスを示しました。それはなぜでしょうか？

図表 1: 今年は債券相場が堅調に推移 (トータル・リターン、%)

マルチセクター	Q1 2019	2018	2017	2016	2015
米国総合	2.94	0.01	3.54	2.7	0.6
ユーロ総合	2.51	0.41	0.68	3.3	1.0
円総合	1.41	0.93	0.18	3.0	1.1
グローバル総合(ヘッジあり)	2.99	1.76	3.04	4.0	1.0
グローバル総合(米ドルヘッジなし)	2.20	-1.20	7.39	2.1	-3.2
個別セクター	Q1 2019	2018	2017	2016	2015
米国投資適格長期社債	7.97	-7.24	12.09	11.0	-4.6
米国ハイイールド債	7.40	-2.26	7.48	17.5	-4.6
エマーゼンシング債 (ハードカレンシー建て)	6.95	-4.26	10.26	10.2	1.2
欧州ハイイールド債	5.18	-3.35	6.79	10.8	1.3
米国投資適格社債	5.14	-2.51	6.42	6.1	-0.7
米国長期国債	4.67	-1.84	8.53	1.3	-1.2
米国レバレッジド・ローン	3.78	1.14	4.09	9.9	-0.4
CMBS	3.24	0.78	3.35	3.3	1.0
欧州投資適格社債	3.20	-1.25	2.41	4.7	-0.6
地方債	2.90	1.28	5.45	0.3	3.3
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	2.17	0.99	2.47	1.7	1.5
米国債	2.11	0.86	2.31	1.0	0.8
エマーゼンシング債 (現地通貨建てヘッジあり)	1.98	0.75	3.68	4.7	-2.2
欧州レバレッジド・ローン	1.52	1.25	3.72	7.0	3.6
エマーゼンシング通貨	1.48	-3.33	11.54	3.5	-7.6
その他セクター	Q1 2019	2018	2017	2016	2015
S&P 500 指標	13.65	-4.40	21.26	10.6	1.5
3ヶ月 LIBOR	0.68	2.23	1.22	0.7	0.3
U.S. ドル	0.21	4.90	-7.85	3.2	8.4

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、エマーゼンシング債は JP モルガン、ハイイールド債はメリルリンチ、担保付シニアローンはクレディ・スイス。パフォーマンスは 2019 年 3 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。

中央銀行が作業開始

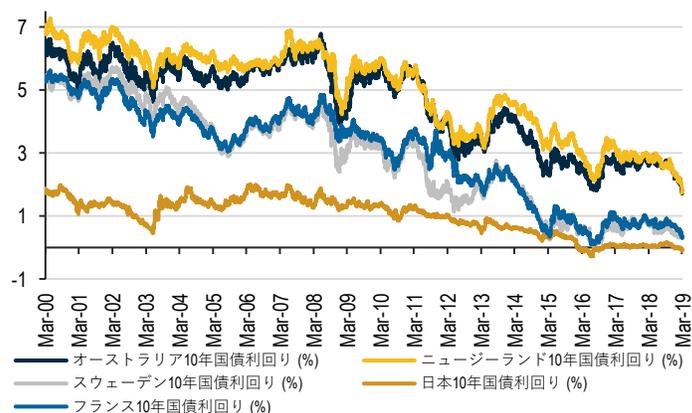
大半の中央銀行当局者は、金融政策の正常化が順調に進んでいる (量的緩和策の打ち切りや短期金利の引き上げを意味する婉曲的な言い回し) と考えていましたが、世界経済は別の姿を示していました。実際には、世界経済は成長鈍化と目標を下回るインフレ率の長期化という現実と直面していました。

好ましいニュース、そしておそらく 2018 年第 4 四半期のリスクオフと 2019 年第 1 四半期のリスクオンの違いは、中央銀行が現実を認識するようになったことです。すなわち、引き締め打ち切り (米連邦準備制度理事会 = FRB)、貸し出しプログラム (欧州中央銀行 = ECB)、たとえ望ましい選択肢がないとしても少なくとも緩和策を検討していることを市場に知らせること (日銀; 詳細については世界経済の項を参照) の必要性が認識されました。

目を見張る国債価格の上昇：警戒のサインか、正常への回帰か、ある程度はその両方か？

G10 の債券相場の上昇は、その規模から見ても、利回りが著しく低い水準になっていることから見ても、目を見張るような動きです。日本国債とドイツ連邦債の 10 年物利回りがゼロ%以下に低下したほか、米国の 10 年債利回りはフェデラルファンド (FF) 金利と同じ水準に低下し、イールドカーブが完全にフラット化しました。しかも、債券相場の上昇は G3 に限ったことではなく、大半の先進国市場や多くの新興国市場にも広がりを見せています。金利が低水準にあるにもかかわらず、大半ではないにせよ多くの国では成長率が依然として標準以下の水準にとどまっているほか、インフレ率も引き続きしっかり抑制されており、多くの国で目標を下回っています。それは多くの市場関係者にとって予想外かもしれませんが、こうした動きは、これまで我々が長年にわたり言い続けてきた否定しがたい事実を裏付けるもう一つの根拠であると我々は考えています。つまり、**高水準の債務、人口の高齢化、あるいは他の要因に対処するものであれ、世界経済がさらなる成長減速やデフレーションの進行という望ましからざる結果を避けるためには、著しく低い金利を必要としている**ということです。

図表 2: G10 の国債利回りの多くは過去最低あるいはそれに近い水準にある



米国の 10 年債利回りは我々が想定した目標中央値である 2.5%をつけたが、それは異常な水準ではない

一部の市場関係者は最近の利回り低下のスピードに衝撃を受けていますが、水準で見れば、米国の 10 年債利回りは過去 5

債券市場の見通し

年間の平均 (2.3%) や 10 年間の平均 (2.5%) とほぼ同程度に過ぎません。ここ数年の景気刺激策や景気回復は、時おり平均をやや上回る水準に利回りを押し上げてきましたが、現在はトランプ政権による財政刺激策の効果が薄れ、景気拡大局面も長期化しているため、10 年債利回りが現時点におけるレンジの中央値だと我々がみている 2.5% に向けて低下するのは極めて妥当であるように見えます。しかし一方で、イールドカーブのフラット化により、今は景気後退の瀬戸際にあるのではないだろうか？という疑問が持ち上がっています。我々はそうであるとは考えていませんが（世界経済の項を参照）、イールドカーブのフラット化（断続的に跳ね上がる市場のボラティリティや、まちまちの経済指標も加わり）は、FRB の警戒モードを高める要因となっています。一方、FRB の警戒感や柔軟な姿勢は引き続き適切な政策を担保することとなり、景気拡大を持続させる役割を果たすとみられます。

図表 3: 米国の 10 年債利回りは目を見張るほど低下し、過去数年間のレンジの中間に戻り、現時点における我々の予測中央値と同じ水準となった。債務水準が高く、人口の高齢化が進んでいるという全般的な経済環境を踏まえれば、長期的にはレンジが切り上がるより、低下する可能性が高い



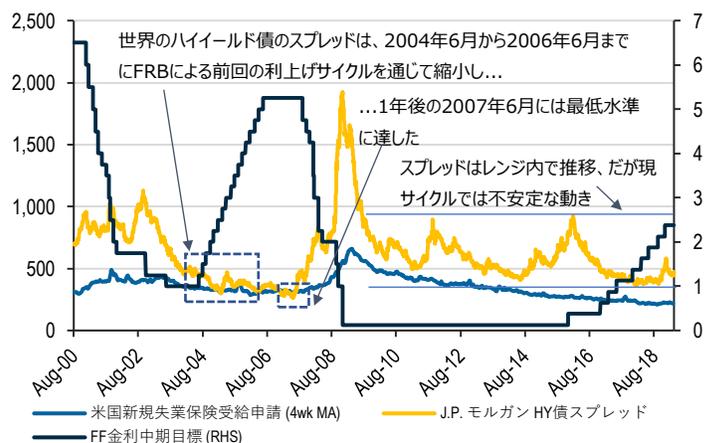
出所：ブルームバーグ、2019年3月27日現在

リスク資産は前回のサイクルの鏡写しに：持続的にアウトパフォームするが、ボラティリティが高まる

2004-2006 年の前回の利上げサイクルにおいて米国のハイイールド債のスプレッドが最も縮小したのは 2007 年半ばで、利上げサイクルが終わったかなり後のことでした。スプレッドの持続的な拡大が始まったのは、米経済が悪化してからでした。米景気の代理変数である図表 4 に示す失業保険新規申請件数のデータは、2007 年から申請件数が増加しており、景気が勢いを失うと同時にリスク資産が弱気相場に入りつつあることを示しています。現行のサイクルではスプレッドはより不安定な動きを示していますが、過去のサイクルと同様、FRB が緩やかな利上げを続ける中、取引レンジを狭めています。しかし、失業保険申請件数が比較的スムーズに低下したことを踏まえれば、ボラティリティの上昇は不可解に見えます。

ハイイールド債スプレッドと同じように、株式も 2004-2006 年の利上げサイクルを通じて、そしてそれ以降も全般的に好調なパフォーマンスを示しました。一方、図表 5 に示したように、VIX に基づくボラティリティは概ね抑制された動きが続きました。2013 年半ばのバーナンキショックからの期間であれ、2015 年末の利上げ開始からの期間であれ、株式も現行のサイクルにかなり好調なパフォーマンスを示しましたが、その動きは不安定なものでした。それは、2015 年第 4 四半期と 2016 年第 1 四半期の急激な調整や、2018 年の 2 度に渡る調整ばかりでなく、ボラティリティの急上昇に関して、その頻度や度合いが高まったことにも反映されています。負債の増加、成長鈍化、今後の景気悪化に際しての政策余地の少なさ（低金利環境を踏まえ）、そして高い流動性をもたらしてきた量的緩和策の大宗の打ち切りが重なった結果、投資環境が不安定になり、こうした状況は予期しうる将来に渡って続く見込みです。

