



2022年 7-9月期 四半期見通し

2022年7月

PGIMフィクスト・インカムはプルデンシャル・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。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。

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。

目次

1 主要な市場トレンド & 投資テーマ 3

2 債券市場の見通し 5

3 世界経済の見通し 11

4 セクター別見通し 15

先進国金利 16

エージェンシーMBS 17

証券化商品 18

投資適格社債 20

グローバル・レバレッジド・ファイナンス 22

エマージング債券 24

地方債 27

5 サマリー 28

見通し一覧 & 資産クラス別の見解 29

パフォーマンス一覧 30

トータル・リターン (%)

個別セクター	Q2 22	YTD	2021	2020	2019
CMBS	-2.85	-8.28	-0.64	8.11	8.29
地方債	-2.94	-8.98	1.52	5.21	7.54
エマージング債 (現地通貨建)	-3.22	-11.09	-5.52	6.07	9.14
米国国債	-3.78	-9.14	-2.32	8.00	6.86
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	-4.01	-8.78	-1.04	3.87	6.35
米国レバレッジド・ローン	-4.35	-4.45	5.40	2.8	8.17
エマージング通貨	-4.57	-9.84	-3.09	1.73	5.2
欧州レバレッジド・ローン	-7.10	-7.62	4.87	2.4	4.38
米国投資適格社債	-7.26	-14.39	-1.04	9.89	14.5
欧州投資適格社債	-7.29	-11.88	-0.97	2.77	6.24
米国ハイイールド債	-9.83	-14.19	5.36	6.2	14.4
欧州ハイイールド債	-10.65	-14.34	3.32	2.9	11.4
エマージング債 (ハードカレンシー建)	-11.43	-20.31	-1.80	5.26	15.04
米国長期国債	-11.93	-21.25	-1.13	17.7	14.8
米国投資適格長期社債	-12.80	-22.75	-4.65	13.94	23.9

マルチセクター

円総合	-1.34	-2.87	-2.85	-0.8	1.64
グローバル総合(ヘッジあり)	-4.30	-9.06	-0.15	5.58	8.22
米国総合	-4.69	-10.35	-1.39	7.51	8.72
ユーロ総合 (米ドルヘッジなし)	-7.10	-12.13	-4.71	4.05	5.98
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	-8.26	-13.91	-1.54	9.2	6.84

その他セクター

米ドル	6.48	9.4	6.37	-6.69	1.35
3ヶ月 SOFR ¹	1.44	2.08	0.03	-1.5	-0.85
S&P 500 指標	-16.1	-20.0	28.71	18.4	32.6

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。ただし、エマージング債はJPモルガン、ハイイールド債はICE BofA、担保付シニアローンはクレディ・スイス。欧州のリターンは、特に断りのない限りヘッジなし。パフォーマンスは2022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 過去の年間リターンは、3ヶ月LIBORに基づく。



セクション 1

主要な市場トレンド & 投資テーマ

01

主要な市場トレンド & 投資テーマ

1 下半期における債券市場の投資機会：2022年上半期に債券市場は大きな打撃を受けたが、下半期については金利上昇、信用スプレッドの拡大、デュレーションの短期化と十分に調整された状況で迎えている。厄介なボラティリティの高まりが払拭されるにはまだ時間が必要だが、長期的な視点に立てば、世界経済の成長鈍化が予想され、広範に債券価格が調整されていることを踏まえると、先進国債券の投資妙味は増している。

2 金融政策の方向性は既知であるが、先行きは不透明：世界各国の中央銀行は、インフレをどのように対処したいのか認識している。一方、上半期の債券市場の反応は、各国中央銀行が果たしてインフレを封じ込めることが出来るのかについて、今後の不透明感に対する広範な懸念を示唆するものである。これには以下が含まれる。

- 米連邦準備制度理事会（FRB）はフォワードガイダンスを放棄し、過去のデータに大きく依存した政策運営に傾いている。
- 欧州中央銀行（ECB）の政策転換に向けた初動によって、ユーロ圏の分断リスクが再燃した。
- 英国を例に見ると、より成長が不安定な先進国においては、経済への悪影響を考慮して最低限の金融引き締めを留めるべきであることが示唆されている。
- 日本では円が急落しており、これは世界的な金融引き締めと対照的な金融緩和政策を実施し続けることの難しさを示唆するものである。

3 信用サイクルの短縮：グローバル企業にとって、信用サイクルの大幅な短縮が新たな課題となっている。多くの企業にとって、積み上がった在庫、継続的なサプライチェーンの混乱、利益の圧迫によって企業収益見込みの下方修正が余儀なくされることを意味する。

4 セクター全体に亘る共通のテーマ：こうした状況の中、後述の「セクター別見通し」においてセクター全体に亘る共通のテーマが浮き彫りになっている。つまり、広範な債券市場における最も魅力的なリターンを獲得機会は、流動性の低下やクレジット市場の悪化といったリスクを孕む市場全体の幅広い保有ではなく、むしろ発行体や銘柄の適切な選別によってもたらされる。



セクション 2

債券市場の見通し

ロバート・ティップ, CFA, チーフ・インベストメント・ストラテジスト兼グローバル債券責任者

02

不死鳥

このタイトルは、債券市場が炎上し、過去10年にわたる利回りの低下が、僅か数週間で反転した様子を優しく言い換えたものである（図1）。低利回り、タイトなスプレッド水準、高い株価収益率から出発した市場は、ファンダメンタルズの変化（特にインフレの高進）によって、全面的な見直しを余儀なくされた。結果、上半期の債券のリターンは、インフレと不確実性が今と同程度に高まった1970年代まで振り返っても見られない程に悪化した（図2）。

もちろん、「不死鳥」というタイトルは再生も意味しているが、それは先の話である。明るい話に移る前に（そもそも、そんなに早く市場に希望が生まれるかは不透明である）、今回の債券価格急落の背景と、今後の再生に向けた道筋について検証してみたい。

信用サイクルと金利サイクルが袂を分かつ可能性

上半期の大半を通じ、スプレッドの拡大と長期金利上昇は概ね同時進行していた。しかし、4-6月期終盤になって、その動きに変化が生じた。スプレッドの拡大が続いた一方で、長期利回りは急低下した（図3）。何が原因で、今後はどういった展開が予想されるだろうか？

信用サイクル：全てのリスクが顕在化するまで悪化する？

4-6月期最後の数週間に発表された経済指標は、金利上昇と商品・サービス価格の上昇が遂に経済成長に打撃を与え始めたことを示すものとなり、購買担当者景気指数、不動産販売、消費者期待感がいずれも大きく落ち込んだ。市場は経済がハードランディングする可能性に身構え始めた。

