

2018 年第 1 四半期の見通し



2018 年 1 月

PGIM フィクスト・インカムはブルデンシャル・ファイナンシャル・インク ("PFI")のグローバル債券運用部門です。米国に本拠を置くブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするブルーデンシャル社とは何ら関係がありません。

相反する財政政策と金融政策の影響を探る

2018 年の債券市場においては、米国の拡張的な財政政策と、一部の主要中央銀行による漸進的な金融引き締めという相反する要因が、どのように相場を方向付けるのか注目されます。今回の PGIM フィクスト・インカム「四半期見通し」レポートでは、債券市場、世界経済、さまざまな企業セクターにおける今年の方角性を示唆する材料を分析します。

- “やって来ない債券の弱気市場”でチーフ・インベストメント・ストラテジストの Robert Tipp は、金融刺激策の縮小が今後どのように緩やかな景気循環の継続を促し、安定的な市場環境を下支えするか分析します。
- “2018 年以降に注視すべき 4 つの動向”ではチーフ・エコノミストでグローバルマクロ経済リサーチ責任者である Nathan Sheets は、2018 年以降の世界経済の成長に影響する 4 つの動向（経済資源のスラック（需給の緩み）縮小に対するインフレの感応度、世界的な投資拡大の持続性、中央銀行による金融緩和の出口戦略、中国の“レバレッジ解消”への取り組み）に注目します。
- アルコール飲料メーカーに対する物品税減税、希少疾病用医薬品開発助成金の縮小、新たな税源侵食・租税回避防止税 (BEAT) 導入は、議会を通過した税制改革法案の一部条項に過ぎません。本レポートでは、クレジット・アナリスト・チームが、税制改革の影響を受ける企業セクターについて解説しています。さらに、各セクター見通しで、様々な資産クラスに及ぼす影響にも言及しています。

PGIMFixedIncome.com で最近のソートリーダーシップ・レポート等（英語）をご覧ください

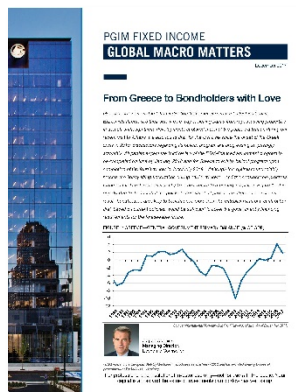
U.S. TAX REFORM: THE GLOBAL IMPLICATIONS



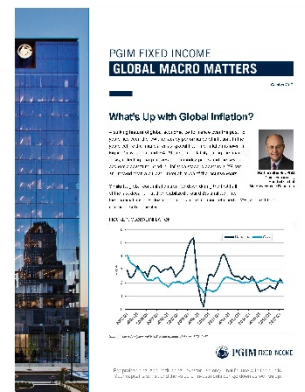
FOLLOWING IN JAPAN'S FOOTSTEPS: HAVE THE U.S. AND EURO AREA SEEN A “LOST DECADE”?



FROM GREECE TO BONDHOLDERS WITH LOVE



WHAT'S UP WITH GLOBAL INFLATION?



セクター別展望

先進国金利(14 ページ): 機動性を維持しつつも強気見通しです。日本、ドイツ、米国の国債の動向を注視しつつ機動的にポジションを調整します。米国の中期利回りの安定化、欧州におけるイールドカーブのフラット化などに注目しています。

エージェンシーMBS(14 ページ): 他の高格付けのスプレッド・セクターおよび金利に対する MBS のアンダーウェイトを維持します。良好なキャリー機会のある表面利率 3.5% の 30 年債を選好し、15 年債と GNMA 2 債をアンダーウェイトします。

証券化商品(15 ページ): 最優先トランシェの証券化商品、特に CMBS、CLO に対して非常に強気です。レガシーRMBS については、現在のスプレッド水準で得られるキャリー収益は妥当だと思われます。コンデュイット CMBS メザニン・トランシェについては、弱気です。裏付資産のスプレッドが小さく、レバレッジの需要が強い環境では、ファイナンス取引の投資機会に注目しています。

投資適格社債(17 ページ): 良好な需給とファンダメンタルズ、旺盛な投資家需要、経済成長モメンタムを背景に、投資適格社債に対しては、控えめながら強気です。中でも引続き米国の大手銀行を選好しています。税制改革の恩恵を受け、相場に上振れ余地が生まれる可能性もあります。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス(18 ページ): ファンダメンタルズの継続的な改善と良好な需給を踏まえ、短期的には強気です。ただし長期的には、米国ハイイールド債に関してはスプレッドの縮小とテールリスクの高まりに注意が必要だと考えます。一方、欧州ハイイールド債については、緩やかなスプレッド縮小、政治リスクの低下、良好な欧州のマクロ環境が予想されることから、より積極的な見通しを維持します。

新興国債券(21 ページ。なお、近く発表される『新興国現地通貨建債と新興国通貨の原動力』のサマリーも併せてご覧ください): 強気。主要国ベンチマークとのスプレッドが大きいハードカレンシー債や実質利回りの高い現地通貨建債に投資機会があります。先進国を上回る経済成長を背景に、新興国の通貨は、米ドルに対し安定的あるいは若干強含んで推移すると見ています。

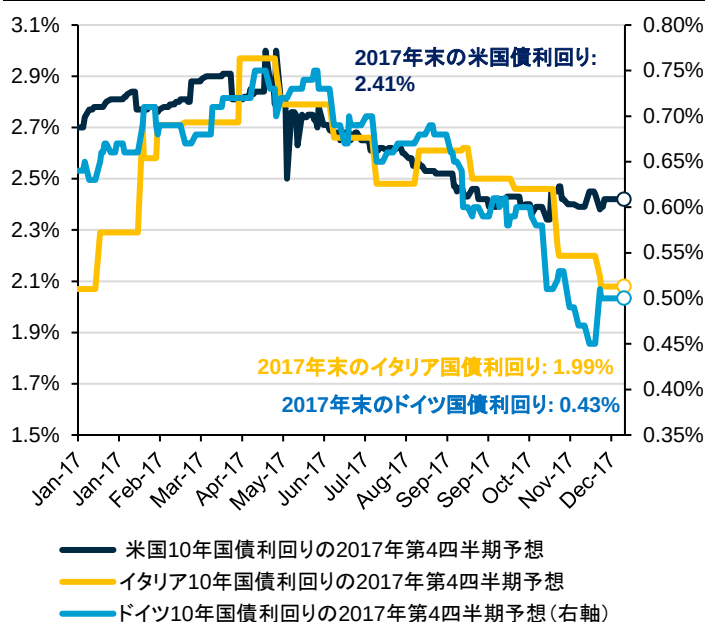
地方債(23 ページ): 強気。第 1 四半期の極めて良好な需給により、米国債に対し堅調にアウトパフォームする可能性があります。

やって来ない債券の弱気市場

昨年を振り返ると、市場には多くの懸念材料があり、当初は債券の苦戦が予想されていました。欧州中央銀行（ECB）と日銀が、それぞれの方法でテーパリング（金融緩和策の段階的縮小）を開始する中で、日欧では金利が上昇し始め、一方米国では、2016年のトランプ政権の発足と同時に共和党が議会多数派となったことから、財政出動による景気刺激策導入と米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げへの期待が高まっていました。こうした中で、十年以上続いた債券の強気相場もついに終焉を迎えたと見られていました。2017年前半のコンセンサス予想では、同年年末時点の米国およびドイツの10年国債利回りはそれぞれ3.0%、0.75%まで上昇しました。イタリアについては、慢性的な財政懸念と（欧州全域で拡大していた）政局不安により、年末時点の10年国債利回りのコンセンサス予想は一時3.0%まで上昇しました。

2017年の利回り予想は当初高めだったが、その後低下。

2018年の予想も再び高めに



出所: ブルームバーグ、2017年12月現在

欧州の政局不安はやや誇張されていたことが判明しましたが、他の懸念材料には根拠がありました。ECBと日銀は債券買い入れ削減を継続する一方、米国は財政刺激策を導入、世界経済についても、このセクションの後の「世界経済見通し」で詳述するように、全般的に拡大基調を維持しています。しかし、右上がりの順イールドカーブがキャッシュに対して小幅ながらももたらす利回り面での優位性とロールダウン効果、さらにクレジットスプレッドの若干の縮小もあって、債券市場に対する当初予想は外れ、結果的に2017年も債券相場は堅調でした。債券の総合指数が総じてキャッシュをアウトパフォームした他、各種の

高利回りセクターは、我々の予想通り、次に掲げるリターン表に示されるように特に良好なパフォーマンスを記録しました。

マルテセクター	トータルリターン (%)				
	2017年 第4 四半期	2017年	2016年	2015年	2014年
グローバル総合	0.80	3.04	4.0	1.0	7.6
米国総合	0.39	3.54	2.7	0.6	6.0
ユーロ総合	0.55	0.68	3.3	1.0	11.1
円総合	0.35	0.18	3.0	1.1	4.3
グローバル総合	1.08	7.39	2.1	-3.2	0.6
個別セクター	2017年 第4 四半期	2017年	2016年	2015年	2014年
米国投資適格長期社債	3.34	12.09	11.0	-4.6	15.7
新興国通貨	2.00	11.54	3.5	-7.6	-7.0
米国投資適格社債	1.17	6.42	6.1	-0.7	7.5
ハードカレンシー建 新興国債	1.16	10.26	10.2	1.2	7.4
米国レバレッジド・ ローン	1.09	4.09	9.9	-0.4	2.1
地方債	0.75	5.45	0.3	3.3	9.1
欧州ハイイールド債	0.72	6.79	10.8	1.3	5.1
欧州投資適格社債	0.64	2.41	4.7	-0.6	8.4
欧州レバレッジド・ ローン	0.53	3.72	7.0	3.6	2.1
米国ハイイールド債	0.41	7.48	17.5	-4.6	2.5
CMBS	0.35	3.35	3.3	1.0	3.9
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	0.15	2.47	1.7	1.5	6.2
米国債	0.05	2.31	1.0	0.8	5.1
現地通貨建新興国債 (ヘッジあり)	0.03	3.68	4.7	-2.2	3.2

出所: ブルームバーグ・バークレイズ。ただし、新興国債はJPモルガン、ハイイールド債はメリルリンチ、担保付きシニア・ローンはクレディ・スイス、パフォーマンスは2017年12月31日現在のものです。インデックスの正式名称については注記をご覧ください。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではなく、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスに直接投資することはできません。

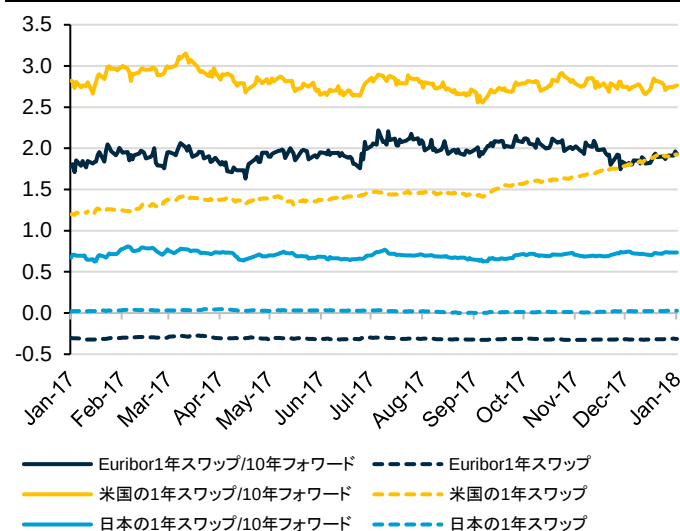
経済への楽観的な見方も依然債券市場には かなわない？

我々の2018年経済見通しは慎重かつ楽観的で、多くの点において2017年の再現を予想しています。このため、2018年の市場見通しについても2017年と同様の結果がおそらく幾分弱めに再現されることを予想しています。すなわち、2018年の債券市場では、特に長期金利を初めとして更にボラティリティーが低下する中で、再び債券がキャッシュをアウトパフォームすると予想します。理由は以下の通りです。

まず、金融刺激策の撤回には2つの大きな特徴があります。第一に、それは漸進的に実施されるとみられること、第二に、市場への十分な

周知がなされた上で実施される、ということです。このため、米国において過去数四半期間に見られたように、市場はFRBの利上げペースの小さな変化に対応できると見られます。次に、経済ファンダメンタルズは相対的に安定しており、FRBの行動変化は、景気循環の変動幅を増幅させるよりも、むしろ緩やかな景気循環を最終的に確かなものにするであろうとの基本認識があります。これは、日銀、ECB、その他多くの中央銀行についても同様です。中央銀行による漸進的な調整を背景に、多くの市場において長期のフォワード金利は引き続き適正水準(あるいは若干高め)に止まっており、このため債券市場は再びキャッシュをアウトパフォームすると考えられます。

フォワード金利はこれまでと同様か若干上昇へ(%)

