

四半期見通し

2019年7月

金利急低下後の生き残りをかけた投資

当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの見解

複雑で困難な潮流の中でバランスを求める

当社チーフ・エコノミストの見解

債券市場概観

世界中で、主な株価指数が最高値を更新したとのニュースが注目を集める一方で、一部の債券セクターも傑出した年初来リターンを上げている。第2四半期に先進国金利が急低下したことを追い風として、米国長期社債(+15.77%)、ハードカレンシー建エマージング債券(+11.31%)、米国長期国債(+10.98%)、米国ハイイールド債(+10.16%)は2桁の年初来リターンを達成した。しかし、多くの国の金利が数年ぶりの低水準にある中で、投資家は今後、債券セクターに何を期待したらいいのだろうか？

- 債券市場の見通しは「金利急低下後の生き残りをかけた投資」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、今後の見通しを「いいニュース」と「悪いニュース」という視点で整理した上で、低成長・低インフレの世界においては、今後数ヵ月および数四半期にわたって後者の視点がより大きな影響を及ぼす可能性があるとして分析している。
- 世界経済はなぜ低迷し続けているのだろうか？世界経済の見通しは「複雑で困難な潮流の中でバランスを求めると題し、チーフ・エコノミストの Nathan Sheets が、世界経済の見通しに影響を及ぼす様々な地域的要因について考察している。

最近のソートリーダーシップ・レポートもご参照ください。

ウェブサイトにも掲載されています >> PGIMFixedIncome.com.

- [The Next Chapter in the U.S.-China Trade War \(英語\)](#)
- [エマージング社債への投資における超過収益獲得機会を検証する](#)
- [Letters from Kyiv \(英語\)](#)
- [The Fed Clears the Way for Cuts as the Market Seeks Even More \(英語\)](#)
- [An Overdue Recalibration of the Credit Ratings for Mexico and Pemex \(英語\)](#)
- [米国労働市場の重大な「空洞化」](#)
- [厳しい経済制裁の中、信用力強化に向けたロシアの道筋](#)
- [CLO トランシェへの投資を検証する](#)
- [ゼロ金利へのカウントダウン – 最終章](#)
- [Frontier Case Study: Ecuador's Path to Economic Sustainability \(英語\)](#)
- [Credit Research Roundtable \(英語\)](#)

▼ セクター別展望 & 運用方針 (詳細はタイトルをクリック)

先進国金利 | 10

機動的な運用に注力。第2四半期にはG4の金利が大幅に低下したものの、世界経済の更なる減速を考えれば妥当と言えよう。したがって、欧州および日本の金利は低水準で推移し、ボックス圏内の動きに留まると予想する。米国債利回り、特に実質金利は何らかのきっかけで短期的に調整が入るまで、一段と買われる可能性がある。

エージェンシーMBS | 10

先進国金利対比で強気のスタンス。MBSの名目スプレッドおよびオプション調整後スプレッドは数年ぶりの水準まで拡大しており、スプレッドの縮小という点で他の高格付債セクターに後れを取っている。プライマリー金利が低下していることから、季節的な供給増に伴う相場の変動が落ち着くまで、通常より長い期間を要する可能性がある。FRBが利下げを行った場合、銀行はMBSの保有を拡大する可能性がある。我々は引き続き特定のプールを好み、TBAへの投資を回避する。クーポン3%の30年債よりも、やや高クーポンの債券を好む。第3四半期には、高クーポンUMBS 30年債のエクスポージャーを拡大する方針。

証券化商品 | 11

積極姿勢。ファンダメンタルズの面から信用リスクが最も低いながら高いリスク調整後スプレッドを提供するシニア・トランシェに対して強気の姿勢を維持する。メザン債に対しては総じて弱気な姿勢を維持し、歴史的に第3四半期にはボラティリティが上昇する傾向があることに留意する。第2四半期に見られたボラティリティの高まりは、クレジットサイクルの後期に入り、担保の質が僅かながら悪化する一方で、証券化商品におけるクレジットカーブがフラットな中で、高格付債の選好が適切であることを裏付けている。

投資適格社債 | 12

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となる。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス | 13

米国ハイイールド債に強気で、特にイールドカーブの中間部分のB格を選好。また、米国レバレッジド・ローン市場では高格付銘柄を選好。欧州では、ローンよりもハイイールド債を選好。

エマージング債券 | 14

ハードカレンシー債、一部の現地通貨建債、エマージング通貨に対し、条件付きではあるが積極的な見方をしている。(米中貿易交渉が進展し、中国にさらなる成長の明確なエビデンスが見られることが前提。) 支援的状況が実現しないリスクはあるものの、投資適格諸国とハイイールド諸国の国債および社債に魅力的なスプレッド縮小の余地があると考える。エマージング市場の通貨及び金利の見通しは不透明だが、レバティブ・バリュエーションの投資機会は依然として魅力的である。

地方債 | 15

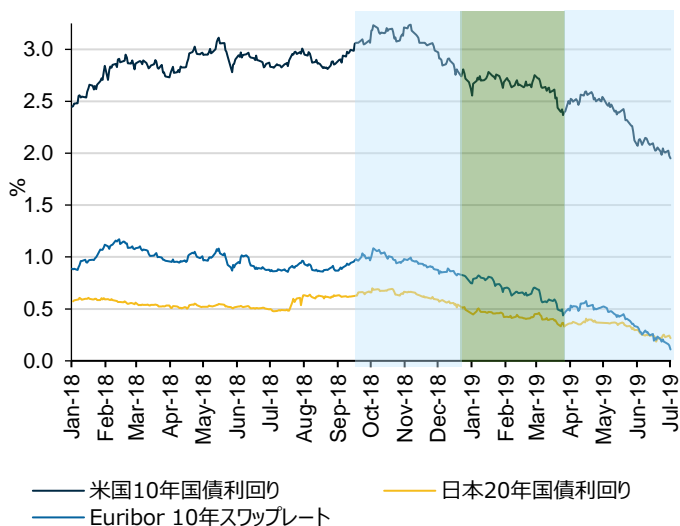
やや強気な見方。非常に良好な需要環境とますますのバリュエーションを背景に、米国債をアウトパフォームする見込み。

債券市場の見通し

金利急低下後の生き残りをかけた投資

先進国の国債利回りが第2四半期に急低下したことは、成長率やインフレ率が依然として低すぎるといふ単純な事実に対する失望感が高まっていることを裏付けているようだ（詳細については世界経済の見通しの項を参照）。G3金利が3四半期連続で低下し（図1参照）、中央銀行によるさらなる緩和の必要性が示される中、それぞれの中央銀行にとって実際の転換点は異なっている。欧州中央銀行（ECB）は市場におけるインフレ期待の低下に直面する一方、米連邦準備制度理事会（FRB）と日本銀行は米中の貿易摩擦が高まる中で、緩和バイアスに傾斜している。実際に政策を変更したG3の中央銀行はないが、ECBとFRBは第3四半期ではないとしても、年内には行動に出るとみられている。

図1: 先進国の金利は3四半期連続で低下し、多くの金利が数年ぶりの低水準に



出所：ブルームバーグ、2019年7月3日現在

貿易を巡る米中の緊張を背景に、リスク資産市場は5月に明らかな停滞を見せたが、第2四半期末までには回復を遂げ、株式や高リスクの債券セクターのリターンはプラス圏を確保した。年初来ベースで見れば第1四半期の好調なパフォーマンスが寄与し、高水準のリターンを獲得した（図2参照）。このような高いリターンは、2019年初めの低水準の利回りやスプレッドからは明らかに予想できなかったものである。

図2: 長期資産は傑出した年初来リターンを創出

	(%)				
マルチセクター	Q2 2019	YTD 2019	2018	2017	2016
米国総合	3.08	6.11	0.01	3.54	2.7
ユーロ総合	2.83	5.41	0.41	0.68	3.3
円総合	0.91	2.33	0.93	0.18	3.0
グローバル総合(ヘッジあり)	2.92	6.00	1.76	3.04	4.0
グローバル総合(米ドルヘッジなし)	3.29	5.57	-1.20	7.39	2.1
個別セクター	Q2 2019	YTD 2019	2018	2017	2016
米国投資適格長期社債	7.23	15.77	-7.24	12.09	11.0
エマージング債(ハードカレンシー建て)	4.08	11.31	-4.26	10.26	10.2
米国長期国債	6.03	10.98	-1.84	8.53	1.3
米国ハイイールド債	2.57	10.16	-2.26	7.48	17.5
米国投資適格社債	4.48	9.85	-2.51	6.42	6.1
欧州ハイイールド債	2.38	7.68	-3.35	6.79	10.8
CMBS	3.28	6.62	0.78	3.35	3.3
欧州投資適格社債	2.16	5.42	-1.25	2.41	4.7
米国レバレッジド・ローン	1.58	5.42	1.14	4.09	9.9
エマージング債(現地通貨建てヘッジあり)	3.22	5.26	0.75	3.68	4.7
米国債	3.01	5.18	0.86	2.31	1.0
地方債	2.14	5.09	1.28	5.45	0.3
モーゲージ担保証券(エージェンシー債)	1.96	4.17	0.99	2.47	1.7
エマージング通貨	2.07	3.57	-3.33	11.54	3.5
欧州レバレッジド・ローン	1.15	2.70	1.25	3.72	7.0
その他セクター	Q2 2019	YTD 2019	2018	2017	2016
S&P 500 指標	4.30	18.54	-4.40	21.26	10.6
3ヶ月 LIBOR	0.64	1.33	2.23	1.22	0.7
U.S. ドル	-0.04	-1.19	4.90	-7.85	3.2

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2019年6月30日現在。インデックスに直接投資することはできません。

