

四半期見通し

2019年10月

政策を巡る不安感—債券にとって完璧な環境

当社チーフ・インベストメント・ストラテジストの見解

製造業とサービス業—対照的な世界経済の現状を評価する

当社チーフ・エコノミストの見解

債券市場概観

第3四半期は、債券セクター全般にわたりプラスのトータル・リターンが持続し、一部のセクターでは2019年初来リターンが2桁の伸びを示すなどパフォーマンスは好調だった（次ページ図1参照）。しかし、経済や政策を巡って強い不透明感が漂う足元の環境を債券市場がうまく乗り切ったとしても、1年前の2018年第4四半期に起きた出来事を振り返ると、いかに市場センチメントが急速に変化し得るかを改めて思い起こさずにいられない。

- こうした変化が起きる可能性を念頭に置くと、債券市場が今後悪化に向かうことを警戒するのは理解できると、チーフ・インベストメント・ストラテジストのRobert Tippは考えている。しかし、Tippは「政策を巡る不安感—債券にとって完璧な環境」と題したレポートの中で、足元の債券市場を持続的に押し上げている要因は変化しておらず、むしろ今後さらに強まる可能性があることを説明している。
- 経済に関する不透明感は、一部セクターの健全性に格差があることが一因となっている。その例として、チーフ・エコノミストのNathan Sheetsはグローバルな製造業とサービス業の格差について分析し、「製造業とサービス業—対照的な世界経済の現状を評価する」と題したレポートにまとめた。

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.

- [After the Storm: Next Steps for the Repo Market](#)
- [Wealth Inequality—A Tale of the Diverging Tails](#)
- [India—Ready to Step into China’s Shoes?](#)
- [Challenges and Solutions to the Cost of Investing in Emerging Markets Local Debt](#)
- [The Potential Implications of Investing in Coal-Heavy Utilities](#)
- [Capturing the Opportunity of Constraints](#)
- [米国金利：しばらくは低い水準で推移するが、プラスの金利水準は維持される見込み](#)
- [トルコ：不確実性が長引く中、短期的には膠着が続く](#)

WEBINAR

2020 MARKET OUTLOOK

Presented by PGIM Fixed Income

2019年12月4日、ライブ中継

[米国の投資家
こちらから登録](#)

[米国以外の投資家
こちらから登録](#)

先進国金利 | 9

引き続き機動的な運用を維持。世界的に見れば金利が高止まりしている米国に引き続き投資機会があると見ている。量的緩和策（QE）を受けて欧州金利はレンジ内で推移する一方、日本銀行は国債のイールドカーブのステープ化に努めるだろう。

エージェンシーMBS | 10

国債やスワップ金利対比で強気のスタンス。名目スプレッドとオプション調整後スプレッドは大幅に売り込まれた水準から回復しつつある一方、期限前償還は増加しているものの予想の範囲内に留まっている。直近の2018/2019年債は、コンバクシティが最も悪化すると予想される。

証券化商品 | 10

証券化資産はレバティフ・バリューおよび他のリスク資産に対する分散投資の観点から魅力的と考えられる。今後、ファンダメンタルズは従来ほど強固でなくなると見られるが、最優先トランシエには依然として魅力があり、こうした保守的なポジショニングは十分なバッファを提供すると思われる。

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、短期的には強気な見方をしていく。また、米国の大手銀行を引き続き選好している。

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強気で、特にイールドカーブの中間ゾーンのB格を選好している。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し、今後も銘柄選択を重視する。欧州では、より格付が低いローンの相対的なスプレッドのタイト化がテーマとなる見込み。ローンよりもハイイールド債を選好する。

エマージング債券 | 13

条件付きながら積極的な見方をしていく。低格付で年限の短いソブリン債と、高格付で年限の長い債券の両方をオーバーウェイトするバーベル型の戦略により、前向きな市場環境では上昇余地が大きく、不安定な環境では下落幅を抑えられると考える。エマージング通貨については、レバティフ・バリューを重視して選別を行う。

地方債 | 14

強気。非常に良好な需給環境と魅力的な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。

セクター別展望 & 運用方針（詳細はタイトルをクリック）

債券市場の見通し

政策を巡る不安感—債券にとって完璧な環境

今のところ、2019 年は債券市場にとってほとんど完璧な展開となっている¹。世界的に発生している問題については、解決に向けた進捗がほとんど見られていないかもしれないが、ある意味、これが債券市場のリターンを力強く押し上げている一因となっている。これは第 3 四半期や年初来だけでなく、過去数年間についても言えることである。

図 1：今四半期も引き続き堅調、年初来リターンは好調を維持

マルチセクター	Q3 2019	YTD 2019	2018	2017	2016
米国総合	2.27	8.52	0.01	3.54	2.7
ユーロ総合	2.86	8.42	0.41	0.68	3.3
円総合	0.52	2.86	0.93	0.18	3.0
グローバル総合(ヘッジあり)	2.59	8.75	1.76	3.04	4.0
グローバル総合(米ドルヘッジなし)	0.71	6.32	-1.20	7.39	2.1
個別セクター	Q3 2019	YTD 2019	2018	2017	2016
米国投資適格長期社債	5.61	22.26	-7.24	12.09	11.0
エマーシング債(ハードカレンシー建て)	1.50	12.99	-4.26	10.26	10.2
米国長期国債	7.92	19.77	-1.84	8.53	1.3
米国ハイイールド債	1.22	11.50	-2.26	7.48	17.5
米国投資適格社債	3.05	13.20	-2.51	6.42	6.1
欧州ハイイールド債	1.33	9.11	-3.35	6.79	10.8
CMBS	1.89	8.64	0.78	3.35	3.3
欧州投資適格社債	1.29	6.79	-1.25	2.41	4.7
米国レバレッジド・ローン	0.92	6.39	1.14	4.09	9.9
エマーシング債(現地通貨建ヘッジあり)	2.74	8.15	0.75	3.68	4.7
米国債	2.40	7.71	0.86	2.31	1.0
地方債	1.58	6.75	1.28	5.45	0.3
モーゲージ担保証券(エージェンシー債)	1.37	5.60	0.99	2.47	1.7
エマーシング通貨	-2.08	1.41	-3.33	11.54	3.5
欧州レバレッジド・ローン	1.09	3.81	1.25	3.72	7.0
その他セクター	Q3 2019	YTD 2019	2018	2017	2016
S&P 500 指標	1.70	20.55	-4.40	21.26	10.6
3ヶ月 LIBOR	0.58	1.92	2.23	1.22	0.7
U.S. ドル	2.20	1.92	4.90	-7.85	3.2

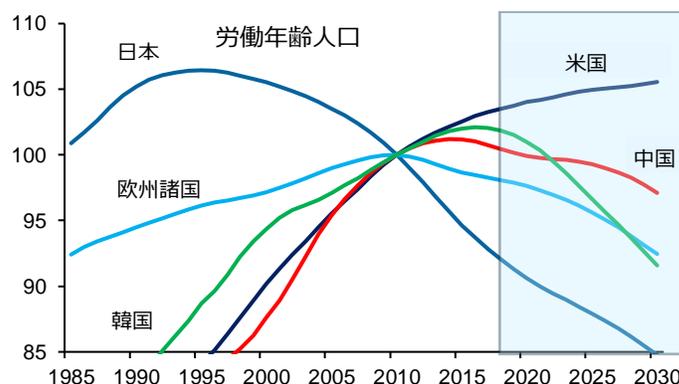
過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスの正式名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投資には元本損失のリスクがあります。出所：ブルームバーグ・バークレイズ。ただし、エマーシング債は JP モルガン、ハイイールド債はメリルリンチ、担保付シニアローンはクレディ・スイス。パフォーマンスは 2019 年 6 月 30 日現在。インデックスに直接投資することはできません。

¹ 2019 年末までにまだ 1 カ月を残しているため、ほとんどと表現する。2018 年のように、第 4 四半期に多くの変化が起こる可能性も排除できない。

世界経済は鈍化しており、個人や組織として対処できることは多くないかもしれない。今の状況は、これまでの行き過ぎた経済成長の調整という景気循環の典型的な下降局面ではない。なぜなら、足元の経済鈍化は景気循環を原因としたものではないからである。むしろ実情は、各国の中央銀行が緩和的な金融政策を通じて経済を再燃させようとしているものの、成長やインフレが加速せず、政府に対して財政刺激策を求めている状況だと言える。

我々が以前に発表した金利に関するレポートで仮説を立てたように、こうした状況は概ね長期的なものであるように見える。人口の高齢化、過去 50 年間にわたって高水準にまで押し上げられた債務の膨張局面の終焉、そしてそれ以外の長期的トレンドの結果、成長率や中立金利の水準が世界的に押し下げられたにすぎない(詳細については経済の項を参照)。図 2 は、現在は未だそのプロセスの初期段階にあることを示している。