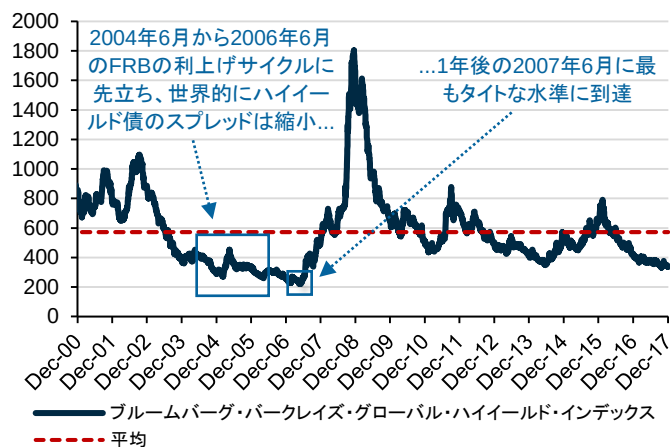


出所: ブルームバーグ、2018年1月現在

中央銀行の慎重な行動により、景気拡大およびスプレッド・プロダクトのアウトパフォームが継続

さらに、世界の中央銀行による慎重かつ早期の対応(そしてその結果としての安定的な経済環境)により、現在の景気拡大は継続すると見られます。こうした中、国債以外のセクター、たとえば投資適格社債、証券化商品、新興国債券のスプレッドは(既にその多くがヒストリカルな平均値を割り込んでいるものの)、引き続き相対的にはレンジ圏内の動きになると予想され、年内はさらにスプレッド縮小の可能性があります。結論としては、スプレッド・セクターは再びアウトパフォームすると予想され、特に高利回りセクターが最も良好なリターンをあげると見られます。全般的には落ち着いた環境ですが、我々は、銘柄選択、セクター・ローテーション、金利の期間構造、為替を通じた付加価値の機会に引き続き注目しています。詳細は、各セクター見通しをご覧ください。

これまでのFRBの利上げサイクルに基づけば、FRBは一般に懸念されているほどスプレッド市場の脅威とはならず



出所: ブルームバーグ、2017年12月現在

ドル安相場に弾み?

米ドルの下支え要因としては、FRBの利上げ加速と財政刺激策への期待が双璧でしたが、その影響力はピークを過ぎたようです。税制改革の結果、双子の赤字(貿易赤字と財政赤字)の不均衡が2018年には拡大すると見られ、こうしたドルに対する弱気材料が前面に出る可能性があります。他方で、米国以外の諸国に目を転じると、一部では景気循環および構造調整も手伝って、成長拡大や財政収支の改善が続いており、ドル以外の通貨のファンダメンタルズが更に改善する可能性があります。

ドル安トレンドに転換へ?



出所: ブルームバーグ、2017年12月現在

債券市場は依然として「スイートスポット」か？

もちろん、金利は以前見慣れていたほど高くなく、スプレッドも長期平均より縮小しており、景気循環もさらに進んでいます。こういった要因は、過去と比較するとあまり良好ではないリスク・リターン特性を示唆しています。しかし、経済環境は引き続き緩やかで、安定的な長期金利動向およびクレジット・スプレッドの安定あるいは縮小傾向の継続が予想されるため、主要市場の債券は引き続きキャッシュをアウトパフォームすると見られます。さらに、世界の景気循環が米国に追いつきつつあるため、通貨市場では米ドル高からドル安への転換が続く可能性があり、米国以外の先進国および新興国の通貨がアウトパフォームすると見られます。

結論: 主要中央銀行が金融緩和策の出口戦略を探る中で、好調な経済環境が債券市場の良好な見通しを下支えすると見られます。

2018 年以降に注視すべき 4 つの動向

2018 年、年明け後も世界経済は非常に順調に推移しています。財政・金融の両面から景気は支えられ、世界の実質 GDP 成長率は 2016 年半ばから加速し、景気拡大が主要な全ての先進国と新興国に広がっています。世界の貿易、雇用、投資の自律的な好循環が生じる中、インフレ圧力は引き続き抑制されています。

地域別に見ると、ユーロ圏では、過去 1 年間の成長率は 2.25%を上回り、推定潜在成長率を 1%ポイント上回っています。日本の成長も上振れており、中国と米国も力強い成長を遂げています。ロシア、ブラジル、アルゼンチンでは、2016 年のマイナス成長から 2017 年はプラス成長に転じています。以上をふまえ、2018 年の年初において世界経済はかなりの勢いを維持していると我々は判断しています。

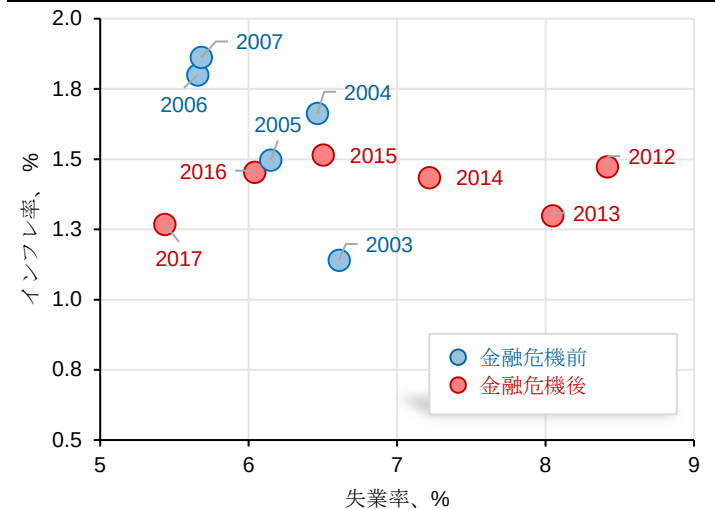
足元の世界的な景気拡大の持続性については、次の 4 点が鍵を握ると考えます。

- 1) 経済資源のスラック縮小によってインフレは上昇するのか
- 2) 世界的な投資増加はつづくのか
- 3) 各国の金融緩和の出口戦略のペース
- 4) 中国は“レバレッジ解消”に本気で取り組むのか

現在の経済環境や政策は、それぞれの事象にとって支援材料にこそなれ、阻害要因とは思われません。本セクションにおいては、これら 4 つの動向が世界経済にもたらす上振れおよび下振れリスクを検証します。

インフレの上昇ペースは？ 足元では、米国、ドイツ、日本、英国をはじめ、多くの国々で失業率は低下しているにもかかわらず、インフレは安定して推移しています。図表 1 は先進国の失業率とコアインフレ率の関係を示しています。世界金融危機以前の期間(青い丸)においては、失業率が低下するとインフレ率は全般的に上昇していました。対照的に、金融危機後の期間(赤い丸)では、失業率の大幅な低下に対するインフレ率の反応は限定的です。今年もこの傾向が続くかどうかは気になるところですが、我々は、労働市場の需給逼迫とともに、インフレ率が徐々に上昇すると予想します。ただし、最近のインフレ動向は予測が困難で、上振れ、下振れのどちらの可能性もあり得ると思われれます。

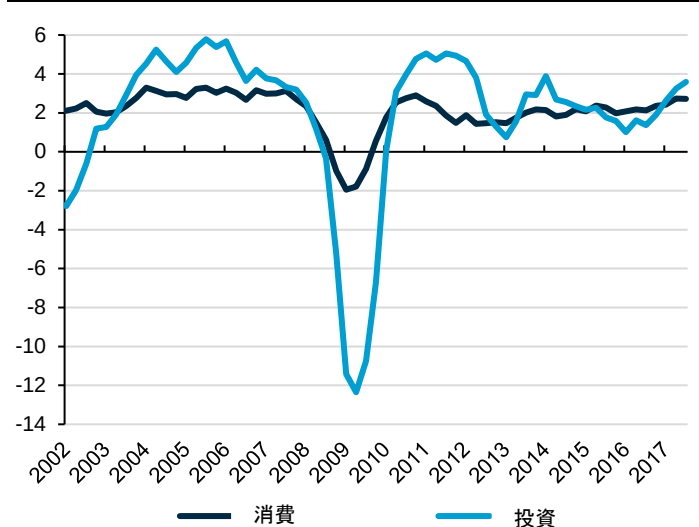
図表1: 先進国のコアインフレ率と失業率



出所: Haver Analytics, PGIM フィクスト・インカム、2017 年 12 月現在。

旺盛な投資は持続するのか？ 過去数四半期にわたり、世界の投資は加速しています(図表 2 を参照)。この動きが国際貿易を支え、世界経済の成長を牽引する需要サイドの第二のエンジンとなっています。旺盛な投資はさらに続くと見られ、その場合、世界的に生産性が上昇すると思われます。そして生産性が上昇することにより、賃金が上昇しても、単位労働コストは上昇しづらく、インフレ圧力は抑制された状況が続くとみられます。

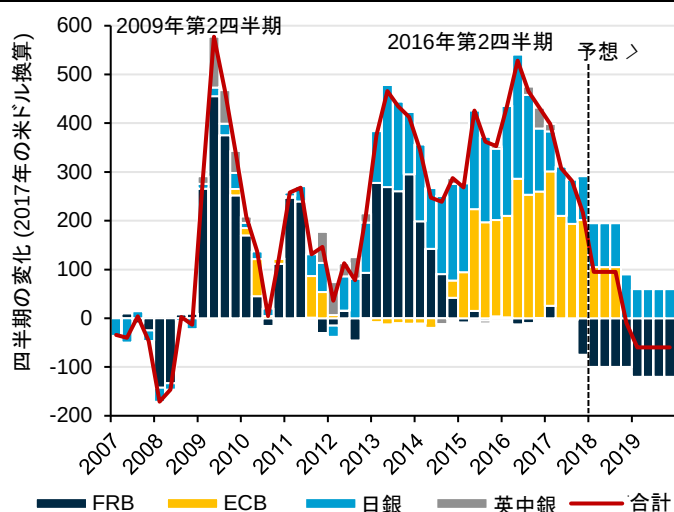
図表2: 世界の消費と投資の成長率(前年比、%)



出所: Haver Analytics, PGIM フィクスト・インカム、2017 年 12 月現在。

未曾有の金融緩和の巻き戻しペースは？ 2018年に各国の中央銀行は金融政策正常化を段階的に進めると見えています。FRBが引き続き先頭に立ち、追加利上げとバランスシートの縮小を進め、イングランド銀行は少なくとも1回の利上げを行い、ECBは資産買い入れプログラムを終了する見込みです。一方、日銀は、「ポリシーミックス」を見直すものの、金融緩和を継続すると見られます。我々は、これら中央銀行の取り組みが漸進的かつ市場との対話を重視したもので、全般的なスタンスは、以前ほどではないものの引き続き緩和的であるという見方を基本シナリオとしています。しかし、図表3が示すように世界の中央銀行による資産買い入れの合計は減少傾向にあり、2019年にはマイナス（資産売却）に転じると見られます。なお、中央銀行の資産買い入れ縮小に対して、我々の想定以上に市場がネガティブな反応を示す可能性があります。また、世界的な好景気の持続により中央銀行が政策正常化を加速させる可能性にも留意が必要と考えます。

図表3: 中央銀行の純資産買入額



出所: FRB、日銀、ECB、イングランド銀行、Haver Analytics、2017年12月現在

中国の“レバレッジ解消”は憂慮すべきか？ 中国当局は、負債およびレバレッジの水準を懸念しており、昨年（2017年）の第19回共産党大会後に、過剰債務、特に銀行のオフバランス事業の規制強化に本腰を入れ始めました。我々の基本シナリオでは、中国の2018年の実質GDP成長率は、以前よりも緩やかになると見えています。急激な減速は想定していません。当局は、金融のリバランス達成を意図しているものの、安定性を短期的に犠牲にすることはないと考えます。我々は、中国の成長減速は健全なものと考えています。中国国外で投資需要が高まり、景気拡大が進んでいるため、かつて中国の成長減速が世界的な景気過熱懸念を和らげる一因になると考えます。しかし、こういった見方に関連するリスクもあります。たとえば、世界経済の成長エンジンとしての中国の役割を考えた場合、中国の経済成長が少しでも減速すると、貿易およびコモディティ価格を通じて他国の経済活動を妨げる可能性があります。一方で、中国の負債およびレバレッジ

の規制が不十分だった場合、中国における不均衡の拡大が継続する可能性があります。この場合、足元では高い経済成長が見込めるものの、長期的には不均衡が常態化することになりかねません。

経済成長に影響する事象は前述の4つだけではありません。今年は、イタリア、メキシコ、ブラジル、ロシア、米国といった国々で選挙が予定されています。これに関連し、トランプ政権の通商政策が、米国と主要貿易相手国（中国、メキシコ、カナダ、韓国を含む）との間に緊張と混乱をもたらすリスクが高まっています。我々はまた、米国の税制改革が国内および世界経済に与える影響を注視しています。さらに、2018年を通じて、地政学的な情勢不安、特に、北朝鮮、中東、ベネズエラの動向を見守って行きます。