今後の見通し：不安定だが価値を創出する機会も

先に悪いニュースを挙げてみよう。国債利回りの低下は、長期的な予想リターンも低下していることを示唆している。さらに悪いことに、利回りの低下や年限の長い債券の発行を受け、債券市場全体の金利感応度が高まり、潜在的なボラティリティが押し上げられている。金利が持続的な上昇トレンドに入れば、こうした状況は債券市場に厳しい弱気相場をもたらす可能性がある。

債券市場の見通し

しかし、心配するほど悪くはない

次に、いいニュースを挙げてみよう。少なくとも、金利は現行水準でレンジ内の動きを維持し、長期的にはさらに低下する可能性すらあると我々は考えている。こうした考えは馬鹿げているように見えるかもしれないが、2003年以降の我々のレポートにおいて利回り低下を予想する根拠として指摘してきた人口の高齢化、高水準の債務、格差の拡大といった要因は、現行水準の金利やさらなる低金利を正当化していると思われる。¹ 結局のところ、金利が低水準にあるにも関わらず低調な経済成長が続き、インフレ率も目標を下回っていることは、金利は安定した成長を支える上で十分な低さにはまだ達していない可能性を示している。

著しいボラティリティを伴うが、債券は引き続きキャッシュをアウトパフォームする可能性

さらにいいニュースがもたらされる可能性がある。債券市場には相対価値が高まる大きな機会が残されている。一つには、スプレッドは利回り対比で大幅なプレミアムを上乘せた水準にある（図3および4参照）。低調な経済成長が続く中で金利が低水準に留まっていれば、積極的に利回りを追求する動きが高まり、スプレッド商品のリターンを押し上げる可能性がある。しかも、証券化商品、エマージング債券、投資適格およびハイイールド社債、欧州周縁諸国の債券などの様々なセクターのスプレッド間に完全な相関関係はなく、セクターの分散や入れ替えを通じた収益機会が提供されている。

図3および4：企業の信用リスクが抑えられていることを前提とすれば、欧州社債と10年物スワップレートのスプレッドは、5%、3%、1%、あるいは現状のように僅か11bpsにあるスワップ市場の利回りと比べた場合、様相は大きく異なっているように見える。成長が緩慢で、利回りが低い環境では、利回りを追求する動きが高まるのは想像に難くない。



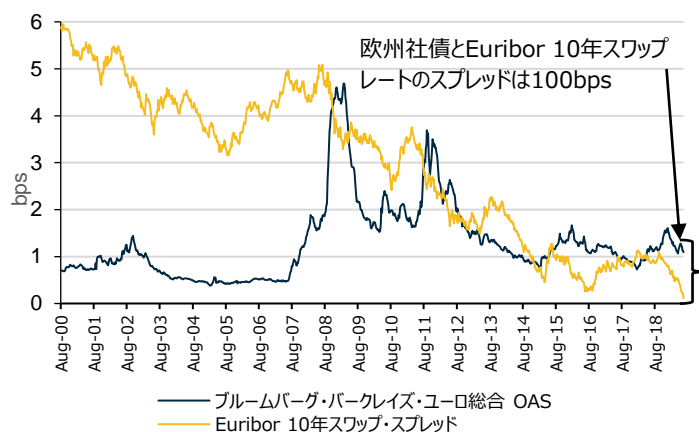
出所：ブルームバーグ、2019年6月30日現在

債券は依然としてバラスト役となるか？

債券がポートフォリオを安定させる役割を果たす可能性があることは、債券市場にとってさらなるプラス要因となり得る。多くの国債利回りは低水準にあるが、各国経済が悪化すればさらに低下する可能性がある。そのため、株式や不動産をはじめとする高リスク資産が大幅にアンダーパフォームする可能性のある景気後退のシナリオでは、債券はポートフォリオのボラティリティを抑制する効果があるかもしれない。²

それは税率の引き上げなのか？—彼らはそれを金融緩和だと思っている！

債券市場にプラスに作用する要因の一つとして、日本銀行やECBによるさらなる金融緩和が逆に経済見通しを悪化させる恐れがあることを指摘したい。量的緩和（QE）や金利引き下げは米国のような純資本消費国にはプラスの効果があるかもしれないが、貯蓄超過で純資本供給国である日本や欧州にとっては逆効果となりかねない。こうした「リバーサル・レート」（緩和による逆効果）に対する注目の高まりが何かを示唆しているとすれば、その正味の効果は単に、投資家や預金者、金融機関の所得へのペナルティ、あるいは中央銀行がマイナス金利を通じて徴収している税金であると言えるかもし



出所：ブルームバーグ、2019年6月30日現在

¹ “ゼロ金利へのカウントダウン – 最終章” 2019年5月、“金利レンジの低下が債券の隠れ強気相場を牽引,” 2018年10月, “The Totally Mad World of Low Rates” 2015年12月, “Europe Into the Void” 2014年10月, “The Low Ranger” 2013年9月, “Economic Recovery Creates Opportunities in Bonds” 2003年12月を参照。

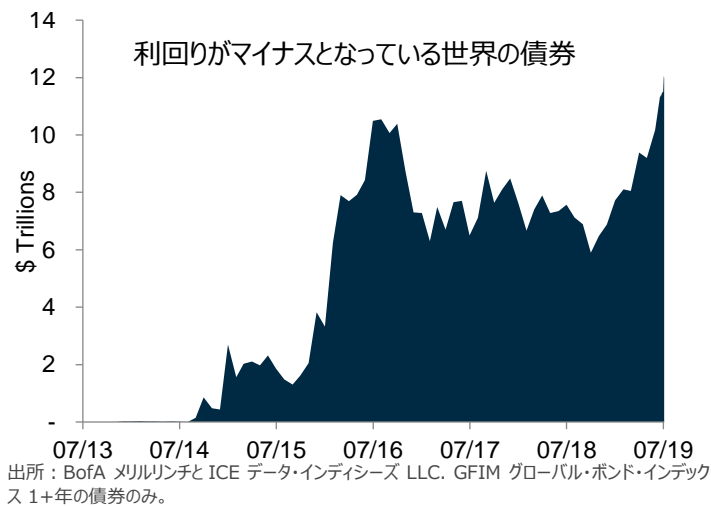
² もちろん、成長が鈍化する中でインフレ率が上昇する「スタグフネーション」型のリセッション（1970年代に見られたユニークなケース）はリセッションを引き起こす可能性があり、そうなれば金利が上昇し、債券はポートフォリオの緩衝材ではなく、リターンを圧迫する要因となる。

債券市場の見通し

れない。³ 結局のところ、マイナス金利は中央銀行に収入をもたらす、それは政府の利益となる。政府が発行した債券の利回りがマイナスになれば、債券保有者が政府に預けた資金に対して金利を支払っていることになり、政府にとっては思いがけない税収入になる。つまり、マイナス金利は直接的あるいは間接的に、国庫を潤す要因となる。

そのため、ECB あるいは日本銀行がさらに積極的な緩和に踏み切れば、債券市場にとって二重のプラス要因となる可能性がある。まず、利下げや追加的な債券買入れの一次効果として、短期金利が低下し、資産買入れやフォワード・ガイダンスを通じて長期利回りが押し下げられることから、債券価格が上昇する。次に、民間セクターが利回り低下や増税（保有するキャッシュや債券利回りのマイナス幅拡大による負担増）を通じた所得減少、および資産買入れによるマイナス利回り資金量の強制的な増加に晒されることで経済活動のさらなる冷え込みを招き、債券価格が一段と押し上げられる可能性がある（図4参照）。

図4：マイナス利回りの債券が増加し、世界全体で12兆ドルに達している



許容誤差は小さく、リスクはより顕著に

我々は基本シナリオとして、期待リターンは低下するものの債券投資を継続すべきだと考えているが、数多くのリスクが待ち構えていることを認識しなくてはならない。ありきたりかもしれないが近日中のリスクの一つとして、流動性が低くなる夏期にかけてリスクオフの動きが現れるという季節的な傾向が挙げられる。こうした動きは、重要な経済問題についてソーシャルメディアを通じて他国を批判するというトランプ米大統領のやり方で増幅される可能性がある。それに加え、景気が減速しつつある中、第2四半期の企業決算では、慎重な業績見通しを発表する企業の比率が平均以上に達し、投資

家のリスク志向が冷やされる可能性もある。一方、予想を上回る6月の非農業部門雇用者数の増加幅などの成長加速を示す兆しにより、中央銀行が金融緩和に向かうという現在の見通しが覆され、量的緩和の縮小観測が市場の激しい動揺を招いたテーバー・タントラム型の急速な金利上昇やスプレッドの拡大につながることもあり得る。これは我々の基本シナリオではないが、常に軌道からの逸脱に目を光らせることが最善の投資手法と言える。

結論：第2四半期の利回り急落により債券収益率のベースライン予測が下方修正されたことは良くない材料だが、全般的に穏やかな成長とインフレを背景に利回りは低水準のボックス圏内で推移することが見込まれ、債券は引き続きキャッシュをアウトパフォームする可能性があるようだ。さらに、スプレッドは魅力的な水準で推移している一方、投資家の混乱や市場のボラティリティ上昇を招く可能性は依然として高い。結論として、セクター配分やレラティブ・バリュー取引を通じて価値を創出する投資機会は引き続き十分に存在する。

³ “The Reversal Interest Rate” Brunnermeier Markus K. および Koby Yann 著 NBER Working Paper No. 25406、2018年12月発行。“BoJ Member Cites

Reversal Rate to Push Back Against Easing Steps,” Fujioka Toru 著、ブルームバーグ、2019年6月28日発行。