図1

高インフレへの移行により、利回りは過去10年間の最高水準に達している（%）



図2

株式と債券は、共通の脅威である高インフレを背景に、ともに上半期に過去最高のマイナスのリターンとなった（上半期 %）

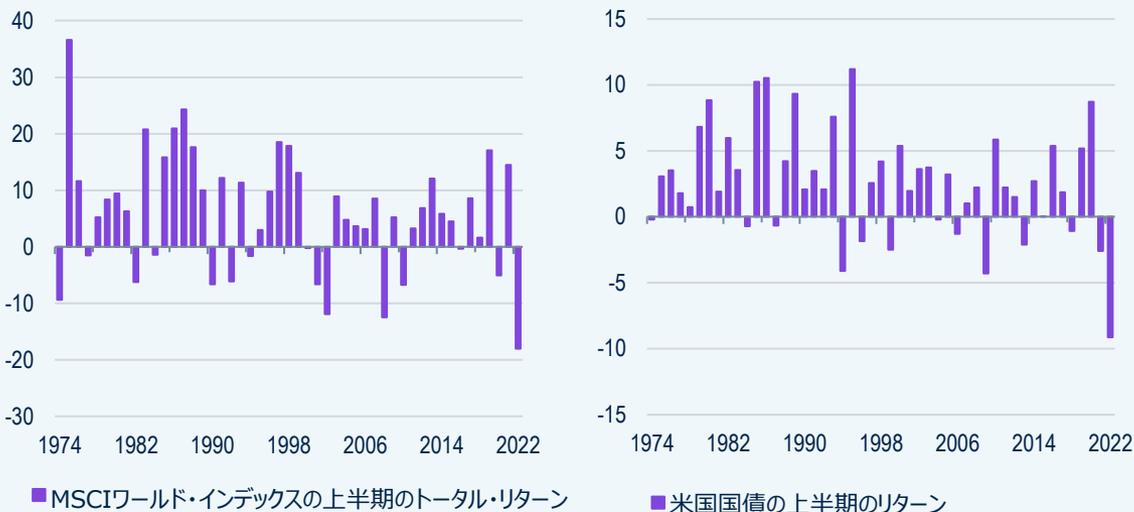


図1の出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ。図2の出所：パークレイズ・リサーチ

債券市場の見通し

古き良き低インフレの時代には、金融環境の深刻な歪み（これは、現在のような市場暴落の婉曲表現である）に直面した中央銀行は、金融引き締め政策を緩和政策に転換させてきた。しかし、失業率は足元で歴史的な低水準にあり、またインフレ率は数十年ぶりの高水準にある。こうした過去とは全く異なる環境を背景に、中央銀行は**今回は状況が異なる**との考えを示しており、市場もそれを懸念している。つまり、中央銀行は低インフレだった過去10年間に比してより大きな経済および市場の痛みを容認しようとするだろう。中央銀行は可能であるならば景気後退を回避したいと考えているが、何よりもインフレ抑制を最優先させるべきだと考えている。

ファンダメンタルズや発行体の手元流動性は景気後退に恐らく耐え得る水準にあり、多くのセクターにおいて投資価値が生じる程度にスプレッドが拡大している（「セクター別見通し」を参照）と考えられる。しかし、スプレッドはワイドな水準を維持する見通しで、ロシアのガス供給停止や住宅市場の冷え込みといった現在の懸念材料がほぼ出尽くすまでは、ハードランディング

が織り込まれる方向性にあると思われる。こうした懸念材料が出尽くすのは夏場にかけてかも知れないし、もっと先になるかも知れない。

欧州では域内で格差が生じる…

一方、欧州や（欧州ほどではないにせよ）日本など、特にエネルギーなどをロシアからの輸入に依存している国は、明らかにより大きな景気悪化リスクに直面することになるだろう（「世界経済の見通し」を参照）。しかし、相対的に見れば、ECBはユーロ圏経済が米国ほど過熱しておらず、賃金と物価のスパイラル的な上昇が起きるリスクは低いと考えているため、FRBほど積極的な金融引き締め政策は実施しないと思われる。加えて、足元でECBが欧州周縁国のスプレッド拡大に対する懸念を強めていることは、ECBが金融環境の引き締めにより敏感であることを示唆している可能性がある（ユーロ圏については次のコラムを参照）。結論として、ECBの政策の舵取りによって欧州における信用サイクルの悪化が緩和される可能性がある。そのため、スプレッドは引き続き拡大する可能性があるものの、相対的に危険性の高いファンダメンタル環境が示

唆するほどには拡大しない可能性がある。

ECBは欧州周縁国のスプレッド拡大を抑制したい意向

ECBは6月中旬に開催した緊急会合を受けて、欧州周縁国のスプレッドが拡大していることに懸念を示した（図4）。欧州周縁国と社債のスプレッドが同じような推移を示す典型的な状況にあった中で懸念表明は、タイミング的に意外だった。詳細について言及はなかったものの、ECBの発表を受けて欧州周縁国のスプレッドは、ユーロ建社債のスプレッドが拡大している中でも今のところ縮小している。今後について、ECBは2015年以降と概ね同じように、様々な資産購入プログラムを通じてスプレッドをコントロールすることに成功するのだろうか？それとも、欧州周縁国が危機に見舞われた当初の2011年に実施した急仕立ての証券市場プログラムのように、スプレッド拡大の波及を食い止めるのに失敗するのだろうか？現時点では、スプレッド拡大を抑制させるプログラムの詳細がほとんど明らかになっていないため判断を下すのは時期尚早だが、少なくとも今のところ市場はECBの考えを受け入れているようだ。

図3

4-6月期の大半にわたってスプレッドと利回りは連動した推移を見せたが、経済指標の軟化を受けて足元で乖離し始めている（3月31日～6月30日、左軸：bps、右軸：%）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ

PGIMフィクスト・インカム 2022年7-9月期 四半期見通し | 7

図4

ECBが欧州周縁国のスプレッド拡大を抑制する政策について言及したことで、イタリア債のスプレッドが縮小（bps）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ

金利サイクル：再評価されて金利上昇はピークを打つ？

2022年上半期の金利動向は信じられないほど弱気だったと即座に結論付けることができるが、それでは2つの重要な特徴を見落とすことになる。まず、我々が先だって「2022年4-6月期四半期見通し」で強調した要因を改めて強調すべきだろう。多くの先進国にとって、今年に入ってから極めて高い成長率と急騰したインフレは単に高水準というだけに留まらず、過去30年間に見られた水準を大きく上回っている。1-3月期の力強い雇用の伸びと高インフレは、市場の全面的な水準訂正をもたらし、これは5月まで続いた。

次に特筆すべきポイントは、「先進国金利」のセクションで言及する高水準のボラティリティである。4-6月期の金利上昇幅が顕著なだけでなく、6月の最後の数週間には金利は信じ難いほどの乱高下を見せている。先行きの景況感指標が最終的に景気後退の兆候を示す一方、FRBがインフレ率の指標として参照している個人消費支出（PCE）デフレーターは衝撃的な水準にまでに達する中で（図5）、市場あるいはイールドカーブの特定のポイントによっては50～100bpsの幅で金利が上昇と低下を繰り返している。加えて、金融環境を巡るFRBの姿勢は変化し、単なる利上げに留まらない大幅な金融引き締めを認識している。典型的な例として、6月のFOMC会合終了後の記者会見における「金融環境は全体として著しく引き締まっている。そして、更なる引き締めが必要とされている。」とのパウエル議長のコメントが挙げられる。政策と経済に関する不確実性は高まり、結果としてボラティリティが上昇した。

図5

足元では景気減速の兆候が見られ始めており、これによって4-6月期の最終週に金利が急落した（左図：インデックス、右図：50以上=拡大）



図6

大幅な利上げが織り込まれた後、FRBの政策がそれに追いつくまでは長期金利は堅調に推移するケースが多い（%）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ

債券市場の見通し

また、足もとの長期金利の急速な反転は、金利市場が踊り場に達したことを示す証かもしれない。ほとんどの先進国債券市場は大幅な利上げを既に織り込んでいる。市場が織り込む金利水準に中央銀行が追いつく、あるいは新たな金利水準が必要とされるような見通しの変化に関する有力な確証が得られるまでは、金利がボックス圏で推移することが概ね予想される（図6）。

例外その1：日本銀行による政策への固執

高止まりするインフレ率、および中央銀行による金融引き締めに伴う市場金利の上昇は、先進国と新興国で共通して見られるが、2つの重要な例外が存在している。1つ目の例外は日本で、日本銀行は日本における現行サイクルの高い成長率とインフレ率を、実際のインフレ率とインフレ期待とを日本銀行の目標に一気に近づける絶好の機会だと考えている。こうした中、日本銀行は世界的な金利上昇の流れに逆らい、10年国債の取引金利水準を±25bpsに維持するための驚異的な努力を払っており、事実上25bpsのイールドキャップ防衛に努めている。防衛戦