今後1、2年の見通しについては、概ね楽観視していますが、長期的には、特に先進国において、解決すべき積年の課題があると考えます。中でも、最も憂慮すべきは、人口動態の悪化です。人口の高齢化は、徴税基盤を縮小させ、同時に年金および医療の政府支出を肥大させます。特に米国は、これまで十分な対策を講じていません。もう一つの緊要な課題は、現在の景気サイクルにおいて、期待されたような生産性の上昇が実現していないことです。生産性上昇ペースの鈍化が今後も継続した場合、それは生活水準の低下および今後の経済ショックへの対応力と柔軟性の低下を招く可能性があります。我々の眼には、まだ世界的な景気後退の兆候は見えていませんが、歴史が示唆するとおり、景気後退はいつか必ずやってきます。世界経済および世界の金融システムは10年前よりも強化されているものの、現在のような好況期には、通常、将来の景気悪化の種を宿しています。このため、我々は景気悪化の兆候を、常に注意深く警戒していきます。

以下で、世界の主要地域の経済動向について詳述します。

米国

米国の実質GDP成長率は、2016年の1.5%から加速し、2017年には2.3%に達したと見られます。良好な経済動向と税制改革法案の議会通過を受け、我々は2018年の成長率予想を若干上方修正し、2.7%としました。成長の源泉は堅調な企業による投資に移りつつあり、2018年には税制改革がこの傾向をさらに加速させると見えています。企業利益の拡大、2017年から続くドル安傾向、米国の貿易相手国における広範かつ同期的な好況が、米国の経済成長に貢献しています。一方、消費支出の伸びは、過去2年連続の家計貯蓄率の低下および借り入れの緩やかな上昇に支えられてきました。提案されている減税は60%の世帯が対象となると想定されており、2018年の旺盛な消費を引き続き下支えすることが期待されます。

全面的な税制改革は、米国経済にとって全体としては追い風になると見られるものの、その恩恵の規模は対象によって大きく異なります。今後10年間にわたる減税の約3分の2は、法人および個人事業者向けのもので、税制改革は広範に企業活動を活発化させるものの、その恩恵の一部は

株主や事業主が享受すると考えられます。家計面では、州税および地方税の控除見直しが、消費支出や税率の高い州の住居用不動産市況に影響を及ぼす可能性があります。さらに、支払利息の損金算入制限は、企業と家計の借り入れ需要を若干抑制すると見られます。税制に関する両院協議会の試算によれば、経済成長への押し上げ効果を勘案しても、大型減税により、向こう 10 年間で連邦財政赤字は 1 兆ドル拡大すると見込まれています。堅調な経済環境にもかかわらず、米国のコアインフレ率は引き続き FRB の目標である 2%を下回っており、2017 年の価格下落は広範なセクターに及んでいます。一方、賃金の上昇率も 2.5%近辺に依然張り付いたままです。2018 年中にインフレ率の若干の上昇を予想してはいるものの、インフレ圧力は全般的には引き続き抑制されると見られます。FRB が 2017 年 12 月に発表した経済予測では、税制改革の効果を一部考慮し、2018 年の実質 GDP 成長率予想の中央値を 2.5%に上方修正し、同年の失業率予想の中央値を 3.9%に下方修正しましたが、同年のインフレ率予想の中央値は 1.9%で据え置きました。同様に、今後 2 年間の利上げ予想の中央値も変更せず、2018 年に 3 回の 25bps の利上げ、2019 年に 2 回の利上げを見込んでいます。我々は、FRB の 2018 年の経済予測に概ね同意しており、2018 年中の利上げ回数は 3-4 回と予想しています。イエレン FRB 議長は、12 月に開催された在任中最後の定例記者会見で、10 年前に比べ金融システムは強固であり、ショックへの耐性が強くなっていると振り返りました。

ユーロ圏

ユーロ圏の景気回復は予想以上に力強く、このトレンドは 2018 年以降も継続すると見られます。我々は、2018 年の実質 GDP 成長率を 2.1%と予想しています。2017 年予想の 2.3%からは若干減速しますが、これは経済資源の Slack が縮小し始め、さらに ECB の資産買い入れプログラムが終了することを前提にしています。短期的には、様々な経済指標は好調に推移しており、上振れリスクがあると見ています。たとえば、ドイツの IFO 企業景況感指数は 2017 年 11 月に過去最高を更新しています。ユーロ圏の 19 加盟国間の経済成長格差が縮小していることも、景気回復の広がりを示唆しています。欧州委員会は、地域全般の財政政策スタンスが概ね中立になると予想しており、(景気循環調整後の)構造的財政赤字はユーロ圏の GDP の 1%超にとどまる見込みです。

他の先進国と同様、ユーロ圏のインフレ動向も引き続き落ち着いています。ユーロ圏の失業率は、極めて低水準だった金融危機前を 1.5%ポイント超上回る水準まで低下しています。限定的な生産性上昇とサービス業に傾斜した雇用構造の変化により、賃金上昇圧力は引き続き抑えられています。このため、2017 年の総合インフレ率は平均 1.5%にとどまると見込まれ、ベース効果(前年比で生じる効果)により 2018 年も概ねこの傾向が続くと予想されます。しかし、インフレには上振れリスクがあるとみられます。特にドイツにおいては、同国の失業率が東西ドイツ統一後の最低水準まで低下しており、インフレ期待を醸成しています。このような状況で、ECB は金融緩和の規模縮小を進めています。2018 年 1 月から、ECB は月次

資産買い入れ額を 300 億ユーロに半減させています。ECB は今年 9 月に資産買い入れを終了するか、それとも 9 月以降も再延長するかどうかを近い将来決定すると見られます。我々の基本シナリオは 9 月終了です。ECB はまた、政策金利に関するフォワード・ガイダンスの修正も検討するでしょう。景気回復が継続した場合、年末までに ECB 理事会は政策金利を現在の水準に維持する方針を撤回する可能性があります。こういった動きは、金融政策の正常化が市場予想よりも早く開始されることを示唆するでしょう。さらに、2018 年 5 月に任期を迎える ECB のコンスタンシオ副総裁の後任人事にも注目しています。これにより、2019 年 10 月に退任するドラギ総裁の後任選出に向けた「包括的」合意が引き出される可能性があると考えています。

日本

アベノミクスの一部が結実した兆候もあり、国内の経済成長モメンタムは堅調に推移してきました。日本の潜在実質 GDP 成長率予想は、女性および高齢者の労働参加率の上昇および生産性上昇を受け、過去数年間で倍増し、約 1%になっています。2017 年の実質 GDP 成長率は 1.6%、2018 年は 1.4%(上振れリスクあり)と予想され、潜在成長率をさらに上回っています。最近では、成長の源泉は広範囲にわたっており、事業投資、消費支出、純輸出の拡大の全てが過去 1 年間の成長に貢献しています。2020 年の東京オリンピック大会に関連した支出も 2018 年の経済成長に寄与するとみられます。良好な経済成長にもかかわらず、コアインフレ率は現在 0%前後で、2018 年を通じても若干の上昇にとどまると予想されます。

日銀は、金融政策の効果が顕在化しているため、短期政策金利を-0.1%、10 年物国債金利を 0%前後にとどめるイールドカーブ・コントロール付き量的・質的金融緩和(QQE)の現行政策を維持すると見られます。しかし、民間企業の春闘が終わり、銀行の 2018 年 3 月期決算が公表された後、2018 年のどこかの時点で、日銀はこの「ポリシーミックス」を見直す予想されます。日銀は、イールドカーブの若干のスティープ化を意図していると考えられ、恐らく 10 年物国債金利の緩やかな上昇を通じてこれを実現する可能性があります。この日銀の行動は、銀行の収益を下支えすることになり、民間セクターにおける貸出増加を促し、その結果、リフレ圧力の高まりに資すると見られます。

新興国

2017 年の新興国およびフロンティア市場は、世界的な景気拡大およびコモディティ価格の上昇を背景に、全般的にパフォーマンスは好調でした。新興国のインフレ動向は比較的落ち着いており、財政収支および対外収支も改善しています。新興国市場の上昇は、こうした良好なファンダメンタルズを反映しています。しかし、新興国市場の中では、国毎の違いが明確になってきており、特に 2017 年末にかけては、「低金利」の欧州新興国およびアジア新興国が全般的にアウトパフォームした一方、トルコ、南アフリカ、メキシコ等の主要新興国はその国固有の事情によってそれぞれパフォー

マンスにばらつきがありました。経済成長は世界的な広がりを見せていますが、その成長ペースは比較的緩やかなため、需給ギャップは徐々にしか縮小していません。この結果、インフレ率は上振れることなく、コモディティ価格も比較的安定し、世界的に金融緩和が続き、新興国への資本流入を促し、貿易と投資の回復につながりました。我々の見通しは、これまでの良好なファンダメンタルズが継続することを基本シナリオにしていますが、前述した中国の動向が他の新興国に与える影響を注視しています。

ラテンアメリカ諸国では、対外リスクおよびマクロ経済の不均衡是正が急務ですが、成長トレンドとインフレ動向の改善は 2018 年も継続すると予想されます。アルゼンチンとブラジルにおける景気回復が地域全体の成長を加速させると見られます。インフレ・ターゲット政策を採る国々では、インフレ率は全般的に目標水準で推移すると予想されます。メキシコ、ブラジル、コロンビア、ペルーでは今年後半に選挙が予定されているため、政局の動向に注目しています。ベネズエラの経済・政治危機は概ね落ち着いていると見ていますが、引き続き情勢には注意が必要と考えます。

各企業セクターへの税制改革の影響

以下は、各企業セクターへの税制改革の影響に関するクレジット・アナリスト・チームの分析です。

- **大手通信・ケーブルテレビ会社**については、法人税率の引き下げと設備投資の即時損金算入が相まって、利益および営業キャッシュフローが押し上げられると見込まれます。
- **ハイイールド債を発行するケーブルテレビ会社**による設備投資は巨額にのぼり、債務も高い水準にあります。支払利息は概ね EBITDA(支払利息・税金・減価償却控除前利益)の 30%を下回ります。これら企業は概して、多額の繰越欠損金を有していますが、それらが減少する中で、新しい税率が低くなるほか、設備投資の全額償却による恩恵も受けられると見られます。
- **メディア企業**も、多くが米国内での映画やテレビ、舞台プロジェクトに係るコストを放送・公演時に全額損金算入する恩恵を享受できます。
- **テクノロジー・セクター**においては、税制改革による最大の影響は、源泉地国課税への移行と、巨額にのぼる海外滞留資金と国外利益の本国送金になると考えられます。我々はこの結果、債券発行は減少し、短期債券の償還が進むと予想していますが、配当金の支払いや自社株買いの加速が生じると見込まれます。
- **ハイイールド債を発行するテクノロジー企業**に関しては、今回の税制改革による影響は、どのサブセクターに属するかによって異なりますが、概ね中立となるでしょう(負債比率の高いソフトウェア関連の発行体など、レバレッジ・バイアウトを活発に行なっているサブセクターには、ややマイナスに作用するでしょう)。
- **米国の銀行**では内部留保と収益性を測る指標(資産利益率(ROA)、株主資本利益率(ROE))の改善が見込まれます。現行の「包括的資本分析およびレビュー」の仕組みのもとであれば、株主は配当金や自社株買いという形で株主還元拡大の恩恵を受けると考えます。税負担の軽減により、信用収縮期に資本の耐性が強化されると見られます。一方、税率の引き下げは金融危機時に生じた繰延税金資産の取り崩しに繋がるでしょう。
- 消費者の税引後所得の増加が、**クレジットカード会社**の企業価値の下支え要因になる可能性があります。州・地方税(SALT)控除の減額は、借入需要と、住宅ローン債務者を中心とする借り手の信用力に影響を及ぼす可能性があります。
- 支払利息の損金算入範囲変更を受けて、例えば一部の企業が固定資産の購入におそらくリースを選択するなど、借入需要が縮小する可能性があります。
- 資本市場では、法人税率の引き下げが株価評価と新規株式公開(IPO)市場の下支え要因になると考えられます。債券発行市場においては、ハイイールド債の発行が減少する可能性があります。
- 非米国籍の**保険会社**(主にバミューダ諸島に拠点を置く)に関しては、今回の税制改革により、本籍地でこれまで享受してきた税制上の優遇措置が、すべてではありませんがほとんど無効になる見通しです。短期的には、税制改革による影響は限定的とみられ、株主にとっておそらく有利に作用すると見られます。但し、保険会社は資本集約的な企業であるため、バランスシートへの影響が不透明である点には注意が必要です。繰延税金資産の取り崩しが多額になる保険会社も出てくると推測できますが、信用の観点から見れば対処可能な範囲に収まると予想されます。
- 米国籍の**生命保険会社**の場合、税率引き下げの恩恵は、税控除の縮小により一部相殺される見通しです。税控除の縮小は、税金支払額を押し上げ、かつ現在は良好な自己資本規制比率を低下させる可能性があります。財務会計に対する影響は不透明ですが、貸借対照表の勘定科目(保険契約準備金、繰延費用、繰延税金)は税控除の減額・縮小に左右される可能性があります。
- **損害保険会社**の税率引き下げによる恩恵は、課税所得を大きく左右する保険給付支払準備金と課税繰延所得に係る扱いの変更によって一部相殺される見通しです。税制改革の一部を成す税源浸食と租税回避防止税(BEAT)による非米国籍または外国籍の再保険会社への影響は、差し引き中立か若干不利になる見通しです。BEATにより、こういった保険会社への税率は、米国の新税率と同程度まで引き上げられる公算が大きいと考えられます。
- 新税制では、**エネルギー関連のマスター・リミテッド・パートナーシップ(MLP)**への個人投資家は、MLP から生成されたパススルー所得は課税所得からの控除を適用できますが、MLP の節税効果は、およそ 8.4%から 6.4%へと低下しています。信用面での影響は、伝統的な株式会社への投資と比較して税制上のメリットがあるため、MLP の株式価値と株式資本コストは改善に向かうと見込まれます。株式資本コストの低下が動機づけになって、ミッドストリーム企業によるバランスシートへの依存度が低下し、信用力が改善することを期待しています。
- **石油精製会社**及び株主は、バランスシートが既に健全であり、また設備投資の機会もかなり限られていることを踏まえると、法人税率の引き下げによる恩恵を受けられると考えられます。アップストリームの**独立系掘削・生産会社**に関しては、減価償却が、(一定期間で掘り尽くされる)油井からの生産と概ね連動するため、特別償却拡大により、納税額は基本的に減少すると考えられます。もともと、これらの会社の多くならびに**石油メジャー**は、2016 年の原油価格の暴落に起因して多額の繰越欠損金を有しているため、おそらく特別償却効