世界経済の見通し

複雑で困難な潮流の中でバランスを求める

世界の経済活動のペースは2018年第4四半期に潜在成長率を下回って以来、いまだ回復が見られない。一進一退の米中貿易戦争の動向に加え、世界的な製造業と貿易の低迷が長期化することで政策の不確実性が高まり、経済動向に影を落としている。それに対応してFRBやその他の主要中央銀行はよりハト派的な政策スタンスを示し、これによって米国の経済活動はすでにある程度下支えされているようである。また、中国当局は追加的な経済刺激策を講じようとしている。

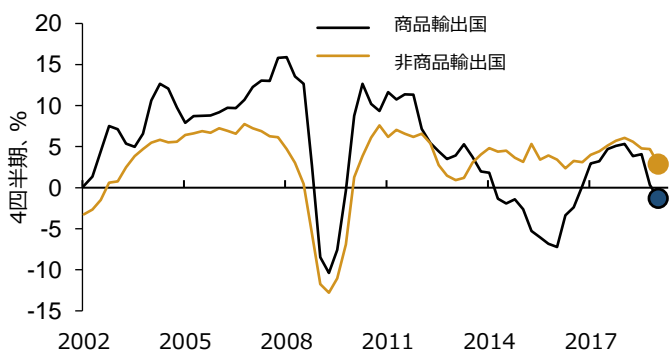
特筆すべきは、トランプ大統領と習国家主席がG20首脳会談において貿易協定の再開で合意したことである。本格的な貿易戦争は差し当たり回避されたが、両国間には依然として大きな溝がある。両国ともに合意に達する意欲はまだあると考えるが、どのような結論に達するかは依然として見通せない。そのため、世界市場の先行きを予測する上で貿易戦争は大きな不確定要素であると考えられる。

総合的に見て、経済の不透明感は引き続き高まっている。世界的な景気拡大は継続すると考えるが、成長がなかなか持ち直さないことから、少なくとも今後数ヶ月の間、拡大ペースは緩やかとなるであろう。

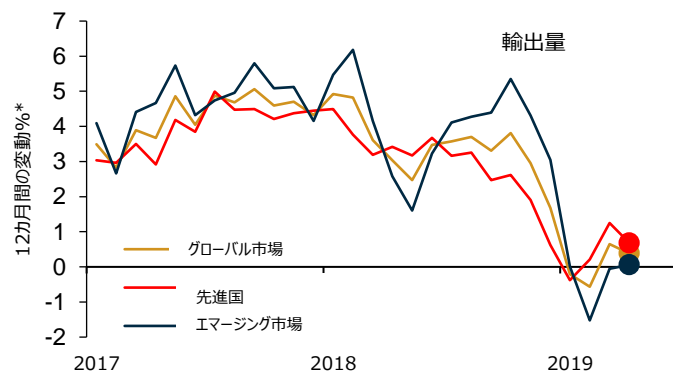
マクロ経済データが経済の鈍化を示す

第1四半期の世界の投資活動は低迷し、特に資源輸出国における投資の低迷は著しかった。また世界貿易の伸びはゼロ近くまで低下した(図1および2を参照)。さらにエマージング国では広範囲に名目GDP成長率が低下しており、これは石油価格の下落や世界的な需要の減少と整合的である。これらのデータは、この1年間続く世界的な製造業の後退が、より広範囲に及んでいることを示していると考えられる。しかしながら、このような逆風をものともせず、米国の第1四半期の実質GDP成長率は、在庫の増加や輸入の減少がプラス要因となって3%をわずかに上回り、ユーロ圏の実質GDP成長率は1.6%(季節調整済み年率換算)まで回復した。

図1および2: 国際投資成長率と輸出量



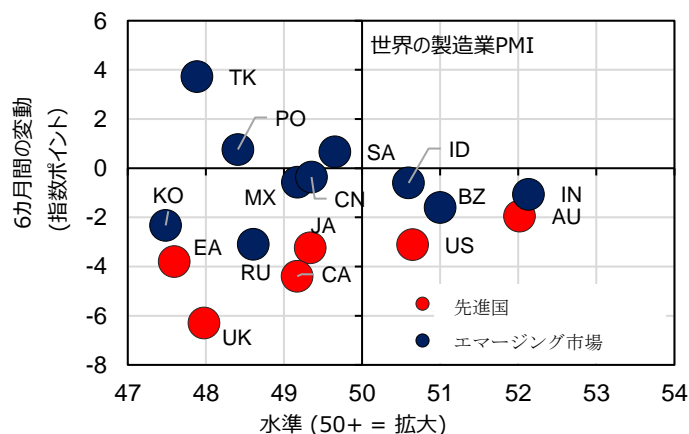
出所: ハーバー・アナリティクス、2019年7月現在



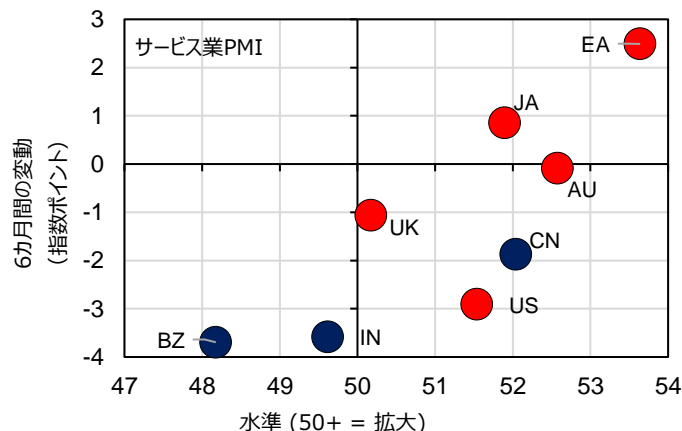
出所: ハーバー・アナリティクス、2019年7月現在。*3か月移動平均。

比較的軟調な世界経済は第2四半期を通して続くというのが我々の見解である。図3および4のPMIが示す通り、先進国の製造業は過去6カ月で急速に減速し、経済大国6カ国のうち4カ国でPMIが50以下となった。エマージング市場の製造業は先進国より僅かに好調に推移した。世界のサービス・セクターのパフォーマンスは若干改善した。大半の国が50以上のPMIを維持したものの、この6カ月間で多くの国のPMIが低下した。

図3および4: 世界の製造業PMIおよびサービス業PMI(6月)



出所: ハーバー・アナリティクス、2019年6月現在



出所: ハーバー・アナリティクス、2019年6月現在

世界経済の見通し

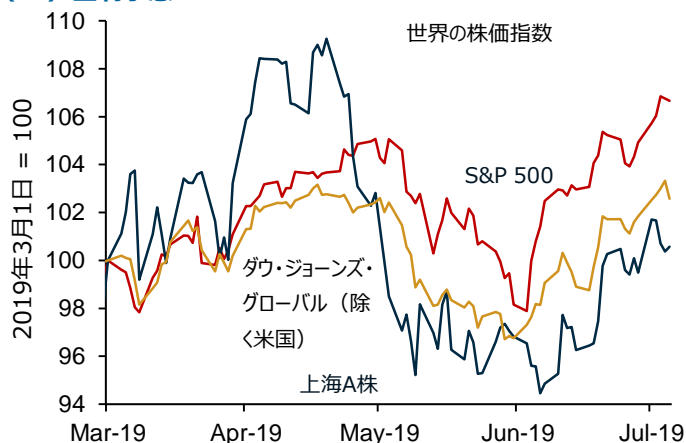
貿易戦争が市場センチメントを悪化させ、グローバル市場に爪痕を残した

貿易戦争の激化が市場センチメントやグローバル市場に打撃を与える中、5月の中国経済データは悪化した。米国は2,000億米ドル相当の中国製品に対する関税を引き上げ、通信大手ファーウェイに制裁を課し、米国サプライヤーからの重要資材の調達を阻止した。特にファーウェイに対する制裁措置は中国メディアに抗議の嵐を引き起こした。中国は米国による制裁への対抗策として米国製品に対する関税を強化したほか、米国向けレアアース輸出の規制も辞さないと言明した。

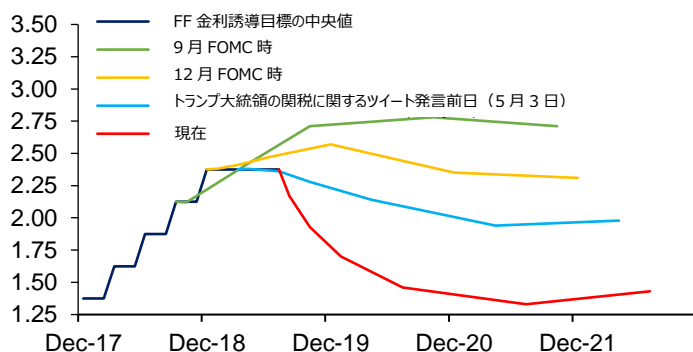
よって、G20における貿易協議再開の合意は、重要かつ前向きな第一歩と言える。米国は中国からの輸入品への残り3,000億米ドルに対する追加関税発動を見送り、ファーウェイの先端技術購入規制を緩和するようだ。これと引き換えに中国は米国産農産物の購入を拡大する。それでもなお、交渉担当者の抱える課題は依然として大きい。両国は信頼関係を再構築しなくてはならない。米国の目的を満たすと同時に、中国の指導部が適切かつ公平だと考えるような枠組みを見出すことは非常に困難であるが、達成できると我々は考えている。⁴