の武器としては、日本10年国債の25bpsでの無制限買い入れだけでなく、イールドカーブ上で25bpsの10年国債と矛盾を来している10年国債以外の国債も臨時に購入している（図7）。日本とその他市場との利回り較差が拡大するにつれて日本円は下落している。今後の展開は状況によって異なるかも知れないが、現時点で日本銀行は黒田総裁の任期満了までこの路線を継続すると見られる。その後は短期金利はマイナス圏を脱し、10年債利回りのレンジも上方修正（それでも引き続き1%未満の水準）される可能性がある。

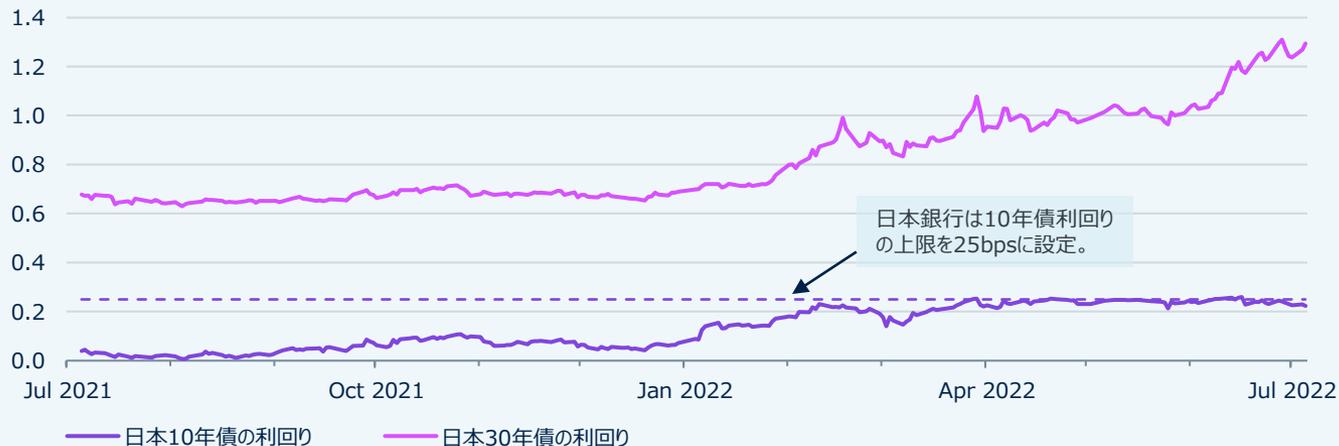
例外その2：中国の金利サイクルは他国と異なり、これが分散投資の機会を提供する

モラルハザード、不平等、そして新型コロナウイルスに対する中国政府の取り組みによって、大手ハイテク企業や不動産開発会社が大きな打撃を受けているほか、大都市ではロックダウン政策が実施されており、新たな金融刺激策、景気拡大を視野にした財政出動の必要性が生じている（「世界経済の見通し」を参照）。世界有数の市場規模を誇る中国は、自由

競争と統制が混在した独自の市場モデルを有しており、世界の投資シーンでは入手しにくい分散投資の機会をもたらしている。このことは、他の全ての市場が下落する中で独歩高となった先月の中国株式市場が実証している（図8）。しかし、恐らくより重要なことは、中国の債券市場が過去1年半にわたり、世界的な弱気相場にほぼ逆行した推移を見せている点である（図9）。債券市場と株式市場いずれにしてもグローバルに高い相関が一般的に見られる中、中国は独自の政策と規模を有する経済主体でもあり、世界の他の国々との関連性が薄いビジネスと市場サイクルが生み出されている。長期的には、これは国別のレラティブ・バリュエに基づいた投資機会を生み出す一方、中国市場が引き続き高成長を続けかつ他国との相関が低位に止まるようであれば、グローバル市場全体のボラティリティを抑制することになる。

図7

日本銀行は無制限の買い入れオペを繰り返すことで、これまでは10年債利回りを25bpsに抑えることに成功しているが、他の年限の利回り、特に長期債の利回りは上昇を続けている。



総論：債券市場の再生？

長年にわたって積み上げられたリターンが帳消しとなり、実質利回りは依然として驚くほど低く、クレジット市場はハードランディングに対する懸念が漂う中、債券市場の現状に関して絶望感を煽ることはそれほど難しくはない。確かに、こうした問題がいつ解消されるかは明らかではない。しかし、中長期的には、債券市場に絶望するのは誤った判断かも知れない。足元の金利上昇とスプレッドの急拡大が、1980年代のような相場再生の小型版をもたらすのではないだろうか？現時点では信じ難いかも知れないが、数十年にわたって均衡金利を押し下げてきた人口の高齢化、高水準の債務負担、その他の要因の全体的なトレンドは実際に変化しておらず、足元では単に小休止しているに過ぎない。そして、経済活動再開の熱狂とサプライチェーンの混乱が解消した後でこうしたトレンドが復活すれば、インフレ率は再び目標水準（あるいは目標を下回る水準）に回帰し、債券市場は長期的に堅実なリターンを獲得するための下地が整うだろう。しかし、そのようなハッピーエンドを祝す前に、ロシアの天然ガス供給問題の終局と、始まったばかりの先進国中央銀行による利上げを消化する必要がある。その間、当面の最も有効な戦略は、セクター間あるいは同一セクター内におけるマイクロ面での超過収益獲得機会に注力することである。幸いなことに、これに関しては本稿の後段で述べられているように、潤沢な機会が提供されている。

図8

年初の数ヶ月にわたって世界の株式は同時に下落したが、中国における緩和政策が社債や株式の支援材料になることから、世界の株式が引き続き低調に推移する一方で中国株は過去2か月にわたって上昇している（2021年を100として指数化）



図9

今年に入って多くの債券利回りが急上昇する一方、中国債の利回りは抑制された水準で推移している





セクション 3

世界経済の見通し

キャサリン・ナイス, PhD, 欧州チーフ・エコノミスト, グローバル・マクロ経済チーム

03

景気後退リスクの高まり

4-6月期は、ロシアによるウクライナ侵攻が引き起こした危機が焦点となった。この紛争は世界経済の供給網に大打撃をもたらし、経済活動を抑制すると同時にインフレ率を押し上げた。しかし、こうした影響が浸透する速度は異なる。インフレへの影響は急速に世界的な広がりを見せたが、経済活動の減速は徐々に進んでいる。経済活動の再開に伴う力強い景気モメンタムを背景に、世界各国の中央銀行は景気後退に陥るリスクに直面する中でインフレリスクの抑制に焦点を当てている。ロシア・ウクライナ紛争と各国中央銀行による過度な金融引き締めによる更なる経済の下振れリスクを背景に、市場は景気後退リスクに対する懸念を高めている。