- 果は限定的になると考えられます。また、本国に送金される現金については、米国内でのシェールオイルの掘削に振り向けられる可能性があり、そうなれば借入れの必要性が低下し、結果として信用面で有利に作用すると見られます。
- **製薬会社**にとっては、法人税率の引き下げによる恩恵は僅かにとどまる可能性があります。また税源浸食対策は、(節税目的で本社移転を行なった会社など)一部の製薬会社には不利に作用すると考えられます。業務の大部分をプエルトリコに移している企業は、プエルトリコで保有する知的財産への課税による影響を受ける可能性があり、これはマイナス要因になると考えられます。
 - 新税制では、希少疾病用医薬品に係る税控除が適格費用の 50% から 25%へ引き下げられており、そうした分野に注力している企業には、僅かながらもマイナスに作用する可能性があります。
 - 海外に「滞留している」資金を活用できるようになり、株主還元や合併・買収(M&A)資金調達のための借入れ負担が軽減されるため、信用面においては大きなプラス要因になる可能性があります。国外のキャッシュフローの活用はまた、M&A を通じた債務縮小を可能にすると考えられます。ただし、今回の税制改革により、ヘルスケアセクターの M&A 需要が一気に顕在化する可能性があり、短期的には市場の重石となるかもしれません。
 - **健康保険**では、会社間の競争に伴う保険料低下によって、税軽減の効果が限定される可能性があります。税軽減効果はまた、保険料(税控除後)の一定割合を医療に割り当てなければならないという、医療費負担適正化法(ACA)に基づく「医療費支払い率」によっても制約をうけます。個人の健康保険加入義務が 2019 年に撤廃されると、ACA のもと開設された健康保険取引所での保険加入者が減少すると考えられますが、健康な加入者の減少は、保険料の上昇につながります。もっとも、我々が調査対象としている健康保険会社の大半は、既に同取引所から撤退しています。
 - 支払利息の損金算入範囲に係る変更は、**ハイイールド債を発行するヘルスケア企業**へマイナスに作用すると考えられます。個人の健康保険加入義務の撤廃は、病院に対するさらなる逆風になると見られます。ペイズユーゴー(PAYGO)法に基づく義務的経費の削減(メディケアによる払い戻しの 4%削減)が発動されれば、メディケアによる払い戻し率が高い発行体の体力を次第に消耗するでしょう。
 - PWC によると**小売企業**は 2016 年、平均 30.6%の税率を負担しており、投資適格発行体の大半が、税制改革による恩恵を受けると考えられます。小売企業はまた、要件を満たす修繕費の即時損金算入による恩恵も受けられます。
 - 住宅セクター、ならびにその延長線上にある**住宅改修関連小売企業**への悪影響は限定的となる見通しです。これは 50 万ドルを超える住宅ローンは、全体の僅か 5%にとどまっているためです。
 - 仮に米国の小売企業がアジアの調達企業を使い、物品の調達や価格の交渉、条件を満たすサプライヤーの発掘などに対して手数料を支払っている場合は、この種の調達手数料は BEAT 税の対象になる可能性があります。BEAT 税率は 2018 年が 5%、2019 年が 10%、そして 2025 年以降は 12.5%に引き上げられる予定です。
 - SALT 控除の減額による影響は、税率の高い州に拠点の多くを置いている小売企業にとっては注視すべき要素の一つです。また、小売企業間の競争激化が、税の軽減効果を一部打ち消す可能性があります。
 - 裁量消費支出の増加が、一部の**ハイイールド債を発行する外食チェーン**の売り上げを押し上げる可能性があります。
 - **消費財メーカー**の中には、EBITDA の 30%を大幅に超える支払利息があり、税額軽減の縮小を補填する設備投資が僅かしかないため、EBITDA が減少する可能性がある**ハイイールド債発行体**がいくつかあります。
 - **食品・飲料メーカー**は、設備投資の即時償却による恩恵を受けられると考えられます。今回の税法にはまた、酒造会社に対する連邦物品税を軽減する 2 年間の期限付き規定も盛り込まれています。多国籍企業は、海外利益に対する税金を、現金については 15.5%の率で、その他については 8%の率で支払わなければならなくなります。
 - 配当金や利息の支払い、自社株買いに充てる資金を負債で調達している企業もあるため、海外滞留資金の大部分が短期負債の返済に用いられる可能性があります。
 - 海外に知的財産、商標、および特許がある**多国籍企業**は、グローバル無形資産低税率所得(GILTI)に関する税規定のもと、それら無形資産から生成される一部の所得について課税される可能性があります。
 - 規制**公益事業者**はいずれ、税負担の軽減の大半を利用者へ還元することになると考えられる一方、非規制事業者は減税の恩恵を受けられるでしょう。持株会社では、親会社レベルでの支払利息についてタックスシールド(損金算入に伴う支払税額軽減効果)の減少が生じるでしょう。非規制事業を多く手掛けている発行体は恩恵を受けられる一方、親会社レベルで多額の負債を抱える発行体には悪影響が生じる可能性があります。一方、規制事業の支払利息は、損金算入の制限を免除されています。持株会社レベルでは、負債比率の高い発行体に僅かながら影響があり、負債比率が低い発行体への影響はないと我々は見ています。
 - **ハイイールド債を発行する大手独立系発電会社**のほとんどが巨額の繰越欠損金を有しており、長年にわたり多額の税負担から逃れてきました。繰越欠損金の活用上限が設けられると我々は理解しているため、そうした影響に対する経営陣の対応を注視しています。

- 規制下の公益事業者については、支払利息の損金算入上限が免除されますが、現在、連邦エネルギー規制委員会の監督下にある**独立系の電力供給会社**がこれらに該当するか否かに関して議論があります。ただし、これらのルールは今後規定されるため、上記事業者が該当するとされる可能性は低いと我々は考えます。
- 個人の所得税軽減が、自家用自動車に対する需要を押し上げる可能性がある一方、法人税率の引き下げと減価償却の拡大が事業用自動車への支出を押し上げるかもしれません。また、企業が設備投資を全額損金算入できることで、ピックアップ・トラックを中心にさらなる需要押し上げ効果が生じる可能性があります。
- **ハイイールド債を発行する機材レンタル会社**に関しては、資金が機材更新に振り向けられたときに、旧機材売却に対する課税回避を可能にする「同種資産の交換」規定が適用されなくなる中、支払利息の損金算入に関する規定がマイナスに作用する可能性があります。
- **鉄道**による設備投資は比較的多く、特別償却による恩恵を今後も受けられるでしょう。
- 財政赤字の増加で軍事支出の伸びが抑制されるような事態になれば、**航空宇宙・防衛関連企業**に影響が出る可能性があります。負債比率の高い企業では、多額の設備投資がない場合に一定の負担が生じると見られます。**航空業界**では、過去の業績不振により多額の繰越欠損金が発生しており、航空会社のほとんどが連邦税を納付していない上、設備投資の全額損金算入による恩恵があると見られます。
- **製造業**は、国外利益の本国送金による恩恵を受けられるでしょう。税制改革により景気が押し上げられ、結果的に可処分所得が増加すれば、個人が住宅の修繕・改装に投資する余地が生まれ、**建設資材セクター**への追い風となる可能性があります。
- 不動産関連企業の支払利息の損金算入範囲は変わらない可能性があり、**ハイイールド債を発行する住宅建設業者**は、要件を満たすと考えています。住宅建設業界全体では、支払利息は新たな損金算入限度を下回っています。一方、SALT 控除の減額、住宅ローンの利息控除の減額、ならびに住宅売却に係るキャピタルゲインの調整は住宅建設業者の逆風になるかもしれません。
- 米大手**タバコメーカー**は米国で多額の法人税を支払っているセクターの一つであり、法人税率の引き下げはキャッシュフローと利益を押し上げると考えられます。その結果、自社株買いが行われる可能性があります。
- 平均すると、**製紙業界**が米国外で稼ぐ収益の割合は僅か 15%程度にとどまり、税の軽減は利益とキャッシュフローの改善をもたらす可能性があります。一部の製紙会社は、古い製紙工場を新しいボール紙工場に建て替え、設備投資の損金算入による恩恵を受けるかもしれません。
- 設備投資サイクルは縮小期にありますが、建設プロジェクトを活発に行なっている**化学メーカー**には特別償却による恩恵があると考えられます。

先進国金利

先進国金利市場では、日本および欧州市場の動向が、米国金利の期間構造の決定要因になると予想されます。

日本については、日銀による量的・質的金融緩和(QQE)およびイールドカーブ・コントロールにより、10 年国債利回りは 2018 年第 1 四半期を通じて-10bps から+10bps のレンジで推移すると予想され、日本の投資家による海外への利回り追求の動きが継続すると見られます。これは概ね通貨ヘッジ・ベースで行われていますが、デュレーション及びクレジットでのリスクテイクは、世界的にターム・プレミアムおよびクレジット・プレミアムへの下押し圧力となるでしょう。日銀は、第 1 四半期中は現在のスタンスを維持すると予想されますが、その後は、イールドカーブ・コントロール目標を若干引き上げる可能性があり、銀行セクターの収益に配慮しつつリフレ効果を確固たるものにする意図があると考えられます。

欧州では、ドイツ国債イールドカーブの短期ゾーンのアンダーパフォームを予想しています。短期ゾーンは 2017 年第 4 四半期に-61bps まで若干上昇しました。しかし、ECB が 2018 年を通じて金利を安定的に維持しても、この短期ゾーンのバリュエーションは引き続きかなり割高と見られます。ECB の資産買い入れ縮小期待、融資条件の改善、拡大傾向にある銀行のバランスシートは、ユーロ金利、特にドイツ金利の上昇を促すでしょう。ドイツの 2 年物国債金利は、年後半に向け ECB 預金金利の-40bps に近づくと予想されます。ドイツの 30 年物国債利回りの 1.25%近辺がそれ以下での推移が見込まれるため、短期ゾーンでの金利の上昇によりドイツ国債のイールドカーブは構造的にフラット化する可能性があります。また、ドイツにおいては、スワップ・スプレッド・カーブのスティープ化期待ポジションを選好します。

米国の新たな税制は今後財政赤字の悪化圧力となるため、米国債増発を通じた国際的な赤字ファイナンスの必要性が高まってきます。これにより、規制改革のプラス効果が弱まり、長期のスワップ・スプレッドのワイド化が一服する可能性があります。米国のスワップ・スプレッド・カーブの短期ゾーンでは、年初に社債の発行増の影響が懸念されますが、長続きしないと見られるため、スワップ・スプレッド・カーブの 2 年-7 年セグメントのワイド化期待ポジションを維持します。

米インフレ連動債(TIPS)に対しては、中立的な見方を維持します。2018 年第 1 四半期の早い時期に、5 年ブレイクイーブン・インフレ率が一時的に低下するような局面では、押し目買いの機会となるかもしれませんが、5 年ブレイクイーブン・インフレ率は過去 8 カ月間、1.60-1.85%のレンジにあり、短期的には安定して推移すると見られます。

最後に、英国債市場はブレグジットの交渉進展に左右され、状況がより明確になるまではイングランド銀行は慎重に行動すると予想されます。それでも、イングランド銀行の利上げ予想軌道はあまりにも低く、2018 年半ばから 2019 年半ばにかけて 1 回未満の利上げしか織り込まれていません。その結果、英国金利は全般的に上振れ余地があると見られます。