図表 4 および 5: 前回の利上げサイクルではスプレッドが比較的レンジ内で推移し、ボラティリティは抑制され、株価は上昇した。今回のサイクルでも全般的に市場は同じ動きを示している一好ましいスプレッド、全般的に良好な株価パフォーマンスが、ボラティリティははるかに高まっている。それはおそらく、負債の増加、成長鈍化、中央銀行の利下げ余地がゼロに近いことが原因だと思われる



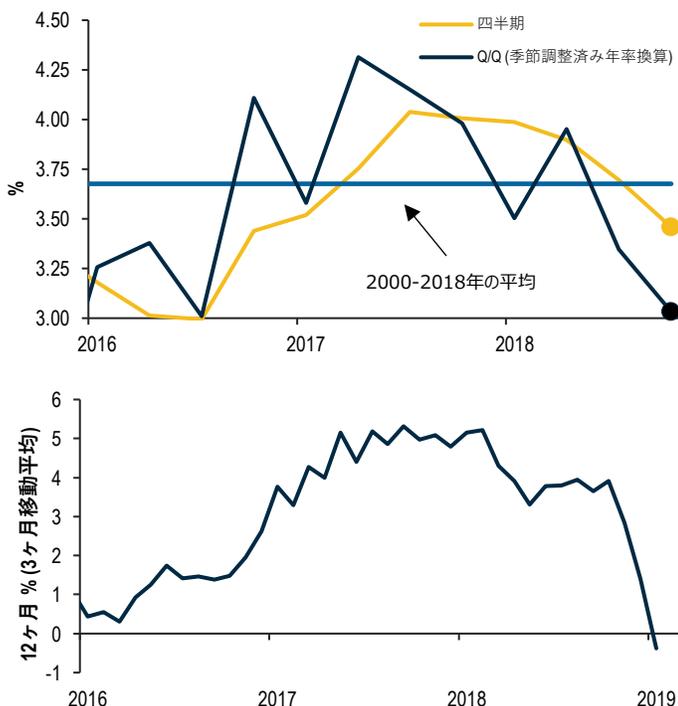
出所：ブルームバーグ、2019年3月29日現在

結論：債券市場への投資を継続すべきです。債券市場は急激な上昇を遂げてきたため、短期的には多少「押し戻される」可能性があるほか、経済指標面でのサプライズや、リスク要因に伴うボラティリティの高まりも想定されます。しかし全般的に見れば、成長の鈍化は、先進国の低金利や利回り低下に向かうトレンドが持続することを示していると思われ、それは世界的に利回りを追求する投資スタンスをあと押しする要因となります。総合的に見れば、それはスプレッド商品がリターンを創出する上で好ましい投資環境を生み出すほか、ボラティリティの高まりは、セクター配分、銘柄選択、通貨や金利へのポジション構築を通じ、引き続き価値を創出する並外れた投資機会をもたらしてくれる可能性があります。

瀬戸際からの復活—そして次に起きることは？

2018 年末時点では、世界の経済・市場はロープ際に追い詰められていました。債券の信用スプレッドは急拡大し、株式市場は下落し、世界の成長見通しは危機に瀕していたように見えました。このところ発表されつつあるデータは、そうした弱さを分析する上で役立ちます。2019 年第 1 四半期の世界の国内総生産 (GDP) 成長率は 3% に鈍化し (図表 1 参照)、2016 年半ば以来の低水準にとどまりました。景気鈍化は幅広い国々に及び、米国、英国、カナダ、中国、トルコ、ポーランドなどがそろって景気低迷に直面しています。それに加え、世界貿易も落ち込んだほか (図表 2 参照)、他の主な指標にも鈍化の影響が現れています。

図表 1 および 2: 世界の GDP 成長率と貿易量



出所：図表 1 および 2 ハーバー・アナリティクス 2019 年 3 月 29 日現在

¹ TLTRO は、長期のリファイナンス・オペレーションを目的としたものである。

景気減速を招いた主な要因は 4 つあります。第一に、主に中国政府によるリスク削減政策が予想以上に厳しい効果をもたらしたことが原因で、中国経済の鈍化が続いています。中国の鈍化と足並みを合わせるように、ユーロ圏の製造業セクターも歯車が逆回転しています。第二に、第 4 四半期の大半を通じ、市場は長期化する米中貿易戦争による影響を懸念してきました。トランプ大統領と習近平国家主席は 12 月初めに交渉開始で合意しましたが、さらなる対立激化の懸念も残っています。第三に、特に 12 月の米連邦公開市場委員会 (FOMC) 以降、利上げやバランスシート縮小を目指す FRB の姿勢に柔軟性が見られないとの認識が市場のセンチメントを悪化させる要因となりました。第四に、市場の下落がセンチメントの悪化や経済活動の縮小を招き、それが市場のさらなる下落につながる現象である「負のフィードバック・ループ」が現れ始めたように見えました。その一例として、米企業の信頼感を示す指標が大幅に落ち込みました。

しかし、注目すべきことに、2019 年第 1 四半期はこれら 4 つの要因がいずれも反転、あるいは逆の方向に向かいました。中国では当局が成長を支える方針を表明したほか、人民銀行が 1 月に預金準備率を 100bps 引き下げたことを受け、信用の拡大ペースが上向き始めました。それに加え、中国政府は付加価値税の税率を 3% 引き下げるなど、一連の財政措置を発表しました。これらの措置の効果はまだ実体経済の動きを示す「ハード」指標には反映されていませんが、今後数カ月のうちにその兆しが現れる見込みです。しかも、米中貿易戦争はここにきて和らぎつつあるように見えます。米中の交渉は二国間貿易の持続的な不均衡問題に加え、難しい構造問題である知的所有権、技術移転、非関税障壁などに関する中国の慣行などが焦点となっており、解決には時間がかかっていますが、我々は米中が数カ月以内に合意すると予想しています。同様に、FRB も 1 月に政策に関するトーンを突然修正し、「忍耐強い」政策スタンスを取ると表明するとともに、次の政策の方向性について「強いバイアス」はないとの考えを示しました。3 月の FOMC では、5 月に FRB のバランスシート縮小ペースの緩和に着手し、9 月には縮小を打ち切ることを決めました。他の中央銀行も政策スタンスを和らげる措置を講じています。ECB は 3 月の理事会で条件付き長期資金供給オペ (TLTRO) の再導入を決めたほか、低金利を維持する期間を長期化する方針を表明しました。¹ こうした動きを背景に世界の金融市場は回復し、昨年 4 四半期にはひっ迫していた金融環境も成長を支える方向に変化しました (次ページ図表 3 参照)。

世界経済の見通し

図表 3: 世界の金融環境指数



出所: オフィス・オブ・フィナンシャル・リサーチ, 米国債 2019年3月29日現在
注: 2000年から現在の指標の平均 = 0

このように、今後数四半期にわたり、世界経済をしっかりと支える展開が続く見込みです。米国では潜在成長率(トレンド)を上回る成長が持続する見通しで、力強い労働市場、堅調な消費セクター、持続的な財政刺激策が追い風となりそうです。米国の景気拡大が7月まで持続すれば、戦後最長の拡大期間を更新することになります。中国の成長も前述したように間もなく上向く見通しで、政府目標である6.0%~6.5%の成長を達成できるとみられます。中国の景気回復はユーロ圏の輸出セクターの回復をあと押しする要因となりそうです。それに加え、ユーロ圏では労働市場や消費セクターも堅調に推移しているため、トレンドに近い1%を上回る成長を維持できるとみられます。日本も消費増税を控えているにもかかわらず、今年はトレンドに近い成長を遂げる見込みです。新興国市場の環境も、昨年の混乱から全般的に回復しつつあります。これらを総合的に見れば、今年の世界経済は緩やかながらも堅調なパフォーマンスを示し、成長率は2000年以降の平均をわずかに下回る3.5%になるとみられます。

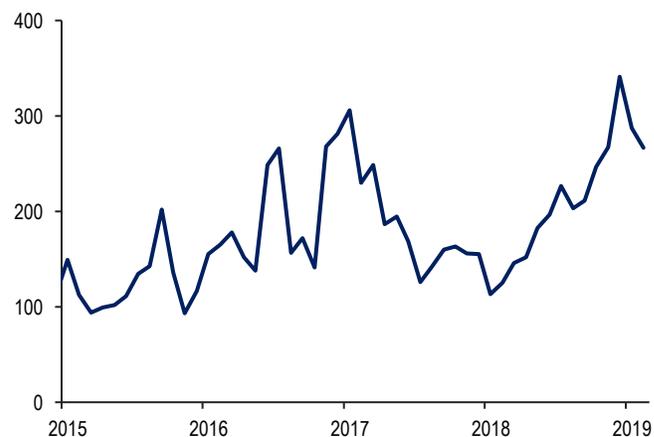
ただし、いつもながら、この予測には数多くのリスクが伴っています—エコノミストには懸念すべき理由があります。最も顕著なのは、世界の経済データにまだ大きな改善が見られないことです。例えば、世界の製造業 PMI (図表 4 参照) は拡大と縮小の分岐点となる 50 前後で上下しています。サービス・セクターの PMI は堅調ですが、力強さは見られません。世界経済の不透明感を測る指数は依然として高水準で推移しています。その結果、世界の成長に対する失望感が広がる可能性があります。中国経済の回復には予想よりも時間がかかるか、回復の度合いも小さなものとどまる可能性があります。同様にユーロ圏についても、我々は今年初め以降、成長率見通しを 0.50%ポイント近く引き下げました。ECB が最近、政策対応を行っているにもかかわらず、ダウンサイドリスクは完全には消えていません。政策面では、トランプ大統領が再び市場を驚かせ、貿易戦争を再燃させる可能性があります。それには二通りの可能性が考えられます。第一に、トランプ大統領は中国との交渉ペースに苛立ちを募らせ、短略的に関税の引き上げに踏み切る可能性があります。第二に、中国と