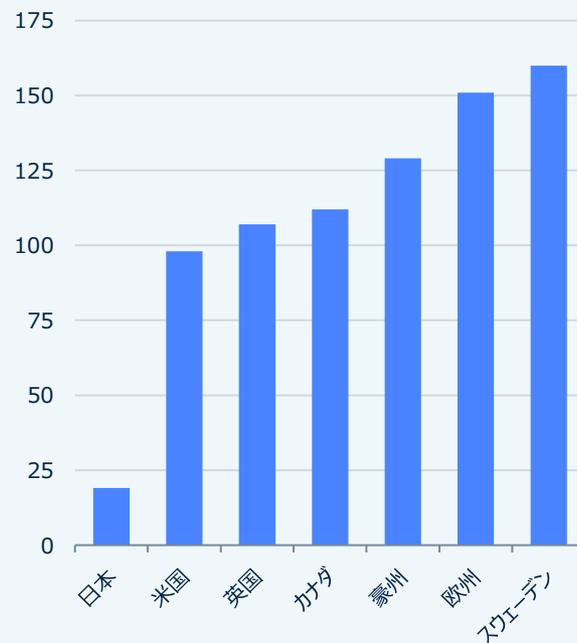
持続的なインフレ率の上昇とそれに対する各国中央銀行の取り組みを背景に、4-6月期には多くの国の金利市場において利上げの織り込みが進んだ（図 1）。この動きを牽引したのはFRBであり、物価の安定を巡る信頼感を確固たるものとし、高インフレの定着を回避することに注力している。利上げの織り込みは、労働市場が未だに逼迫している英国でも顕著であり、経済的により厳しい状態にあるユーロ圏や日本でも見られる。

FRBの75bpsの大幅な利上げを含めた4-6月期の相次ぐ利上げによって、市場は各国中

央銀行がインフレ抑制に注力していることを認識した。持続的な高インフレとそれに対する賃金の伸びの出遅れ、FRBによる金融引き締めの前倒しによって、消費者の購買力は打撃を受けている。名目ベースの個人消費支出は依然として堅調だが、実質ベースではこの1年で軟化した。全体として見れば、エネルギー価格や食料品価格の高騰に対する余力はあるものの、多くの家計は既に苦しい状況に陥っており、個人消費は今後更に落ち込むと見られる。その結果、企業の価格決定力は低下する可能性があり、需要が後退していく中で、特に在庫を積み増した企業への影響は大きいと見られる。住宅市況は金融環境が引き締まる中で既に減速しており、今後数四半期に亘り、金融政策の効果が時間差を伴って浸透していく中、今後も金融環境は引き締まっていくことが予想される。現時点では、FRBは月次のインフレ指標を重視しており、インフレ率が目標に向かって低下するという確証が持てるまでは、金融引き締めを続けると明言している。しかし、どこかの時点で、FRBは想定される金融引き締めの遅効性に焦点を移し、インフレ率の低下の兆候が積み重なれば、より慎重に政策の正常化を進めることになるだろう。しかし、FRBがソフトランディングを達成できず、更なる金融引き締めによって米国経済が景気後退に陥るリスクは残っている。

図1

市場が予想する3年先の政策金利の変化幅（2022年1月3日～7月7日、bps）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス

ロシア・ウクライナ紛争および欧州周縁国を巡る市場環境の悪化等、更なる経済の下振れリスクを考えれば、ユーロ圏の景気後退リスクは米国以上に深刻である。ユーロ圏のその他の下振れ要因としては、経済再開の勢いが衰えることによる景気回復の失速、更なる金融環境の引き締め、ユーロ圏の主要輸出国の成長鈍化、そして当然、食料品やエネルギー等のコモディティ価格の大幅な上昇が挙げられる。

しかし、ユーロ圏の景気減速はまだ本格化していない。紛争開始以降の景況感の悪化と実質所得の急激な落ち込みは、消費者主導の景気後退が差し迫っていることを示唆している。直近の購買担当者景気指数（PMI）によると、製造業、サービス業ともに予想以上の大幅な新規受注の低下が示唆されており、今後状況が更に悪化する可能性は依然として高い。近年のエネルギー調達先の分散に向けた取り組みにも拘わらず、ユーロ圏は依然としてロシア産エネルギーに依存している。ロシアによるウクライナ侵攻以降、エネルギー価格の高騰とロシアからのエネルギー供給の減少により、欧州の天然ガス貯蔵量は減少し、特にイタリアの状況は深刻である（図2）。ロシアからのエネルギー供給が突然停止すれば、配給制が導入され、産業の生産性は著しく低下するだろう。

しかし、今のところ、ユーロ圏経済は経済再開の恩恵を受けている。労働市場は依然として堅調であり、雇用は高水準で賃金も緩やかに伸びている。6月末に資産買い入れプログラムを終了したECBは、2会合続けて利上げを

実施し、9月でマイナス金利から脱却することを明言している。金融政策の正常化に向けた動きは、欧州各国のドイツ国債に対するスプレッドを拡大させ、特に脆弱なイタリア国債のスプレッドが大幅に拡大している（図2）。ECBはバックストップ策の導入を検討しており、これが信頼に足るものであれば、政策金利をプラス圏に引き上げるような積極的な金融引き締めが可能となる一方で、過度な引き締めをもたらすリスクも生じる。しかし、ユーロ圏経済は大幅に減速し、ECBは利上げを中断することが予想され、長期的な政策金利は1.25%前後で頭打ちとなり、足元の市場の織り込みを大きく下回るだろう。

新興国にとっては、先進国における金利上昇が金融・財政の安定性を脅かしていることと並んで、紛争による食料品・コモディティ価格の上昇が重要な課題となっている。既にこうした影響は多くの国に及んでおり、インフレの高進だけでなく、経常収支の悪化や国外からの資金調達の必要性も高まっている。金利が上昇し、リスク回避姿勢が高まる中で、新興国諸国はコロナ禍後の景気回復を持続させ、外貨を含めた十分な資金を確保しなければならないことに加え、こうした追加的な課題に直面している。

図2

2A：欧州の天然ガス貯蔵量と市場のストレス（％）



2B：4月のECB理事会以降、各国の10年国債利回りと同一年限のドイツ国債利回りのスプレッド較差の変化率（％）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス

しかし、この影響は一様ではない。この影響が広範に及ぶ一方、一様でないことを示すために、主要新興国のGDPに占める主要なコモディティの純輸出額の割合の分布（図3A）と、消費支出に占める食料品およびエネルギーの割合の分布（図3B）をそれぞれ示した。図3Aの左下の象限にプロットされたのは、製造業・輸出志向型の経済であり、様々なコモディティの輸入依存度が高い国々である（韓国や一部の中東欧の国など）。一方、一部の新興国（ブラジルなど）は原油、天然ガス、金属、石炭、鉱物などのいわゆる「ハード・コモディティ」や食料品を輸出しており、ロシア・ウクライナ紛争が貿易収支や貿易条件にプラスの影響を及ぼすことから、当面は紛争によって生じるその他の悪影響（世界成長の減速など）を相殺できる可能性がある。低所得国は消費支出全体に占める食料品の割合が大きいと、潜在的な食料不足やインフレの影響に特に晒されている。新興国の平均が図3Bの右上の象限にプロットされることは、こうした状況を反映している。

こうした課題を抱えながら、新興国の中央銀行は、インフレ高進の影響や通貨下落に加え、未成熟な金融政策の枠組みを考慮し、先進国に先んじてより積極的な利上げを実施した。迅速かつ積極的な政策対応は、特に国外からの資金調達の際に必要なリスクプレミアムという点において、今後多くの新興国に恩恵をもたらす可能性が高い。こうした中央銀行の一部は、足元で金融引き締めを一旦保留することで、経済が減速する中で利上げを実施するという困難な問題を回避できる可能性がある。

ある。

一方、中国は引き続き世界的なトレンドに逆行している。インフレ率は依然として相対的に低いが、1-3月期の経済活動は大きく減速した。経済活動の低迷は主に不動産セクターの鈍化を反映しており、住宅価格とローン需要は前例がないほど低下した。足元も続くゼロコロナ政策は、これまで報道されている程の重大な影響を及ぼしてはいないと我々は考えているが、中国の免疫の低さはこうしたリスクが今後も課題となる可能性を示唆している。