見通し: 短期的には投資機会があると見ています。日本、ドイツ、米国の国債動向を注視しつつ機動的にポジションを調整します。米国の中期利回りの安定化、欧州におけるイールドカーブのフラット化などに注目しています。長期的には、米国の赤字ファイナンスの影響に留意が必要でしょう。

エージェンシーMBS

投資家のキャリー追求の動きが続き、2017 年第 4 四半期および 2017 年通年で MBS セクターは米国債に対して堅調な超過リターンをあげました。しかし、2018 年は FRB がバランスシート圧縮を加速させると見られるため、我々は、他の高格付けスプレッド・セクターに対して MBS のアンダーウェイトを維持します。

2017 年第 4 四半期には、銀行が期初 2 カ月間で 320 億ドル以上の MBS を購入し(第 3 四半期の 550 億ドルの購入に続く)、課税対象債券ファンドへの純流入額が 520 億ドル以上となったため、クーポン 3.0%および 3.5%のコンベンショナル MBS がアウトパフォームしました。MBS セクターをアンダーウェイトしていた投資家は、第 4 四半期中にポジションをカバーしたと見られ、このこともさらなる需要を生みました。ショートカバーは、投資適格社債および CMBS に対する MBS のアンダーパフォーマンスが 50bps 以上に達した時に更に顕著になりました。

2017 年中は、プリペイメント(期限前償還)は概ね抑制されており、名目モーゲージ金利はレンジ内で推移し、平均 3.83%と若干の上昇にとどまりました。プライマリー・モーゲージ金利は比較的動きが鈍く、現状より少なくとも 25bps 低下しない限り、プリペイメントは加速しないと見ています。

米国債のイールドカーブのフラット化が進む中、投資家が長期ゾーンの金利感応度がより高い低クーポン債を選好したため、高クーポン(4%以上)の 30 年物 MBS は出遅れました。第 4 四半期に GNMA 債(政府住宅抵当金庫が保証するモーゲージ証券)はアンダーパフォームしました。問題化している過度のプリペイメントに関して

(退役軍人省ではなく)同金庫による監視対策案が発表されましたが、市場はこれでは不十分と見ています。GNMA は 2018 年に追加措置を取ると予想されますが不十分なキャリーおよび MBS 全体の純供給に占めるシェアの増大も相まって GNMA 債のアンダーパフォームが続くと見られます。

今後については、長期金利がレンジ内で推移し、ボラティリティも過去最低水準近辺に止まり、投資家のスプレッド追求が続くため、MBS セクターは引き続き幅広い買い手からの需要が期待できると考えます。イールドカーブのフラット化が続く中、MBS セクターは多くの投資家に対して、魅力的なデュレーション調整後のキャリーを提供しています。MBS セクターは、2017 年年末に出た売り(一部は日本の投資家から)を難なく消化しました。冬場はモーゲージ組成が比較的低水準であるため、モーゲージ債は 2018 年初めにかけて引き続き底固く推移すると見られます。

しかし、それにも拘わらず FRB のバランスシート縮小が、MBS セクターにとって影響の大きい要因となります。第 1 四半期に FRB は、1/2 月サイクルにおいて 150 億ドルしか再投資しない予定で、再投資額は 2017 年 12 月/2018 年 1 月サイクルの 200 億ドルから減少します。税制改革は住宅所有に関するインセンティブの一部に悪影響を及ぼしますが、税制改革により経済成長が加速した場合、住宅需要の増加(つまり組成の増加)によりその影響が相殺される可能性があります。2017 年の純供給額は約 3,000 億ドルでしたが、2018 年も同様の水準が見込まれます。

加えて、名目およびオプション調整後スプレッドがタイトなため、ボラティリティが上昇した場合にはスプレッドの大幅な拡大につながる可能性があり、更に、変動利付き証券の利回りが 30 年物 MBS の利回りに近づいた場合、MBS への需要が弱まる可能性もあります。

我々のポジショニングは、第 1 四半期におけるモーゲージ・スプレッドの拡大を想定しています。他の高格付けスプレッド・セクターに対する MBS セクターのアンダーウェイトを継続しますが、米国債に対する MBS のアンダーウェイトについては、純供給が純需要を上回る程度に応じてアンダーウェイト幅を調整します。現状スプレッドがタイトでボラティリティも低い MBS セクターに対する FRB のバランスシート縮小の影響を注視する必要があると考えますが、その影響は第 2 四半期により顕著となると見られます。表面利率別では、3.5%の 30 年債を選好しますが、米国イールドカーブが大きくフラット化した場合には 3.0%債、イールドカーブのフラット化が弱まった場合には 4.0%債に注目します。この他、引き続き 15 年債と GNMA2 債をアンダーウェイトします。

見通し: 他の高格付けのスプレッド・セクターおよび金利に対する MBS のアンダーウェイトを維持します。良好なキャリー機会のある表面利率 3.5% の 30 年債を選好し、15 年債と GNMA 2 債をアンダーウェイトします。

証券化商品

証券化商品のパフォーマンスは 2017 年第 4 四半期及び 2017 年通年ともに良好でした。全セクターにわたってスプレッドが縮小し、レガシー非エージェンシー RMBS は第 4 四半期に 10bps、2017 年通年で 70bps、AAA 格 CMBS は 10bps、28bps、AAA 格 CLO は 12bps、34bps それぞれ縮小しました。2018 年第 1 四半期については、AAA 格の CMBS および CLO の現在のスプレッドは、他の債券セクターに比べ投資妙味があるため、さらなる相場上昇余地があると見られます。しかし、非エージェンシー RMBS はバリュエーションがかなり高くなっているため、今後はキャリー収益のみになることが予想されます。我々が選好するセクターは引き続き AAA 格の CLO と CMBS であり、これに加えてその他のシニア・ファイナンス取引も選好します。

非エージェンシー RMBS: 我々は、2018 年および 2019 年の米国の住宅市場は引き続き良好と予想しています。低金利、ミレニアル世代(米国で 2000 年代以降に成人となった世代)の世帯形成、信用枠の拡大、堅調な経済成長が、住宅市場への強力な追い風となります。2018 年の住宅価格は、パーセント値で 1 ケタ台半ばの堅調な伸びが予想されます。今般の税制改革(住宅ローン利子控除修正を伴う)は、標準控除の拡大も手伝って大半の住宅価格にとっては圧迫要因にはならないと考えられます。ただし、州・地方税(SALT)が高い州の高価格住宅においては、標準控除の拡大が SALT 控除撤廃を補うことができないために悪影響が及ぶ可能性があります。米国のレガシー RMBS 債に関しては、現在流通しているレガシー非エージェンシー債の残高が年率 10~15%で減少しており、需給は引き続き極めて良好です。しかし、バリュエーションが急速に高まっており、価格が足元で 90 ドル台をつけているため、キャッシュフローのクレジット・コンベクシティが悪化してきています。2006~2007 年発行のシニア債は現在、損失調整後スプレッド LIBOR+125-150bps で取引されており、実際のモーゲージ損失の上振れおよび下振れリスクは、従来以上に拮抗しつつあります。ファニーメイ(連邦住宅抵当公庫)およびフレディマック(連邦住宅金融抵当公庫)の信用リスク移転(CRT)債のバリュエーションもかなり高く、M2 トランシェは現在 L+190bps で取引されており、前年比で 170bps 縮小しています。我々は、裏付資産へのエクスポージャーよりも RMBS 資産へのファイナンスを選好し、リパフォーミング・モーゲージ・ローン(RPL、いったん返済を滞納した借り手が返済を再開した住宅ローン)、不良債権(NPL)、レガシー債の再証券化に注目しています。米国以外

では、現在一般的なスプレッドが L+70-80bps で推移している英国の RMBS シニア・ノンコンフォーミング（政府援助法人の融資基準に不適合の）債券・ローンに対して中立見通しです。英国住宅市場の軟化、消費者の住宅購買力への懸念、およびブレグジット関連の不確定要因等が逆風となる可能性があります。

CMBS: 商業用不動産 (CRE) 全体の価格は、2007 年のピークを上回って久しくなりますが、回復度合いはサブマーケットや物件のタイプにより異なり、ところどころで価格は軟調推移が続くものと見られます。特に小売りや郊外のオフィスには弱気です。我々は潜在的な供給過剰感があるニューヨーク市等のサブマーケットの（ホテル等の）ホスピタリティ施設についても慎重に見ており、また全般的な景気減速の可能性についても警戒しています。しかし、CRE に関する懸念を報じるニュースは警戒的に過ぎると見られます。キャップレートのスプレッドは引き続き長期平均を若干上回っているため、金利が上昇した場合のクッションとなっており、税制改革は特に CRE に対して有利になっています（利子控除の継続、内国歳入法 1031 条関連の不動産交換の継続、パススルー所得への新たな優遇措置等）。我々は、コンデュイット証券化に伴う前払い 10 年トランシェ、インタレスト・オンリー・トランシェ、そして裏付 CRE ファンダメンタルズが良好なシングルアセット／シングルポロウ一型 (SASB) 取引の一部メザニンを引き続き選好します。コンデュイット・メザニン・トランシェに関しては、裏付不動産の質に不安があり、構造的な信用補完も不足しているため、我々は慎重な見通しを堅持します。しかし、2018 年には利回り追求の動きがスプレッドの圧縮やクレジット・カーブのフラット化を引き続き促すでしょう。第 4 四半期に AAA 格 CMBS スプレッドは、市場全般でのスプレッド圧縮の動向に追随し、いったん Swaps+75bps のタイトな水準に達しましたが、その後拡大し S+82bps で 2017 年を終えました。同スプレッドは、2018 年第 1 四半期は S+92bps で始まっています。マクロ関連のボラティリティが引き続き低いことを前提にすると、2018 年の発行額は 2017 年よりも 20% 程度少ないと見込まれ（プライベート・ラベルの CMBS については 700-750 億ドルのレンジ）、コンデュイット発行額は 400-450 億ドル、SASB 発行額は 250-300 億ドルと予想されます。金融危機後、CMBS への需要は一定していませんが、今年は供給によるスプレッド上昇圧力は見られないと予想されます。小売りセクターに関する悲観的なニュースが市場の注目を引き続き浴びるでしょう。2012 年と 2013 年に組成された案件のメザニン・トランシェおよび同組成年の CMBX のスプレッド水準は、第 4 四半期に再び最高値まで拡大しています。これらの組成年のものは B/C 級のショッピング・モールがかなりの割合を占めています。第 4 四半期に BBB- 格 CMBX6 は 10bps、BBB- 格 CMBX7 は 15bps、それぞれ拡大していますが、一方でそれらの最もシニアなトランシェは、メザニン・トランシェのボラティリティの高まりの影響を受けていません。

CLO: 我々のレバレッジド・ファイナンス・チームは、企業のバランスシートは引き続き全般的に健全で、世界的にもデフォルト見通しは良好、と考えています。しかし、担保付きシニア・ローンについては、レバレッジの拡大、よりアグレッシブなアドバック（利息の元化）、コベナンツ（財務制限条項）の緩和により、リカバリー率はヒストリカル平均を下回ることが予想されます。こうした中、他の債券セクターに対して相対的にも絶対的にも魅力のある AAA 格および AA 格の CLO のオーバーウェイトを継続します。さらに、イールドカーブのフラット化により投資家は変動金利商品を選好するため、2018 年のスプレッド圧縮や発行の増加をさらに後押しすると見られます。新規発行ベースでは、米国の AAA 格 CLO のスプレッドは 3 カ月 LIBOR+107-121bps となっています。欧州の AAA 格 CLO のスプレッドは 3 カ月 Euribor+73bps となっていますが、ゼロ金利 Euribor フロアのオプション価値（我々の試算では約 12bps）とユーロ／ドルのカレンシー・スワップ（35bps）を考慮すると、欧州の CLO と米国の CLO のスプレッドはほぼ同水準と考えられます。リスク・リテンション資本供給者および利回りを追求する投資家からのエクイティ需要に加え、資産運用会社、保険会社、銀行の投資部門からのシニア債需要もあり、2017 年の CLO の発行額は予想を大きく上回りました。2017 年の米国における新発 CLO は 1,140 億ドル、借り換えが 1,020 億ドル、リセット（資本構造の組み替え）が 620 億ドルとなりました。

ABS: 好調な雇用、緩やかな賃金上昇、債務免除の拡大により、消費者のバランスシートは金融危機以降改善が続いています。しかし、無担保および有担保 ABS の限界的な借り手は、その定義通り引き続き厳しい状況にあります。我々は、強固なリーガル・コンプライアンス体制とキャッシュフロー・アンダーライティング・モデルを持つオリジネーターによる無担保消費者ローン、サブプライム自動車ローンの ABS を選好します。オンライン金融業に対しては、事業戦略が不安定で、規制も不透明なため慎重なスタンスを維持しています。ABS への需要は資本構造の全ての部分において極めて旺盛で、大半のセクターのスプレッドは 2017 年の最低水準近辺にあります。2017 年の総発行額は 2,200 億ドルに達し、金融危機後としては過去最高、2016 年と比べると 18% 増です。