の合意が早期に成立した場合、トランプ大統領は 2020 年の大統領選を控え、欧州に対する自動車関税を発動する機会を探るかもしれません。それは欧州から自動車セクターに関する譲歩を勝ち取るだけでなく、欧州の農業セクターをこじ開ける手段であると位置づけられる可能性もあります。また、メキシコ及びカナダと再交渉した貿易協定 (USMCA) は米議会でも激しい議論の的となるでしょうが、いずれは承認されるとみられます。地政学的な要因としては、英国の EU 離脱 (ブレグジット) を巡る困難な交渉の行方を注視しています。それでも、それが英国以外の経済に与える影響は一アツプサイドであれダウンサイドであれ—限られたものととどまると考えています。それに加え、北朝鮮、イラン、ベネズエラに関する不透明感も引き続き広がっています。

図表 4 および 5: 世界の PMI と世界の経済政策不透明感指数



出所: ハーバー・アナリティクス



出所: ブルームバーグ指標 2019年3月29日現在; 新聞記事は経済政策の不確実性を言及している

以下では、主要国や地域の動向を詳細に考察していきます。

世界経済の見通し

米国：2018年第4四半期(2.2%)や2018年通年(2.9%)は米国経済が堅調な成長を遂げましたが、2019年は成長が鈍化しています。世界経済の広範な減速、貿易政策を巡る不透明感の高まり、米国の政府機関閉鎖、冬期の不安定な天候などを背景に、ダウンサイドリスクが現れています。これらがもたらす悪影響は金融環境の著しいひっ迫によって増幅され、特にFRBが引き締めモードを続けていた12月のFOMC以降はそうした傾向が高まりました。

それ以降は経済指標が改善していますが、2019年第1四半期のGDP成長率が2%以下に落ち込む可能性を食い止めるほどの力強さは見られません。コア耐久財の受注や出荷は、設備機器の需要が堅調を維持していることを示しています。製造業とサービス業のISM指数は、依然として拡大を示す領域で推移しています。住宅セクターの活動は不安定ながらも、昨年に悪化した後はある程度落ち着きを取り戻したことを示しています。雇用は過去3カ月平均で月間18万5,000人増加し、賃金の伸びは現行の景気サイクルで最高水準に達しています。今後は、一時的な逆風の多くが収まると予想されます。特に、FRBは世界の中央銀行によるハト派的な政策への傾斜を先導しており、それは今後数四半期にわたって経済を支える役割を果たす見込みです。**2019年は米国の財政刺激効果が2018年に比べて薄れる見込みですが、特に政府支出は今年の成長率を着実に押し上げる要因となるとみられるため、我々は2019年の米成長率見通しを2%台半ばに維持しています。**

FRBの政策スタンスがハト派的な方向に転じたことから、現行のサイクルにおける利上げは終了した可能性が高く、FRBは先に発表したプランに従って、5月にバランスシートの縮小ペース緩和に着手し、9月末には縮小プロセスを完全に打ち切る見込みです。しかし、パウエル議長はFRBによるハト派的な方向へのシフトについて、インフレのトレンドが落ち着いていることが主因だと強調しました(コアPCE物価指数は過去10年間の大半にわたって2%を下回っている)。FRBは成長見通しを引き下げたものの、依然として堅調な成長を見込んでおり、今後はトレンドに近い着実な成長ペースが続くと予測しています。

ユーロ圏：昨年半ばに欧州で見られた景気低迷は第1四半期も継続し、第2四半期の見通しにも影を落としています。世界の貿易政策を巡る不透明感、中国関連の輸出需要の弱まり、欧州固有のいくつかのショックなどの影響で、製造業セクターは依然として後退しています。鋳工業生産は落ち込みが続き、受注残高は上向いていません。それでも、ドイツ以外では大規模な製造業セクターの一部に安定に向かう、とりあえずの兆しが現れ始めており、サービス・セクターのPMIにも明るい兆しが現れています。

こうした動きを踏まえ、我々は**2019年の成長率見通しを1.2%に引き下げましたが、今年下半期は緩やかな回復に向かうと引き続き予想しています。**この基本シナリオは、中国の景気刺激策が勢いを増し、その間に家計支出が拡大するとの見方に基づいています。

ECBは3月の理事会が近づくとつれ、政策手段がほとんど出尽くしているのではないかと懸念に直面していました。し

かし彼らはそれに対応し、大胆な政策措置を講じました。ECBは銀行システムの流動性ひっ迫を和らげるため、条件付き長期資金供給オペ(TLTRO)を再び導入すると発表したほか、フォワード・ガイダンスを延長し、今年いっぱい利上げを見送る方針を表明しました。後者は予想外で、**金融政策の正常化に向けた動きを休止する期間が長期化すること意味します。**この措置は景気見通しの改善につながるとみられますが、景気が急激に落ち込まない限り量的緩和策が再開される可能性はかなり低いことを踏まえれば、次の政策が(もしあったとして)どんなものになるのかという疑問が生じています。

政治リスクの大きい状況も、依然として続いています。5月に行われる欧州議会選挙は独メルケル政権の早期退陣につながる可能性があるほか、イタリアの財政政策に対する懐疑的な見方も今年半ばまでに再び市場の大きな関心事になるとみられます。

日本：日本経済は今年も四半期ごとの振れが大きな展開が続いており、2018年第4四半期に回復した後、2019年第1四半期は輸出セクターの不振などが響いて成長が低迷した模様です。しかし、消費支出の緩やかな拡大や堅調な企業の投資に支えられ、内需は着実なペースで拡大しています。労働市場の力強い動きは2019年も持続しており、1月の雇用は前年比で1%増加しました。インフレ率は低水準とはいえプラス圏を維持しており、2月は0.7%(生鮮食品を除く)となりました。賃金はインフレ率をわずかながらも上回る伸びを示し、家計部門に恩恵をもたらしています。10月に予定されている消費税の引き上げに伴いポラリティが高まる可能性があります。ネットベースで見れば、**通年の実質GDPはトレンドに近い0.8%前後の伸びを示すと予想しています。**

今年初めの低調なGDPや低インフレの長期化を踏まえれば、日銀は今年、若干の追加金融緩和を検討する可能性があります。一方、教育、子育て支援、高齢者介護の拡充を通じて労働力の強化を目指す財政措置は、消費税引き上げが経済に与えるマイナス効果を打ち消す役割を果たすとみられます。

中国：最近の中国の動向にはやや不可解な面があります。貿易や信用などに関する主な経済指標には、異例なほど大きな振れが見られます。第1四半期のデータは旧正月に伴う季節要因の影響を受けるため常に解釈が困難ですが、今年は特に分かりにくさが目立っています。それに加え、3月に開かれた全国人民代表大会の年次総会では、やや矛盾する政策が打ち出されました。つまり、大規模な減税が実施される一方で、発表された財政赤字にはほとんど変化がなかったこと、6.0%~6.5%という野心的な成長目標が設定された一方で、信用の伸びを名目GDP成長率と同じ程度に抑える意向が示され、目標を達成するには不十分だとみられることなどです。しかし、経済動向や政策を巡るこうした不透明感も、最近の中国の株式市場の急伸を阻む要因とはなっていません。

明白というには確かにほど遠いかもしれませんが、こうした動きは、中国では大規模な追加刺激策を講じる必要があるという我々の見方と概ね一致しています。我々は**今後の中国経済を支える上でこうした刺激策の役割がますます高まると考え**

世界経済の見通し

ており、それはいずれ世界の成長を押し上げる要因にもなると見ています。中国経済を浮揚させるには、財政赤字の大幅な拡大（国際基準ベース）、名目 GDP 成長率を大幅に上回る信用の伸び、そしておそらく不動産規制の緩和が必要になると思われます。そうした動きが実現しなければ、2019 年の成長率が 6.3%になるという我々の予測に大きなダウンサイドリスクが生じることになります。

新興国市場： 当りポートの冒頭で触れたように、世界経済が直面する逆風が緩和一場合によっては反転一したことから、新興国にはある程度、緩和的な政策スタンスを維持する余裕が生まれました。その結果、我々は大半の新興国の中央銀行による政策の正常化ペースが鈍化するとみており、場合によっては、さらなる緩和策が講じられる可能性もあります。昨年末時点では、我々は 2019 年末までに政策金利が概ね引き上げられるか、あるいは現行水準が維持されると予測していました。しかし、外部環境が好転したほか、インフレ圧力が一般的に抑制される中、一部の国では依然として景気が低迷していることから、我々は予測を修正し、中南米や大半の EMEA（欧州・中東・アフリカ）諸国ではより緩やかな金融政策正常化が進められるか、あるいは金利が据え置かれると予想しています。アジアについては、多くの国々（インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ）でさらなる緩和策が講じられると見ています。その顕著な例外はハンガリーで、コアインフレ率の動きが懸念されるほか、需給ギャップがプラスの領域にあることから、金融政策が引き締められる見込みです。