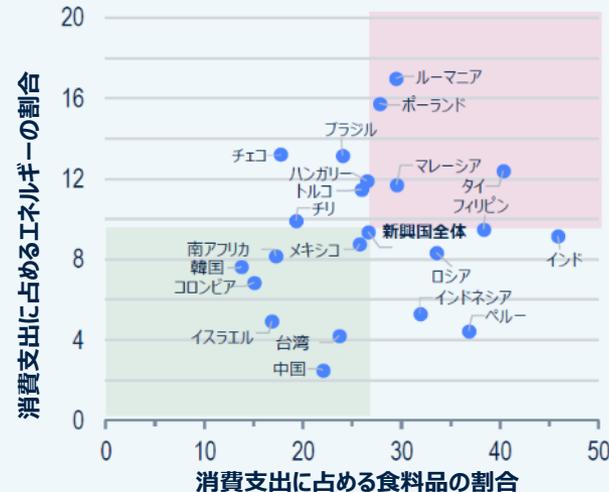
中国は唯一利下げを実施しており、財政支援策により重点が置かれている。更に、経済成長が一段と大幅に減速した場合には、追加的な財政・金融緩和政策の実施が見込まれる。我々は年内に大規模な一連の景気刺激策が打ち出されると見ている。しかし、中国経済が失速した場合、上述したリスクが波及し、世界的な景気後退はほぼ不可避となるだろう。

図3

3A：石油、金属、農産物の純輸出額
（主要新興国、対GDP %、2020年）



3B. 消費支出に占める食料品とエネルギーの割合
（主要新興国、%）



出所：国際貿易センターのTrademap、各国公表データ、ハーバー・アナリティクス



セクション 4

セクター別見通し

04

先進国金利

見通し：投資妙味が一段と増している。2023年の金利動向についてFRBと市場参加者の見方が乖離しているが、これは景気後退リスクに対する市場参加者の懸念の高まりを反映していると思われる。我々は、基本シナリオとして、最終的にボラティリティが落ち着きを取り戻し、10年債の利回りは今回の利上げサイクルの最終到達金利を下回る水準で推移すると想定している。

■ 先進国金利には引き続き大きなボラティリティが織り込まれている。過去の事例とは異なり、金融引き締めがより明確化するのに伴い、短期のインプライド・ボラティリティは低下せずに、むしろ上昇している。足元では世界的に債券市場が大きく下落しており、ドイツ国債の利回りは4-6月期にイールドカーブ全体にわたって上昇し、長期ゾーンの上昇幅は約100bpsとなった。ドイツ10年債

利回りの2ヵ月実現ボラティリティはコロナ禍と世界金融危機時の水準を上回り、欧州ソブリン危機時の水準に近づいている。

■ 世界的に国債利回りが上昇する中、米国10年物価連動債（TIPS）が示唆する期待インフレ率は40bps超低下した。市場はFRBの積極的な金融引き締めが長期的にインフレ抑制に効果的だと見込んでいるようである。我々は、インフレ率の当面の推移が市場ボラティリティと米国10年債利回りの道筋を決定付けることを認識しつつ、基本シナリオとして、最終的にはボラティリティが落ち着きを取り戻し、10年債の利回りは今回の利上げサイクルの最終到達金利を下回る水準で推移すると想定している。

■ 6月のFOMC以降、市場は2022年末時点のFF金利について、FRBメンバーによる予想中間値

と同等の3.5%前後まで引き上げられると考えているが、その後の2023年には利下げが開始されることを織り込み始めている。一方、FRBメンバーは2023年にはFF金利が3.75%にまで上昇すると予想しており、この乖離は景気後退リスクに対する市場参加者の懸念の高まりを反映していると思われる。

■ 長期国債、特に20年債の発行は数回にわたって削減され、昨年の発行額からは大幅に減少した。残念ながら長期国債は需給環境改善の恩恵を受けておらず、20年債は市場の流動性低下とボラティリティ上昇を背景に引き続き大幅に割安となっている。全体として、米国国債市場の流動性は引き続き逆風に晒されており、相場に影響を与えずに取引できる金額は低下している。

ドイツ10年債利回りの実現ボラティリティはコロナ禍と世界金融危機時を上回る（年率換算した標準偏差）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ。60日間のローリング期間を用いたデータ。

エージェンシーMBS

見通し：アンダーウェイト幅を縮小。米国国債のボラティリティ上昇による逆風が続くことを認識した上で、金利に対するMBSのアンダーウェイト幅の縮小を継続する。また、各クーポン水準において今後のキャッシュフローの変動性に着目し、経過年数が相対的に長い特定プールなどで投資機会を探っていく。

■ ボラティリティ上昇はエージェンシーMBSへの逆風となっており、米国国債に対する足元のアンダーパフォーマンスは2020年3月と同水準になっている。米国国債イールドカーブの不安定な動きも不透明感を増幅させている。しかし、コロナ禍当初のポジション解消による混乱とは異なり、現在の市場ストレスは、FRBがインフレ抑制のためにMBSを売却し始めることに対する懸念が最大の要因となっている。

■ FF金利の最終到達点見通しが上昇したことを背景に、投資家がキャリア維持のためにより高い利回りを追求したことを受けて高クーポン債がアウトパフォーマンスしている。住宅ローン金利は2008年の最高水準まで上昇し、新規発行は大幅に減少している。マクロ経済見通しを見誤ったオリジネーターは人員削減と規模縮小を迫られており、新規発行は年内いっばい減少し続ける可能性が高い。ボラティリティ上昇とFRBの量的引き締めを受け、ディーラーは売り買い共にポジションを取ることを回避し、市場仲介活動から後退しているようである。我々は、FRBによるMBS売却は2023年になるまで大きな論点にならないと考えている。とは

言え、我々はFRBが大規模に保有する証券をアンダーウェイトする戦略から恩恵を受けた。FRBによるMBS売却が発生しても、市場は初期段階において、売却による追加的な供給増を吸収できると考えられる。

■ 政府による暗黙の保証、およびモーゲージの多様なキャッシュフロー構成による恩恵を考慮すれば、エージェンシーMBSは他のクレジットセクターとは異なる評価を受けて然るべきである。ボラティリティが再上昇し、パフォーマンスに悪影響が及ぶ可能性については認識しつつも、我々は足元のスプレッド拡大は過度な水準であると考えており、引き続きアンダーウェイトを縮小する機会を探っている。期限前償還ペースが減速し、デュレーションが長期化している中、各クーポン水準において今後のキャッシュフローの変動性に着目し、経過年数が相対的に長い特定プールなどで投資機会を探っていく。

FRBによるエージェンシーMBSの保有額（10億米ドル）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ

証券化商品

見直し： 高格付銘柄に長期的な投資妙味がある。ファンダメンタルは依然として良好だが、金利上昇が特に住宅用不動産や商業用不動産のバリュエーションの重石となっている。短期的なパフォーマンスは格付によって異なり、消費者ローンやクレジットカードセクターの低格付債は、景気後退時には流動性が低下し更なる圧力に晒されると見られる。但し、こうした急落は長期的な投資家には明らかな投資妙味をもたらしている。

■ **CMBS：** 還元利回り（キャップレート）のスプレッドは世界金融危機以降で最も縮小した水準にあり、今後も金利上昇が商業用不動産の主なリスクとなることに変わりはない。キャップレートの上昇から物件価額の低下を防御するには、特にインダストリアルおよび集合住宅セクターの物件所有者は純営業収益（NOI）を引き上げる必要があるが、景気が鈍化する中では難しいだろう。小売およびホスピタリティについては、ロックダウン後の経済活動再開により一時的に活況だが、今後は減速すると予想されることから引き続き慎重な見方をしている。オフィス賃貸契約を巡る動きは活発化し、稼働率は安定しているものの、CMBSの賃貸契約期間は長期にわたることから、在宅勤務による影響が時間の経過とともに顕在化するだろう。債券市場全般にボラティリティが高まる中で、高格付のCMBS債に投資妙味が生まれている。我々は信用補完が充実した固定利付きコンデュイット型CMBSと、シングルアセット/シングルボロワー（SASB）