その他: 規制面の圧力は弱まりつつありますが、伝統的な金融機関は、資本、バランスシートあるいはその両面から制約を受けています。裏付担保に対する評価に確信があり、発行体のリーガル・コンプライアンス体制が堅固でかつ、ファイナンス構造がシニア債およびメザニンの貸し手の利益を十分に保護すると判断できる場合、我々はこうした案件へのファイナンス・ソリューションを追求します。

見通し: 最優先トランシェの証券化商品、特にCMBS、CLOに対して強気です。レガシーRMBSについては、現在のスプレッド水準で得られるキャリー収益は妥当だと思われます。コンデュイットCMBSメザニン・トランシェについては、コンデュイット・クレジットの質が良好ではないため弱気です。裏付資産のスプレッドが小さく、レバレッジの需要が強いため、裏付資産へのエクスポージャーよりもファイナンス取引の投資機会に注目しています。

米国および欧州の投資適格社債

米国投資適格社債は、米税制改革法案の成立、堅調な企業業績、良好な世界経済の成長といった追い風により、2017 年通年ではスプレッドが 30bps 縮小し、同年限の米国債に対して 345bps の超過リターンをあげました。

欧州投資適格社債についても、幾分ボラティリティが高かったものの、2017 年はプラスのリターンをあげ、スプレッドは 37bps 縮小しました。銘柄ごとの個別リスクはあるものの、ECB の債券買い入れプログラムおよび予想以上に良好な経済状況が市場を下支えすると見られます。

	トータル リターン (%)		スプレッドの 変化 (bps)		OAS (bps)
	Q4	年初来	Q4	年初来	
米国投資適格社債	1.17	6.42	-8	-30	93
欧州投資適格社債	0.64	2.41	-10	-37	86

ブルームバーグ・バークレイズ米国社債インデックスおよびブルームバーグ・バークレイズ欧州社債インデックスのデータを示しています(ヘッジなし)。出所:ブルームバーグ・バークレイズ、2017 年 12 月 31 日現在。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではなく、信頼できる指標となるものでもありません。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

FRB の短期金利引き上げ見通しは市場コンセンサスとなっていますが、世界的な金融緩和傾向が引き続き米国投資適格社債を下支えすると見られます。旺盛な投資家需要、健全なファンダメンタルズ(世界経済の成長、良好な企業収益、米ドル安が下支え)、税制改革の実現により、我々はスプレッドが緩やかに縮小すると見ています。

税制改革の様々な影響がクレジット・カーブ全般のボラティリティを加速させる可能性はあるものの、我々は法人減税については市場を押し上げる効果があると見ています。たとえば、2 兆ドルにおよぶ海外利益の還流は、多国籍企業、特にテクノロジーや医薬品セクターでの起債減

少や、残存期間が短い(1-5 年)スプレッド・プロダクトの売りにつながると思込めます。これにより、スプレッド・カーブのフラット化が進む可能性があります。短期ゾーンがワイド化する一方、長期ゾーンは海外投資家や積立状況の改善した年金基金スポンサーの需要に引き続き支えられるでしょう。支払利息の税控除制限は投資適格社債市場にはほとんど影響を及ぼさないと見られますが、企業が借入れよりもエクイティ・ファイナンスを選択する動機づけになります。

米国以外の先進国金利は超低水準に張り付いているため、海外投資家の需要が引き続き米投資適格社債市場をけん引するでしょう。2017 年の米国の起債は、負債調達による株主還元や M&A などにより過去最高になったと見られますが、需要も同様に旺盛でした。2017 年の年末にかけて M&A 目的の起債はかなり減りましたが、税制改革の詳細が固まったため、再び盛り返すと見られます。2018 年も、2017 年と同様のペースで活発な起債が続くと見込めます。

我々が注視しているもう一つの動向は、米国企業年金基金の積立不足部分に対する年金給付保証公庫(PBGC)の保険料が 4%へ引き上げられることです。この引き上げと今後の法人減税が、企業に自社の年金基金への拠出の増額を促しています。拠出額の増加と、株式市場の上昇があいまって、企業年金の積立水準が改善しています。こうした動きは、年金基金が株式から債券へと資金配分をシフトさせていることもあり、長期社債市場を下支えする可能性があります。

長期化しているクレジット・サイクルの後期段階に入り、イベント・リスクに晒される可能性がある製造業よりも財務体質の強い金融機関および電力会社を引き続き選好しています。米国の大手銀行はイベント・リスクに対して比較的耐性があり、金融危機後に導入された規制が緩和されたとしても、高い自己資本比率は維持されると見られます。製造業では、コーポレート・アクションを経た発行体による新発債の一部に投資妙味があります。化学、医療保険、製紙、(一部の)医薬品、エネルギーといったセクターも魅力的と見られ、米国の内需関連発行体も魅力的です。ファンダメンタルズが安定化しつつもスプレッド水準がワイドな一部の欧州銀行にも注目しています。我々は引き続き課税対象地方債も選好しています。また、スティーブなスプレッド・カーブと年金基金の長期債需要拡大の可能性を考慮し、低格付けの短期債と残存期間の長い BBB 格社債のオーバーウェイトを維持します。

欧州投資適格社債

投資家は ECB の金融緩和の出口戦略を注視しています。2017 年 10 月、ECB は“ハト派的なテーパリング”を発表、社債買い入れプログラムは 2018 年第 3 四半期まで延長され、ゼロ近辺の政策金利の維持も確認されたため、ECB の政策変更は 2018 年に持ち越されました。

経済面では、欧州（除く英国）で好調な成長が続いており、既にピークに近いクレジット・ファンダメンタルズをさらに下支えています。しかし、米国とは異なり、企業の経営者達は慎重なスタンスを変えていません。たとえば、欧州の合併・買収動向は米国よりもかなり低調です。ただし、今後は高まる可能性があると考えています。

ECB の買い入れ対象債券と対象外債券のスプレッドは 2017 年に急速に縮小し、2017 年末にかけて「利回り追求」が続いたため、年初には軟調だった保険会社の劣後債、ハイブリッド社債、銀行債が年末にかけてアウトパフォームしました。一方、2018 年の新規発行は、2017 年と同様に高水準と予想されます。これには米国企業によるユーロ／英ポンド／フォルモサ（台湾における非台湾ドル建債券市場）での発行を含みます。ネットでの社債供給が増加する中、アルファ獲得のためには、地域、セクター、銘柄の選択に更なる注意が必要です。

2017 年と同様に、2018 年には政治リスクがボラティリティの上昇や投資機会につながる可能性があります。こうした政治イベントの影響が、たとえば最近のスペイン・カタロニア州の国民投票の時のように直接エクスポージャーのある社債に限定されるのか、それとも広範な市場に影響を及ぼすかは不透明です。他にも、2018 年 3 月のイタリアの選挙、ドイツ連立政権の行方、ブレグジット交渉、そして 2018 年後半にかけては ECB のドラギ総裁の後任人事などのイベントが控えています。

欧州のポートフォリオでは、オーバーウェイトを維持していますが、クレジット・リスクを減らし、基本的にはスプレッド・デューレーションを中立化しています。非ユーロ発行体および ECB の債券買い入れ対象外の発行体でオーバーウェイトを維持しています。ECB の「ハト派的なテーパリング」発表後には、欧州主要国の投資適格社債の投資価値は低下したと見られ、タイトなスプレッド水準にある欧州の産業セクターや公益セクターをアンダーウェイトしています。米ドル建債に比べ割安で取引されている一部のリパース・ヤンキー債（米国企業が欧州で発行するユーロ建社債）には依然投資妙味があります。米国の銀行、保険、ノンコア REITS を選好しています。

ユーロ圏の産業セクターでは、送配電事業や空港運営など、健全なバランスシートを持つ規制対象企業を引き続き選好していますが、魅力的な投資機会は減っています。ハイブリッド社債については、高格付けで安定した公益企業による特定の銘柄群に魅力があると考えますが、通信業界などで見受けられる格付けの引き上げを狙った銘柄は避けています。

グローバル社債ポートフォリオでは、クレジット・リスクをオーバーウェイトしていますが、ユーロのエクスポージャーを一部減らす一方、米国のエクスポージャーを増やしています。我々は、テールリスクのある企業、たとえば、足元ではソブリン債利回りを下回って取引されてい

るものの、今後スプレッドが拡大しそうなイタリア企業などへのエクスポージャーを減らしています。金融セクターでは、米国の大手銀行と保険会社のオーバーウェイトを継続しています。また、BBB 格の社債と米国の課税レベニュー債（歳入担保の地方債）に引き続き注目しています。同一または類似の企業が発行するドル建債とユーロ建債に関しては、今後も両債券間の価格の乖離や利回り格差に着目していきます。

我々は、米国及び欧州何れにおいても既にスプレッド水準は適正水準をやや下回っていると考えますが、良好なファンダメンタルズ、投資家の持続的な利回り追求、短期的な景気後退リスクの不在を背景に、2018 年第 1 四半期中にスプレッドは更に徐々に縮小していく可能性があると考えます。相場の下振れリスクとしては、中央銀行の予想以上に積極的な政策変更、局地的及び世界的な地政学リスク、そして長期的には中国の大きな債務負担を警戒しています。

見通し: 良好な需給とファンダメンタルズ、旺盛な投資家需要、経済成長モメンタムを背景に、投資適格社債に対しては、控えめながら強気です。税制改革の恩恵を受け、上振れ余地がある米国の大手銀行を選好しています。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス

ハイイールド債市場のスプレッドは、2017 年第 4 四半期初めには金融危機後の最もタイトな水準に近づきましたが、その後マクロおよびセクター固有の要因から生じたボラティリティによりスプレッドは大きく拡大しました。しかし、ハイイールド債市場は力強く回復し、損失の 3 分の 2 を取り戻し、資産クラスとしては 2017 年をプラス・リターンで終えました。

	トータル リターン (%)		スプレッドの 変化 (bps)		OAS (bps)
	Q4	2017 年	Q4	2017 年	
米国ハイイールド債	0.41	7.48	+7	-59	363
欧州ハイイールド債	0.72	6.79	+23	-85	294
米国レバレッジド・ローン	1.09	4.09	-16	-45	416
欧州レバレッジド・ローン	0.53	3.72	0	-88	392

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、2017 年 12 月 31 日現在。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではなく、信頼できる指標となるものでもありません。直接インデックスに投資することはできません。欧州のリターンはユーロをヘッジ。

米国レバレッジド・ファイナンス

2017 年第 4 四半期の米国ハイイールド債は、控えめながらもプラスのリターンとなりました。株価上昇や原油高の好影響は、税制改革を巡る不透明感、世界経済の成長への懐疑、幾つかのハイイールド債セクターにおける固有リスクの上昇にほぼ相殺されました。投資家心理が弱含み、個人投資家の売りが加速する局面もありましたが、押し目では買いが入って相場は早期に回復しました。

第 4 四半期は格付けが最も低い社債がアウトパフォームを続け、CCC 格債のリターンは+0.7%となり、BB 格債、B 格債のリターンの倍でした。年初来リターンで比較すると、CCC 格債は+10.6%で、ハイイールド債市場インデックスを 300bps 以上上回っています。第 4 四半期に最もパフォーマンスが良かったセクターは電力会社で(+2.3%)、ファンダメンタルズの改善および Vistra Energy による Dynegy の買収により業界の統合が進むと見られたことが好感されました。エネルギー・セクターは 2017 年通年でも全業種中、最も高いパフォーマンスをあげ、リターンは+11.6%でした。

石油輸出国機構(OPEC)による 2018 年までの減産延長の発表を受け、エネルギー・セクターは第 4 四半期も良好なパフォーマンスとなり(第 3 四半期にはハイイールド債セクター全体をアウトパフォーム)、+2.0%のリターンをあげました。同セクターは 2 四半期連続の好パフォーマンスでしたが、2017 年通年では、ハイイールド債市場インデックス並みのリターンにとどまりました。

アンダーパフォームしたセクターは、消費財(-2.8%)、ケーブル TV (-1.8%)、そしてセクター固有のリスクが増えている通信(-2.2%)、小売り(-1.0%)、ヘルスケア(-0.5%)でした。

ムーディーズによると、米国の投機的格付け企業の過去 12 カ月ベースの債務不履行(デフォルト)率は 2017 年 11 月末に 3.4%と、第 3 四半期末時点のデフォルト率より若干高くなっています。第 4 四半期の初めの 2 カ月間で、16 件の投機的格付け企業のデフォルトが公表されました。石油・ガス・セクターと小売りセクターが、2017 年のデフォルトの 22%、15%をそれぞれ占めています。ムーディーズは、今後 12 カ月間で広告、印刷および出版セクターでデフォルトが最も多く発生すると予想しています。