図 2：世界の人口動態はさらに悪化する見通し



出所：ハーバー・アナリティクス、国連、2018 年現在、指標は 2010=100 とする。

過去 40 年にわたる利回り低下トレンドは、債券市場のリターン見通しに引き続き影を落としている。利回りが歴史的な低水準にあるほか、非政府債の信用スプレッドが平均を下回り、ビジネスサイクルがかなり長期化していることが、投資家の今後の状況の悪化についての懸念を促す材料となっている。

経済成長が再び加速し、利回りは上昇するだろうか。それとも成長率がさらに鈍化し、スプレッド商品のスプレッドの長期拡大基調が始まるのだろうか。あるいは、金利上昇とスプレッド拡大の同時進行という逆風が吹き荒れることになるのだろうか。これらのシナリオを念頭に置いて、大惨事に直面する前に現金や金に資金をシフトすべきだろうか。それとも、従来通りの投資を続け、長期的なリターンを得るために多少のリスクは取るべきだと考えるのが賢明なのだろうか。我々は、慎重ながらも楽観的な見解を持っているが、それは次のページ以降で考察する 3 つの要因を踏まえたものである。

債券市場の見通し

パート I : 金利は低水準でレンジ内の動きが継続

現在の状況は、未知の領域に足を踏み入れようとしているというよりも、同じような経済的ファンダメンタルおよび市場トレンドに投資結果が左右されてきたという、過去何年にもわたるパターンの延長線上にあると考えている（“[ゼロ金利へのカウントダウン—最終章](#)”と“[金利レンジの低下が債券の隠れ強気相場を牽引](#)”を参照）。

ある意味、特に人口高齢化といった持続的に金利を押し下げてきた要因は、今後さらにその影響力を強めようとしているように思われる。結果として、金利は非常に低い水準のレンジ内で推移するか、あるいは想定以上の金利低下が進む可能性がある。我々の見解を裏付けるように、最近の急激な金利低下も、成長率やインフレ率、信用需要を押し上げるには至っていない。我々は、この事を現状の金利水準が成長を促しているか否かを判断するリトマス紙試験結果として捉えている。つまり、成長率が向上しなければ、金利は均衡水準を下回っているところか、依然として上回ったままであることを示していることになる。その結果、市場の力と中央銀行当局者が足並みをそろえて金利を押し下げようとするが見込まれ、長期債がキャッシュをアウトパフォームする状況が続くと予想されるが、おそらくその程度は、これまでより小幅に留まると見込まれる。

パート II : 根拠なき熱狂に対してディフェンシブな不安感

景気サイクルの現段階において、非政府債セクターのスプレッド商品の状況はどうなっているだろう。10年以上に及ぶ景気拡大局面は終わりを迎えざるを得ないと考えたくなるが、そこには疑問が付きまとう。一般的に何がスプレッド商品に打撃を与えるような景気減速を引き起こすのだろうか。そして、今はそうした状況にあるのだろうか。

通常、景気減速の前には次のような現象が見られる。まず、1) 資産価格あるいは収益見通しが膨れ上がる。その結果、2) 大量の借入れが行われる。そしてその後、3) 中央銀行が過度に積極的な利上げに踏み切り、行き過ぎた楽観ムードで膨らんだバブルが崩壊する。それとは対照的に、現在の環境は根拠なき熱狂と言うよりも、むしろディフェンシブな不安感に包まれていると表現したほうがよさそうだ。中央銀行はデイスインフレをさらに進行させるような軽率な利上げは行っておらず、むしろ利下げや量的緩和（QE）を通じて景気拡大を後押ししている。結局のところ、景気悪化を引き起こしそうな要因は見当たらない。そのため、我々は基本シナリオとして、今後2~3年は過去数年と同じような市場環境が続くと想定している。それは、緩やかな成長が持続し、中長期的には利回りを追求する投資行動が持続することを意味し、スプレッド商品のアウトパフォーマンスを支える要因となるだろう。

パート III : 注意点—ベルトを締めよ

これまで指摘してきたように（過去の[四半期見通し](#)や[Long-Term Interest Rates](#)を参照）、好ましく見える投資環境は、時として激しいボラティリティを伴う可能性がある。これは、低成長下で落ち着いた市場との見方を裏切るようにも思われる。

ブレグジットの期限—まだ流動的か？

英国のEU離脱（ブレグジット）をめぐる国民投票から3年以上が経過したが、今なお行方は混沌としており、対立はかつてない激しさを増している。10月31日の離脱期限が近づく中で、市場はまだEUからの合意離脱の道筋を描き切れずにいる。英国議会は最近、近視的な合意なき離脱を回避すべく「反ノーディール法案」通称「ベンアクト」を可決したが、今後この法案への新たな対抗策が登場し、最終的な方向性が明確にならず市場がいら立つ展開が続く可能性がある。ベンアクトにより政府は、10月19日までに議会が離脱協定を承認するかまたは合意なき離脱を承認しない限り、EU基本条約（リスボン条約）50条に基づき離脱期限の延期をEUに求めることが義務付けられた。EUが離脱期限の延長に合意した場合、11月か12月初めに総選挙が行われることになる。だが、いまの政治的、外交的状況では、離脱期限の延長を英国が要請するとともに、それにEUが合意するとも判然としない。¹

総選挙が実施された場合、それは選挙民からはEUを離脱すべきか、離脱するならどのような条件で行うかを問う国民投票と見なされるであろう。英国の政党間でも政党内部でも依然として意見が分かれていることを踏まえると、各政党陣営は政党の枠を超えて浮動票の取り込みに躍起となり、すでに激しい政治的対立がますます激化するため、選挙結果は一段と読みにくくなるだろう。世論調査では保守党が野党第一党の労働党を約10ポイント差でリードしている。

保守党は、合意のありなしに関わらず選挙結果が英国のEU離脱に対する選挙人からの強い要求になるものと期待しており、したがって保守党が過半数を獲得すればブレグジットの確率が高まるだろう。だが、何が何でもEUからの完全離脱を主張するブレグジット党の脅威を考えると、保守党の勝利は確実ではない。

一方、野党第一党の労働党が過半数を握れば、EUとの関税同盟を目指すブレグジット案が模索される可能性があり、EU残留の是非を問う確認のための国民投票が行われるだろう。こうした結果になれば漸くブレグジット交渉の着地点が見えてくるが、労働党は市場寄りではない政策目標を掲げているため、この場合も不透明感が高まるだろう。

最後に、合意なき離脱という選択をすれば、英国は主権存続にかかわる長期的な脅威にさらされるかもしれない。スコットランドでは住民が英国からの独立の是非を問う住民投票の再実施を求めており、英領北アイルランドはアイルランドとの再統一への道に着手する恐れがある。だが、保守党が過半数を握る下院議会がスコットランド独立の是非を問う2度目の住民投票を承認する可能性は低い。

¹ ジョンソン首相がベンアクトを無視するか、法案の抜け穴を見つけてEUに離脱延期申請の書簡を送らない可能性もある。だが、こうした行為が首相の政治的生命を絶つ危険性のある深刻な法的影響をもたらすため、ジョンソン首相がこの策を取ることはないであろう。

債券市場の見通し

しかし、実際に市場はボラティリティの低い中でリスクを追求する動き（経済的変化や地政学的緊張にもかかわらず）と、経済や地政学的な動きを背景にボラティリティが高まり、リスク回避傾向が強まるという動きを繰り返してきた。以前に比べ、何か問題が発生するたびに市場がより大きく混乱したり変動するようになるのはなぜだろうか？

図 3 および 4：債券およびスプレッドのボラティリティは、前回より今回の景気サイクルの方が高いように見える



出所：ブルームバーグ、2019年10月1日現在



出所：ブルームバーグ、2019年10月1日現在

名目成長率の減速、高い負債比率、下限に近い実質金利という危険な要素が組み合わさると相場の振れは一段と増幅すると我々は予想する。今回の景気拡大局面で何度か見られたように、下方リスクが顕在化するたびに市場は最悪の事態を恐れ、利下げや小手先の政府対策では脱け出せない売りが売りをよぶ展開となり、市場は大打撃を受けるのである。

金融危機以降、市場が大きく揺れ動く中で、こうした相場状況に合わせてポジションを取る必要があることを投資家は再三思い知らされた。慎重にクレジット銘柄を選び、忍耐強く待ちながら機動的にリスクを取る機会を生かすことが重要だ。結局のところ、深刻な景気後退やクレジットイベントがない限り、高ボラティリティが続いた後に相場は回復し、中長期的にリスク資産はアウトパフォームするはずである。