グローバルからの影響を別にすれば、新興国市場の見通しは各国の個別要因に左右される見込みです。中南米では、ブラジルのボルソナロ大統領率いる新政権が市場の予想通り、比較的強力な年金改革法案を議会に提出しました。その法案は年末までに成立するとみられます。メキシコでは、エネルギー・セクターの開放が進んでいないほか、オブラドール大統領率いる政権が財政資金を投じて国有石油会社の脆弱性を巡る問題に対処する明確な戦略を示していないため、同国の投資に対する信頼感が一段と揺らいでいます。アルゼンチンは修正された国際通貨基金（IMF）プログラムの実行がちぐはぐで、財政の安定化に向けた取り組みに苦しんでおり、10 月の総選挙を控えて政治的な制約が一段と厳しくなっています。エクアドルは資金調達環境や財政収支の改善を目指した 3 年間の拡大信用措置（EFF）について IMF と合意しました。それでも、不安定な政治環境がこのプログラムの実行をリスクにさらしています。ベネズエラでは、マドゥロ政権に対する制裁が強化される中、米国、EU、中南米の多くの国々がグアイド氏を暫定大統領として承認したことで、政治体制が移行する可能性が高まりました。しかし、情勢は依然として緊迫しており、最終的な行方について不透明感が高まっています。

それ以外では、EMEA 地域の主要国である南アフリカとウクライナの将来を占う上で、大統領選挙が重要な意味を持ちます。南アフリカでは、極めて低い経済成長、貧弱なサービス、頻発する停電、汚職スキャンダルが与党 ANC の支持率に大きな打撃を与えており、ムーディーズによる投資適格の信用格付けもリスクにさらされています。同国が投資適格の格付けを失うのを避けるには、ラマポーザ大統領の勝利が最後のチ

ャンスとなる可能性があります。ウクライナの大統領選は、汚職を撲滅し、経済の調整を目指す同国の取り組みが、IMF が定めたプログラムに沿って引き続き進められるかどうかを左右するカギを握ることになります。

先進国金利

2019 年第 1 四半期全般を通じた金利低下は、ECB と FRB が直近にハト派姿勢に転じたのを背景に同四半期終盤にかけて加速しました。金利低下の影響を受けて複数の国の 10 年国債利回りは数年来もしくは過去最低の水準となりました（図表 2 債券市場の見通しを参照）。利回りが 0 近辺またはマイナス圏で推移する先進国国債の普及が再度広がりを見せる状況において、米国債のように利回り面で世界的に突出した市場は引き続き投資家の利回り追求の動きの恩恵を受けるものの、カナダやドイツをはじめとするその他の市場は比較的小規模かつ一時的な調整局面を迎えると考えます。

FRB は、3 月の FOMC にかけて方向転換を続け、同会議では 2019 年、2020 年、2021 年の FF 金利見通しの中央値がそれぞれ 50bps 引き下げられました。また、穏やかな引き締め政策と広く認識されているバランスシート縮小に関しては、2019 年 5 月から縮小ペースを減速し、9 月には終了すると表明しました。今後については、我々はターム・プレミアムが比較的高い水準で推移する現環境下で米国債カーブの長期ゾーン（7 年～30 年）のロングポジション（買建て）を維持します。また、米国 10 年国債利回りは 2.25～2.75% のレンジで推移すると予想します。米国のスワップ・スプレッド・カーブに関しては 10 年および 30 年ゾーン主導でスティープ化が進行する一方、短期ゾーンでは第 2 四半期初めの短期国債発行拡大を背景に、スワップ金利が米国債をアウトパフォーマンス（スワップ・スプレッドが縮小）すると見えています。

欧州では、2019 年 3 月のドイツ PMI が 44.7 をつけ、62 を上回っていた 2017 年末から大幅に悪化しました。欧州の弱い経済データとインフレデータはドイツ国債のイールドカーブのブル・フラット化を招きました。こうした背景から、ドイツ国債利回りは低水準のボックス圏内で推移すると見えますが、中国の成長予測改善や米中貿易交渉の進展とともに景況感の安定化の兆しを注視します。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。日本国債の利回りは、経済の低成長と全体的にインフレ率が上昇せず日銀の 2.0% のインフレ目標が達成されないことを背景に、ドイツ国債同様低水準のボックス圏内で推移するでしょう。そうした中、日本国債の 20 年ゾーンはアウトパフォーマンスする余地があると考え一方、イールドカーブの短期ゾーンについてはアンダーウェイトを維持します。

見通し：慎重ながらも積極姿勢。一部の先進国金利は第 1 四半期の大幅な低下の後やや調整が入ると予想されるが、投資家の利回り追求の動きによって、足元の利回り水準またはそれ以下で維持されると予想。

エージェンシーMBS

2018 年第 4 四半期は荒れた展開が続きましたが、MBS セクターも、更なる需要減少の兆しにもかかわらず FRB のハト派姿勢への転換の恩恵を受けました。2019 年第 1 四半期の米国債に対する超過収益は 28bps で、2018 年のマイナス超過リターンの約半分を取り戻しました。米国債と社債に対する MBS セ

クターの超過リターンの傾向は第 2 四半期開始後も維持されると予想するものの、FRB の今後の政策の進展を考慮し、長期的にはより慎重な見方です。実際、FOMC は 3 月の会合でバランスシート縮小ペースを 5 月から減速し、9 月には終了するとの最新の方針を発表しました。FRB はそれ以降保有する MBS の償還金を、セカンダリー市場を通じて月最大 200 億米ドルを米国債に再投資し、超過部分のみをエージェンシー MBS に再投資するとしています。FRB は保有資産の長期的な構成を再考する中で「長期的にはエージェンシー MBS の限定的な売却は適切と考えられる」と述べています。

第 1 四半期の季節要因を受け、2 月の期限前償還率（CPR）はコンベンショナル MBS が約 7CPR、米国政府抵当金庫（ジニーメイ）が約 10CPR と MBS のプリペイメント（期限前償還）は低位にとどまりました。全体としては、プリペイメントペースは第 2 四半期の季節要因と第 1 四半期のモーゲージ金利が 50bps 低下したことにより、30%以上増加すると予想します。これによってモーゲージ市場の CPR は過去 2 年にわたって経験した水準に戻ると考えられます。2019 年の MBS の総供給量は 1,500 億米ドル、純供給量は 260 億米ドルと前年同期より約 220 億米ドル少ない緩やかなペースで始まりまし。前年 12 月の住宅市場の鈍化と金利低下の動きに伴い、借り換えが遅れていることを背景に供給量が減少したと見えています。2019 年の年間純供給量予想は 2,250～2,500 億米ドルのレンジを維持します。

規制当局側の動きとしては、3 月に米国証券業金融市場協会（SIFMA）が UMBS（統一 MBS）の TBA 取引を承認し、6 月決済の取引が 3 月 12 日に開始されました。UMBS の決済日が近づくにつれ、ゴールド債の TBA 価格は、特定のプールに対する TBA 市場でのショートをカバーしようと急ぐディーラーの動きを背景に連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ）債の水準まで上昇しました。この他、連邦住宅金融局（FHFA）次期局長に指名されたマーク・カラブリア氏は第 2 四半期に正式に承認されると見られます。カラブリア氏は上院公聴会で政府系住宅金融機関（GSE）の大幅改革に関する議会承認の必要性に強い敬意を示しましたが、GSE の役割を縮小することについて同氏が詳細に文書化した内容が FHFA の承認のみで実施可能な改革であるかは今のところ不明です。トランプ政権はまた、GSE 改革案を「現実的に可能な限り速やかに」策定するよう財務省と住宅都市開発省（HUD）に指示しました。単一証券を採用したことで、GSE のコモン・セキュリティゼーション・プラットフォームが GSE 改革の将来の土台となることが確認されました。HUD（および GNMA）が加わったことで、エージェンシー MBS の最終的な保証人を決定する対話が始まります。

我々のポジショニングは引き続き特定プールに絞られ、クーポン 4.0% を選好します。特定プールは第 1 四半期に大幅に上昇し、TBA の劣化を背景に上昇傾向は続くと思われ。引き続き、新規組成によって TBA のバリュエーションにマイナスの影響が予想される中、経年プールのウェイトを高める機会をうかがいます。市場が UMBS の導入に合わせて調整する中、我々は基本的にベンチマーク・インデックスより良好な OAS とコンベクシティ特性の維持を図ります。今年に入ってからの GNMA 債の純供給量に占める割合は約 35% から 50% に拡大し

2019 年第 2 四半期セクター見通し

ていますが、我々はクーポン 4.0%のゴールド債プールからクーポン 4.0%の GN2 債プールへの乗り換えを検討します。

見通し：春の供給期を迎えることに加えてプリペイメントが加速する可能性があるものの、米国債対比で MBS にやや強気のスタンス。本見通しは、比較的低いボラティリティとリスクアセットへの下支えに影響される。FRB のバランスシート縮小、MBS 売却の可能性に鑑み長期的にはより慎重なスタンス。

証券化商品

証券化資産に関する我々の基本的見通しは昨年と同様です。特に、証券化商品のシニア・トランシェの強固なストラクチャー特性には、このところの担保の質が僅かながら悪化したことによる影響を防ぐだけの十分な効力があると我々は見ています。2018 年における我々の上位トランシェ重視のポジションは、スプレッドのワイド化の影響はあったものの、メザニン債やその他のスプレッド・セクター債を含む他のリスクアセットと比べて好調なパフォーマンスを示しました。より最近では、これら証券化商品のスプレッドは縮小したものの、他のスプレッド商品の縮小ペースからは遅れています。しかしながらリスク調整後ベースでは、証券化資産のシニア債に魅力的なレティティブ・バリューがあると我々は引き続き見ています。一方、メザニン・トランシェに対しては総じて弱気なバイアスを維持します。