第 4 四半期には、ハイイールド債ファンドから 95 億ドルの資金流出があり、年初来の純流出総額は約 203 億ドルに達しました。特に、アクティブ・マネージャーの運用するファンドからの資金流出が大宗を占めました。時折大きな変動はあるものの、ETF への資金流入は総額 15 億ドルです。新規発行額は前年比で増加を続け、年初来では 3,280 億ドルと、2016 年の 2,860 億ドルから増加しています。発行市場ではエネルギー・セクターが引き続き活発で、第 4 四半期の発行額の 22%

を占めています。金融セクターも新規発行の大きな担い手で、発行額の 13%を占めています。2017 年の全般的な起債は 2016 年のペースを超えていますが、その 63%はリファイナンスに関連したものです。

米税制改革法案の議会通過は、米国企業および経済に広くプラスの影響を及ぼすと予想されます。しかし、影響の度合いは、産業により、また資本構造におけるレバレッジの度合いにより、幾分異なります。レバレッジが低く、設備投資が多く、現在税率が高い区分にある発行体が最も恩恵を享受すると見られます。なお、CCC 格債は、最も大きな逆風に直面する可能性があります。これは、特定水準以上の支払利息の税控除廃止によるもので、CCC 格債の発行体は格付けが低く、レバレッジが高いためです。しかし多くの場合、この逆風は、法人税引き下げ(以前の 35%から 21%)と設備投資の全額償却の恩恵により相殺されます。高レバレッジによる税効果が低減するため、長期的には、レバレッジが高い発行体が債務水準を低下させると見られます。このため、クレジットに対してプラスとなる合併・買収などのコーポレート・アクションの増加が予想されます。特に格付けが最も低く、デフォルトに陥り易い発行体は新税制の影響が最も大きいため、今後信用力を改善させていくことになるでしょう。

短期的には、米国ハイイールド債はファンダメンタルズの改善、良好な需給に下支えされると見えています。しかし、スプレッドがタイトでテールリスクも高いため、長期的にはさほど強気ではありません。特定セクター(小売り、ヘルスケア、コモディティ)ではリスクの高まりにもかかわらず、デフォルトは引き続き低水準と予想されます。コモディティおよび自動車関連の発行体に対しては引き続き慎重な一方、電力会社や米国消費関連の発行体に対するオーバーウェイトを維持します。なお、一部の高利回り CCC 格発行体には引き続きレバティブ・バリューでの投資機会があると見ており、高めのキャッシュ比率と AAA 格 CLO への配分によりベータをヘッジします。

我々は、予想外のイベントによって引き起こされる景気後退が米国ハイイールド債に与える影響を注視しています。しかし、発行体と投資家が比較的慎重なため、スプレッドの拡大は過去の景気後退時ほど大きくならないと予想しています。

レバレッジド・ローンに関しては、インデックスの約 5%を占めるにすぎない低格付けローンが引き続きアウトパフォームしました。第 4 四半期には、CCC 格ローンのリターンは+2.9%と、B 格、BB 格ローンをおよそ 175bps 上回っています。ハイイールド債ファンドと同様、ローン・ファンドから資金が流出しており、流出額は 40 億ドルに達しています。第 4 四半期の資金流出により、年初来の流入超過は 135 億ドルに低下しました。

2017 年下期のレバレッジド・ローンの新規発行額は、2017 年上期の 5,770 億ドルに対して 3,970 億ドルとなりました。下期の減速にもかかわらず、レバレッジド・ローンの発行総額は通年では過去最高の 9,740 億ドルに達しました。しかし、その大半はリプライシング（45%）およびリファイナンス（28%）である点は注意すべきです。テクノロジー・セクターが発行市場の主役で、発行総額の 17%を占めています。ハイイールド債市場とは異なり、エネルギー・セクターのレバレッジド・ローン発行市場における存在感はかなり小さく、発行総額の 2%と、市場全体のごく一部に過ぎません。2017 年には、レバレッジド・ローンは堅調なトータルリターンをあげ、過去最高の資金流入、過去最高の発行額となっていますが、この資産クラスにおける引き受け基準が悪化していることは懸念材料であり、レバティフ・バリュウの観点からは有望とは言えません。

欧州レバレッジド・ファイナンス

欧州ハイイールド債市場は、第 4 四半期の初めこそ堅調でしたが、一部の発行体の低調な第 3 四半期決算発表、米国ヘルスケアおよび小売りセクターでのボラティリティ、発行市場および流通市場における大量の債券供給によりスプレッドが拡大しました。

第 4 四半期は純資金流入で始まりましたが（10 月は今年 4 番目の純資金流入を記録）、11 月には大規模な資金流出があり、12 月も純流出が続いたため、第 4 四半期の純流出額はおよそ 21 億ユーロとなりました。年初来での純流出額は 50 億ユーロを超えましたが、欧州ハイイールド債市場の良好なテクニカル要因に支えられ、機関投資家からの資金は流入超過になっています。

新規発行市場は第 4 四半期を通じて活況だったため、新発債発行総額は 2017 年通年で 930 億ユーロを超え、2016 年に対して 77%増となりました。新規の発行体による起債が総額の約 26%を占め、2016 年の 13%から増加しています。一方で、リファイナンス案件の増加に伴い、欧州ハイイールド債の市場規模は 2016 年末時点の 4,830 億ユーロから若干縮小しています。

ムーディーズによると、11 月末でのデフォルト率は 2.5%と、第 3 四半期末の 2.4%からわずかに上昇しました。欧州経済の緩やかな成長見通し、有利な市場条件を背景とした負債の借り換え活発化、大量満期償還の不在が市場の支援材料となり、今後 12 カ月のデフォルト率は低水準で推移すると我々は予想します。

欧州レバレッジド・ローンへの投資家需要は引き続き旺盛です。ローン資金、CLO 組成額の増加、銀行からの旺盛な需要、将来の利上げ予想が支援材料となっています。

ローンの発行額は 2017 年に過去最高水準に達し、合計 1,200 億ユーロと、2016 年に比べ 73%増となりました。発行体が借り換えや LBO、中規模の買収の資金調達を目的とした起債をする傾向は 2018 年も続く予想されます。こうしたローン発行増を市場は順調に消化しています。

ファンダメンタルズの改善、政治リスクの低下、良好なマクロ環境を背景に、スプレッドは現状水準から縮小すると予想し、欧州ハイイールド債には引き続き強気です。プレグジットは英国にとっては問題ですが、欧州にとって影響は限定的と考えます。欧州では深刻な景気後退が迫っていないことに加え、ECB が当面は金融緩和姿勢を維持すると見られることも我々の見通しを裏打ちしています。ただし、スプレッドのさらなる縮小とレバレッジド・ファイナンス商品へ持続的な需要を受けてアグレッシブな条件での引き受けが促されるため、一定の慎重さも必要と思われます。

ECB の金融緩和策継続によるスプレッドの縮小期待が高格付け債から低格付け債へと広がる動きを踏まえ、B 格債のオーバーウェイトを継続します。新規発行市場を通じて BB 格債の保有比率も機動的に高めることを検討します。また、英ポンド建債券とユーロ建債券でレバティフ・バリュウを追求していきます。短期的には債券がローンをアウトパフォームすると見ていますが、長期的にはローンのアウトパフォームを予想しています。

見通し: ファンダメンタルズの継続的な改善と良好な需給を踏まえ、短期的には強気です。ただし長期的には、米国ハイイールド債に関してはスプレッドの縮小とテールリスクの高まりに注意が必要だと考えます。一方、欧州ハイイールド債については、緩やかなスプレッド縮小、政治リスクの低下、良好な欧州のマクロ環境が予想されることから、より積極的な見通しを維持します。

新興国債券

この 1 年を振り返ると、世界経済の成長モメンタムが改善し、新興国経済はその恩恵を受けました。新興国債券には、ハードカレンシー建債、現地通貨建債、新興国通貨などあらゆるセクターを通じて豊富な投資機会が生まれました。

	トータル リターン (%)		スプレッド / 利回りの変化 (bps)		OAS (bps) / 利回り %
	Q4	2017 年	Q4	2017 年	
ハードカレンシー 建新興国債券	1.16	10.26	-2	-57	285
現地通貨建 新興国債券 (ヘッジあり)	0.03	3.68	+15	-65	6.14
新興国通貨	2.00	11.54	-42	-109	3.54
新興国社債	0.68	7.96	-3	-47	260

出所: J.P.モルガン、2017 年 12 月 31 日現在。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではなく、信頼できる指標となるものでもありません。直接インデックスに投資することはできません。

経常赤字の縮小、インフレ率の低下、中央銀行の外貨準備の拡大といったファンダメンタルズの改善を受けて、新興国(除く中国)の経済成長率は 2017 年の 3.5%から 2018 年には 3.8%へと加速し、先進国全体の予想成長率 2.3%を大幅に上回ると考えられます。

米国では FRB のバランスシートの縮小が始まり、2018 年には 3~4 回の利上げが見込まれるなど、米国を中心に先進各国で実施されてきた金融緩和が縮小に向かうなど、マクロ経済にリスクの兆しが見えてきたのではないかと懸念がくすぶっています。これは 2013 年に起こった「テーパリング(量的緩和策の縮小の可能性に触れたバーナンキ FRB 議長(当時)の発言に端を発した市場の大変動)」へのトラウマが残っているからかもしれません。しかし実際は、FRB による前回の利上げ局面は 2004 年から 2006 年まで続きましたが、その間の新興国債券はハードカレンシー建てが 25%、現地通貨建てが 29%と、いずれも上昇しています。

ベネズエラ、アルゼンチン、ブラジル、メキシコ、ウクライナ、ロシアといった国々の信用ファンダメンタルズを巡っては、各国固有の要因が今後も大きく注目されるでしょう。しかし、2017 年に再び明らかになったように、各国で起きているイベントの市場への影響には良い面と悪い面があり、マクロ的なイベントと各国固有のイベントに対する(次の図に示されているように)新興国債券セクターの回復力と、各国資産のパフォーマンスには引き続き乖離があります。

新興国における拡散リスクは低下(ハードカレンシー債のスプレッド)



出所: J.P.モルガン、2017 年 11 月 9 日現在

2017 年には、ハードカレンシー債のスプレッドが着実に縮小を続けたとはいえ、2007 年に記録した 166bps という史上最低水準をなお大幅に上回っています。しかも当時は新興国債券市場全体のうちで投資適格の格付けを得ていた債券は全体の 3 分の 1 に過ぎませんでした。現在は、半分近くが投資適格であるにもかかわらず、スプレッドは 2007 年よりも大きくなっています。2017 年の年末時点で、我々は利回りが高く、スプレッド水準が大きい新興国ソブリン債と準ソブリン債のオーバーウェイトを維持しています。これら市場のスプレッドは、今後も先進国の低金利と世界経済の堅調な成長に下支えされると予想します。我々が最もオーバーウェイトしている国は、アルゼンチン、ブラジル、ウクライナ、メキシコなどです。メキシコのポジションについては、今年 7 月に大統領選挙を控えているため、上期は同国資産のボラティリティ動向を注視します。

アルゼンチンの動向からも目が離せません。現在の経済成長モメンタムを維持して、2018 年と 2019 年を通じて財政改革を実現できるかどうか焦点です。アルゼンチンの政治動向とそれに伴う最近のポリシー・ミックスが改善しているため、今後も同国への投資と資本流入が促進されると見られます。こうした政策が成果をあげれば、B 格の上位から BB 格の低位程度のバリュエーションも見えてくるでしょう。我々は、現在はアルゼンチンの州債とユーロ建債に最も投資価値があると見ていますが、アルゼンチン中央銀行がより戦略的な外貨ポジションを追加するかどうかの明確な兆候を注視しています。

ブラジルも 2018 年は重要な大統領選挙を控えており、同時に景気回復がより明確になると思われます。選挙結果次第では、中期的にはブラジル資産のパフォーマンスも一定の影響を受けるでしょう。同国政府が投資を促す政策をどこまで進めるのかという点に加え、市場を重視し、債務残高を安定させる改革にどの程度取り組むかに注目しています。ブラジルの債務動向を安定させるには、年金その他の諸制度の改革も引き続き必要です。ブラジルのソブリン債スプレッドは、他の BB 格新興国発行体対比で適正水準と見られ、さらに対外債務比率は相対的に低く、外貨準備は豊富です。したがって、現在の水準であればさ

ほど大きく下落することはないでしょう。以上を踏まえると、厳選された一部の準ソブリン債の投資魅力は高いと見られます。さらに現地通貨建債券も、名目ベースでも実質ベースでも、他の新興国の現地通貨建債券に比べ投資妙味が高いと我々は判断しています。ブラジル・レアルも、今後長期にわたって外国直接投資という健全な資金流入に支えられる可能性があります。また、2018 年は大統領選が近づくにつれ、政局の動きによって市場ボラティリティが何度も跳ね上がり、リスクを追加する魅力的な投資タイミングが何度か出現すると見えています。