通貨：強い米ドルと低ボラティリティの例外

通貨においては、強い米ドルという大きなトレンドが続くそう。各国と比べて安定した経済成長、先進国で最も高い金

利、貿易戦争という破壊神を操縦する立場となる可能性といった要素から、先進諸国通貨に対して米ドル高が続いている。一方、総じてエマージング通貨も押され気味だ。

図 5：足元で米ドルはエマージング通貨に対して著しく上昇



出所：ブルームバーグ、2019年10月1日現在

レボ市場の流動性 を引き上げる米連邦準備理事会（FRB）の政策は、米ドル相場を反転させるような致命傷になるだろうか。米国は最後には、膨れ上がる双子の赤字というしっぺ返しを食らうのだろうか。動向には注視する必要があるが、こうした報いを受けることになるのは当分先になりそうだ。今回のドル高基調の興味深い特徴は、そのボラティリティが過去最低水準にあることだ。その理由は明確ではないが、各国間の相対的な金利と経済ファンダメンタルズの安定性、あるいは投資家の無関心と混乱が原因である可能性がある。いずれにせよこの傾向は当面続きそうだ。

図 6：しばらく通貨ボラティリティが低い状態が続く



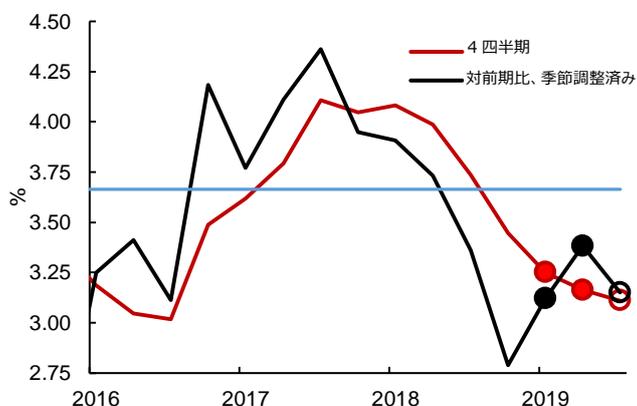
出所：ブルームバーグ、2019年10月1日現在

結論：名目成長率の減速および低金利／マイナス金利は、大半の人々にとって居心地の良いものでないし、政策当局にとっても成功とは言いがたい。だが、こと債券市場に関して言えば、中央銀行の金融緩和策、低水準のボックス内で推移する金利、景気拡大の長期化といった要素は引き続き支援材料であり、長期債利回りを低く抑え、スプレッド商品のパフォーマンスを牽引するものだ。今後も一時的なボラティリティの高まりや投資家の混乱が、アクティブ運用を通じて付加価値を得るための平均以上の投資機会をもたらす続けるだろう。

製造業とサービス業—対照的な世界経済の現状を評価する

最近の世界経済の動向は、長期的なトレンドから見れば「低調」ではあるが、大惨事と言うような状況からは程遠い。今年上半期の世界経済の成長率は 3.25% 近辺で推移しており、第3四半期も同様な水準で推移したと我々は推測している。貿易戦争による逆風を考慮すれば、この数字は世界経済の底堅さを示すものだ。また、人口動態による後押しが弱まり、中国は長期的に鈍化基調にあることを踏まえると、世界経済の持続可能な成長率は中期的に 3% にまで低下しそうだ。そのため、今年の景気動向は今後を占うものになるかもしれない。

図 1 および 2 : 世界の GDP 成長率と PMI



出所：ハーバー・アナリティクス、PGIM フィクスト・インカム



出所：IHS マーケット、ハーバー・アナリティクス

こうした経済全体を示す指標をさらに掘り下げてみると、世界経済における 2 つの異なる動きが見えてくる。購買担当者景気指数 (PMI) からは、製造業が景気後退局面入りする一方、サービス業は減速が見られるものの依然として底堅い状況にあることが分かる。今後の重要な問題は、貿易戦争および以下に挙げる数々の課題が相まって、景気後退局面入りしている製造業に引っ張られる形で、サービス業も最終的に不況に陥るのかどうかである。こうした中で明

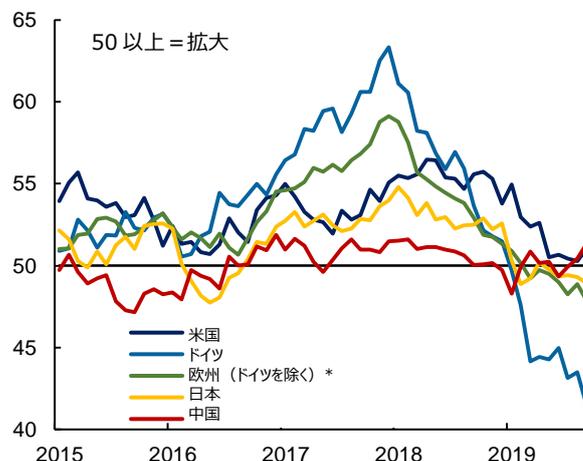
る材料は、各国中央銀行が政策対応を行っていることである。主要 30 カ国・地域の中央銀行のうち、FRB と欧州中央銀行 (ECB) を含む半数以上が過去 3 カ月間に利下げを実施し、第3四半期は金融危機以降で最も利下げが多く行われた四半期となった。こうした利下げによる景気刺激効果は見え始めたばかりであると我々は感じている。だが、下降基調がさらに強まった時に、十分な下支えを行うだけの政策余地が残されているかどうかが重要になってくる。

結局のところ、世界経済は来年末までほぼ現在のペースで推移する可能性が高い。インフレ率は低位で推移し、各国中央銀行が実施する金融緩和策によって、製造業は徐々に回復の足掛かりを見いだすことができるようになるだろう。そして、このような環境は金融市場に好ましい影響をもたらすはずだ。ただし、この基本シナリオが実現しない場合は、下振れリスクが上振れリスクよりも大きくなると見ている。

製造業は景気後退局面に

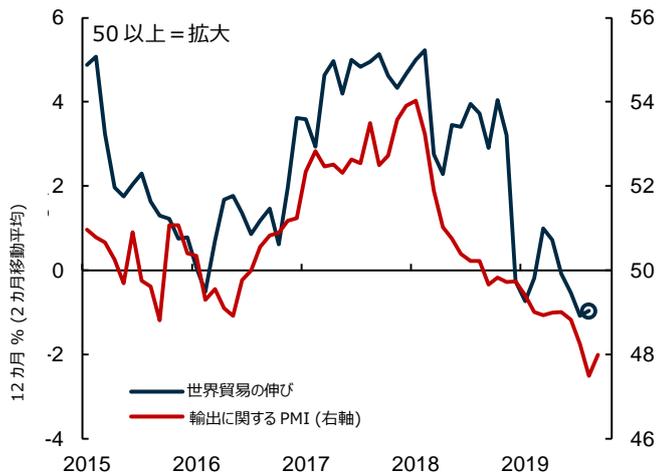
各国の製造業 PMI からは厳しい現実が見えてくる。ドイツの製造業は 2017 年後半の 60 超から 40 台前半まで急落し、完全に景気後退局面入りしている。この急低下の背景には、貿易摩擦の悪影響や中国経済の減速、ブレグジットの不透明感による英国の需要減退 (英国はドイツの主要貿易相手国) がある。これら要因が、ドイツほどではないにしろ、その他主要各国 (ドイツ以外の欧州地域を含む) の製造業を下押ししている。これらすべての国々で、製造業は好不況の分かれ目を示す 50 近辺で停滞しているようだ。

図 3 : 製造業 PMI



出所：IHS マーケット、ハーバー・アナリティクス、PGIM フィクスト・インカム * ドイツの比重はユーロスタットによる

図 4 : 世界の貿易量



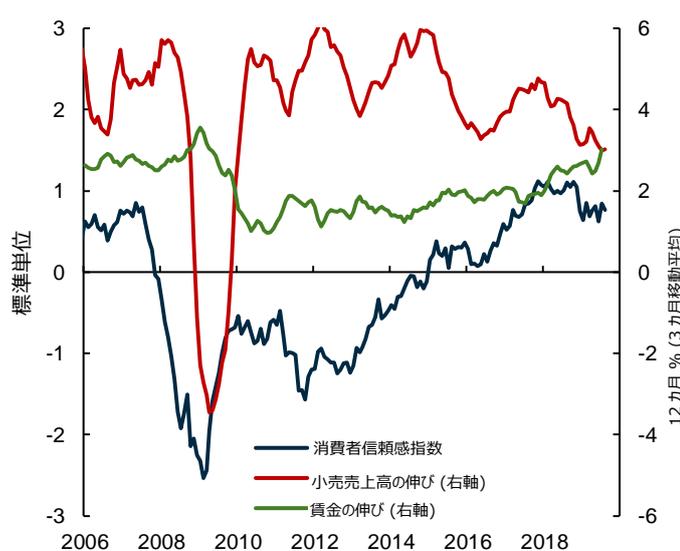
出所：オランダ経済政策分析局、HIS マーケット

PMI 以外の主要な製造業関連指標も軟調で、世界の貿易量も今年になり著しく減少した。設備投資関連の指標も世界中で軒並み低下しており、IT セクターも世界的に一段と減速傾向を示している。