型の変動利付きメザニン債、中でもディスカウント価格で取引されており価格上昇が見込める銘柄を選好している。

■ **RMBS：** 住宅価格の上昇と住宅ローン金利の上昇によって、初めて住宅を購入する層が減少している一方、ミレニアム世代が賃貸市場を下支えしている。我々は、今年住宅価格の上昇率が8～12%に鈍化し、2023年は更に1桁台に減速すると予想している。案件数を確保するためにオリジネーターが引受基準を引き下げれば、モーゲージ・クレジットが悪化する可能性がある。スプレッドの拡大とスプレッド・デュレーションが長期化する中、著しく割安で取引されているクレジットリスクトランスファー（CRT）債（M2/B1）に投資妙味がある。また、ローン・トゥー・バリュー（LTV）の低い銘柄（流動性が高い）やノンコーラブル債（上値余地が大きい）にも注目している。

■ **CLOs：** 長期的な視点から、資本構成の上位にあるCLOは引き続き魅力的なレティティブ・バリューを提供する。ローン価格は下押し圧力に晒されているが、満期が近いものは少なく、クレジット・ファンダメンタルズは依然として堅調で、CLOのクレジット指標は大きなストレスに晒されていない。流通市場のスプレッドは発行市場よりも10～15bps拡大した水準にある。発行市場のスプレッドは流通市場の水準に向けて拡大が続くと考えられ、ディーラーが組成中の案件を発行する際には相当なコンセッションの機会が提供される可能性がある。

住宅ローン金利の上昇によって住宅市場の過熱感が緩和される見込み

市場を牽引する要素	影響	備考
需要	↑	人口動態の見通しが良好であることに加え、コロナ禍を背景としたハイブリッド型の勤務形態への移行によって住宅需要が下支えされる。
供給	↑	住宅在庫が歴史的な低水準にある中、建設業界におけるサプライチェーンの混乱によって更に供給が制限される。
審査基準	↑	住宅ローンの審査基準は依然として厳しいものの、金利が上昇する局面においては与信枠の更なる緩和が予想される。
購買力	↓	住宅ローン金利と住宅価格の上昇は、購買力という点において課題となる。

出所：PGIMフィクスト・インカム

セクター別見通し

新規発行が着実に増加していることに加え、昨年の需要の6割を占めた米国銀行からのAAA格CLOに対する需要が減退する中、短期的にスプレッドは拡大し続ける可能性がある。欧州CLOについても、ディーラーがバランスシート上のリスク低減に注力すると見られることから新規供給が続くと見込まれるが、スプレッドが拡大する中で積極的な購入者層が現れるだろう。

■ **ABS** : ABSのレラティブ・バリューは他の証券化商品ほど魅力がないため、機動的に売却している一方、購入については引き続き厳選された銘柄に止めている。我々は、一部発行体の無担保消費者ローンやサブプライムの自動車ローン、グローバル・プライム自動車ローンのクレジットリスクトランスファー債など、より投資妙味の高いABSを選好している。我々は引き続き、航空機リースなどマクロ経済のボラティリティに対するエクスポージャーの大きいセクターを回避している。

投資適格社債

見直し：ボラティリティの高さと、長期的な投資妙味が併存する。投資適格社債はクレジットリスクの積み増しを検討するのに妥当な水準にあるか、その水準に近付きつつある。欧州投資適格債の спреッドは、同一または同等の米国投資適格債に対して歴史的に最も拡大した水準で取引されており、リバース・ヤンキー債には投資妙味がある。

■ 投資適格社債は、あらゆるスプレッドセクターに共通する投資妙味と躊躇を典型的に表している。投資妙味が生じていることは認識しているが、スプレッドの拡大がピークを付けるタイミングを計るのは極めて難しいだろう。我々は、基本シナリオとして、今年後半に米国投資適格債の спреッドが170~180bpsに拡大すると見ており、そのレンジに到達したタイミングでリスクの積み増しを検討する。

■ 企業のファンダメンタルズについても一様でない見方が必要である。ファンダメンタルズは堅調であり、今年は約500億米ドル近いライジング・スターが誕生するなど、前向きな傾向が続いている。更に、足元の短縮されたクレジットサイクルは、多くの企業が借入れを増やす十分な時間がなかったことを意味しており、レバレッジ比率は依然としてコロナ禍前と比べほぼ横ばいである（グロスで2.9倍、ネットで2.4倍）。また、企業利益の伸びや利益率はピークを打った可能性があり、利益予想は引き下げられるだろう。

■ 一方、キャッシュ・フローの潤沢なエネルギー、

金属、化学といった発行体を中心に、株主還元を強化する兆候が見られる。自社株買いと配当は、記録的なペースで伸び（前年比36%増）、EBITDAの4割を占めている（2016年のピーク時で43%）。

■ マクロ環境に照らして将来の спреッド動向を見極める中で、我々は引き続きスプレッド・デューレーションをアンダーウェイトとし、大手銀行、エネルギー、その他の資源セクターに加えて、課税地方債のオーバーウェイトを維持する。また、魅力的なテnder・オファー（債券の買入償還）や目先の上昇局面を生かし、必要に応じたリスクの低減に努める。

■ 米国と同様に、欧州投資適格債を巡る状況も依然として不透明である。しかし、足元のボラティリティと個別発行体の信用状況のばらつきを踏まえると、レバティブ・バリュエーションに基づく魅力的な投資機会が生じている。また、信用ファンダメンタルズが堅固であることから、インフレ上昇を背景とした利率の低下に対しても依然として若干の余力がある。

■ 欧州とグローバルの投資適格債においては、スプレッド・デューレーションの小幅なアンダーウェイトを維持している。また、金融セクターの спреッド水準は産業セクターの水準まで縮小する余地があると見ています。全体として、ハイブリッド社債に加えて、足元でスプレッドが著しく拡大しているBBB格債に投資妙味があると見ています。

欧州投資適格債と米国投資適格債の спреッド較差拡大により、リバース・ヤンキー債に投資機会が生じている（bps）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ

セクター別見通し

ECBは社債の買い入れを縮小しているが、同等の信用リスクであれば、総じて厚いスプレッド水準で取引されている非CSPP適格債を引き続き選好する。

■ また、米国で発行されている国内債に比べて著しくワイドなスプレッド水準で取引されているリバースヤンキー債もオーバーウェイトにしている。リバースヤンキー債は、欧州全般の信用力に影響を与える得る、ロシア産天然ガスの完全な供給停止といったマクロ情勢の影響も受けにくい傾向にある。

■ グローバル投資適格債については、リバースヤンキー債とスプレッド・リスク全般をオーバーウェイトとする。現在、ユーロ建債のスプレッドにはダウンサイド・シナリオのリスクが大幅に織り込まれており、多くの同一発行体の米ドル建債とユーロ建債のスプレッド較差は、欧州債務危機以降で最も拡大している。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス

見直し：非常に選別的。信用ファンダメンタルは良好だが、地政学的リスク、インフレ・リスク、および景気後退リスクが当面の懸念材料となる。更なるスプレッド拡大に備えたポジションとする一方、中期的には投資妙味が生じつつあると考える。ボラティリティの高い状況が続く中、アクティブ運用と適切な銘柄選別が重要となる。