貿易戦争の展開は国際金融市場に爪痕を残した。両国間の緊張が高まった5月には世界の株価や石油価格が急落し、ハードカレンシー建エマージング債券のスプレッドが拡大したほか、米国の10年債利回りは40bps以上低下した(図5参照)。6月にはFRBが景気への配慮を強調したことからリスク市場は急反発し、フェデラルファンド(FF)金利に対する市場の織り込みを見ると、昨年秋に始まった急低下した水準が維持されている(図6参照)。市場は現在、年内に約3回のFF金利引き下げが実施されると想定している。またG20サミットにおいて貿易関連の進展が見られたことも6月後半を通して市場を後押しした。

図5および6：世界の株価指数および市場のフェデラルファンド(FF)金利予想**



出所：ハーバー・アナリティクス、2019年6月現在



出所：ブルームバーグ、2019年6月30日現在 **FOMC後の記者会見を踏まえた市場の金利予想。

世界経済は引き続き幅広い困難に直面

喫緊の課題として貿易摩擦問題が注目を集めているが、他にも大きな課題はある。英国ではメイ首相の辞任後、保守党が後任探しに迫られており、依然としてブレグジットに関する不確実性は残されたままである。さらに、EU内部では首脳人事の任命を巡る駆け引きが行われている。欧州以外の地域に目を転じると、米国・イラン間の緊張の高まりを背景に、原油市場で不透明感が増している。また、米国では債務上限の引き上げを巡る対立が続いており、議会の合意が得られなければ、今年の秋には債務上限に到達するだろう。最後に、これらの問題は、いずれも世界的な人口動態の悪化、低迷する生産性の伸び、そして多くの国で悪化している債務負担という状況の中で起きている。

こうした荒波を乗り切ろうとする世界の投資家の懸念材料は多い。しかし、これらの課題は、(勢いに欠けるものの)世界経済の継続的な成長、金融緩和政策、さらには中国政府による新たな経済刺激策といった広範なマクロ環境を背景により方向に向かう可能性が高い。世界経済は目覚ましい抵抗力を見せており、バランスを崩すことなく諸課題による衝撃を吸収している。こうした状況を踏まえ、今後数カ月間は、マクロ経済を完全に悲観視するのではなく、慎重な姿勢を保つことが適切であると考えられる。現在の不安定な環境は投資機会と困難の両方をもたらす可能性がある我々は見ている。

以下では、主要国や地域の動向を詳細に考察する。

米国：第1四半期のGDP成長率は3.1%と堅調な伸びを示したが、成長率の半分は純輸出と在庫の積み増しによるものであり、内需の伸び率はわずか1.6%に留まった。一方、第2四半期には内需の回復が見られた。第1四半期に0.9%増を記録した個人消費は、第2四半期には3.0~4.0%増に拡大した。雇用は今年に入って減速しているものの、依然として長期的な潜在成長率を上回っている。失業率は歴史的な低水準で推移しており、個人消費の拡大を支えている。企業の設備投資は緩やかに拡大しているようであり、ここ1年にわたり低迷

⁴ 貿易戦争に関する詳細は、“The Trade War—Yet Another Chapter.”を参照。

世界経済の見通し

していた住宅市場は、住宅ローン金利が低下したことでようやく回復の兆しを見せている。政府機関の閉鎖が第1四半期に解除されたことに伴い、連邦政府の支出は軌道に乗り、その後の数四半期にわたって緩やかな財政刺激効果をもたらすだろう。そのため、2019年のGDP成長率は2.5%前後で推移するとの見方を維持する。

第2四半期には内需拡大が再加速する中、年初来低水準で推移していたコアインフレ率も緩やかに回復している。なお、コアインフレ率が低下した際、FRBのパウエル議長は、低下は「一時的」なものである可能性が高いと説明していた。しかしながら、依然としてコアPCE物価指数の前年同月比の上昇率は1.6%に留まり、FRBの目標である2%を下回っている。また、最近の実体経済の回復の背景には、市場金利の低下、そして全般に緩和的な金融状況があり、これらはすべてFRBが昨年実施した利上げがやや行き過ぎていた可能性を示唆している。さらに、貿易摩擦やその他の世界的な課題は様々な産業に影響を及ぼし、多くの企業はサプライチェーンや設備投資計画の見直しを余儀なくされている。

こうした動きを踏まえると、内需の回復を維持し、インフレ率を2%まで戻すためには、市場が織り込んでいる利下げの少なくとも一部をFRBが追認する必要があると見ている。我々の基本ケースでは、2019年下半期に2回の利下げが実施されることを見込んでいる。これはFOMCメンバーが予測する利下げ回数(3回)を下回っている。

ユーロ圏：世界の先行き不透明感が長期化し、また一段と深まったことが第2四半期のユーロ圏経済の重石になったと考えられる。製造業セクターは今年初めに小幅に回復した後、第2四半期に後退局面に入ったとみられる。生産は4月に大幅に減少し、輸出は落ち込みが続き、受注残高は依然として低水準で、企業景況感も低水準で推移した。

国内需要が最盛期を過ぎたことを示す明確な兆候がみられる中、国内経済はこれまでのところ底堅く推移している。労働市場は引き続き好調だが、賃金の伸びはピークに達したとみられる。雇用創出は依然として堅調ではあるが、採用意欲が低下しつつあり、減速が続いている。家計の景況感は総じて力強く、消費が引き続き成長を支える公算が大きい。しかし今後、貿易戦争が再び激化すれば、投資や労働需要に即座に影響が及び、国内需要は逆風にさらされる恐れがある。

FRBは金融緩和を検討しており、ユーロが上昇した場合の波及的な影響によってECBのインフレ目標達成の取り組みは複雑さを増すと考えられる。こうした環境下、ECBはそれまでの金融政策正常化の動きを休止し、フォワード・ガイダンスを延長した。ドラギ総裁はECBの政策手段が手詰まりになっていないことを強調し、フォワード・ガイダンスの追加修正、マイナス領域への金利のさらなる引き下げ、資産購入の再開といった複数の政策オプションを提示した。ドラギ総裁の発言は市場に好感されたが、政策理事会での合意形成には時間

を要するとみられる。第1段階として、ECBは7月下旬の理事会で正式に緩和バイアスを採用し、9月に(恐らくマイナス金利適用の階層化・弾力化と併せて)利下げを決定すると予想される。しかし、資産購入再開のハードルは高いとみられる。

経済面のみならず、政局にも不安定要因が多い。イタリアの連立政権は瀬戸際に立たされ、2020年予算方針は再び市場に混乱を生じさせるリスクがある。ドイツでは、欧州議会選挙での与党の低迷がメルケル時代の終焉を予感させている。中道左派の社会民主党が、野党として党の再生を図るために連立を離脱し、政権を崩壊させる決断をした場合は尚更である。

日本：日本のGDP成長率は昨年後半の低迷から回復しつつあり、第1四半期の国内需要は前年比1.1%増のペースに再び加速した。足元の雇用の力強さと労働参加率の上昇が消費支出の緩やかな伸びを後押しし、企業投資は実績、計画とも引き続き着実に拡大している。しかし、輸出セクターは世界的な経済減速の影響を受け、テクノロジーサイクルにおける下降局面の長期化が状況を悪化させている。

2019年10月には消費税率引き上げが予定されており、消費者が第3四半期に駆け込みで購入を行い、第4四半期に反動減が生じる可能性が高いことから、四半期ベースでは大幅な変動が見込まれる。しかし、GDP成長率の抑制効果は(2014年の消費増税時と比較して)引き上げ幅と範囲が小さいこと、および政府支出の拡大により部分的に軽減されるとみられる。インフレ率が依然1%を下回り、経済が消費増税と世界的な成長減速による下振れリスクにさらされていることから、日本銀行も追加緩和に踏み出すとの見方が出ており、円高が進めば尚更である。量的緩和による資産購入の拡大やイールドカーブ・コントロール政策の調整が最も可能性の高い手段と考えられる。

中国：工業生産や投資といった発表頻度の多い景気指標が期待外れの結果となっていることから明らかなように、中国の経済成長は第2四半期も弾みがつかず、先行きに関する景況感指標も低調だった。貿易指標の下降が続くなか、5月初頭の米中貿易交渉の決裂は先行き期待に冷水を浴びせた。今年に入りここまでの大半の期間で、期待されたほどの緊急性をもって景気刺激策が実施されず、信用危機が発生した包商銀行が当局の管理下に置かれたことで中小規模の銀行の健全性に対する懸念が再燃した。しかし、最近ではインフラ・プロジェクトの資金を調達するための地方政府特別債の幅広い活用や、銀行およびノンバンクの金融システムの流動性を改善させるための措置など、より大掛かりな刺激策の導入が示されている。また、中国人民銀行の総裁は先頃、政策当局には引き続き豊富な政策余地があると発言した。債務比率の再加速という代償は伴うものの、今後、景気刺激策は当局の成長目標に見合った経済の勢いを押し上げるのに十分な規模に拡大すると見込まれる。関連する金融セクターのリスクのほか、不動産セクターのより大幅な減速が主要なダウンサイドリスクと考えられる。

世界経済の見通し

新興国市場：主要新興国では昨年終盤以降、経済活動の減速基調が続いている。特に第1四半期は世界金融危機以来、最も多くの新興国が（対前四半期ベースで）マイナス成長に転じ、入手可能なデータに基づくと第2四半期も広範な回復の証拠はほとんどみられない。こうした低調な経済活動に共通する背景として、足元の世界的な貿易の停滞が挙げられる。