だが支援材料もある

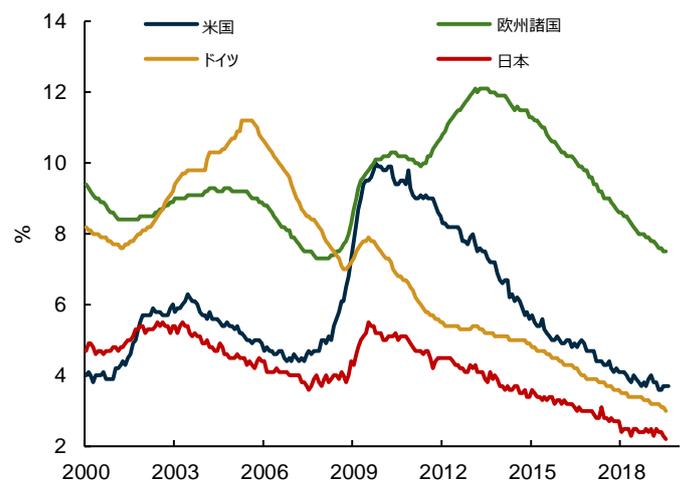
製造業の低迷を受けて、その他のセクターの指標は総じて弱まっているものの、依然として緩やかな増加を示している。前ページ図 2 で示したグローバルのサービス業 PMI に加えて、先進国の消費者信頼感指数とグローバルの小売売上高も概ね堅調なペースで上昇している。これは主要国で労働市場が逼迫していることに支えられている。賃金上昇も続いているが、上昇ペースはむしろ若干加速している。主要国の失業率も引き続き低水準にある。

図 5 : 消費関連指標と賃金の伸び



出所：ハーバー・アナリティクス、PGIM フィクスト・インカム

図 6 : 失業率



出所：ハーバー・アナリティクスが取りまとめた政府公表情報

足元では、低調な製造業とそれを相殺する好調な指標との綱引きに対して、市場が反応するようになってきている。世界的に起きている近年に類を見ない数々の問題を背景に、この 2 つの要素がせめぎ合う展開となるだろう。

世界経済に対する主要なリスクは、引き続き下振れ方向に傾いている

貿易戦争：貿易戦争は製造業の低迷と世界経済の広範な減速に大きく関係しているというのが我々の見解だ。トランプ大統領の次の行動を予測するのはおそらく不可能だが、再選を確実なものにするためには、全体としては経済と金融市場の好調が不可欠であるという見解である。したがって貿易戦争を深刻化させて、経済を不況へと陥れることはないだろう。同じく習近平国家主席の側にも、協議の席について合意文書を締結したい動機がある。貿易摩擦が即座に解決するとは考えていないが、2020 年第 1 四半期まで貿易交渉は棚上げされると我々は見ている。民主党が開始した大統領弾劾調査から国民の目をそらす何かしらの好材料をトランプ大統領が探し求めるとすれば、貿易戦争リスクは、良い方向に向かう可能性が高まるかもしれない。

中国経済の減速：今年の中国経済は想定していたよりも低調で、それに対応する当局の景気刺激策の効果も出ていない。こうした景気の弱さは、貿易摩擦や昨年から進めてきた債務削減政策の影響が考えられるが、もしかしたら国内経済の鈍化が予想よりも深刻である可能性もある。同時に、債務比率が高いため、中国当局は前回ほど大規模な景気刺激策の実施に及び腰である。とは言え、政策スタンスは再び景気刺激策へと向いているものと見ており（ただし規模は中程度）、習近平主席は今年の経済成長率目標である 6.0%~6.5%の達成を公約している。だが 2020 年の成長率は恐らく 5%台に留まるであろう。

ブレグジット、日本の消費増税、エマージング市場への下押し圧力：我々はまた、ブレグジット、日本における 10 月 1 日の消費税率引き上げ、アルゼンチンが発端となったエマージング市場への下押し圧力による継続的な緊張についても注視している。該当する国の国内経済と、二次的に該当

世界経済の見通し

する国が属する各地域にもそれぞれ影響が及ぶだろう。だが、こうした要素が世界経済の成長見通しに大きなリスクをもたらすとは考えていない。

景気サイクルの寿命：米国の景気拡大が戦後最長の 11 年目に突入し、世界の景気サイクルも概ね同じような状況にあることを考慮すれば、**景気サイクルの終盤にありがちな、足元の世界経済の減速は景気後退の始まりなのかどうかを問う声**が必然的に強まっている。だが我々はこの見方には引き続き懐疑的だ。世界経済は、前回の景気後退の引き金となった脆弱性や不均衡に関して、現時点では経済・金融両面ともそうした大きな脆弱性や不均衡を持つには至っていないように見える。そのため、**主要なリスクは、政策と政治的な判断**がもたらす意図せざる結果によって引き起こされる可能性があると考えている。

以下では、主要国や地域の動向を詳細に考察する。

米国

今年前半に軟調だった国内需要は回復し、2019年と2020年の米国 GDP 成長率のコンセンサス予想は年初からほとんど変わっていない。GDP 成長率については、財政刺激策の効果が弱まるため 2018 年の 2.9% から段階的に減速し、今年の成長率は 2.4%、2020 年は 1.9% となると我々は見ている。また、一時的要因で下落していたインフレ率も大きく上昇する見込みだ。だが、国外でも国内でも逆風が吹いており、米国経済の先行きには暗雲が立ち込めている。特に 2020 年大統領選に向けて、各国の経済成長率の鈍化、貿易摩擦をめぐって長引く不透明感、各国の政治的リスクが顕在化している。だが年末までに 25bps の利下げが見込まれているように、FRB は利下げ姿勢に転換しており、各国中央銀行も金融緩和姿勢を強めている。これらが景気悪化リスクの緩衝材になるものと期待されており、来年までには景気を押し上げるだろう。

景気の主要な牽引役はやはり消費支出であり、足元では実質ベースで前年比約+3%伸びており、過去 3 カ月での実質ベースの伸びは年率換算で 4% を上回っている。消費を支える経済ファンダメンタルズも堅調で、財政刺激策が景気を押し上げた昨年ほどの強さはないが、雇用は相変わらず好調であり、実質可処分所得は着実に伸びている。家計の貯蓄率も 8% と比較的高い水準にあり、サウジアラビアでの石油施設攻撃を受けて原油価格が跳ね上がるといった悪材料が発生した場合にも、緩衝材の役割を果たすであろう。設備投資は昨年ほど力強くはないが、住宅市場は上向き始めており 2019 年下期には GDP 成長率を後押しするだろう。以上から、現在、グローバルに広がっているリスクを、米国経済は今のところうまく切り抜けていると判断している。

ユーロ圏

長引く貿易摩擦とブレグジットをめぐる不透明感が、欧州経済の先行きに影を落としている。第 2 四半期のユーロ圏諸国の輸出の伸びは前年比でマイナスとなり、長らく下落基調にある鉱工業生産指数も第 3 四半期に一段と悪化した。投資の先行きに不透明感が漂う中、資本財の生産は今四半期

も落ち込んだ。欧州経済が貿易と製造業に大きく依存していることを考えれば、当然の結果である。ドイツは第 3 四半期に緩やかな景気後退に突入した可能性があり、イタリアでは、製造業の苦戦がいまなお経済の回復を阻んでいる。ユーロ圏 PMI は今四半期も下落基調で、受注も減少しているため、来年の見通しも暗い。製造業の景気後退が域内需要の重石となり始めている兆候があり、第 3 四半期のユーロ圏サービス業 PMI は悪化し、労働市場は依然として底堅いとは言え、雇用の伸びはやや鈍化した。

こうした状況を受けて、9 月の政策理事会で ECB は広範な金融緩和策を決定した。緩和策には、マイナスの主要政策金利の深掘りや資産買い入れプログラムの再開を含む幅広い政策が含まれている。だが、ECB 理事会内部のタカ派の意見が反映されたため、資産買い入れ規模は月額 200 億ユーロと比較的小規模に留まった。予想通り ECB はインフレ率と経済成長率の見通しをともに引き下げたが、修正された見通しも依然として楽観的過ぎるというのが我々の見解だ。来年度の実質 GDP 成長率は 0.8% に減速し、ECB の下方修正後予想である 1.2% をさらに下回ると我々は予想している。成長率とインフレ率が再び予想を下回ることになれば、早ければ 2019 年 12 月にも預金利率が再度引き下げられるだろう。

