

## FRB の利上げ見通し引き上げ = 債券の弱気相場?、それとも 利回りの上昇 = 債券は再び魅力的に?

2016年12月14日、米連邦準備制度理事会(FRB)は市場予想通り、フェデラル・ファンド目標レートを0.50%から25bps引き上げ0.75%としました、さらに今後の利上げ見通しを引き上げ、2017年の予想利上げ回数を2回から3回にしました。FRBはなぜ今後の予想利上げペースを変更したのでしょうか、そしてそれは債券市場にとって何を意味するのでしょうか?

米国経済は引き続き完全雇用へ向けて動いており、インフレ率もFRBの目標である2%に向かって上昇しています。その結果、FRBは利上げにより金融緩和のレベルを低下させています。

イエレンFRB議長は、FRBの経済および政策予測には今後の財政刺激策の影響の一部が含まれていると述べていますが、まさに、新政権が実行する実際の政策変更は非常に不透明です。このことは、FRBの経済および政策予測が9月の時点よりもほんの少ししか上方修正されなかったことに恐らく反映されています。今後数四半期間に新政権が予想よりも積極的な刺激策を実行した場合、FRBは予測をさらに上方修正する必要が出てくるでしょう。

米大統領選挙以降、経済成長およびFRBの利上げへの期待が高まっていたため、債券のイールドカーブが一般的に上昇(米10年国債利回りは年央から1%ポイント以上上昇、債券価格は下落)しており、市場が利回り上昇の恒久的なパラダイム・シフトを実際に織り込んだことを示唆しています。こういった市場の期待は一見もっともらしいシナリオにみえますが、しかし基本シナリオとしては過度に楽観的とみられます。

予想される新政権の財政刺激策は、今後数年間にわたって米国経済の成長を十分に押し上げる可能性があります。しかし、その後を考えた場合、米国だけでなく先進国全体に広がっている人口の高齢化、高水準の債務、生産性の低下といった全般的なファンダメンタルズが変わることはなく、最終的にはこういった問題が再び浮上ってくるでしょう。このような冴えない成長ファンダメンタルズに先進国および新興国における大規模な過剰生産能力が重なった場合、長期金利は頭打ちとなる可能性があります。

現在の債券の弱気相場がいつ終わるかは定かではありませんが、それでも、現在の市場は適正水準を超えている、と考えられます。さらに我々は債券に十分な投資機会を見出しており、国債以外のスプレッド・セクター(投資適格社債、ハイイールド社債、新興国債券、証券化商品)への配分を通じてリターンを高めることができます。

つまり、後に振り返ってみると、現在の利回り上昇は債券市場から退出すべきシグナルではなく、債券購入の好機に見えるだろう、と我々は考えています。

## 留意事項 1 (原本の Notice を翻訳)

データの出所 (特に断りのない限り) : PGIM フィクスト・インカム、2016 年 12 月 15 日現在。

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、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) 東京のブルデンシャル・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社 (PIMJ)、(iii) シンガポールの PGIM (シンガポール) プライベート・リミテッド。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。PGIM、Prudential、PGIM 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、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。どのような投資戦略またはリスク管理技術も、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、およびこ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。

情報提供については、英国では、PGIM インクの間接子会社である PGIM リミテッドが担当しています。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)、欧州経済領域 (EEA) 内の様々な法域でも正式に認可を受けています。本資料は PGIM リミテッドが FCA の金融行為規制ソースブックに基づき、機関投資家や適格機関投資家向けに作成したものです。一部のアジア諸国では、シンガポール金融管理庁 (MAS) に登録し、その認可を受けた同国の投資運用会社である PGIM (シンガポール) プライベート・リミテッドが担当しています。日本では、国内の登録投資顧問会社であるブルデンシャル・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が担当しています。香港では香港証券先物取引委員会に登録しているブラベリカ・ファンド・マネジメント・リミテッド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。

© 2016 PFI and its related entities.



## 留意事項 2

本資料は PGIM フィクスト・インカムが作成した"Federal Reserve Perspectives"をプルデンシャル・インベストメント・マネジメント・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。詳細は巻末の原文(英語版)をご参照ください。

"Prudential"、"PGIM"、プルデンシャル 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。プルデンシャル・インベストメント・マネジメント・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、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

プルデンシャル・インベストメント・マネジメント・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

PIMJ201612160941



## Faster Fed = Bear Market? Or, Higher Yields = Bonds Are Great Again?

As expected, the Federal Reserve hiked its Fed funds target rate on December 14, 2016, by 25 bps to a range of 0.50% to 0.75%. Additionally, it boosted the expected course of future rate hikes, including an increase in the expected rate hikes in 2017 from two to three. Why the changes to the expected rate hike trajectory, and more importantly, what does it mean for the bond market?

The U.S. economy has continued to move towards full employment, and inflation has continued to rise towards the Fed's 2% target. As a result, the Fed is reducing the amount of monetary accommodation by raising rates.

While Fed Chair Yellen said that its forecasts for the economy and for policy included some expected impact of fiscal stimulus, the fact of the matter is that there is a high degree of uncertainty about the actual policy changes that will be implemented by the incoming administration. This was perhaps mirrored by the fact that the Fed's forecasts for the economy and policy were only marginally higher than its September forecasts. This leaves the possibility that the Fed may need to revise its forecasts higher if stimulus measures that are more aggressive than expected are in fact implemented in the coming quarters.