各国の個別要因も成長の妨げになった。例えば、南アフリカでは長年にわたって経済が脆弱で、腐敗が蔓延しているが、新たに選出された議会と大統領は経済成長を促進する決定的な政策措置をいまだに打ち出せていない。新政権はそうした措置の実施を公約したが、実現の道のりは長いとみられる。ブラジルでは成長の構造的問題に加え、長期にわたる不透明感が追い打ちとなって回復の勢いが弱く、成長率は3年連続で1%程度に留まると見込まれている。アルゼンチンは国際通貨基金（IMF）による構造調整プログラムの実施がマクロ経済の不均衡を是正する中、依然として景気後退から抜け出せずにいる。だが、2019年後半を通じて回復が予想され、総選挙を控えて状況の改善が見込まれる。メキシコではオブラドール大統領が率いる政権下で経済政策の方向性を巡る不透明感が強まり、もともと低調な成長見通しがさらなる逆風に直面した。これらはフィッチ社による信用格付引き下げとムーディーズ社による見通し引き下げにつながった。移民問題に加えて米国との貿易を巡る緊張が再び高まることは、さらなるリスク要因となる。

今後は主要中央銀行による景気刺激策と、予想される中国の刺激策が新興国市場の経済活動を下支えする要因になると見込まれる。加えて、各国の当局は成長を下支えする政策を実施する公算が大きい。ロシアではマクロ経済が安定し、中央銀行は野心的なインフラ投資プログラムと連動した緩和政策の方向に踏み出した。また、西側諸国による経済制裁の恐れは後退しつつあるとみられる。中南米ではブラジルおよびアンデス地域の中央銀行が追加的な金融刺激策を実施する可能性がある。アジアでは全般に追加的な金融緩和が予想され、インドでは併せて財政刺激策の実施も見込まれる。また、インド、インドネシア、フィリピンの選挙が総じて市場にポジティブな結果となったことで、これらの国々が直面していた政治的不透明感は後退するとみられる。

先進国金利

第 2 四半期の先進 4 カ国 (G4) の金利は、低調な世界経済指標、長引く米中貿易摩擦、および世界的な金融緩和の可能性が高まったことを背景に、低下基調をたどり、日本-7 bps、ドイツ-25 bps、英国-17 bps、米国債-40 bps となった。FRB は 6 月の FOMC 会合でより緩和的なスタンスに傾き、長期中立 FF 金利予測の中央値を 2.8% から 2.5% に引き下げ、第 3 四半期初めの時点での FF 金利誘導目標上限と同一水準とした。我々の基本シナリオは 2019 年後半に 2 回、2020 年に 1 回の利下げを見込んでいるが、市場予想はこれを上回り、年内に 71 bps、2020 年末までに 106 bps の利下げを織り込んでいる。

第 2 四半期にはほぼすべての先進国金利が数年来の低水準に落ち込んだとは言え、FRB が利下げに踏み切るか、米中貿易紛争が解決されるまで、米国債は買われる展開が続くと予想する。我々は金利に対して強気の姿勢を取り、とりわけ英国の 10 年実質金利が -2.50%、ドイツが同 -1.30% と大幅なマイナスであることを踏まえ、米国の 5 年および 10 年 TIPS (第 2 四半期末時点の実質利回りはそれぞれ +23 bps と +31 bps) を選好し、名目イールドカーブがスティープ化すると見方を維持している。不透明感をもたらす様々な要因を理由に、インプライド・ボラティリティが上昇する可能性があることから、ボラティリティ・ショート戦略を回避する。またデリバティブは依然、現物と比べ割高なため、先物とスワップで対国債ベータ・ポジションを取っている。

第 2 四半期の欧州の経済指標とインフレ指標は引き続き低迷し、ドイツ国債のイールドカーブはブル・フラット化した。多くの先進国の金利はそれぞれ底入れしたと思われるものの、景気の停滞、今年後半に貿易摩擦が激化する可能性、およびブレグジットを巡る不透明感を考慮し、ユーロ圏の金利は低水準に留まり、ボックス圏で推移すると見方を維持している。同様に日本国債に関しても、第 2 四半期の価格上昇を受けて国債利回りは低下したものの、この先も低水準に留まり、ボックス圏で推移すると予想している。

見通し: 機動的な運用に注力。第 2 四半期には G4 の金利が大幅に低下したものの、世界経済の更なる減速を考えれば妥当と言えよう。したがって、欧州および日本の金利は低水準で推移し、ボックス圏内の動きに留まると予想する。米国債利回り、特に実質金利は何らかのきっかけで短期的に調整が入るまで、一段と買われる可能性がある。

エージェンシーMBS

第 2 四半期のエージェンシーMBS は国債をアンダーパフォームし、超過リターンは -39 bps となり、オプション調整後スプレッドは対米国債で 6 bps、対 LIBOR で 10 bps 拡大して数年ぶりのワイドな水準となった。供給量の増加、プライマリー・モーゲージ金利の低下、期限前償還の加速、および新発債の条件の悪化が同セクターの重石となった。さらに、期限前償還が増加する中、FRB が満期償還金を米国債に再投資し、MBS を購入しなかったこともマイナスに寄与した。期限前償

還が拡大し、TBA のコンベクシティが悪化する中、FRB による買い支えがなかったことも相俟って、MBS のスプレッドは大幅に拡大した。FRB のシステム公開市場勘定 (SOMA) における MBS 保有額は 2017 年 6 月につけた 1.78 兆米ドルのピークから 1.53 兆米ドルまで縮小しており、第 3 四半期の償還額は、200 億米ドルの再投資上限をわずかに上回る見通しである。我々は OAS モデルに従い、引き続きプレミアム・クーポンの 30 年 UMBS および GNMA2 を選好している。中期ゾーンの 15 年債は 30 年債に比べてタイトに見えるものの、需給は良好であり、30 年債と比べ、期限前償還のペースは依然として緩やかである。我々は高い価格プレミアムにも関わらず、引き続き特定のプールを選好し、TBA 受渡適格債を回避している。ただし、年末にかけては期限前償還のペースが低下する可能性があるため、第 3 四半期後半には、プレミアム・クーポン付き UMBS の最割安銘柄プールへの投資を検討する価値がある。GNMA2 の中では、投資家がピーク・スピード・プールを避けているため、引き続きポストピーク・スピード・プールに高い需要がある。特定プールの価格が上昇する中、エージェンシーCMO は、流通市場の在庫があることから、MBS に代わる選択肢となっている。投資家によっては、プレミアム・クーポン付き GNMA2 を裏付けとするエージェンシーCMO のストリップ債の方が、バリュエーションがタイトな低クーポンの 30 年エージェンシーMBS より魅力的に見えるかもしれない。

2019 年 4 月、予想されていたとおり、マーク・カラブリア氏が連邦住宅金融局 (FHFA) 局長に就任した。UMBS が全面的に導入された今、カラブリア氏は最近のコメントで政府系住宅金融機関 (GSE) 改革に焦点を当てており、市場関係者は神経をとがらせている。しかし議会の支援が得られない限り、真の住宅改革が実現する可能性は低い。今後数四半期はヘッドライン・リスクが高い状況が続くと見られるが、エージェンシーMBS の規模が拡大したことや、CMBS など他のエージェンシー債セクターの重要性が高まっていることを考慮すれば、GSE 改革によってレガシー証券に対する暗黙の保証が失われた場合、スプレッドに悪影響を与える可能性がある。現状のエージェンシーMBS セクターに関するプラス要因としては、MBS の名目スプレッドおよびオプション調整後スプレッドが拡大していること、利回りとコンベクシティを追求する投資家によって買い支えられていること、および FRB が市場の予想通りに行動した場合、銀行からの需要が高まる可能性があることが挙げられる。反対に、こうしたプラス要因を相殺するマイナス要因としては、今後数カ月にわたる季節的な供給の増加、UMBS を巡る逆風、カラブリア氏に関するヘッドライン・リスク、および期限前償還の加速が挙げられる。我々はこうした中、中核的なテーマとして、TBA ではなく特定のプールを引き続き選好する。足元の金利水準を踏まえ、クーポン 3.5% の 30 年債を選好し、大量発行されるクーポン 3% の 30 年債を回避する。中期ゾーンでは、低クーポンの 30 年債に対し、クーポン 2.5% の 15 年債およびクーポン 3.5% の 15 年債プールを小幅なオーバーウェイトとすることが、30 年債の供給に対する防衛策となるだろう。GNMA2 の中では、引き続き高

2019 年第 3 四半期セクター見通し

クーポンの 30 年債を低クーポン債よりもオーバーウェイトとする。

見通し: 先進国金利対比で強気のスタンス。MBS の名目スプレッドおよびオプション調整後スプレッドは数年ぶりの水準まで拡大しており、スプレッドの縮小という点で他の高格付債セクターに後れを取っている。プライマリー金利が低下していることから、季節的な供給増に伴う相場の変動が落ち着くまで、通常より長い期間を要する可能性がある。FRB が利下げを行った場合、銀行は MBS の保有を拡大する可能性がある。我々は引き続き特定のプールを愛好し、TBA への投資を回避する。クーポン 3% の 30 年債よりも、やや高クーポンの債券を愛好する。第 3 四半期には、高クーポン UMBS 30 年債のエクスポージャーを拡大する方針。

証券化商品

セクター	サブセクター	LIBOR OAS	スプレッド変化 (bps)	
		2019 年 6月 30 日	Q2	年初来
CMBS				
CMBS: コンデュイト型証券 2.0	利子先払い 10 年債	86	-1	-17
BBB-格 CMBS コンデュイト型証券 3.0	BBB-	295	-12	-125
CMBS: CMBX (OTR)	AAA	52	-4	-25
CMBS: CMBX (2012 年)	AA	80	-25	-66
CMBS: エージェンシー集合住宅	シニア	58	-1	-10
非エージェンシー-RMBS				
レガシー	RPL シニア	79	-15	-28
レガシー	2006/2007 年のオルト A	145	5	-5
GSE リスクシェアリング	M2	232	-1	-58
CLOs				
CLO 2.0	AAA	128	-5	-7
CLO 2.0	AA	180	-5	-25
CLO 2.0	BBB	350	-30	-75
ABS				
消費者 ABS	シニア (ワンメイン)	95	20	10
消費者 ABS	B (ワンメイン)	140	35	25
民間学生借り換えローン	シニア	95	10	0
英国のノンコンフォーミングシニア債 2.0	A クラス	100	-5	-35
消費者 ABS	シニア (ワンメイン)	35	9	5