■ 堅調な信用ファンダメンタルズを背景に米国ハイイールド債のデフォルト率は低位で推移しているが、地政学的リスク、インフレ・リスク、および景気後退リスクを踏まえ警戒感を強めている。大半の発行体は、2020年と2021年に合計1兆米ドルという記録的な借り換えを実施済みであり、目先に返済を迫られる債務が限定的であるため、金利上昇、景気減速、インフレなどの影響を切り抜けられると考えている。とは言え、積極的な利上げと根強いインフレにより、経済が我々の基本シナリオとする緩やかな景気後退に陥る場合、今後2年間にデフォルト率が3〜7%へ上昇すると予想する。

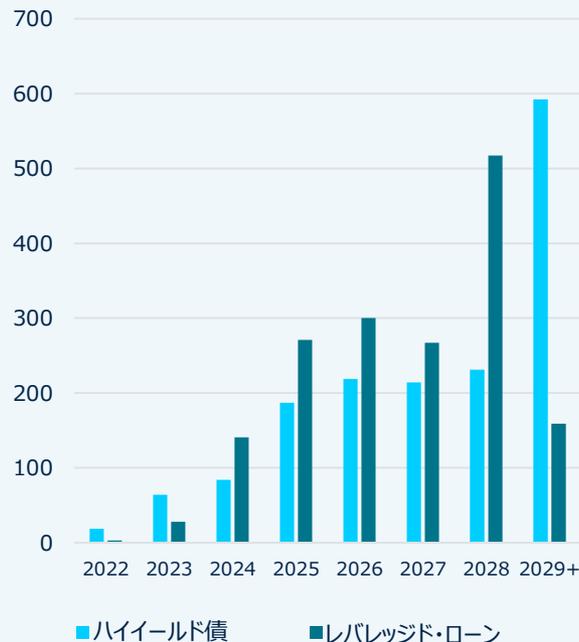
■ ディフェンシブな姿勢を維持し、更なるスプレッド拡大に備えたポジションを構築している一方、大半の発行体の債務返済能力は相応に高く、負債の満期構成も良好で、キャッシュ・フローも潤沢なため、デフォルト率は過去の景気後退時ほど深刻にはならないと我々は見ている。また、インフレが予想よりも早期に落ち着くか、FRBが経済をどうにかソフトランディングさせ

る場合には、長期平均を上回る水準にまで拡大したスプレッドと、著しく割安な価格を背景に、市場が大幅に反発する可能性がある。よって、現在の市場価格は相応にフェアバリューに近いと思われ、スプレッドが更に小幅に拡大すれば、リスク・リターンが見合ってくると思われる。

■ ポジションに関しては、我々は低格付発行体への配分を削減し、リスク低減の一環として現金の保有高を増やした。また、我々は独立系発電事業者、住宅およびカジノ関連銘柄のオーバーウェイトを維持している。

■ 米国レバレッジド・ローンについては、目先に債務返済を迫られる発行体が限定的であることから、デフォルト率が大きく上昇するとは考えておらず、今後3〜6カ月は需給動向が概ねパフォーマンスを左右すると見ている。4〜6月期の終盤に急減したCLO組成が再開し始めているものの、発行動向の鍵を握るAAA格の購入者層はまだ本格的に市場に戻ってきていない。一方、ローン投信への資金流入は過去6四半期にわたる高水準から引き続き鈍化すると予想する。我々は、ボラティリティが高まるとの予想から短期的にはローン市場に対して慎重な見方をしているが、利回り上昇を背景に長期的には前向きな見方をしている。金利上昇が予想される中、年末までにローンの平均クーポンは7.25%に、平均利回りは9.0%程度にまで上昇する可能性がある。

米国ハイイールド債とローンの満期
(額面価格, 10億米ドル)



出所：PGIMフィクスト・インカム、J.P.モルガン

セクター別見直し

■ 足元のスプレッド拡大にも拘わらず、2023年までマクロ経済およびインフレ見通しが不透明なことから、欧州ハイイールド債と欧州レバレッジド・ローンについては慎重な姿勢を維持している。冬場に向けてロシア産天然ガスの供給が完全に停止するリスク（但し、その可能性は依然として低いと考えられる）が足元のスプレッド水準に十分に織り込まれているとは言い難い。また、足元のスプレッド水準は世界金融危機以降の平均よりも僅かに拡大しているに過ぎず、市場はスタグフレーションや景気後退の確率を十分に織り込んでいない。とは言え、発行体の信用ファンダメンタルズは概して堅固な状況にある。また、目先に返済を迫られる債務が限定的であることから、景気後退の可能性が高い中でも、今年または来年にデフォルト率が大きく上昇するとは予想していない。

■ ポジションに関しては、現金の保有高を増やす一方で景気循環セクターのリスクを削減するなどして、市場に対して中立近傍のリスク水準を維持している。また、フェアバリューから逸脱してレラティブ・バリューに基づく魅力的な投資機会を提供している銘柄については、慎重かつ選別的にリスクの積み増しを検討する。高いボラティリティが続く中、最終的にはアクティブ運用と適切なクレジット選別が重要になると考える。

エマージング債券

見直し：選別的に魅力的な投資機会を組み入れる方針。エマージング市場を取り巻く環境は依然として厳しいが、バリュエーション面では既に多くのリスクが市場に織り込まれている。インフレが鈍化し、中国の景気刺激策が先進国の景気減速を緩和するというシナリオでは、資産価格が大きく上昇する可能性がある。しかし、景気後退またはスタグフレーションに陥るシナリオでは、厳しい状況が続くことになるため、銘柄選別が引き続き重要となる。個別国毎の経済の推移、投資家の資金フロー、発行体/セクターの経済・業績の行方を踏まえたボトムアップ分析に基づき、最善のレティブ・バリュエーションの投資機会を選別する必要がある。

■ **ハードカレンシー建ソブリン債：**過去8ヵ月間で、ハードカレンシー建ソブリン債のスプレッドは世界金融危機、新型コロナウイルス感染拡大に次いで過去18年間で3番目に拡大した水準に達した。しかし、中国の成長鈍化が依然として顕著なリスクとなっている。中国ではゼロコロナ政策と不動

産セクターへの規制強化によって、2022年の政府目標である経済成長率+5.5%の達成が難しくなっている。今のところ投資家は中国での景気刺激策を歓迎しているが、景気減速を回避するには、インフラ分野や公共住宅などを通じた更なる刺激策が必要である。

■ 現在の環境下では、確度の高いファンダメンタル分析を踏まえたレティブ・バリュエーションに基づいた投資によって、大きな超過収益を創出することができる。特に低格付の発行体においては、引き続き個別発行体毎のパフォーマンスの格差が大きくなると予想する。

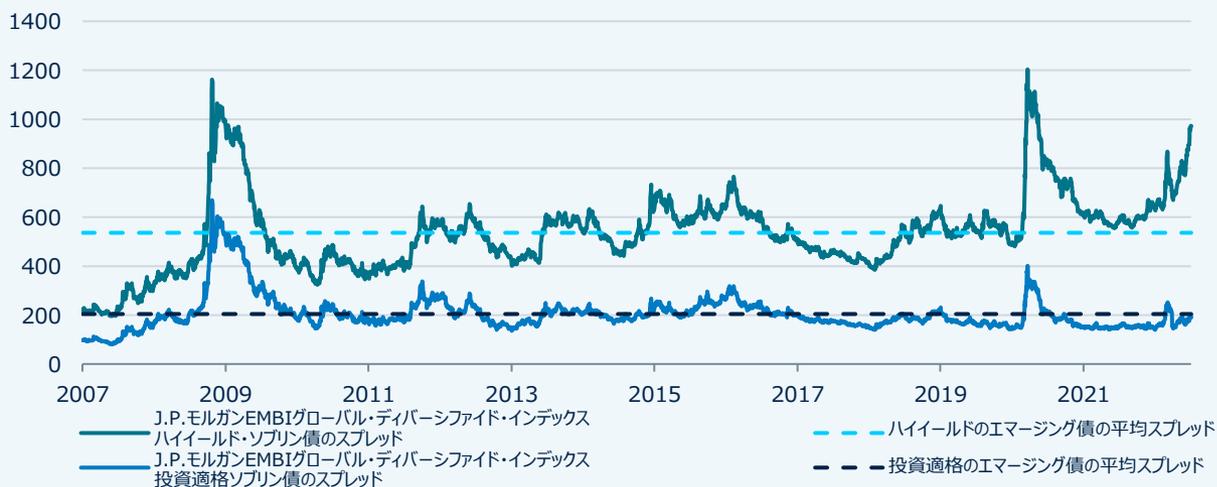
■ 金融環境の引き締め、景気減速、リスク選好の低下によって、厳しい経済環境とリスクプレミアムの高止まりが継続すると見込まれる。しかし、エマージング債市場は何とかこうした状況を切り抜けられると我々は分析している。ハードカレンシー建ソブリン債のスプレッド拡大はほぼ一巡した可能性があり、足元のスプレッド水準は歴史的に見ても魅