日本

10 月 1 日の消費増税を控え、日本経済は相対的に底堅かった。これは、世界的な成長鈍化と貿易摩擦をめぐる不確実性が高まる中で輸出が伸び悩んだが、この影響を旺盛な国内需要が相殺した結果である。だが、これは増税前の駆け込み消費であった可能性もあり、その場合には今後数カ月間にわたって悪影響が現れてくるため、今回の消費増税が GDP 成長率の変動要因になると予想する。今回の消費増税は 2014 年の引き上げ時ほど消費や GDP 全体に悪影響をもたらさないと見られる。と言うのも、今回は 8% から 10% と引き上げ幅が小さく、軽減税率も導入されており、当面は財政支援策が経済を下支えすると見込まれるからだ。結局のところ、2020 年の実質 GDP は 0.5% 程度と、2019 年の約 1% から減速すると予測されるが、すぐさま景気後退に突入することはないだろう。8 月のインフレ率は 0.5% とかろうじてプラス圏を維持している。労働市場は底堅く、失業率も 2% と低水準であるが、依然として賃金には上昇が見られない。今年に入って緩やかな円高基調であることと世界各国でインフレ率が低いことも、物価上昇圧力を抑える要因となっている。金融緩和余地が乏しい日本銀行は追加緩和を見送ったが、消費増税後に再び金融緩和に動く可能性もありそうだ。金融緩和策の波及効果を改善するために、イールドカーブのステイプ化に引き続き注目が集まると予想する。

中国

軒並み期待外れな経済指標が発表された後で、第 3 四半期の様々な動向を踏まえた上で、我々は中国に対する見通しを修正した。鉱工業生産指数の伸びがこれほどまでに低かったのは、2008 年の金融危機よりかなり以前のことであり、

生産者物価指数（PPI）の減速傾向も鮮明になった。財政赤字が急増しているにも関わらず、財政刺激策の効果はまだ出ていない。一方、世界中で進む金利低下の流れに中国は大きく出遅れている。

低調な経済指標に加えて、米中貿易摩擦の急激な悪化と8月の関税引き上げ合戦を受け、世界的にリスクオフの地合いとなった。10月に貿易協議が再開されることが発表され、市場の懸念は若干緩和した。だが、第3四半期末までに、中国からの輸入品に対する米国の関税はすでに前四半期から大幅に引き上げられていることを忘れてはならない（中国から米国への輸入品の約半分に対して25%上乗せ）。中国はそれに報復措置を発動しており、中国通信機器大手の華為技術（ファーウェイ）に米国企業が部品を販売できるかどうかは不透明なままだ。さらに10月15日には追加関税引き上げ、年末までにもう一回の関税引き上げ措置も予定されている。こうしたことから、中国政府は現状のペースで成長率を維持することが難しいことを認めている。我々も同意見であり、来年の成長率予想を6%未満に引き下げた。

エマージング市場

エマージング市場の主要経済指標は、第1四半期は低調だったが第2四半期は力強く回復し、経済が緩やかに持ち直していることを示した。加えて、先進国の中央銀行が新たに金融緩和策に踏み切ったことに合わせて、中国、ブラジル、メキシコ、ロシア、南アフリカ、インドといった多くの新興国の中央銀行も利下げに追随した。² こうした金融緩和の影響は、一般的に落ち着いたインフレ率よりも為替レートに色濃く表れている。貿易摩擦と低調な世界の製造業の悪影響を考慮し、我々は新興国経済の見通しについて慎重な姿勢を変えていない。全体として見れば新興国経済はまだ不安定に見えるため、先進国の政策や成長動向がより明確になるのを待っている。個別国では、2つの事象を注視している。1つ目は、サウジアラビアの石油設備に対する最近の攻撃で世界的に地政学的リスクが高まり、これが全体的な不透明感に大きな影響を与えていることである。

2つ目は、アルゼンチン大統領選の予備選挙で、野党候補で、中道左派「すべての戦線」のアルベルト・フェルナンデス氏が予想外の勝利を取め、年末の本選挙で本命視されたことである。副大統領候補のクリスティーナ・フェルナンデス・デ・キルチネル元大統領がかつて推進した非正統的な政策に回帰するのではないかとの不安から、市場はこの結果に大きく失望した。IMFの支援プログラム継続とも関連するが、アルゼンチンが置かれた厳しい経済状況に、同国がどう対処するのかという疑問に、今のところフェルナンデス氏は説得力のある政策を示すことが出来ていない。そのため同国の債券は、現在のところリスクチャリングの可能性を織り込んだ価格で取引されている。一方、現政権は10月の本選挙で勝利するために、国内法に基づく債券の返済時期の延長を決めた。さらに給与と補助金の引き上げ、所得税率の引き下げ、資本規制の導入を行った。しかしながら、アルゼンチン経済はいまだにスタグフレーション

ンから抜け出せずにいる。外貨準備高は減少し続けており、IMFプログラムがこのまま実行されるかどうかはきわめて不透明である。

先進国金利

高まる世界の景気後退懸念と不透明感に対抗する手段として、各国中央銀行は一斉に金融緩和策に舵を切り、第3四半期の先進国金利は一段と低下した。米国とドイツの10年物利回りが2四半期連続で2桁bps低下（それぞれ35bpsと25bps低下して1.67%と-0.57%）し、日本の10年債利回りもマイナス幅を拡大した（10bps低下して-0.22%）。

世界的に見ると、利回りがマイナスの債券が約15兆米ドルある中で、第4四半期に入っても米国債利回りは高止まりしている。米国のイールドカーブ上ではターム・プレミアムが比較的スティーブなため、引き続き5年と10年の米物価連動国債（TIPS）ならびに30年国債に強気の見方を崩していない。とは言え、2020年に50年債や100年債といった超長期債の発行準備を米財務省が進めれば、今後長期債のボラティリティが高まる可能性がある。

米国のレポ市場において、さまざまな要因で短期金利が急騰したことは、投資家の注目を集めた。10月29日～30日の次回連邦公開市場委員会（FOMC）まで、ニューヨーク連銀は翌日物レポ取引とタームレポ取引を継続するであろう。FOMCでFRBは、銀行の超過準備高を再び積み上げる方策として、年間3,000億～5,000億米ドルの資産買い入れを発表する可能性がある。さらにFRBはFF金利の目標レンジを年末までにさらに25bps引き下げると予想する。今回新たにFRBが導入する資産買い入れで米国30年債利回りが低下する可能性があるため（30年スワップ・スプレッドが拡大）、我々は30年スワップ・スプレッドの拡大期待ポジションに一段と強気になっている。また、米国金利全般で現物債に比べてデリバティブが依然として割高なため、先物やスワップ・スプレッドのベシス・ポジションを維持している。

欧州ではECBによる新たな資産買い入れの決定が金利の下支え材料となり、特にドイツ国債とフランス国債市場では7年債が買われた。

日本銀行は、銀行セクターの収益を考えればイールドカーブのスティーブ化が望ましいと述べ、その直後に長期国債買い入れの減額を発表した。今後もイールドカーブのスティーブ化を狙った追加対策を講じるかもしれない。

見通し：引き続き機動的な運用を維持。世界的に見れば金利が高止まりしている米国に引き続き投資機会があると見ている。量的緩和策（QE）を受けて欧州金利はレンジ内で推移する一方、日本銀行は国債のイールドカーブのスティーブ化に努めるだろう。

² 中国人民銀行が預金準備率を引き下げ。

2019年 第4四半期セクター見直し

エージェンシーMBS

国債利回りの低下に伴って期限前償還懸念が広がる中、エージェンシーMBSは第3四半期に比較的大幅に変動した後、オプション調整後スプレッドは小幅に縮小して期末を迎えた。クーポン3.5%の30年債、高クーポンのGNMA2、クーポン2.5%と3.5%の15年債、ならびにTBAではなく特定のプールを愛好するという我々の中核的なポジショニングのテーマはボラティリティ上昇局面で概ね奏功した。今後の見直しとしては、MBSのオプション調整後スプレッドは引き続き米国債に対し魅力的とみられる。我々はコンベクシティの優位性とスプレッドの魅力を根拠にTBAよりも特定のプールを愛好するという長期的なスタンスを維持するが、留意すべき点もある。TBAは既に相当程度に割安化が進み、現在はより妥当な水準に見える。特定プールを割安に調達することが困難になりつつある点を踏まえると、これは注目すべき展開である。

需要の観点からみると、最近、MBSの償還額はFRBの上限をわずかに上回った。これを受けたFRBによる小規模なMBS購入は現行プロダクションの最割安銘柄プールの一部に向かう公算が大きい。コンベンショナルTBAダラー・ロールの軟調は最割安銘柄プールに対する投資家の消極的な姿勢を主に反映している。米商業銀行はMBSの保有を引き続き増加させており、年初来では年率換算で12%に上昇した。これに対し過去5年間は年率7%だった。国債イールドカーブがスティープ化すれば、銀行の需要は一段と拡大する可能性がある。