その他のハードカレンシー建債券では、厳選した一部のフロンティア市場国への投資でアルファを獲得すべく、引き続き投資機会を追求していきます。エクアドル、アンゴラ、ガーナ、イラク、モンゴルをはじめとするフロンティア諸国の多くはクレジット特性が改善しており、国際通貨基金(IMF)プログラムの恩恵を受けている国も少なくありません。これらの国は格付けが低リスクが高いため、スプレッドが魅力的な 5~7 年債を選好します。各国とも個別国要因、あるいはより幅広い市場への懸念はあるものの、相対的にイールドカーブのこのセグメントは価格が変動しにくく、債券の返済予定も見込みやすくなっています。

現地通貨建債券に目を向けると、ブラジル(4.5%)、インドネシア(4%)、メキシコ(3%)、コロンビア(2.5%)など、多くの国の実質金利の魅力は衰えていません。さらに、現地通貨建債券全般への投資機会は、米 5 年国債よりも 400bps 以上高かった(2017 年後半時点)名目金利に反映されています。投資魅力(実質利回りの見通し)の点で例外的なのは一部の中・東欧諸国市場で、その代表格が、実質利回りがマイナスとなるハンガリーです。我々の現地通貨建債券投資戦略は、長めのデュレーションを維持し、イールドカーブのフラット化を念頭においたポジションを取るというもので、我々が現地通貨建債券で最もオーバーウェイトしているのはメキシコ、ブラジル、インドネシア、マレーシアです。

現地通貨建債券のパフォーマンスは、新興国通貨の変動の影響を大きく受けるでしょう。この点について我々は、2018 年の新興国通貨の見通しは明るいと考えています。2017 年後半に新興国通貨がやや大きく変動した際、我々は、世界経済が着実に成長しFRBが金融引締めを進めていた類似の環境下でも、市場は最大 5%しか下落していない事実を指摘しました。直近の急落は 2017 年 9 月半ばに始まり、5%下落しましたが、この調整は 11 月半ばには反転しました。この間、我々は力強い経済成長と低インフレ率を背景に新興国通貨のリスクを追加しました。2018 年の年初時点で最もオーバーウェイトしている新興国通貨は、インド・ルピー、インドネシア・ルピア、ブラジル・レアルなどで、2018 年上半年にはこのセグメントの短期的なポジショニングの追加を検討してゆきます。

新興国現地通貨建債と新興国通貨の原動力

新興国現地通貨建債は、2016 年 1 月から 2017 年第 3 四半期(7-9 月期)末までの間に堅調なリターンをあげて、他の大半の主要クレジット指標をアウトパフォームしてきました。しかし、このアウトパフォーマンスが今後も続くかどうかについて市場は懐疑的です。

我々が近々発表する「新興国現地通貨建債券と新興国通貨の原動力」は、新興国資産が 2011 年半ばから 2016 年初めまでアンダーパフォームを続けた背景、そしてその数年に及んだ逆風の後でこの資産クラスの基盤がなぜ強固なものとなっているのか、そして新興国現地通貨建債券と新興国通貨の魅力的なレバティフ・バリュウの投資機会を解説しています。このレポートは、まもなくPGIMFixedIncome.comに掲載される予定です。

新興国資産セクターを幅広く見渡すと、2018 年も良好な投資機会が存在すると見えています。とりわけ、主要新興国ハードカレンシー建指数のなかでスプレッドが大きいハードカレンシー建資産と、実質利回りが高く、インフレ率が低い新興国現地通貨建債券を選好します。米ドルが安定から下落へと向かう投資環境にあって、新興国経済の成長ペースは引き続き先進国を上回っているため、新興国通貨には上昇の可能性があると考えています。しかし、マクロ経済と各国固有のリスクが数多くあり、投資プロセスでは調査と銘柄選択が極めて重要になるでしょう。

見通し: 強気。主要国ベンチマークとのスプレッドが大きいハードカレンシー建債券や実質利回りの高い現地通貨建債券に投資機会があります。先進国を上回る経済成長を背景に、新興国の通貨は、米ドルに対し安定的あるいは若干強含んで推移すると見えています。

地方債

2017 年第 4 四半期中に、AAA 格の地方債は、10 年超の米国債をアウトパフォームしました。米国の税制改革案の中に借換債の前倒し発行や PAB(地方自治体関連機関が発行する債券)に対する税控除の廃止が含まれていたため、通常の年末の状況とは異なり、2017 年末に向けては債券発行が加速しました。この結果、第 4 四半期の供給は 1,450 億ドルに急増し、12 月の起債は過去最高の 620 億ドルに達しました。2017 年の発行額は 4,360 億ドルで、過去最高だった 2016 年の 4,450 億ドルを下回っています。最終的な税制改革案では、インフラ向け融資に重要な役割を持つ PAB に対する税控除は残りましたが、借換債の前倒し発行への税控除は 2017 年 12 月 31 日をもって撤廃されました。この他にも、法人税の 35%から 21%への減税が地方債市場に影響すると見られます。これにより、銀行および損害保険会社からの地方債への需要が減少する可能性があります。2017 年 9 月 30 日現在、銀行および損害保険会社は(免税および課税対象)地方債残高のおよそ 24%を保有しています。州・地方税(SALT)控除への新たな制限により、州税率の高い州においては、所得維持を目的とした一般投資家からの地方債需要が高まる可能性があります。しかし、一部の税率の高い州および自治体にとって長期的にはクレジットにマイナスの影響があると見られます。

相対的に安定した金利環境によりミューチュアル・ファンドからの資金流入は堅調で、第 4 四半期は約 50 億ドル、2017 年通年では 180 億ドルとなりました。高格付け地方債インデックスおよびハイイールド地方債インデックスのトータルリターンは第 4 四半期にそれぞれ+0.75%、+1.83%、年初来では+5.45%、+9.69%でした。課税対象の長期地方債のトータルリターンは第 4 四半期に 2.60%、2017 年は 11.79%となり、長期投資適格社債インデックスをアンダーパフォームしました。しかし、長期の課税対象地方債の超過リターンは 2017 年に 641bps となり、長期投資適格社債インデックスを上回りました。

クレジット面では、イリノイ州(Baa3「ネガティブ」)/BBB-「安定的」/BBB「ネガティブ」が第 4 四半期初めに 60 億ドルの免税債を発行しました。同州は、これによって起債前のピーク時には 164 億ドルに達していた累積未払請求への支払いを開始しました。第 4 四半期終わりには、未払請求書額は 90 億ドルに低下しています。累積未払請求への支払いを継続することは、州の格付けの先行きにとって重要な要素です。

一部の州および地方にとって、年金積立不足および年金以外の退職後給付(OPEB)債務が長期的な課題になると考えられます。とはいえ、我々は、州と地方は一般的に OPEB 債務を柔軟に減らすことができると認識しています。これは、OPEB 債務は年金ほどには契約上も憲法上も保護されていないからです。なお、2018 年には、米最高裁は Janus 対 AFSCME(全米地方公務員労働組合)訴訟の審問を行い

ます。これは、労働組合に加入しない公務員は、その代わりに一定の費用(フェア・シェア・フィー)を組合に支払わなければならない、とするイリノイ州の要件に関するものです。最高裁の判決が原告(労働組合)に有利だった場合には、公共セクターにおけるエージェンシー費用の強制徴収を禁じた 1977 年の最高裁判決(Abood 対デトロイト州教育委員会訴訟)を覆すことになります。判決が労働組合に対して不利になった場合、全ての州が事実上「労働権(を支える)」州となり、組合参加率の著しい低下が予想されます。労働組合の弱体化は、年金改革やその他の労働問題に関する政治的な文脈を変える可能性があります。プエルトリコの情勢は引き続き流動的です。プエルトリコの破産手続きを担当する仲裁人と判事は、2018 年第 1 四半期中に債権者および プエルトリコ政府と数度会合を開く予定です。債券保有者の最終的な回収率は引き続き不確定です。我々の見方は従前と変わらず、プエルトリコの債務問題が債券市場全体に影響を及ぼすとは考えていません。

2017 年末までの駆け込み的発行や、年明けの再投資需要を考慮すると、第 1 四半期の免税債の需給は非常に良好と予想されます。金利がレンジ圏で推移する現在の環境も、ミューチュアル・ファンドの資金フローを下支えすると見られます。今後については、借換債の前倒し発行への税控除の廃止により、課税対象地方債の供給が増加する可能性があります。地方債への需要は引き続き旺盛なため、供給増加は歓迎されるでしょう。課税対象地方債のパフォーマンスは投資適格社債と同程度となると見られますが、社債市場で企業の合併・買収が増加する場合には、地方債がアウトパフォームする可能性があります。

見通し: 強気。第 1 四半期の極めて良好な需給により、米国債に対し着実にアウトパフォームする可能性があります。

留意事項 1(原本の Notice を翻訳)

データの出所(その他特に断りのない限り): PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ、2018年1月現在

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社である PGIM インクおよびブルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。PGIM フィクスト・インカムはニュージャージー州ニューアークを本社とし、世界的にみると次の事業も含まれます。(i) ロンドンの PGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM ジャパン)、(iii) シンガポールの PGIM (シンガポール) におけるパブリック債券部門。ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするブルデンシャル社とはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これら情報を提供するに当たって PGIM はお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見及び推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方(当初の配布先の投資アドバイザーを含む)に配布することは認められておりません。また PGIM フィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点で PGIM フィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点(または本資料に記載したそれ以前の日付)における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIM フィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標となるものでもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより(直接的、間接的、または派生的に)被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIM フィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

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

英国および欧州経済領域 (EEA) 内の様々な法域では、PGIM リミテッドが情報提供を行います。PGIM リミテッドの登記上の本社住所は以下の通りです: Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIM リミテッドは英国金融行動監督機構 (FCA) の認可を受けており、FCA の規制が適用される他 (登録番号 193418)、EEA 内の様々な法域でも正式に認可を受けています。本資料は PGIM リミテッドが FCA の金融行為規制ソースブックに基づき、機関投資家や適格機関投資家向けに作成したものです。一部のアジア諸国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録し、その認可を受けた同国の投資運用会社である PGIM シンガポールが担当しています。日本では、金融庁に登録されている投資顧問会社である PGIM ジャパン株式会社が担当しています。韓国では、韓国国内の投資家に直接投資一任運用サービスを提供することを認可されている PGIM, Inc. が担当しています。香港では香港証券先物取引委員会に登録している PGIM (Hong Kong) Limited, が証券先物条例スケジュール 1 パート 1 で定義された機関投資家を対象に提供を行っています。

© 2018 PFI and its related entities.

インデックスの出所: ブルームバーグ・バークレイズ・インデックス ブルームバーグ (BLOOMBERG) は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー (Bloomberg Finance L.P.) の商標およびサービスマークです。バークレイズ (BARCLAYS) は、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシー (Barclays Bank Plc) の商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社 (以下「ブルームバーグ」と総称します。) またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックス (BLOOMBERG BARCLAYS INDICES) に対する一切の独占的権利を有しています。

各セクターのパフォーマンスは下記インデックスを参照しています:

- 米国投資適格社債: ブルームバーグ・バークレイズ米国社債インデックス
- 欧州投資適格社債: ブルームバーグ・バークレイズ欧州社債インデックス (ヘッジなし)
- 米国ハイイールド債: ICE BofA メリルリンチ米国ハイ・イールド・インデックス
- 欧州ハイイールド債: ICE BofA メリルリンチ欧州通貨建てハイ・イールド・インデックス
- 米国優先担保付きローン: クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデックス
- 欧州優先担保付きローン: クレディ・スイス・ウエスタン・ヨーロッパ・レバレッジド・ローン・インデックス (全ての通貨に対するヘッジなし)
- 米ドル建てエマージング・ソブリン債: JP モルガン・エマージング・マーケット・ボンド・インデックス・グローバル・ディバースファイド
- 現地通貨建てエマージング債 (ヘッジなし): JP モルガン国債インデックス - エマージング・マーケット・グローバル・ディバースファイド・インデックス

- エマージング社債:JP モルガン社債エマージング・ボンド・インデックス・ブロード・ディバーシファイド
- エマージング市場通貨:JP モルガン・エマージング・ローカル・マーケット・インデックス・プラス
- 地方債:ブルームバーグ・バークレイズ米国地方債インデックス
- 米国国債:ブルームバーグ・バークレイズ米国国債インデックス
- MBS:ブルームバーグ・バークレイズ米国 MBS – エージェンシー固定金利インデックス
- CMBS:ブルームバーグ・バークレイズ CMBS: ERISA 適格インデックス
- 米国総合インデックス:ブルームバーグ・バークレイズ米国総合インデックス

2018-

留意事項 2

本資料は PGIM フィクスト・インカムが作成した“1st Quarter Outlook / January 2018”を PGIM ジャパン株式会社が翻訳したものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点での PGIM フィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIM フィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、米国 SEC 登録投資顧問会社である PGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文(英語版)と本資料の間に差異がある場合には、原文(英語版)の内容が優先します。詳細は原文(英語版)をご参照ください。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIM ジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国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
PGIMJ201801190048

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。