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：PGIM フィクスト・インカム。

非エージェンシー-RMBS: 住宅市場のファンダメンタルズは依然として好調であり、モーゲージ金利が 100 bps 低下したことで、2018 年後半に見られた、住宅取得能力に関する懸念は後

退した。とは言え、今後の住宅価格の上昇率は 2~3% の範囲に留まり、RMBS 市場に織り込まれたより強気の見通しは、ある程度の圧力にさらされる可能性がある。全体的に、与信のオペラビリティは安定または改善しており、信用引受基準が厳格に保たれていることを踏まえ、モーゲージのクレジットに対しては引き続き強気の姿勢を維持する。第 3 四半期には、RMBS のスプレッドはレンジ内で推移すると予想される。損失が出ているレガシー非エージェンシー-RMBS のシニア債の魅力は、よりスケラブルで銘柄固有の要因に左右されにくい案件に比べ、ますます低下している。非エージェンシー-RMBS の中では、我々が第 2 四半期を通じてほぼ L+150 bps のスプレッドで締結してきた信用力の高いモーゲージ・プールへのビスポークの優先貸付を愛好する。英国では、市場全体の軟化、およびプレグジット関連の話題が数多く報道される中、ABS/RMBS のスプレッドは引き続き安定した推移を見せた。我々は足元のスプレッドを考慮し、同セクターに対する姿勢をニュートラルとしている。英国は米国に先んじて LIBOR からの移行を進めており、SONIA (ポンド翌日物平均金利) を基準金利とする新発債取引が始まっている。

CMBS: 商業用不動産 (CRE) のファンダメンタルズは全体的に安定しているように思われる。小売以外の空室率は低く、CRE 価格は 2007 年のピークを 30% 上回っているとは言え、米国債に対するキャップレートのリスクプレミアムは長期平均に沿った水準であり、バリュエーションは妥当と言えよう。2019 年通年のコンデュイト型証券の供給額は 300 億~350 億米ドルと予想され、2018 年の 400 億米ドルを下回る。コンデュイト型 CMBS 取引に関しては、広く分散化された案件のシニア・トランシェをメザニン・トランシェより愛好する姿勢を維持しているが、第 2 四半期にはメザニンのスプレッドが縮小したため、やや予想外の結果となった。シングルアセット/シングルボロワー CMBS 取引では、特定物件のファンダメンタルズに基づいて、シニアまたはメザニン・トランシェに投資を行う。エージェンシー CMBS 市場では、GSE 改革を理由に、とりわけ将来の起債に関して、ある程度の不透明感が漂っている。供給が減少すれば、需給は大幅に改善する可能性があるものの、市場の関心を集めた FHFA によるコメントは、暗黙の政府保証の今後のステータスについて、ある程度の不透明感をもたらした。我々は、エージェンシー CMBS を引き続き分散投資の対象として愛好する。

ABS: ABS の担保のパフォーマンスは、好調な雇用や分別のある信用引受基準を背景に、幅広い資産タイプで引き続き安定している。担保のパフォーマンスは好調さを維持すると予想されるものの、ソーシャルレンディングやディープ・サブプライム自動車ローンなど、一部の分野で供給過剰感が生じていることは懸念材料である。今後は、新規発行ベースの緩やかさ (年初来の新規発行額は 1,050 億米ドルであり、2018 年のペースをやや下回る) と、流通市場のディーラーのバランスシートが管理可能な水準であることを背景に、好調な需給が続くと見られる。低ベータの資産タイプ (クレジットカード/自動車ローン) に関しては、投資家が総合利回りを維持するためにより多くのスプレッドを求めたことで、金利低

2019 年第 3 四半期セクター見通し

下がスプレッド拡大を促した。我々は、資本構成（トランシェ）間および発行体間のスプレッドの圧縮傾向が続き、シニア・トランシェが 2018 年の平均以上のスプレッドで取引される中で、クオリティ重視の姿勢を維持している。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好し、FICO 基準より所得基準での引受を行う発行体を優先する。

CLOs：新規発行額が引き続き予想を上回り、また FRB のハト派的な姿勢を受けて投資家の変動利付き証券に対する買い意欲が低迷していることが、CLO のテクニカル面での試練となっている。ファンダメンタルズ面では、大幅な信用補完が行われているほか、原資産が分散されていることから、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・パフォーマンスに対して抵抗力を維持している。貸し手市場が寛容な供給姿勢を維持していることや、引き続き景気のファンダメンタルズが下支えされていることを受け、バンクローンのデフォルト率は引き続き低水準に留まっている。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ことが予想される。ローンのみで資金調達する発行体のローンが増加した場合、回収率が低下し、一部のローンは、デフォルト時に従来型のハイイールド債とほとんど回収率に差がなくなると予想される。新規発行市場では、CLO の最優先トランシェのスプレッドは今年の市場全体のスプレッド縮小化に出遅れている。再投資期間 5 年の案件ではスプレッドの圧縮が生じていないにもかかわらず、スプレッド・デュレーションの短い案件への需要は旺盛だったため、CLO の期間構造が再び顕在化した。我々は、上位の AAA 格のスプレッドは現行水準から 5 bps の範囲内で推移し、AA 格のスプレッドは AAA 格のスプレッドを 50 bps 前後上回る水準で推移すると見ている。こうしたスプレッドを考慮すれば、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見られるが、メザニン債に関しては、スプレッドは融資回収率の低下、キャッシュフローおよび格付のボラティリティ上昇、不安定な流動性、またはこれらのトランシェの時価評価のボラティリティ上昇の可能性を反映していないため慎重な姿勢を維持する。

見通し：積極姿勢。ファンダメンタルズの面から信用リスクが最も低いながら高いリスク調整後スプレッドを提供するシニア・トランシェに対して強気の姿勢を維持する。メザニン債に対しては総じて弱気な姿勢を維持し、歴史的に第 3 四半期にはボラティリティが上昇する傾向があることに留意する。第 2 四半期に見られたボラティリティの高まりは、クレジットサイクルの後期に入り、担保の質が僅かながら悪化する一方で、証券化商品におけるクレジットカーブがフラットな中で、高格付債の選好が適切であることを裏付けている。

米国および欧州投資適格社債

第 2 四半期の米国および欧州の投資適格社債は、世界的な景気減速と FRB および ECB のハト派的なコメントを背景に価

格が上昇し、今回もプラスのリターンをあげた。ボラティリティが上昇する局面も見られたものの、経済が低水準とはいえプラスの成長を維持したことや、インフレ率が低く、需給が好調であり、中央銀行が金融緩和その他の景気刺激策を打ち出す姿勢を示したことが引き続き支えとなり、両市場とも上昇した。

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS (bps) 2019 年 6 月 30 日
	Q2	年初来	Q2	年初来	
米国投資適格社債	4.48	9.85	-4	-38	115
欧州投資適格社債	2.16	5.42	-11	-40	112

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 6 月 30 日現在。インデックスに直接投資することはできません。

米国投資適格社債：米国企業の利益率およびフリーキャッシュフローは堅調さを保っているものの、第 2 四半期の利益は、これまでのような高水準から低下する見通しである。信用力指標は全体的に安定を保っており、M&A は減速した。レバレッジ比率の高い BBB 格の発行体が依然として多いものの、その多くが債務削減策を講じている。AT&T および CVS が、経営陣報酬をレバレッジ引き下げに紐付けると発表したことは興味深い点である。

供給に関しては、新規発行が活発に行われ、幅広いコンセッションの中、平均 3 倍の応募があった。世界の既発債のうち、12 兆米ドル近くがマイナス利回りで見通し図 4 を参照）ことから、投資適格社債には、米国外を中心に、利回りを追求する投資家の買いが入り、市場在庫が低下していることも支えとなった。今年の米国投資適格社債のグロス発行額とネット発行額は、それぞれ前年を約 10%と約 30%下回る見込みである。

過去数四半期と同様、我々は引き続き相対的に低格付の短期債をオーバーウェイトし、高格付の長期債をアンダーウェイトとする。米国の大手 18 行すべてが FRB による直近のストレステストに合格したことは、大手銀行の自己資本は十分であり、将来の市況悪化に耐えられるという我々の確信を裏付けている。また、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も、スプレッド水準が魅力的な一部の欧州系銀行、電力会社、課税地方債を選好する。一方、低格付の金融機関に対しては否定的な見方を取っている。またレバレッジの引き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ている。

欧州投資適格社債：欧州投資適格社債のスプレッドは第 2 四半期も縮小を続け、現時点では年初の水準を 40 bps 近く下回っている。欧州投資適格社債を取り巻く状況は、プラス成長、低インフレ率、依然として堅固ではあるがおそらくピークを過ぎた信用ファンダメンタルズ、利回りを追求する投資家の

2019 年第 3 四半期セクター見通し

動き、緩和的な中央銀行など、多くの点で米国と似通っている。ECB は好ましい銀行融資環境を整えるために TLTRO（長期資金供給オペレーション）の新プログラムを開始する計画であり、また「利上げの凍結」を 2020 年 6 月まで延長した。今後の経済指標次第ではあるが、市場参加者の間には、今秋の利下げまたは投資適格社債買い入れプログラムの再開を予想する声さえある。