非エージェンシーRMBS：米国の住宅市場と金融危機後のモーゲージの信用供与に対しては引き続き強気の姿勢を維持するものの、住宅価格の上昇率は減速すると予想します。住宅取得能力は、住宅価格の上昇に加え、昨年のモーゲージ金利の上昇により緩やかな圧力にさらされていますが、今後は 11 月の金利反転の恩恵を享受するでしょう。プラス面では、ミレニアル世代の世帯形成が漸く改善を見せ始め、さらに貸出基準の緩和（GSE と非 QM モーゲージの基準緩和）によって融資が受けやすくなりました。レガシー非エージェンシーRMBS は、本四半期にスプレッドが 10bps 縮小して LIBOR+140 bps となりました。取引量が減少するセカンダリー市場を安定した買い手が下支えするため、スプレッドはボックス圏内で動くとしています。我々は、AAA 格 CLO をはじめとする他のセクターによりリスク調整後のバリューがあると考えことから、レガシー非エージェンシーRMBS を売り越しています。ファニーメイ/フレディマックの CRT 債のスプレッドは大幅に縮小し、M2 トランシェの縮小幅は 60bps にもおよび L+230 となりました。CRT セクターの流動性に関する諸課題（所有者の中に「大口」保有者の拡がりや欠き、スプレッドは投資銀行のレポ取引に支えられている）を考慮すると、この水準のスプレッドは魅力的とは言えず、我々はスプレッド縮小に合わせてポジションを削減しています。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、非エージェンシーRMBS では信用力の高いモーゲージ・プールへの優先ファイナンス債を好みます。これら

の取引のスプレッドは四半期を通じてほぼ横ばいの約 L+150 でした。

英国では、プライムおよびノンコンフォーミングのシニア債のスプレッドは 15~25bps 縮小しました。担保のファンダメンタルズは引き続き安定していますが、我々は、他のグローバル証券化商品セクター（米 CLO、CMBS など）により高いレティティブ・バリューがあると見ています。ブレイクポイントによる不安定感や英国の住宅市場の冷え込みなどの逆風が 2019 年にはスプレッドの上昇圧力として作用する可能性があります。こうした中、足元では既発 2.0 案件のリファイナンス需要が伸びています。

CMBS：新規 CMBS の担保引受は引き続き安定しています。ニューヨーク市のオフィスを含む一部のサブマーケットでは部分的に弱い動きが見え始めています。また、ホテルへの融資が占める割合は依然として高く、小売へのエクスポージャーを避ける投資家の動きを受けてコンデューイト型案件では郊外のオフィスの割合も増加しました。キャップレートは比較的安定していましたが、キャップレートのリスクプレミアムは 10 年国債利回り低下の影響を受け長期平均を上回りました。これによって金利が再度上昇した場合、商業用不動産（CRE）のバリュエーションに若干の余裕が確保されています。全体としては、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）との均衡を保っていると見られ、これに加えて賃貸物件の強い需要によって空室率は安定した低い水準に保たれています。CRE 価格は 2018 年に 6%上昇し、2007 年につけた前回のピークを現在 27%上回っています。安定した需要に対して供給はコンデューイト型案件では 2018 年の 400 億米ドルに対して 2019 年予想は 300 億~350 億米ドルと限られていることから、スプレッドのテクニカル要因は改善が予想されますが、他のスプレッド・セクターと比べて需要が出遅れています。第 1 四半期の CMBS AAA 格のスプレッドはクレジット市場全体のスプレッド縮小に追隨して四半期初めの S+105 が期末には S+87 bps となりました。我々は、広く分散化されたコンデューイト型 CMBS のシニア・トランシェ、および不動産ファンダメンタルズが好ましい一部のシングルアセット/シングルポロワーCMBS 債のシニアならびにメザニン・トランシェを引き続き選好します。GSE 改革の影響でエージェンシーCMBS 市場では特に発行量に関して不確実性が広がります。我々は、GSE 改革によってエージェンシーCMBS の信用性が損なわれる恐れがあるとは考えていません。実際、供給の減少はポジティブな需給要因になる可能性があります。我々は、スプレッドが S+50 bps 後半レンジの 10 年満期エージェンシーCMBS を引き続き分散投資の対象として選好します。

ABS：好調な雇用、分別のある信用引受基準によって、消費者 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安定しており、供給過剰感の一部の分野（ソーシャルレンディングなど）に限られています。商業 ABS のパフォーマンスは、業界特有のリスクはあるものの引き続き堅調です。第 1 四半期の ABS のスプレッドは縮小し、残存期間 3 年のシニアカードローンが L+28bps (-2bps)、同 2 年のシニア自動車ローンが L+28bps (-2bps)、同 3 年のシニア消費者ローンが L+75bps (-10bps)、同 5 年のシニア民間学生借り換えロー

2019 年第 2 四半期セクター見通し

ンが L+85bps (-10bps) で取引されました。年初来新規発行額は前年同期比でやや減少し 570 億米ドルですが今後供給は 2018 年の水準に向けて平準化すると見えています。我々は、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ます。同様の理由から、引き続きクオリティー重視の姿勢を貫き、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好し、FICO 基準より所得基準での引受を行う発行体を優先します。

CLOs : CLO の最優先トランシェのспレッドは 2019 年第 1 四半期の市場全体のспレッド縮小化に出遅れ、年初からほぼ横ばいの水準でした。トップティアのマネージャー案件の取引水準は L+133 bps です。спレッド縮小の出遅れはテクニカル要因によるものであり、ファンダメンタルズの懸念の影響はないと考えています。新たなアンカー投資家が限られた中で新規発行額が予想を上回っていることが CLO のテクニカル面での試練となっています。ファンダメンタルズ面では、発行体および業種の分散の他、大幅な信用補完が期待できることから、CLO のシニア・トランシェは引き続き原資産であるバンクローンのクレジット・パフォーマンスおよび各産業セクター固有のリスクに対して抵抗力を維持しています。貸し手市場が寛容な供給姿勢を維持していることを受け、バンクローンのデフォルト率は引き続き低水準で推移しています。しかし、次のデフォルト・サイクルでは、回収率は過去のデータと比べて低くなると予想します。上位の AAA 格のспレッドは 135bps 近辺で推移し、AA 格のспレッドは 190bps 台後半に上昇するでしょう。CLO シニア債は引き続き優れたリスク調整後リターンを提供すると考えます。一方、市場は融資回収率低下と格付けのボラティリティ上昇の可能性を織り込んでいないと見ることから、メザニン債のспレッドに対しては慎重な姿勢を維持します。

見通し : ファンダメンタルズ的に発生可能性が低い信用リスクに対して高いリスク調整後спレッドを提供する最優先トランシェに対して強気の姿勢を継続。資本構造の下位トランシェについてはより好ましいエントリーポイントをうかがう方針。

米国および欧州投資適格社債

2019 年第 1 四半期の米国および欧州の投資適格社債は、他のリスク資産の動きに呼応して上昇しました。市場の好調を支えたのは、緩やかながら堅調な世界経済の成長、FRB による利上げサイクル一時停止の決定、ECB の継続的な市場の下支え、世界貿易をめぐる緊張の緩和などでした。また 2018 年第 4 四半期に売り込まれて割安化した債券が多かったことも一因です。

	Q1 トータル・リターン (%)	Q1 スプレッド変化 (bps)	OAS(bps) 2019 年 3 月 31 日
米国投資適格社債	5.14	-34	119
欧州投資適格社債	3.20	-29	123

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 3 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

第 1 四半期の米国投資適格社債の対米国債超過リターンは 273bps となり、リターンが最も高かったのは長期の BBB 格銘柄でした。強いフリーキャッシュフロー創出、史上まれに見る利益率の高さ、潤沢な手元流動性、法人税制改革による追い風などにより、信用力指標は全体的に安定を保ちました。今後については、企業利益と利益率の低下が予想されるものの、堅調なファンダメンタルズは続くと思われれます。

クレジットサイクルの転換によって BBB 格社債の大部分がハイイールド債となることを投資家が危惧したため、第 1 四半期も引き続き BBB 格社債の話題が大きく取り上げられました。しかし実際には、ほとんどの企業が株式発行による資金調達、資産売却、配当と自社株買いの減額など多くの選択肢を持っており、レバレッジの引き下げならびに格下げの回避が可能です。25 の米国大手発行体の大半が、2018 年に資本を配当や自社株買いに費やしましたが、もしこれを債務支払いに回していれば、2018 年の支払い利息だけでなく今年満期を迎える負債の一部を賄うことができたと思われれます。先ごろ、AT&T はレバレッジ引下げの目標達成を経営陣の短期インセンティブ報酬の 20% と紐付けましたが、これは強力な動機付けとなります。経済成長が鈍化した場合に、一部の BBB 格社債は格下げ候補となる可能性があるものの、より多くの企業がレバレッジの引下げ対策を講じて格付けの維持または改善を図ると我々は確信しています。

新規発行は昨年をわずかに下回るペースで依然として高水準ながら概ね順調に消化されました。また為替ヘッジコストの低下を受けて、特に米国以外の投資家からの強い需要がありました。平均コンセッションは 0~5bps でした。M&A 資金の調達を目的とする新規発行が目立ちますが、前年同期比では減少しており、企業の債務削減の動機づけとなる新税制の適用によってさらなる減少が予想されます。2019 年の新発債の総供給量は約 10% 減少し、純供給量は最大 30% 増加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、相対的に低格付けの短期債をオーバーウェイトし、高格付けの長期債をアンダーウェイトしています。イベントリスクや景気の減速不安にさらされている産業セクターより、高格付けの米国金融機関、一部の欧州系銀行、電力会社、課税地方債を引き続き選好します。一方、低格付けの金融機関に対しては否定的な見方をしています。またレバレッジの引下げに向けた態勢が整っている BBB 格の発行体（一部のヘルスケア、通信、パイプライン企業）に投資機