With expectations for economic growth and Fed rate hikes having risen since the election, bond yields have moved higher across the curve—up over a percentage point on the 10-year yield since mid-year—suggesting the markets have effectively priced in a permanent upward paradigm shift. While these expectations may amount to a plausible scenario, it nonetheless seems overly optimistic as a base case.

While the expected fiscal stimulus of the incoming government may very well boost U.S. growth over the next few years, looking further out, the over-arching fundamentals of an aging demographic, high levels of indebtedness, and waning productivity, not just in the U.S., but across a wide swath of the developed world, have not disappeared and are therefore ultimately likely to reassert themselves. The slack growth fundamentals just described, combined with the substantial excess capacity across much of the developed and developing world, seem likely to cap long-term interest rates.

So while we can't be sure where the current selloff will end, it nonetheless appears to us that we are overshooting fair value at this point. Furthermore, we see ample opportunities in fixed income for potentially boosting return via sector allocation into the non-government spread sectors, including investment grade and high yield corporate bonds, emerging market debt, and structured products.

In short, when viewed in the rear view mirror, we believe the increase in yields will more likely be seen as a buying opportunity and not a signal to run for the hills.

Source(s) of data (unless otherwise noted): PGIM Fixed Income as of 12/15/2016.

PGIM Fixed Income operates primarily through PGIM, Inc., a registered investment adviser under the U.S. Investment Advisers Act of 1940, as amended, and a Prudential Financial, Inc. ("PFI") company. PGIM Fixed Income is headquartered in Newark, New Jersey and also includes the following businesses globally: (i) the public fixed income unit within PGIM Limited, located in London; (ii) Prudential Investment Management Japan Co., Ltd ("PIMJ"), located in Tokyo; and (iii) the public fixed income unit within PGIM (Singapore) Pte. Ltd., located in Singapore. Prudential Financial, Inc. of the United States is not affiliated with Prudential plc, which is headquartered in the United Kingdom. Prudential, PGIM, their respective logos, and the Rock symbol are service marks of PFI and its related entities, registered in many jurisdictions worldwide.

These materials represent the views, opinions and recommendations of the author(s) regarding the economic conditions, asset classes, securities, issuers or financial instruments referenced herein. Distribution of this information to any person other than the person to whom it was originally delivered and to such person's advisers is unauthorized, and any reproduction of these materials, in whole or in part, or the divulgence of any of the contents hereof, without prior consent of PGIM Fixed Income is prohibited. Certain information contained herein has been obtained from sources that PGIM Fixed Income believes to be reliable as of the date presented; however, PGIM Fixed Income cannot guarantee the accuracy of such information, assure its completeness, or warrant such information will not be changed. The information contained herein is current as of the date of issuance (or such earlier date as referenced herein) and is subject to change without notice. PGIM Fixed Income has no obligation to update any or all of such information; nor do we make any express or implied warranties or representations as to the completeness or accuracy or accept responsibility for errors. **These materials are not intended as an offer or solicitation with respect to the purchase or sale of any security or other financial instrument or any investment management services and should not be used as the basis for any investment decision. No risk management technique can guarantee the mitigation or elimination of risk in any market environment. Past performance is not a guarantee or a reliable indicator of future results and an investment could lose value. No liability whatsoever is accepted for any loss (whether direct, indirect, or consequential) that may arise from any use of the information contained in or derived from this report. PGIM Fixed Income and its affiliates may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed herein, including for proprietary accounts of PGIM Fixed Income or its affiliates.**

The opinions and recommendations herein do not take into account individual client circumstances, objectives, or needs and are not intended as recommendations of particular securities, financial instruments or strategies to particular clients or prospects. No determination has been made regarding the suitability of any securities, financial instruments or strategies for particular clients or prospects. For any securities or financial instruments mentioned herein, the recipient(s) of this report must make its own independent decisions.

**Conflicts of Interest:** PGIM Fixed Income and its affiliates may have investment advisory or other business relationships with the issuers of securities referenced herein. PGIM Fixed Income and its affiliates, officers, directors and employees may from time to time have long or short positions in and buy or sell securities or financial instruments referenced herein. PGIM Fixed Income and its affiliates may develop and publish research that is independent of, and different than, the recommendations contained herein. PGIM Fixed Income's personnel other than the author(s), such as sales, marketing and trading personnel, may provide oral or written market commentary or ideas to PGIM Fixed Income's clients or prospects or proprietary investment ideas that differ from the views expressed herein. Additional information regarding actual and potential conflicts of interest is available in Part 2A of PGIM Fixed Income's Form ADV.

In the United Kingdom, information is presented by PGIM Limited, an indirect subsidiary of PGIM, Inc. PGIM Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority of the United Kingdom (registration number 193418) and duly passported in various jurisdictions in the European Economic Area. These materials are issued by PGIM Limited to persons who are professional clients or eligible counterparties for the purposes of the Financial Conduct Authority's Conduct of Business Sourcebook. In certain countries in Asia, information is presented by PGIM Singapore, a Singapore investment manager registered with and licensed by the Monetary Authority of Singapore. In Japan, information is presented by PIMJ, registered investment adviser with the Japanese Financial Services Agency. In South Korea, information is presented by PGIM, Inc., which is licensed to provide discretionary investment management services directly to South Korean investors. In Hong Kong, information is presented by representatives of Pramerica Asia Fund Management Limited, a regulated entity with the Securities and Futures Commission in Hong Kong to professional investors as defined in Part 1 of Schedule 1 of the Securities and Futures Ordinance.

© 2016 PFI and its related entities.