米国とは異なり、欧州では政治（ブレグジット、イタリアの国家予算、貿易戦争など）がボラティリティ上昇のもう 1 つの原因となっており、更なるスプレッド圧縮の妨げとなる可能性がある。また欧州では投資適格社債の発行が急増しており、前年同期を約 20%上回っている。その多くは、相対的に低い絶対金利で資金を調達するため、米国企業がユーロ建てで発行したものである。投資銀行の低在庫が続いており、時にスプレッドが大幅に動く局面も見られる。

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している。引き続き銀行をオーバーウェイトにしているが、市場が強含む局面ではエクスポージャー削減を検討している。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る。米国企業のユーロ建社債を引き続きオーバーウェイトとし、大きなコンセッションで発行される社債の中から投資機会を探っていく。

グローバル投資適格社債：最近のスプレッド縮小の流れを受けて、米ドル建およびユーロ建投資適格社債のスプレッド相対価値はほぼ拮抗していると思われる。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、ユーロ建ポートフォリオと同様、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取っている。米ドル建社債では引き続き大手銀行、米国公益企業、ユーロ建社債では（必ずしも欧州企業ではない）銀行や一部事業会社を嗜好している。我々は引き続き同一／類似発行体のユーロ建と米ドル建債に注目し、その価格格差や利回り較差に投資機会を探っている。

今後の米国と欧州の投資適格社債について、我々は短期的には強気の見方をしており、経済指標次第では、ボラティリティが高まる可能性がある。スプレッドは既に大幅に縮小しているものの、経済が低水準とは言え安定した成長率を維持していることや、需給が堅調であることを背景に、一段と縮小する可能性がある。リスク要因としては、地政学的緊張、貿易戦争、中国を含む主要国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る。

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、短期的には強気な見方。米国の大手銀行を引き続き嗜好。米国の税制改革は引き続き下支え要因となる。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS/DM (bps) 2019 年 6 月 30 日
	Q2	年初来	Q2	年初来	
米国ハイイールド債	2.57	10.16	+2	-126	407
欧州ハイイールド債	2.38	7.68	-28	-138	381
米国レバレッジド・ローン	1.58	5.42	-7	-90	460
欧州レバレッジド・ローン	1.15	2.70	-11	-234	424

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、2019 年 6 月 30 日現在。インデックスに直接投資することはできません。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：米国ハイイールド債のスプレッドは 4 月に年初来最タイト水準に達し、5 月になると 100bps 近く拡大、その後 6 月には回復するという不安定な第 2 四半期となった。エネルギー・セクターは原油価格が高値から底値へと 24%下落したことでマイナスとなった一方、小売セクターは概ねアウトパフォームした。

第 2 四半期の新規発行は低調な滑り出しとなったが、その後増加し、6 月は 2018 年 1 月以来で最も活発な月となった。年初来の総発行額は 1,405 億米ドルとなった（前年同期は 1,120 億米ドル）。年初来の正味発行額は 466 億米ドルと、前年同期比 4%の増加となっている。年初来ではこのように小幅に増加しているものの、発行額は過去数年下落傾向が続いている。新規発行案件の格付は向上しており、2019 年初来では 89%近くが高格付債（スプリット・レーティングで B 格以上）となった。なお、前年同期は 87.6%で、2010 年以降の年次平均は 83.6%となっている。

今後の見通しとしては、世界全体のデフォルト率が 2020 年第 2 四半期末までに 2.4%に達するとムーディーズ社が予想している。目下のスプレッドは景気後退リスクを十分に織り込んでおり、クレジット・ファンダメンタルズは力強く、デフォルト予想も低位に留まっているため、我々は米国ハイイールド債に強気の見通しを持っている。もともと供給が限定的な資産クラスにおいて、米中貿易摩擦の影響を比較的受けにくいこと、景気を刺激する方向にある中央銀行の政策がテクニカルな追い風となっていることが我々の楽観的な見方の裏付けとなっている。

ポジショニングの面では、我々は B 格を嗜好し、スティーブなスプレッドカーブに乗じて、低スプレッドの短期ゾーンをアンダーウェイトとする一方、4 年から 7 年をオーバーウェイトしている。CCC 格への小幅なオーバーウェイトに対しては AAA 格 CLO のポジションで引き続きバランスをとっている。独立発電会社と米消費者関連銘柄を引き続きオーバーウェイトする一方、コモディティ関連には慎重的な姿勢を維持している。また自動車セクターには選別的な配分を行っている。今後のリスクとして、貿易摩擦とポピュリズムの台頭による世界景気への

2019 年第 3 四半期セクター見通し

マイナス影響、労働市場のひっ迫とコスト上昇による企業利益率の低下などが挙げられる。

米国レバレッジド・ローン市場では、リテール資金の流出が続いているものの、CLO 発行、機関投資家の買い意欲、発行体による部分償還の動きが追い風となった。過去 32 週中、31 週で流出が続くなど、ローン・ファンドからの流出は第 2 四半期も続いた。2019 年では総額 180 億米ドルが同資産クラスから流出している。今後については、市場が利下げを見込むことからリテール資金の流出が続くとみられるが、全体的な資金流出は縮小すると予想する。継続的な資金の流出と CLO 発行の鈍化を受け、全体的なローン需要は鈍化する可能性が高いとみられる。

我々は、世界景気の鈍化をめぐるリスク、目下の貿易摩擦、発行体よりの条件決定の傾向などを踏まえ、BB 格の上場企業が発行するローンで、なるべくハイイールド債によるクッションのあるものを引き続き選好する。ただし、この見方には短期に低キャリーとなるリスクがあることには留意したい。また、業種別にリスクが最も大きいのは小売、テクノロジー、自動車部品、エネルギー、医薬品の各セクターで、建設資材、カジノ、ケーブルは安定的に推移ないし改善していると考える。世界景気の減速が継続し、貸し手の保護が弱まった場合、銘柄選択の重要度は高まっていくだろう。

欧州レバレッジド・ファイナンス：第 2 四半期の欧州ハイイールド債は、高格付債のパフォーマンスが先行して 2019 年初からの好調が持続した。一方、年初来では低格付債が引き続きアウトパフォームしている。第 2 四半期のハイイールド債の総発行額は 200 億ユーロと、第 1 四半期の 94 億ユーロの 2 倍超となった。供給額が大きく上昇したものの、2019 年初来の総発行額は前年比 40%超減少している。ムーディーズ社による欧州のデフォルト率は第 1 四半期に 2008 年 9 月以降で初めて 1%を切り、現在は 0.9%となっているが、この数字は短期的には大きく変動しないと我々はみている。第 2 四半期の欧州レバレッジド・ローンは、スワップに対する超過リターンが+123bps となり、年初来では+287bps となった。ローンのボラティリティは引き続き債券を下回っているが、今年に入ってから欧州ハイイールド債の力強いパフォーマンスに比べ大きく後れを取っている。第 1 四半期のローン発行高は概ね横ばいとなったが、年初来では依然、大きく減少しており（2018 年上半期の 620 億ユーロに対し 2019 年上半期は 380 億ユーロ）、市場にはテクニカルな下支えが引き続き十分もたらされている。

低いデフォルト予想、供給面のテクニカルな好条件、各国中央銀行のハト派姿勢、そして米中貿易摩擦が短中期的に解決するとの予想に基づき、欧州ハイイールド債に対する我々の見解は引き続き楽観的である。ポジショニングとしては、BB 格よりもリスクリターンが良好な B 格の発行体を引き続き選好し、また、強気市場が持続する場合は、格付がより低い（ただし不良債権ではない）ローンの相対的なスプレッドのタイト化が、2019 年下半期のテーマとなる可能性が高いと考える。良好なテクニカル要因を受け、我々は、ローンについては引き続き楽

観的な見解である。ただし、発行条件が悪化している点には注意が必要である。レラティブ・バリュエに基づけば、ローンよりも欧州ハイイールド債を引き続き選好するが、その差は年初に比べれば縮小しており、状況に応じた検討が必要となる。

見通し：米国ハイイールド債に強気で、特にイールドカーブの中間部分の B 格を選好。また、米国レバレッジド・ローン市場では高格付銘柄を選好。欧州では、ローンよりもハイイールド債を選好。

エマージング債券

第 2 四半期、エマージング債の各サブセクターはプラスのリターンを記録した。（下表にはないが、第 2 四半期のヘッジなし現地通貨建債はトータル・リターン+5.64%でさらにアウトパフォームした。）FRB による利下げ期待に加え、先進国の大半でトレンドを下回る成長が続く見込みであることを背景に、引き続き同セクターが投資家の利回り追求の恩恵を受けた。米国の経済成長が比較的堅調で、中国の景気刺激策強化も予想されるため、短中期的に世界的な景気後退に陥る見込みは依然ごく僅かである。先進国の中央銀行がどのような政策を打ち出すかに関わらず、世界貿易と新興国経済のさらなる減速が逆風となることから、米中の本格的な貿易戦争が回避されるかどうか、エマージング市場の今後を決める鍵となる。

	トータル・リターン (%)		スプレッド / 利回り変化 (bps)		OAS (bps) / 利回り% 2019 年 6 月 30 日
	Q2	年初来	Q2	年初来	
エマージング債券 (ハードカレンシー建)	4.08	11.31	-5 bps	-69 bps	346
エマージング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	3.22	5.26	-0.48	-0.77	5.69
エマージング通貨	2.07	3.57	-0.96	-0.22	5.08
エマージング社債	3.50	8.83	-3 bps	-38 bps	333

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 6 月 30 日現在。インデックスに直接投資することはできません。