2019 年第 2 四半期セクター見通し

会を求め、一部のイベント経過後銘柄にも投資妙味があると考
えます。

欧州投資適格社債

第 1 四半期は欧州投資適格社債のスプレッドも著しく縮小し、
2018 年 10 月末と同水準となりました。これまでの四半期と同
様に信用ファンダメンタルズは堅固でしたが、ピークは過
ぎたようです。経済データは不振を示し、英国の「合意なき
EU 離脱」の可能性、フランスの暴動、貿易戦争、イタリアの
財政難などの政治不安が堅調なファンダメンタルズを超える
重圧を市場センチメントに与えました。明るい話題としては、
ECB が TLTRO(長期資金供給オペレーション)の新プログラ
ムを発表して金融システムを下支えし、「利上げの凍結」を
2019 年末まで延長したことが挙げられます。欧州経済デー
タの不振材料と FRB の軟化姿勢が相まって、四半期末にはド
イツ 10 年国債がマイナスに転じ(-7bps)、欧州金利は 2016 年
後半以来の低水準に下落しました。先進国市場の中央銀行は
「より長期にわたる低金利」の期間に入ったように見えます
が、欧州の一部の保険会社には利回り目標達成を狙って長期
債へとシフトする動きが見られました。しかし経済成長鈍化
の懸念によって利回りへの需要が相殺される可能性があるた
め、今後ボラティリティが高まるかもしれません。

新発債は順調に消化されており、年初の 14bps に対しほとん
どの取引が平均 2~3bps のディスカウントとなりました。海
外投資家からの資金フローの改善が、ECB の債券購入プロ
グラム終了の影響を相殺しました。投資銀行の低在庫が続いた
ことで、時にスプレッドが大幅に動く局面もみられました。
全体的に見ると新 TLTRO プログラムはグロス発行額を(前
回の見積もり額 5,000 億ユーロに対し) 4,500 億ユーロに抑
える可能性があります。

欧州のポートフォリオでは、我々はスプレッド・デュレーシ
ョンをややショート、スプレッドリスクをロングしています。引
き続き銀行をオーバーウェイトにしていますが、エクスポー
ジャー削減を検討しています。また、保険と非コア REIT に加
え、ユーロ圏外の発行体もオーバーウェイトにしています。米
国発行体を引き続きオーバーウェイトとし、同発行体の米ドル
建社債や、同格付けのユーロ発行体と比較して大きなコン
セッションで発行されるユーロ建社債に、投資機会を探って
いきます。

グローバル投資適格社債

グローバル社債ポートフォリオでは、第 1 四半期はユーロ
建の厚いスプレッドを選好しましたが、最近の較差縮小によ
り、現在はユーロ圏と米国のスプレッドは同程度となってい
ます。我々は英ポンド建社債を引き続き中立~アンダーウェ
イトとし、スプレッド・デュレーションについてはややショ
ートのポジションをとっています。引き続き米ドル建社債
では大手銀行、保険会社、米国公益企業、ユーロ建社債
では銀行や一部事業会社を選好しています。スプレッドの
さらなる拡大を引き起こすようなテイルリスクを内包する
銘柄へのエクスポージャーを削減するほか、同一/類似発行
体のユーロ建と米ドル建債に注目し、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。

米国と欧州の社債の今後について、短期的にはやや強気
の見方をしてしています。スプレッドはすでに大幅に縮小
していますが、現在の水準を維持するかさらに縮小する可
能性があります。リスク要因として地政学的緊張、英国の
EU 離脱、欧州の政治問題、貿易戦争、主要国(中国を
含む)全体の経済成長の失速、米国債のイールドカーブ
のフラット化/逆イールド化などが挙げられます。

見通し: 良好なファンダメンタルズ、堅調な需給、ス
プレッド縮小の可能性を考慮し、短期的にはやや強気な
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 1 四半期の米国と欧州のハイイールド市場は、一時
的に弱含む局面が見られたものの、大幅に回復しました。
第 1 四半期後半に欧州の経済指標が期待を下回ったこと
で、投資家心理は後退しましたが、最終的にはプラスで
四半期を終えました。

	Q1 トータル・リターン (%)	Q1 スプレッド変化 (bps)	OAS(bps) 2019 年 3 月 31 日
米国ハイイールド債	7.40	-128	405
欧州ハイイールド債	5.18	-110	405
米国レバレッジド・ローン	3.78	-83	467
欧州レバレッジド・ローン	1.52	-6	436

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼
できる指標となるものでもありません。インデックスの正式
名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投
資には元本損失のリスクがあります。出所: ICE バンク
オブアメリカ・メリルリンチ、クレディ・スイス、2018 年
3 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

第 1 四半期の米国ハイイールド市場はスワップ対比+564
bps の超過リターンをあげました。この間スプレッドは
128bps 縮小し、現在は 2018 年初めに記録した金融危
機以降で最もタイトな 316bps を 89bps 上回っています。

格付別では、CCC 格債がスワップ対比+629bps の超過
リターンで第 1 四半期のトップとなり、2018 年第 4 四
半期のスワップ対比-1261bps の超過リターンを部分的
に埋め合わせました。一方 B 格債と BB 格債はそれぞ
れスワップ対比+558bps と +553bps の超過リターン
をあげました。セクター別では、OPEC の減産を受けて
原油価格が 29%高騰したことにより、エネルギー・セ
クターが第 1 四半期の最上位でした。原油価格上昇に
利益率を圧迫された空運セクターは最下位でした。

デフォルトは世界的に減少が続いています。ムーディーズ
によると、世界の投機的格付債の過去 12 カ月のデフォ
ルト率は 2 月末時点で 2.1%と、2018 年末の 2.3%か
らさらに低下しました。今後についてムーディーズは、
世界の投機的格付債のデフォルト減少に伴い、デフォ
ルト率は 2020 年の第 1 四半期末

2019 年第 2 四半期セクター見直し

までに 1.5%まで低下すると見ており、この予想は我々の見解と一致しています。

概して強気な市場心理に支えられ、第 1 四半期の米国ハイイールド債への需要はプラスに転じました。第 1 四半期中には総額 130 億ドルを超えるリテール投資信託への資金流入がありました。

2019 年の米国ハイイールド債の新規発行は、これまでのところグロス発行額 650 億ドルと全体的に低調です。ただし、リファイナンス減少に伴いグロス発行額は減っていますが、M&A 関連の起債が増加したためネットの新規発行総額は前年比 35%と急増しています。第 1 四半期の新規発行債では格付けが向上しており、B のスプリット格付債や CCC 格付債は全体の約 10%に過ぎませんでした。こうした低格付債の新規発行は 2002 年以来 10%を下回っていません。FRB のハト派スタンスへの転換によって変動金利型担保付ローンから固定金利物へと需要がシフトしたため、ハイイールド市場においても担保付シニア債の発行が大幅に増加しました。

堅調なファンダメンタルズ（強い業績と低水準のデフォルト）、限定的な供給、中央銀行のハト派姿勢などが継続する一方、考えうるリスク（米中間の貿易摩擦、英国の EU 離脱、2020 年度の「米国財政の壁」など）が今後 18 カ月以内に経済不況を引き起こすことはないとの見解から、我々は引き続き米国ハイイールド債に対して積極的な見方をしています。

欧州のリバース・ヤンキー債、高格付のバンクローン、一部の投資適格からの格下げ候補などのベンチマーク外ポジションも、機会をとらえて追加していきます。また、**ステイプなスプレッドカーブ上で、長い年限の社債に投資機会を狙う**ほか、**独立系発電会社や米国消費者関連銘柄に対してはオーバーウェイトを続けます。一方、コモディティ関連銘柄に対しては慎重姿勢を維持します。**

リテール資金の流出が続く状況に耐えながらも、米国レバレッジド・ローン市場は第 1 四半期も好調を維持し、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+306bps となりました。このように回復を見せたものの、額面以上で取引されたローンの割合は第 1 四半期末時点で 10%未満でした。

2018 年末までに 4 週連続で 10 億米ドルを超える資金が投信から流出しましたが、第 1 四半期にかけても資金流出は 17 週にわたって続き、第 1 四半期の流出総額は 100 億ドルを超えました。第 1 四半期は新規発行額も減少し、リプライシングや借り換えも落ち込んだため、発行総額はおよそ 660 億ドルとなりました。対して 2018 年第 1 四半期は 2,420 億ドルでした。米国レバレッジド・ローンは CLO 組成減少と金利上昇懸念の後退による需要減少に晒されました。この短期的な需要の落ち込みの結果、特に BB 格以上のローンのレバティフ・バリュエが改善しました。我々は長期的な視点から B 格ローンより BB 格ローンを選好しており、こうした BB 格発行体は、B 格発行体に比して負債額が小さく、業績変動も小さいうえに流動性も良好であると確信しています。これらの要因から BB 格ローンの貸し手保護の度合い、カバレッジ、回収可能価値などは、B 格ローンを上回る結果となっています。

欧州レバレッジド・ファイナンス

欧州のハイイールド債インデックスがスワップ対比+438bps の超過リターンをあげ、弱含みだった前年第 4 四半期から急激に回復したことから、2019 年の欧州ハイイールド債は好調なスタートを切りました。金融緩和政策、新発債の供給減、資金フローの安定化/反転が見られた一方で、世界経済の成長鈍化への懸念は薄れ、結果的にスプレッドは 110bps 縮小して 405bps となりました。

2018 年第 4 四半期からの流れを反映して、第 1 四半期の欧州ハイイールド債新規発行は比較的小額でした。グロス発行額は、2018 年第 1 四半期が 196 億ユーロだったのに対し、94 億ユーロでした。新発債のほとんどすべてが既存債のリファイナンスであったため、ネットベースではゼロに近い結果となります。2018 年は市場の足を引っ張った資金フローが安定し、デュレーションの短いセグメントへの強い需要が続きました。ムーディーズのデフォルト率は 2008 年 9 月以来の 1%割れ（0.9%）でした。今年はまだ欧州でデフォルトは発生していません。