政府系住宅金融機関(GSE)改革に関しては、米財務省は9月に詳細な住宅改革計画をトランプ政権の名の下で発表し、GSEを公的管理下から外し、MBSに対する政府の最終的な保証の枠組みをまとめ上げるための土台作りを開始した。この計画は議会で進展する可能性が低い、期待通り連邦住宅金融局(FHFA)のマーク・カラブリア局長がファニーメイ/フレディマックのMBSに対する既存の暗黙の政府保証の変更を目指していないことを再確認する内容だった。

ポジショニングに関しては、引き続き特定のプールを愛好し、より妥当な水準になったもののTBAへのエクスポージャーを限定的とする。ただし、既に高いヘッジ後パフォーマンスを上げていることや、金利がさらに低下した場合に期限前償還が増加する可能性を踏まえると、クーポン4.0%のジェネリックUMBSは魅力的でないと思われる。一方、コンベンショナルの30年債と15年債のクーポンは新規供給に伴いアンダーパフォーマンスしたため、魅力を増しているとみられる。GNMA2の中では、クーポン水準を問わず全般にプリペイメントがピークアウトしたプールを愛好するほか、引き続き高クーポン債を愛好する。

見直し: 国債やスワップ金利対比で強気のスタンス。名目スプレッドとオプション調整後スプレッドは大幅に売り込まれた水準から回復しつつある一方、期限前償還は増加しているものの予想の範囲内に留まっている。直近の2018/2019年債は、コンベクシティが最も悪化すると予想される。

証券化商品

セクター	サブセクター	LIBOR OAS		
		2019年 9月30日	Q3	年初来
CMBS				
CMBS: コンデュイット型証券 2.0	利子先払い10年債	95	9	-8
BBB-格CMBSコンデュイット型証券 3.0	BBB-	278	-17	-142
CMBS: CMBX (OTR)	AAA	55	3	-22
CMBS: CMBX (2012年)	AA	81	1	-65
CMBS: エージェンシー集合住宅	シニア	60	2	-8
非エージェンシーRMBS				
レガシー	RPLシニア	81	2	-26
レガシー	2006/2007年のオルトA	140	-5	-10
GSE リスクシェアリング	M2	202	-21	-88
CLOs				
CLO 2.0	AAA	133	5	-2
CLO 2.0	AA	180	0	-25
CLO 2.0	BBB	400	50	-25
ABS				
消費者ABS	シニア(ワンメイン)	85	-10	0
消費者ABS	B(ワンメイン)	130	-10	15
民間学生借り換えローン	シニア	100	5	5
英国のノンコンフォーミングシニア債 2.0	Aクラス	100	0	-35
ジェネリック	AAAクレジットカード	34	1	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: PGIM フィクスト・インカム、2019年9月30日現在。

非エージェンシーRMBS: 住宅価格の上昇が減速するとの我々の見直しは最近のデータに顕在化しており、我々は、住宅価格の上昇率は2020年にかけてプラス値を維持するものの、さらに減速する可能性があるともみている。全体として、住宅および金融危機後のモーゲージのクレジットに対して積極的なスタンスを維持する。非エージェンシーRMBSの中では、LIBOR+115-225bps程度のスプレッドでの信用力の高いモーゲージ・プールへのビスポークの貸付を引き続き愛好する。金融危機前のレガシー債には、引き続き割安感は見られない。英国のRMBSスプレッドは堅調に推移し、年初来では縮小傾向にある。残存期間3年のノンコンフォーミングおよびバイ・トゥ・レットのシニア債はL+95-100bps、セカンド・ペイはL+150-160bpsで取引された。プレグジット関連のテールリスクは完全には織り込まれていないように見受けられ、グローバルな証券化商品の投資機会全般を見渡すと、より良好なレラティブ・バリューが他の商品で見込まれる。

2019年 第4四半期セクター見通し

CMBS：商業用不動産（CRE）のファンダメンタルズは安定しているように見受けられ、空室率は引き続き低く、純営業収益（NOI）の成長率はインフレ率を上回って推移している。全体として、CRE の新規供給は需要と均衡しており、景気サイクル後期に一般的な建設過剰はみられない。新規発行のコンデュイット型 CMBS の引受け基準は、若干ながらローン・トゥ・バリュー（LTV）比率の上昇傾向と一般的でないローン特性の増加傾向が見られる中、悪化の初期兆候を示している。我々はこうした状況を踏まえ、特定のサブマーケット（ニューヨーク市のオフィスビルなど）のほか、最近のコンデュイット型取引で小売に取って代わって警戒の目を向けられているホテルおよび郊外オフィス物件の動向を注視している。非エージェンシーCMBS では、次の不動産/景気サイクル局面でアウトパフォーマンスが予想されるコンデュイット型 CMBS 案件の低リスクのシニア・トランシェを引き続き選好するほか、シングルアセット/シングルボロワー取引では、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。2019年および2020年通年のエージェンシーCMBS 発行額は2018年と同程度と予想される。我々はエージェンシーCMBS を分散投資の対象として引き続き推奨する。

ABS：消費者のファンダメンタルズは全体に引き続き安定しており、雇用も力強い。ただし、消費者、特に低所得者層の負債率が上昇しており、雇用状況が悪化した場合に消費者ローンがより影響を受けやすい点は留意すべきである。オリジネーターの引き受けの階層化が進み、慎重な姿勢が求められることから、キャッシュフローに基づいた引き受けを採用し、安定した資本基盤と高い法律/コンプライアンス能力を有するオリジネーターを我々は強く選好する。年初来の発行額は1,730億ドルで昨年のペースをわずかに3%下回り、2019年通年の発行額は2018年の総額と同程度になると予想される。今後、ABS は第4四半期にキャリア相応のリターンを獲得すると見込まれる。我々は現在、過去12カ月の平均スプレッド水準以上で取引されている民間学生乗換ローン（残存期間5年、AAA格、S+100bps）サブプライム自動車ローン（残存期間3年、A格、S+85-90bps）、無担保消費者ローン（残存期間3年、AAA格、S+85-120bps）の高クオリティー債券/発行体に投資妙味があると見ている。選別されたABSは現行水準でも魅力的なキャリアとスプレッド縮小によるアップサイド・ポテンシャルを提供し、またその優れたストラクチャー特性は消費者信用パフォーマンスの悪化リスクからシニア・トランシェを保護すると考えられる。

CLOs：CLO の発行額は引き続き予想を上回っており、シニア・トランシェのスプレッド縮小を妨げ、メザニン・トランシェのパフォーマンスを一段と悪化させている。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。ただし、CLO のメザニンおよびエクイティのトランシェは多くの原資産ローンの発行体の影響を受け始めており、リスク・プレミアムの上昇とスプレッドの拡大が生じている。市場が新発ローン供給に

積極的に応じていることや、景気のファンダメンタルズが引き続き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のが予想される。ローンのみで資金調達する発行体のローンが増加したことにより回収率が低下し、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回収率にほとんど差がなくなると見込まれる。我々はトップティア CLO マネージャーの AAA 格のスプレッドが現行水準から5bps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50bps前後上回る水準で推移すると予想している。こうしたスプレッド水準を考慮すれば、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みられるが、メザニン・トランシェに関しては、現行のスプレッドが融資回収率の低下、キャッシュフローの変動性の上昇、格付のボラティリティ上昇、不安定な流動性、および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と考えられることから、慎重な姿勢を維持する。

見通し：証券化資産はレラティブ・バリューおよび他のリスク資産に対する分散投資の観点から魅力的と考えられる。今後、ファンダメンタルズは従来ほど強固でなくなると見られるが、最優先トランシェには依然として魅力があり、こうした保守的なポジショニングは十分なバッファを提供すると思われる。

米国および欧州投資適格社債

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS (bps) 2019年 9月30日
	Q3	年初来	Q3	年初来	
米国投資適格社債	3.05	13.20	0	-38	115
欧州投資適格社債	1.29	6.79	-1	-41	111

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9月30日現在。インデックスに直接投資することはできません。

第3四半期の米国および欧州の投資適格社債は、経済が（低水準とは言え）プラスの成長を維持し、インフレ率が安定的に推移し、需給が好調であり、中央銀行が景気刺激策を打ち出す姿勢を示したことを背景に、またしても大幅なプラスのリターンをあげた。

米国投資適格社債：良好な利益率と潤沢なフリーキャッシュフローを背景に、信用力指標は堅調さを保っている。しかし第3四半期には増益率が低下し、一部の企業は減益に転じる可能性さえあると予想されている。発行体が近年、債務を膨らませ過ぎていたことに加え、景気の減速と米中貿易摩擦の激化が製造業セクターの重石となっている。ただし、M&A が減少しつつあり、信用格付の引き上げ件数が今なお引き下げ件数を上回り、多くの企業がレバレッジ解消措置を講じていることは明るい材料である。例えば Anheuser Busch InBev 社