エマージング市場ソブリン債（ハードカレンシー建）：エマージング市場ソブリン債のパフォーマンスを国別に見ると、米国債相場の上昇と各国特有の動向を反映する結果となった。カタール、ロシア、ルーマニアなど、高格付で米国債の動きに反応しやすい国の債券の中には 6%超のリターンと、20-30bps のスプレッド縮小を記録したものもあった。他にもウクライナ (+10.2%)、モザンビーク (+17.1%)、チュニジア (+8.6%) などが好調であった。その一方で、ベネズエラ (-33.2%)、ザンビア (-5%) などは政治面でのリスクや先行きの不安感を反映して出遅れた。これらパフォーマンスが不振だった国が今年後半に魅力的なリターンを出すことも考えられる。アルゼンチン国債は 50%超のデフォルト率を織り

2019 年第 3 四半期セクター見通し

込んで取引されているが、現職のマクリ大統領が次の大統領選で勝利すれば大幅な評価の変更が行われる可能性がある。6月14日付でムーディーズ社の格付がB1に下がったトルコは、経済と政治の先行き不安から抜け出せずにいるが、先ごろ野党候補がイスタンブール市長選に勝利したことが復調のきっかけとなり、さらなる回復の兆しが見えてきた。南アフリカはムーディーズ社による第2四半期中のハイイールド債への格下げは免れたものの、不況の中で総じてオーソドックスな政策スタンスを取るラマポーザ大統領は依然として多くの課題を抱えており、そのことが同社による唯一の投資適格格付の保持を危ぶませる要因となっている。

現地通貨建債券：インフレの鈍化、トレンドを下回る世界景気、おおむねプラス圏にある実質金利を背景に、エマージング市場の現地通貨建債券は依然として世界的に堅調だが、多くの国で利下げが織り込み済みであり、GBI-EM ベンチマークの利回りが5.69%と過去5年間の最低水準であることを踏まえると、足元のエマージング市場の現地通貨建債券の急伸は過剰とも考えられる。さらに、グローバル経済指標が予想外に下振れ、各国中央銀行がハト派姿勢に転じ、高い利回りを求める投資家がデュレーションを延長したことから、ほぼすべての国でイールドカーブのフラット化が見られた。ただし一部には、利下げが織り込まれていないにも関わらず今後利下げに踏み切る可能性を残している国々も散見される。

通貨：エマージング通貨に関しては、第2四半期に米ドルがG10通貨に対し-1.19%、エマージング通貨に対し-2.07%となった後も不透明感が残る。第3四半期に向けて貿易問題の展開が不確かなこともエマージング通貨の不安材料である。一方で、FRBが利下げを実施する可能性は高いと思われ、それによって下降を続けるブレイクイーブン・インフレ率が底打ちに向かえば、中国におけるインフラや不動産を介した景気刺激策と並んで、エマージング通貨にとってポジティブな要因となり得る。

ポジショニングの面では引き続きハードカレンシー債を選好し、特に既に発行市場へのアクセスが実証済み、あるいはIMFの支援対象となっている、エクアドル、ウクライナ、アフリカのサハラ以南諸国をはじめとする一部の低格付ソブリン債を選別的に選好している。アルゼンチンは大統領選の結果がプラスに働いてデフォルトの可能性が大幅に下がると予想されるため引き続きオーバーウェイトしている。また我々は一部の準ソブリン債を有望視している。メキシコ政府は国営石油会社Pemexと密接不可分であると考えており、今後より明確な形での支援を表明すると考えられることから、現在ソブリン債とのスプレッド格差が300bps（さらに拡大の可能性あり）のPemexに、我々は引き続き投資妙味を見出している。湾岸協力会議（GCC）加盟国が引き続きインデックスに加わり、これらの国の投資適格債への投資機会が提供されている。他に、高格付国としては、内需指向の経済に着目したインドネシアや、信用ファンダメンタルズが非常に強固なロシアなどのエクスポージャーが含まれる。エマージング社債では、世界各地での豚インフルエンザ流行を受けてブラジルのプロテイン関連セクター、流動性の高いオンショア債券市場にアクセスできる中国の一

部の高格付の不動産セクター、インド政府支援の準ソブリン債発行体などを選好する。エマージング社債の企業のファンダメンタルズは引き続き強固で、足元の新規発行額は増加しているものの、昨年水準を下回っている。

エマージング現地通貨建債券では、2019年後半に金融緩和政策がとられる見込みの各国（中国、メキシコ、インドネシア、ロシア）に積極的なオーバーウェイトのポジショニングを維持。地域別エクスポージャーは、アジア（中国、インドネシア、タイ、フィリピン）を最大とし、続いてメキシコとなっている。メキシコを除くラテンアメリカ地域については、中立に近い見方を続ける。中欧、東欧、中東及びアフリカ（CEEMEA）では、ロシアとポーランドを積極的にオーバーウェイトし、ハンガリーとルーマニアをアンダーウェイトする。

通貨では、エマージング通貨間のレラティブ・バリューに注目し、米ドルをネットショートとするポジショニング。我々は5月時点で高水準だった米ドルのネットロングのポジションを縮小した。我々がロングポジションとするのは主に、実質利回りが高く対外収支が安定しているロシア、メキシコ、インド、エジプトで、特にメキシコとエジプトのバリュエーションは魅力的である。一方で、チリ、ブラジル、ハンガリー、中国などをショートポジションとしている。その理由として、世界的な貿易の減速（チリ、中国）、金融緩和政策（チリ、ブラジル、中国）、経済成長の遅れ（ブラジル）、中央銀行への政治圧力による実質金利安（ハンガリー）が挙げられる。

見通し：ハードカレンシー債、一部の現地通貨建債、エマージング通貨に対し、条件付きではあるが積極的な見方をしている。（米中貿易交渉が進展し、中国にさらなる成長の明確なエビデンスが見られることが前提。）支援状況が実現しないリスクはあるものの、投資適格諸国とハイイールド諸国の国債および社債に魅力的なスプレッド縮小の余地があると考える。エマージング市場の通貨及び金利の見通しは不透明だが、レラティブ・バリューの投資機会は依然として魅力的である。

地方債

2019年第2四半期、AAA格地方債の利回りはイールドカーブ全般に23bpsから32bps低下した。地方債は長期ゾーンでは米国債をわずかにアウトパフォームしたものの、米国債の上昇に追いつけずイールドカーブ上の10年以下ではアンダーパフォームした。10年物と30年物の地方債/米国債の利回り比率はそれぞれ81.5%と91.5%で第2四半期を終え、10年物は4ポイント超の上昇、30年物はほぼ横ばいだった。金利が低下局面にあり課税換算利回りが魅力的であることから、引き続き非課税地方債の需要が高い。地方債投資信託の純流入額は年初来430億米ドルを超え、過去最高を記録した。

地方債のイールドカーブは5年/30年で3bpsフラット化して100bpsとなった。第2四半期のトータル・リターンは高格付インデックスが+2.14%、ハイイールド・インデックスが+2.73%。年初来のトータル・リターンはそれぞれ+5.09%と

2019 年第 3 四半期セクター見通し

+6.66%となった。長期課税地方債はトータル・リターン 5.85%で第 2 四半期を終え、長期社債インデックス (+7.23%) をアンダーパフォームした。長期課税地方債の超過リターンは+121bps と長期社債インデックス (+228bps) を下回った。

第 2 四半期の新規発行高は前年比 11.4%減の 887 億米ドルだったが、無理なく市場で消化された。年初来の発行高は 1,670 億米ドルで前年をわずかに上回った。第 2 四半期の新規発行高は、債務交換の後、第 1 四半期に取引を再開した再編プエルトリコ売上税金融公社 (COFINA) 債の 120 億米ドルを含んでいない。再編された COFINA 債は無格付で、ブルームバーグ・パークレイズ・ハイイールド地方債インデックスの約 7.5%を構成している。

予想された通り、多くの州で納税申告の遅れが発生し、3月と4月に急激な税収の回復があったため、結果的に4月までの年初来税収が前年を大幅に上回る事となった。現在の景気拡大を背景に、多くの州で予算の安定化と緊急時の備えへの資金割り当てが慎重に行われている。

新規発行の純供給量がマイナスとなる見通しであることから、夏季全般で需要面の好環境が続くと予想される。加えて、金利環境が安定的～低下傾向にあることが、投資信託を通じた継続的な資金流入に貢献すると思われる。第 3 四半期末に向けて純供給量が増えることで、免税地方債が供給圧力を受ける可能性もあるが、スプレッドが拡大しパフォーマンスが低下する局面は、買いの好機と考える。市場の予想を上回る水準で COFINA の債務交換が成功し、取引状況も比較的安定していたが、第 2 四半期に連邦金融監督管理委員会 (FOMB) が打ち出した一般財源担保地方債 (GO) の再編計画は今後も注視される見込み。GO 債の取引水準と FOMB の示す回収可能価値との間に大きな隔たりがあるため、債権者との交渉が今後も続くと予想される。

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、社債スプレッドの拡大環境ではアウトパフォームする可能性もあると考える。

見通し：やや強気な見方。非常に良好な需要環境とまずまずのバリュエーションを背景に、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7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。投資は損失となる可能性があります。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行っています。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、ムーディーズ社、S & P 社、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、ムーディーズ社、S&P社、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、(ムーディーズ社、S&P社、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・ディバースファイド・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・ディバースファイド (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・ディバースファイド・インデックス。JP モルガン GBI-EM グローバル・ディバースファイドは、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・ディバースファイド・インデックス。JP モルガン CEMBI ブロード・ディバースファイドは、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・パ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・パークレイズ米国債インデックス。ブルームバーグ・パ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・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。ブルームバーグ・パークレイズ米国 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バスルー証券(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・パークレイズ 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、ムーディーズ社、またはS&P社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う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・パークレイズ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・バスルー証券)、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。

2019-3246

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

PGIMJ201907180771

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。