第 1 四半期の欧州レバレッジド・ローンのパフォーマンスはハイイールド債を下回りましたが、この資産クラスは 2018 年第 4 四半期の不振から完全に回復しました。第 1 四半期のレバレッジド・ローン総供給額 204 億ユーロは、無理なく市場に吸収されました。短期的に新規発行は比較的少なめと予想され、市場の需給は良好と思われます。

今後については、健全なファンダメンタルズ、限定的な供給、金融緩和政策、低い不況/デフォルトリスクなどが、短期的には欧州ハイイールド債の追い風となるでしょう。欧州の経済成長には依然として不確実な面があるものの、2019 年のハイイールド市場はプラスのリターンをもたらすと我々は確信しています。ポジショニングの面では、引き続き B 格発行体と一部の CCC 発行体をもっとも良好なリスク対比リターンを提供していると考えます。今後も短期債を選好しつつ、景気変動の影響を受けやすい業種の長期債には選別的に投資機会を追求していきます。また、英ポンド建債とユーロ建債の間に魅力的なレバティフ・バリュエの機会を継続的に探ります。一方、欧州周縁国の小売および建設セクターには慎重な見方を維持します。ローンについては、良好な需給要因に支えられて積極的な姿勢を続けます。ただし、引受基準が劣化している点には慎重な判断が必要です。

見直し：米国ハイイールド債に積極的。B 格債を選好し、ステイプ化したスプレッドカーブ上で投資機会を追求。欧州では、短期的には強気だが、世界の経済成長および欧州の政治不安から長期的には慎重姿勢。

エマージング債券

2019 年に入り、エマージング債券の下落が底打ちした状況になっています。2019 年第 1 四半期には、高リスク国であるアルゼンチン（+ 6.88%）、エクアドル（+ 15.35%）、ベネズエラ（+ 30.28%）、イラク（+ 8.81%）、そしてアンゴラ（+ 13.49%）などに牽引され、米ドル建グローバル・デビ

2019 年第 2 四半期セクター見通し

ーシファイド・インデックスはアウトパフォームしています。ヘッジありの現地通貨建債券とエマージング通貨は米ドル建エマージング債券に対してアンダーパフォームしたものの、大幅なプラスのリターンを示しています。ヘッジありの現地通貨建債券のうち、高いパフォーマンスとなった債券には、それまでは選好されていなかったメキシコ (+ 6.79%)、フィリピン (+ 7.56%)、南アフリカ (+ 3.51%) などがあります。債券価格上昇は、世界的なマクロ経済の動向と新興市場固有の要因によって牽引されています。FRB と ECB がより緩和的なスタンスへ移行した影響が、中国の景気刺激策の高まり、アルゼンチンの対外収支および IMF プログラムに関するより前向きな報道、ブラジルでの年金改革が第 3 四半期に可決される可能性があるという楽観の見方によって更に強められています。

	トータル・リターン (%)	スプレッド/利回り変化 (bps)	OAS (bps)/利回り (%)
	Q1	Q1	2019 年 3 月 31 日
エマージング債券 (ハードカレンシー建)	6.95	-64	351
エマージング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	1.98	-0.29	6.16
エマージング通貨	1.48	0.74	6.04
エマージング社債	5.15	-35	336

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 3 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。

我々の今年のエマージング経済の成長率の予測は 4.6% で、昨年の 4.7% をわずかに下回るに過ぎません。重要なのは、米国とユーロ圏での経済活動の鈍化を考慮に入れると、エマージング市場と先進国市場の成長構造の違いが、エマージング市場に有利に働いていることです。昨年と比較して中国での成長が鈍化した場合でも、我々の基本ケースでは、今後数四半期で回復すると見ています。この見方が、エマージング市場に関するより広範な見解の鍵となります。これまでに取られた中国の景気刺激策の影響は第 2 四半期に現れ始めるはずで、先進国中央銀行の景気刺激的な政策の中で、昨年優勢であったグローバル市場での「引き締め基調」の流動性状況がないため、**中国における 6.0~6.2% の成長はエマージング資産をあと押しするはずで、インドやインドネシアを含むその他エマージング諸国市場の健全な成長とブラジルの回復により、エマージング市場全体の経済成長率は 4.6% 水準を維持するでしょう。**先進国の緩和的な環境は、エマージング市場に反映されています。例外的に金利上昇している国（例えば、アルゼンチンとトルコ）もありますが、概してインフレ圧力は抑制されています。エマージング市場の対外流動性、債務支払能力、および国際収支の変動も、2018 年と比較して安定しています。貿易取引が（エマージング市場の為替水準がより魅力的であっても）成長を牽引していない一方で、多国間の支援と債券発行者の市場アクセスの改善は、外部からの変動要因を抑え込み続けてきました。

2018 年の市場下落の後、投資家の手元キャッシュが積み上がり、新規発行額の減少（2018 年 1,710 億米ドルに対しここ 1 年で 1,480 億米ドル）や 274 億米ドルの米ドル建投信ファンドへの堅調な流入で、需給環境は引き続き支えられています。新規発行市場の好調なパフォーマンスがこうした状況をよく示しています。最近のガーナ・ソブリン債の新規発行では応募が募集額の 7 倍以上に達し、3 月上旬に発行されたスリランカの 10 年ソブリン債は価格が 50 bps 上昇しています。現地通貨建投信ファンドへの流入額は 73 億米ドルとはるかに少なく、これは現地通貨建資産の相対パフォーマンスに反映されています。

今後も、特に先進国通貨建エマージング債券のスプレッドと現地通貨建債券については、強気を維持しています。スプレッドは年初来 70bps 縮小していますが、それでも 2018 年初頭の水準よりも 100bps 程度広がった状況です。アルゼンチン、エクアドル、パキスタン、ウクライナ、ガーナ、エジプトなどの国々での IMF プログラムは、必要に応じて流動性の支援を提供しながら、各国のマクロ経済政策を正しい方向に向かわせるでしょう。メキシコ、ロシア、インドネシアなどの一部の現地通貨建エマージング債券市場では、先進国の実質利回りがほぼゼロからマイナスであるのに対し、フォワードベースで 4% を超える実質利回りを提供しています。これらの現地通貨建エマージング債券は、世界的なインフレの水準の低下によって支えられるでしょう。エマージング通貨に関しては、上昇・下落の方向性について強い確信を持っていない状況だと考えています。ハト派に転じた FRB と低水準の市場ボラティリティは、概してエマージング通貨にとってプラスになるはずですが、これは世界の経済成長の不確実性によって相殺されます。このため、我々はレラティブ・バリューのポジションに注力しており、全体としてラテンアメリカとアジアの通貨をロングポジション、中欧、東欧、中東及びアフリカ (CEEMEA) の通貨のショートポジションとしています。

全体として強気な我々の見方に対するリスクとして、予想よりも弱い世界経済成長、米中貿易戦争の再燃、ロシア、ベネズエラなどの国々による地政学的混乱が含まれます。これから実施されるウクライナ、トルコ、アルゼンチンでの選挙は、メキシコやブラジルの概してまだその真価が問われずにいる新政権と同様に、さらなるボラティリティの原因となる可能性があります。しかし、低水準での金利推移が予想され、バリュエーションは魅力的であるため、エマージング市場資産の収益率は年末まで堅調に推移すると見ています。

見通し: 強気。世界の中央銀行の緩和的な政策、中国の成長の回復、そして貿易交渉の進展が期待され、エマージング市場資産は引き続き好調に推移するとみている。エマージング市場の先進国通貨建資産のこれまでの好調なパフォーマンスにもかかわらず、一部のセグメントのバリュエーションは引き続き魅力的である。エマージング債券もまた、より広範な要因から恩恵を受ける可能性があり、エマージング通貨は、米ドルの独歩高が後退し、エマージング市場の成長が先進国を上回ることが鮮明になれば、上昇するとみている。我々は引き続きエマージング通貨のレラティブ・バリューの投資機会に着目している。

地方債

2019 年第 1 四半期には、AAA 格地方債の利回りはイールドカーブ全般に 29bps から 42bps 低下し、地方債は米国債を大幅にアウトパフォーマンスしています。10 年物と 30 年物の地方債/米国債の利回り比率は、77.1%と 92.2%となり、それぞれ 7.6%と 7.8%低下しました。バリュエーションが魅力的なことと、金利低下の環境が、免税地方債に対する堅調な需要につながり、同セクターのアウトパフォーマンスに貢献しています。投資信託の純流入額は年初来 225 億米ドルと、1 年ぶりに記録的な伸びを示しました。一般投資家からの地方債に対する需要の増加は、2017 年税制改革法に基づく地方公共税 (SALT) の税控除の縮小に伴い、税率の高い州に住む投資家が、申告所得を抑制するための追加的手段を模索したことに起因する可能性もあります。投資家がイールドカーブ上でより長期の債券を選好したため、地方債のイールドカーブは 5 年/30 年で 5bps フラット化し、スプレッドは 103bps になっています。第 1 四半期のトータル・リターンは、高格付インデックスが +2.90%、ハイイールド・インデックスが +3.83% となっています。長期課税地方債の第 1 四半期のリターンは 5.55%と、米国長期社債インデックスの 7.97%を下回りました。長期課税地方債の超過リターンは、第 1 四半期に 204bps と、長期社債インデックスの 412bps を下回りました。