2019年 第4四半期セクター見通し

は第3四半期にアジア太平洋事業のスピンオフに成功し、売却で得た資金の一部を50億米ドルの債務返済に充てた。

市場は、(往々にして不安定なペースの)新規発行に左右される状況が続いている。多くの場合、調達資金は既存債務の返済か、相対的に低利またはより長期の借り換えに充当されている。その結果、2019年のグロス発行額とネット発行額は、それぞれ前年を5%と23%下回る見通しである。世界の債券の多くがマイナス利回りで取引されていることや、米国投資適格社債の絶対的利回り水準が他の先進国を上回ることを考慮すれば、利回りを追求する動きはしばらく続くと見られる。

我々は中核的なポジションを柔軟に変更する姿勢を維持しているものの、第3四半期はほとんど変更しなかった。引き続き、相対的に低格付の短期債をオーバーウェイトとし、レバレッジを上昇させた高格付企業の長期債をアンダーウェイトとしている。また、レバレッジを引き下げつつある非金融機関(ヘルスケア、通信、パイプライン企業など)のBBB格債に選別的に投資を行っている。我々は引き続き、大手銀行に加え、欧州の不透明感を背景に割安となった一部の欧州系銀行を選好している。また電力会社および課税地方債を引き続き選好し、リバース・ヤンキー債(米国の投資適格企業が欧州で発行する債券)にも若干の投資妙味があると考えている。一方、低格付の金融機関に対しては否定的な見方をしており、また世界的な景気減速やGeneral Motors社のストライキを踏まえ、自動車セクターにも慎重な姿勢を取っている。

欧州投資適格社債：欧州投資適格社債のспредは、ECBが緩和姿勢を強めるとの予想を背景に、7月に縮小した後、8月には拡大に転じ、その後第3四半期末にかけて再び縮小した。ECBは金融緩和政策の一環として、11月から月額200億ユーロの資産購入の再開を予定しており、うち30~40億ユーロを社債に割り当てる可能性がある。加えて、満期償還分と利息分の再投資も継続する。全体として、欧州の信用ファンダメンタルズは引き続き安定している一方で、市場は需給に左右される状況が続いている。足元では新規発行が急増しており、超低金利での資金調達を模索する米国企業を中心に、今後もこの起債ペースが継続すると見られる。市場在庫が低水準であることも、спредが大幅に動く一因となっており、新規発行が鈍化すれば、спредは縮小に向かうと思われる。欧州のポートフォリオでは、中短期ゾーンをオーバーウェイトとすることでспред・リスクをややショートし、市場が強含む局面では長期BBB格債のエクスポージャー削減を検討している。我々は銀行、保険会社および非コアREITに加え、同発行体の米ドル建社債や類似格付のユーロ建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リバース・ヤンキー債をオーバーウェイトとする。

グローバル投資適格社債：グローバル投資適格社債のポートフォリオでも、спред・リスクをややショートとしている。第3四半期末時点では米ドル建およびユーロ建投資適格社債のспред相対価値がほぼ拮抗していることから、ユーロ建社債のオーバーウェイトを引き下げ、英ポンド建社債については中立からアンダーウェイトを維持する考えである。

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選好している。我々は引き続き同一/類似発行体のユーロ建と米ドル建の価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いる。今年に入りспред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、ブレグジットを含む地政学的な緊張、貿易戦争、決算のネガティブ・サプライズ、中国を含む主要国全体の経済成長の失速などが挙げられる。

見通し：良好なファンダメンタルズ、堅調な需給、спред縮小の可能性を考慮し、短期的には強気な見方をしている。また、米国の大手銀行を引き続き選好している。

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 (%)		спред変化 (bps)		OAS/DM (bps) 2019年 9月30日
	Q3	年初来	Q3	年初来	
米国ハイイールド債	1.22	11.50	-5	-131	402
欧州ハイイールド債	1.33	9.11	-1	-139	379
米国レバレッジド・ローン	0.92	6.39	18	-72	478
欧州レバレッジド・ローン	1.09	3.81	-9	-43	415

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、2019年9月30日現在。インデックスに直接投資することはできません。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3四半期の米国ハイイールド債は堅調なトータル・リターンを記録し、年初来リターンは2桁台に達している。そうした中、市場では最近いくつかの構造的変化が生じている。満期までの年限が短期化しており、我々はこれを好材料と捉えている。発行体の経営陣は、必ずしも大量償還を予定していなくても、残存年数が短期化すれば、信用力と債務の管理に注力せざるを得ないだろう。また、額面価値から見ても、市場規模は過去数年間で縮小している。こうした変化を背景に、借り換えが活発化する中で、2019年のネット発行額は前年比8%増に留まる。最近発行されたのは、需要が最も強い高格付債である。年初来の総発行額は2,080億米ドルに達しており、前年同期を24%上回る。ムーディーズ社によると、世界の投機的格付債の過去12カ月のデフォルト率は8月末時点で2.3%と、第2四半期末時点から横ばいとなっている。ムーディーズ社は、世界全体のデフォルト率は2019年末時点で2.6%、1年後には3.6%まで上昇すると予想する。我々もまた、デフォルト率は(エネルギー・セクターを中心に)今後12カ月間でやや上昇するものの、依然として過去の平均を下回ると予想している。

2019年 第4四半期セクター見通し

ポジショニングの面では、我々はB格を選好し、ステイプなスプレッドカーブに乗じて、4年から7年ゾーンをオーバーウェイト、短期ゾーンをアンダーウェイトとしている。BB格への大幅なアンダーウェイトに対しては、AAA格CLOのポジションでバランスを取っている。また、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としている。コモディティ関連には慎重な姿勢を維持するものの、天然ガス銘柄に関しては投資機会を探っていく。

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、活発なCLO組成と、発行体による部分償還の動きが引き続き市場を支えた。ローンのデフォルト率は1.5%近辺で推移しており、2020年後半にかけて低水準で推移すると予想される。ローン発行高は2018年を40%超下回っており、第4四半期には新規発行が鈍化すると見られる。FRBによる追加利下げ予想を背景に資金が流出超となる一方、エクイティ・トランシェの魅力低下に伴うCLO組成の鈍化から、ローン需要は低下する可能性が高いと考えている。

我々は、世界景気の鈍化をめぐるリスク、関税/貿易戦争のリスク、発行体寄りの条件決定の傾向などを踏まえ、BB格の上場企業で、可能であればハイイールド債によるクッションのある発行体を引き続き選好する。ただし、2019年にはこうした発行体が大幅にアウトパフォーマンスしており、現時点では一部の低格付ローン発行体の方が相対的に投資妙味があるように思われ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、ケーブルのファンダメンタルズは安定的に推移ないしは改善していると考えている。世界景気の減速が続き、債権者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3四半期の欧州ハイイールド債は2019年初からの好調を持続し、年初来のトータル・リターンは10%近くに達した。第3四半期には、世界的な景気減速、各国中央銀行のハト派姿勢、そしてネットで見限定的な新規発行が引き続き市場を支え、スプレッドが縮小した。ファンダメンタルズは総じて堅調さを保っており、デフォルト率は低水準である（ムーディーズ社による欧州のデフォルト率は1.1%）ものの、一部の景気循環銘柄では、収益悪化の影響を受けてパフォーマンスのばらつきが拡大し、下押し圧力が高まっている。今年は指数の約10%の銘柄がマイナス・リターンを記録しており、足元の環境では、慎重な銘柄選択と積極的なリスク管理を行うことが明らかに重要である。第3四半期には、限定的な新規発行とWin-Tre社による大規模な償還によってネット発行額がマイナスとなったことを受け、需給は堅調さを保っている。第4四半期の新規発行は限定的となる見通しであり、我々は、市場は年末にかけてテクニカル面で支えられた状態が続くと予想している。

第3四半期には、欧州レバレッジド・ローンもまた堅調なリターンをあげた。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後れを取っている。ローン発行

は第3四半期も極めて活発だったものの、旺盛な需要によって吸収され、スプレッドは総じて当初ガイダンスよりもタイトに条件決定されている。強いローン需要を背景に、第4四半期には、既存ローンの取引価格を見直す動きが活発化する可能性が高いと見ている。

我々は、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して積極的な見方を維持している。とは言え、市場の二極化が進み、決算が予想を下回るなど弱気材料が重石となりやすい地合いを考慮すれば、銘柄選択が重要であることに変わりはない。ポジショニングとしては、引き続き、リスクリターンが最も良好なB格の発行体を慎重に選択し、また強気市場が持続する場合は、より格付が低い（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第4四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方をしている。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・バリューに基づけば、ローンよりも欧州ハイイールド債券を引き続き選好するが、その差は今年前半よりも縮小しており、状況に応じた検討が必要となろう。

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ゾーンのB格を選好している。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し、今後も銘柄選択を重視する。欧州では、より格付が低いローンの相対的なスプレッドのタイト化がテーマとなる見込み。ローンよりもハイイールド債を選好する。