第 1 四半期の新規発行高は前年同期比 15%増の 750 億ドルでしたが、市場で容易に吸収されています。新規発行高には、債務交換の後、2 月に取引を再開した 120 億米ドルの再編プエルトリコ売上税金融公社 (COFINA) 債を含んでいません。再編された COFINA 債は無格付で、ブルームバーグバークレイズハイイールド地方債インデックスの約 7.5%を構成しています。特定の投資家 (大部分がヘッジファンド) が売り手に回る一方で、免税投資信託およびその他の投資家が活発に購入したため、取引活動全体は堅調に推移しています。地方債市場は、既に米国債を大幅にアウトパフォーマンスし、バリュエーションも比較的割高になっていますが、特に四半期末にかけて強い再投資需要も期待されることから、需給面での好環境は第 2 四半期も続く予想されます。加えて、安定的ないし低下傾向にある金利環境は、投資信託を通じた継続的な資金流入に貢献するはずです。投資家は引き続きより長期の地方債を選好し、地方債のイールドカーブのさらなるフラット化が進むと予想しています。

いくつかの州では、所得税収入が前年同期比で減少しており、これは地方公共税 (SALT) の税控除縮小に起因すると見られています。納税者が実際に納税申告を次年度に遅らせたのかどうか、投資家は 3 月と 4 月の徴税額の動向にリバウンドの兆候が見られるか注意深く見守っています。第 1 四半期の COFINA 債の債務交換の成功に続き、連邦金融監督管理委員会 (FOMB) が 2019 年末までに今度は一般財源担保地方債 (GO) の再編計画を提出する予定であるため、投資家は現在プエルトリコ GO 債券の再編交渉に注目しています。

最後に、我々は引き続き課税地方債が米国社債と同程度のパフォーマンスとなり、社債スプレッドが拡大する環境ではアウトパフォーマンスする可能性があると考えています。

見通し: やや強気。既に米国債を大幅にアウトパフォーマンスし、バリュエーションも比較的割高になっているが、需給面での高環境は第 2 四半期まで続く予想され、結果として堅調なトータル・リターンが得られると予想する。

留意事項

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

データの出所 (その他特に断りのない限り) : PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ、2019年4月現在

PGIM フィクスト・インカムは、1940年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社である PGIM インクおよびブルデンシャル・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。これらの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はありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより (直接的、間接的、または派生的に) 被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。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) では、PGIMインクの間接子会社である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所在地は以下の通りです: Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは英国の金融庁からの許可・規制を受けており (登録番号: 193418)、EEAの様々な法域での正式な営業権を有しています。本資料は英国金融行為規制機構 (FCA) の行為規制ソースブックを目的として、第2次金融商品市場指令 (MiFID II) の 2014/65/EU に定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア) が、(豪州2001年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり (登録番号: 193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。(ライセンス番号: 49012)

© 2019 PFI and its related entities.

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。ブルームバーグ・バークレイズ米国適格社債インデックスは、産業セクター、公益セクター、金融セクターが発行する、米ドル建、投資適格、固定金利またはステップアップ金利の課税証券を対象としています。これには、特定の満期、流動性、およびクオリティ要件を満たす、米国の公募社債および外国社債と海外の担保付き約束手形が含まれる。このインデックスに組み入れられている証券は、最終満期まで少なくとも1年の期間を有し、ムーディーズ、S&P、フィッチのミドル・レーティングにて投資適格(Baa3/BB-/BBB-)以上でなければなりません。

欧州投資適格社債: ブルームバーグ・バークレイズ欧州社債インデックス。ブルームバーグ・バークレイズ欧州総合社債インデックスは、投資適格債、ユーロ建、固定金利、社債のみを測定する、規定に基づいたベンチマークです。満期1年以上の債券のみが対象となっています。

米国ハイイールド債: ICE バンクオブアメリカ・メリルリンチ米国ハイイールド・インデックス。ICE バンクオブアメリカ・メリルリンチ米国ハイイールド・インデックスは、米ドル建、投資適格、固定金利またはステップアップ金利の課税社債市場を対象としています。このインデックスには、エマー

留意事項

ジング値は含まれません。このインデックスに組み入れられている証券は、最終満期まで少なくとも1年の期間を有し、ムーディーズ、S & P、フィッチの各ミドル・レーティングにて投資適格(Baa3/BB-/BBB-)未満でなければなりません。

欧州ハイイールド債：ICE バンクオブアメリカ・メリルリンチ欧州通貨ハイイールド・インデックス。このインデックスは、ICE バンクオブアメリカ・メリルリンチ欧州ハイイールド・インデックスの値を表しており、ユーロ建の国内債またはユーロ債市場で公募された、ユーロ建の、投資適格に満たない社債のパフォーマンスを参照しています。対象となる証券は、(ムーディーズ、S & P、フィッチの平均で)投資適格未満である必要があり、また、満期までの残存期間が1年以上、クーポン・スケジュールが固定されており、最低残高が1億ユーロでなければなりません。

米国シニア・セキュアード・ローン：クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデックス。クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデックスは、売買可能な米ドル建て変動金利型シニア担保ローンを対象とする代表的なアンマネージド・インデックスであり、米ドル建てレバレッジド・ローン市場の投資可能ユニバースを反映するように設計されています。このインデックスのリターンは当月の元本返済による影響を反映していません。

欧州シニア・セキュアード・ローン：クレディ・スイス西欧レバレッジド・ローン・インデックス(ユーロ・ヘッジ)。このインデックスは、ユーロに対して通貨ヘッジしています。売買可能な変動金利型シニア担保ローンを対象とする代表的なアンマネージド・インデックスであり、欧州レバレッジド・ローン市場の投資可能ユニバースを反映するように設計されています。このインデックスのリターンは当月の元本返済による影響を反映していません。

エマージング債券：JP モルガン EMBI グローバル・ディバーシファイド・インデックス。エマージング・マーケット・ボンド・インデックス・グローバル・ディバーシファイド (EMBI グローバル) は、エマージング市場の国債および準国債 (ブレイディ債、ローン、ユーロ債を含む) で構成される米ドル建て債券のトータル・リターンを計測します。このインデックスに含まれるのは、Moody's または S&P から Baa1/BBB+ を下回る格付を付与されている証券です。

現地通貨建てエマージング債券：JP モルガン GBI-EM グローバル・ディバーシファイド・インデックス。JP モルガン GBI-EM グローバル・ディバーシファイドは、エマージング市場の政府が発行する現地通貨建て債券のトータル・リターンを計測します。

エマージング社債：JP モルガン CEMBI ブロード・ディバーシファイド・インデックス。JP モルガン CEMBI ブロード・ディバーシファイドは、エマージング市場の企業によって発行された米ドル建て債券のトータル・リターンを計測します。

エマージング通貨：JP モルガン ELMI プラス・インデックス。JP モルガン ELMI プラス(JPM ELMI+)は、現地通貨建ての短期金融市場商品のトータル・リターンを参照しています。

地方債：ブルームバーグ・バークレイズ地方債インデックス。当インデックスは、米ドル建て、免税長期債市場をカバーしています。このインデックスは、4つの主要セクターを有します：州および一般財源保証債、レベニュー債、保証債、事前借換債。固定利付またはステップアップの1990年12月13日付以降の債券で、償還日まで少なくとも1年を有する債券で構成されます。クレジットのない債券(保証のない地方債)は、ムーディーズ社、S&P社、フィッチ社による中央格付けが投資適格(Baa3/BBB-/BBB-以上)でなければなりません。

米国債：ブルームバーグ・バークレイズ米国債インデックス。ブルームバーグ・バークレイズ米国債インデックスは、米国財務省によって発行された米ドル建ての固定金利の名目国債を参照しています。財務省短期証券は満期上の制約により除外されていますが、別の短期国債インデックスの一部となっています。

モーゲージ証券(MBS)：ブルームバーグ・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。ブルームバーグ・バークレイズ米国 MBS インデックスは、ジニーメイ(GNMA)、ファニーメイ(FNMA)、フレディマック(FHLMC)が保証するエージェンシー不動産担保パススルー証券(固定金利型、およびハイブリッド・アーム型)を参照しています。このインデックスは、個々のTBA受渡適格MBSプールを、プログラム、クーポン、ヴィンテージに基づいて、アグリゲートもしくはジェネリックにグループ分けすることによって構築されています。

商業用モーゲージ証券(CMBS)：ブルームバーグ・バークレイズ CMBS エリサ適格インデックス。このインデックスは、商業用モーゲージ・プールの株式を代表する証券クラスである、投資適格商業用モーゲージ証券のパフォーマンスを参照しています。このインデックスには、1974年従業員退職所得保障法(エリサ)のCMBSのみが含まれており、フィッチ、ムーディーズ、またはS & Pの格付け分類において、上位3分類のいずれかに格付けされるといふ要件を含む一定の条件が満たされている限り、元本返済の最優先順位を有するエリサ適格証券と見なされます。

米国総合インデックス：ブルームバーグ・バークレイズ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は、SEC登録証券で構成される、米ドル建て・投資適格の固定利付またはステップアップ課税債市場をカバーしており、米国債、政府機関債、社債、MBS(固定金利型およびハイブリッドARM型エージェンシー・パススルー証券)、ABSおよびCMBSの各セクターの債券を含んでいます。このインデックスに含まれる債券は、最終満期までの期間が1年以上で、ムーディーズ社、S&P社、フィッチ社の各格付の中央の格付けが投資適格(Baa3/BBB-/BBB-)以上でなければなりません。

S&P 500®は、米国大型株の唯一最良の指標として広く認識されています。この指標をインデックス、もしくはベンチマークとする資産は9.9兆米ドルを超えており、そのうち約3.4兆米ドルが当指標をインデックスとしています。この指標には500の主要企業が含まれており、時価総額の約80%をカバーしています。

2019-1695

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 / April 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

PGIMJ201904180406

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。