エマージング債券

	トータル・リターン (%)		スプレッド / 利回り 変化(bps)		OAS (bps)/ 利回り %
	Q3	年初来	Q3	年初来	2019年 9月30日
エマージング債券 (ハードカレンシー建)	1.50	12.99	-9	-78	337
エマージング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	2.74	8.15	-0.48	-1.24	5.21
エマージング通貨	-2.08	1.41	0.62	0.40	5.70
エマージング社債	1.66	10.64	14	-24	347

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9月30日現在。インデックスに直接投資することはできません。

さまざまな逆風に晒されながらも、第3四半期のエマージング市場は底堅いパフォーマンスを示した。今後も各国中央銀行による景気刺激策の拡大と投資家の利回り追求の動きは続くと思われる、また経済成長は緩やかながら拡大し、景気後退に陥ることなく、グローバルな市場環境は全体としてポジティブだと見ている。貿易戦争のリスクは依然として二面性を持ち合わせており、収束に至ればエマージング資産にとって

2019年 第4四半期セクター見通し

追い風となるが、激化した場合は中央銀行の金融緩和策が鈍る可能性がある。

ハードカレンシー建エマージング債：第3四半期はアルゼンチンとベネズエラによるマイナスの影響が他のエマージング市場へは波及しなかったが、これはエマージング経済、特に相対的に格付の低い国々の多様性を示すものであり、また新興国の堅実な政策運営の証でもある。例えばウクライナは、早ければ第4四半期にも可決される見込みの土地改革案が支援材料となり、トルコは対外ポジションの脆弱性が改善し安定化が進む見込みである。一方、先進国金利が世界的に低位で推移するとの見通しの中、投資家の長期債を求めるニーズを背景に、バランスシートが相対的に強固で信用力の高い国の債券への需要も見込まれる。我々は、今後もバーベル型の戦略を使った多様なポジションで、さらなる収益獲得のための効果的な戦略を継続する。

投資家がエマージング・セクター全体（アルゼンチン国債を除き）ではリスクを抑え気味のポジションを取りながら、景気敏感な資産への投資を避けている中、エマージング債券市場の資金フローは概ね均衡している。とは言え、ハードカレンシー建ソブリン債のトータル・リターンは引き続き注目されており、直近の337bpsというスプレッドは2018年に最もタイトであった260bpsや米国の大半のハイイールド社債に比べ、依然として魅力的である。供給面では、第4四半期におけるエマージング市場のソブリン債と社債の資金調達ニーズが非常に低いため、純発行額はほぼゼロであろう。

現地通貨建エマージング債：インフレの鈍化やトレンドを下回る経済成長を背景に、債券市場は世界的に堅調だが、GBI-EM インデックスの最近の利回りが5.85%と過去5年間の最低水準を記録し、多くの新興国で利下げが織り込み済みであることを考えると、最近の現地通貨建エマージング債市場の急騰は行き過ぎだと思われる。比較的稀なケースだが、足元では現地通貨建エマージング債とエマージング通貨の相関がマイナスになっており、その理由はエマージング通貨下落がインフレにつながらない状況が挙げられ、新興国の中央銀行の多くが通貨安を恐れることなく、金融緩和姿勢を続けられていることが主因である。

エマージング通貨：エマージング通貨については、総体的に弱い見通しを持っているが、米ドルの強さは相対的なものであって絶対的なものではない。年初来のパフォーマンスが堅調なのは、エジプト、ウクライナ、ロシア、メキシコ、インドネシア、トルコなど、経済成長が堅調、実質利回りの高さが魅力的、そして対外的な脆弱性が低い国々の通貨である。逆に年初来のパフォーマンスが低調な国は、中欧/東欧諸国、韓国、ブラジルなど、開放経済で低成長、実質利回りが低い国の通貨である。トレンドを下回る世界経済の成長と長引く保護貿易の動きを背景に、この状況は今後も続く予想される。

ポジション：我々は引き続きハードカレンシー建債券を愛好し、特にエクアドル、ウクライナ、エジプト、コートジボワールなど、改革を推進し、市場での資金調達の実績がある、

ないしは国際通貨基金の支援を得ているB格のソブリン債を愛好する。アルゼンチンについては、回収可能価値が現在の市場価格を上回るとの予想から、オーバーウェイトのポジションを維持する。BB格付国では対外的な脆弱性が改善されつつあるトルコに魅力がある。湾岸協力会議（GCC）加盟国がインデックスに加わったことにより、カタールやサウジアラビアなどの投資適格債発行国への投資機会が生まれた。PetrobrasやPemexなど一部の準ソブリン債にも魅力がある。Pemex債はメキシコ国債とのスプレッド格差が250bpsとB格債並みで、最近の負債管理状況や今後2年以上にわたって新規発行はないと予想されることがテクニカル面での追い風となっている。他に高格付国としてルーマニア、インドネシア、ロシアが挙げられる。インドネシアとロシアの経済は他国と比べて閉鎖的なため対外的な脆弱性が低く、貿易戦争が激化した場合に強みを発揮できる。エマージング社債ではインド社債を愛好する。

現地通貨建エマージング債券では、中国、メキシコ、ロシア、ブラジルなど、潜在成長率を下回る経済成長に留まり、低インフレあるいはインフレが鈍化しつつある国、中央銀行が金融緩和姿勢であると見られる国を引き続きオーバーウェイトする。イールドカーブでは、多くの国でカーブがフラット化し、長期ゾーンのターム・プレミアムが縮小しつつあることから、オーバーウェイトした国の中期ゾーンを愛好する。金融緩和余地が限られているコロンビア、チリ、トルコなどの国々はアンダーウェイトする。

通貨ではレラティブ・バリューに着目しつつ、米ドルをネットロングとしている。7月にFRBが利下げを行ったにもかかわらず、エマージング通貨が上昇しなかった中、米ドルのネットロング・ポジションを構築した。さらに貿易戦争が激化し、中国の景気刺激策が市場の期待を下回るものに留まったため、米ドルのネットロング幅を拡大した。我々がエマージング通貨でロングポジションとしているのはロシア、インド、エジプト、ウクライナ、メキシコなどで、一方、ショートポジションとしているのはチリ、ブラジル、中欧/東欧諸国、台湾などである。

見通し：条件付きながら積極的な見方をしている。低格付で年限の短いソブリン債と、高格付で年限の長い債券の両方をオーバーウェイトするバーベル型の戦略により、前向きな市場環境では上昇余地が大きく、不安定な環境では下落幅を抑えられると考える。エマージング通貨については、レラティブ・バリューを重視して選別を行う。

地方債

第3四半期のAAA格地方債の利回りは3~30bps低下し、イールドカーブ全般で地方債が米国債を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前期を上回る84.9%と94.9%で第3四半期を終えた。ただし、金利が下降局面にあり、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かった。年初来

2019年 第4四半期セクター見通し

の投資信託の純流入額は、38週連続の流入超により680億米ドルを超えた。

第3四半期の地方債のイールドカーブは5年/30年で22bpsフラット化して78bpsとなった。同四半期のトータル・リターンは高格付インデックスが+1.58%、ハイイールド・インデックスが+2.84%、年初来のトータル・リターンはそれぞれ+6.75%と+9.69%であった。長期課税地方債のトータル・リターンは4.86%で、長期社債インデックスの5.61%をアンダーパフォーマンスした。一方、超過リターンはフラットで、超過リターンが-24bpsだった長期社債インデックスをアウトパフォーマンスした。

第3四半期の新規発行総額は前年比17.8%増の1,030億米ドルだった。年初来の発行総額は2,750億米ドルで前年比8.7%増だった。発行額の増加要因としては、各発行体が低金利に乗じて非課税債の借り換え資金を前倒しで調達したことが挙げられるが、この傾向は年末まで続く予想している。**投資家が高格付地方債による分散効果を歓迎していることから、課税地方債の発行増も順調に消化される見込みである。課税地方債は今後も社債と同程度の高いパフォーマンスをあげる見込みで、スプレッド拡大局面では社債をアウトパフォーマンスする可能性も考えられる。**

9月は金利のボラティリティによって、利回りの上昇、地方債/米国債の利回り比率上昇、特定セクターにおけるスプレッドの拡大が生じた。年末までに需要と供給のバランスがさらに安定する見込みであるため、我々はこのボラティリティ上昇局面を格好のエントリーポイントと見ている。**安定～下降傾向にある金利環境が下支えとなって、特に課税換算利回りが魅力的である場合に、投資信託を通じた継続的な資金流入が予想される。**

見通し: 強気。非常に良好な需給環境と魅力的なバリュエーションを背景に、米国債をアウトパフォーマンスする見込み。

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10月現在

PGIM フィクスト・インカムは、1940年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社である PGIM インクおよびブルデンシャル・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・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・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・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。

2019-4865

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 / October 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

PGIMJ201910181200

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。