力的なエントリーポイントとなっている。

■ 低格付国では、国毎にファンダメンタルズと政策の状況が大きく異なる。例えば、エチオピア、ガーナ、ケニア、スリランカ、スリナム、チュニジア、トルコといった財務状況が脆弱な発行体は、投資家のリスク回避姿勢と金利上昇によって債務返済コストが上昇し、資本市場での資金調達もより困難になることから、今後も厳しい状況に立たされる。

■ 他方、現在の債券価格が回収価額近辺にある低格付発行体や、主に国際通貨基金（IMF）から求められている条件によって自国の政策を調整している低格付発行体には、リスクを軽減させる要素が存在している。ファンダメンタルズの改善、コモディティ価格の上昇、IMFの支援、発達した国内金融市場などの要因が、こうした国にとっての支援材料になる。コートジボワール、アンゴラ、イラク、ガボン、ドミニカ共和国、カメルーン、モザンビーク、ナイジェリアはこうしたカテゴリーに当てはまる国である。

ハイイルドのエマージング債券価格の下落により、スプレッドは長期的な平均を大きく上回る水準にまで拡大 (bps)



セクター別見通し

■ 格付が投資適格ないし強固なBB格の国は、ファンダメンタルズが堅固であるため、成長率の鈍化が大きな悪影響とはならないだろう。

■ サウジアラビアとカタールは双子の黒字国で、外貨準備高も大きく積み上がっている。またイスラエル（ベンチマークには含まれない）もファンダメンタルズが強固かつバリュエーションも魅力的なため投資妙味がある。欧州経済は鈍化し始めているが、ハンガリーとルーマニアは債券発行による資金調達をしなくても、次世代EU基金によりファンダメンタルズを強化できる点が魅力的である。セルビアは規律ある財政運営、海外からの直接投資、豊富なりチウム資源に魅力がある。

■ コモディティ価格の上昇は、中南米にとって追い風となっている。しかし、足元は堅調であるとは言え、同地域では非正統的な政策を取る政権が誕生しつつあり、状況が悪化していく可能性がある。一方、コロンビア債などには既にこうした懸念が織り込まれており、我々は小幅なオーバーウェイトとしている。

■ **エマージング社債**：エマージング社債は年初から苦戦が続いており、スプレッドは90bps以上拡大した。年初来のパフォーマンスが最も低調なのは、中国の不動産開発業者、マカオのカジノ関連銘柄、ロシアおよびウクライナの社債となっている。

■ ファンダメンタルズは底堅い一方で、エマージング企業の利益率はピークを打ったと見られる。我々は、ハイイールド社債（ロシアおよび中国不動産銘柄を除く）のデフォルト率は足元の1～2%から3～4%へと上昇すると予想して

いる。

■ 引き続き我々はレラティブ・バリューを重視しており、インド、イスラエル、タイ、メキシコ、ペルーといった国の高格付ハイイールド債やBBB格債を選好している。

■ 低格付のハイイールド社債は、景気後退やスタグフレーションに陥った際の悪影響が大きいことから、慎重に銘柄選別を行っている。アルゼンチンやトルコなどの財務状況が脆弱な国の中小企業、金属・鉱山、銀行、内需の影響を受ける銘柄をアンダーウェイトとしている。

■ 中国の不動産セクターが発行している大半の債券はディストレスト水準で取引されている。当面は現在の抑制したポジションを維持しつつ、今後6～12か月の間に経済活動が改善することを期待している。

■ Mexico City AirportやインドのPower Finance Corporationなどの準ソブリン債は、政府支援や魅力的なスプレッド水準により引き続き魅力的だと考える。

■ 堅調な需給環境はエマージング社債を下支えしている。純発行額が大幅なマイナスであること、低水準のディーラー在庫、中国・台湾の投資家からの投資適格債への旺盛な需要、発行体による大量の既発債の買入償還などが背景にある。大半の発行体が2021年に短期債を買入償還または借り換えしたことから、今後2年間に満期を迎える債券は限定的である（中国社債を除く）。

■ **現地通貨建エマーシング債**：インフレがピークを迎える時期が不明確であること、およびFRBのタカ派的な姿勢を背景に、現地通貨建エマーシング債のリスクプレミアムは高止まりしている。これは、現地通貨建エマーシング債にとっては、個別国の動向よりもエネルギー価格とG7国の金利動向の方がより重要であることを示唆している。

■ 一方、足元の現地通貨建エマーシング債の下落を受け、7-9月期を迎えるに当たって我々は短期債を中心に選別的にアンダーウェイトを削減した。

■ 世界的な金融環境の引き締めりがコモディティ価格の重石になると予想している。そして、こうした圧力は現地通貨建エマーシング債のリリーフ・ラリー（安堵感からの相場上昇・金利低下）をもたらす可能性がある。

■ チェコやブラジルなど早くから利上げを実施してきた国は、近いうちに利上げを打ち止めにする可能性が高い。利上げの開始が遅かったチリ、メキシコ、ハンガリーなどの国では、足元で投資家が2007～08年以前と同様の高い金利水準を織り込んでいる。世界的な金利上昇が一服すれば、これら5か国は全てオーバーウェイトを検討する候補になると考えている。

■ 中南米に関して、我々のポートフォリオのデューレーションはベンチマーク並みになっている。しかし、同地域のイールドカーブには大幅な利上げ期待が織り込まれている。よって、我々は5年までの年限を中心に中南米のデューレーションをオーバーウェイトすることを検討する可能性がある。

■ アジアの中央銀行はハト派的な姿勢を維持する可能性が高い。よって、我々のポートフォリオでは、インドネシアとマレーシアを中心にアジアの現地通貨建エマーシング債をオーバーウェイトにしている。一方、タイの現地通貨建債についてはアンダーウェイトにしている。

■ ポーランド中央銀行はインフレ率の上昇に対してこれまであまり積極的な対応をしていないことから、我々はポーランド債をアンダーウェイトにしている。

■ **エマーシング通貨**：7-9月期に入り、我々は米ドルをロング・ポジションとしつつ、エマーシング通貨に対しては慎重な姿勢を維持している。我々は、引き続きレティフ・バリューに基づく投資機会に焦点を当てている。

■ エマーシング通貨を全体としてアンダーウェイトとしている。我々は中国の経済成長に懸念を持っており、特にアジア通貨（中国人民元、タイ・バーツ、台湾ドル）を最もアンダーウェイトとしている。また、資源国通貨、およびFRBに対して金融引き締めが遅れている国の通貨もアンダーウェイトにしている。

■ 中南米通貨（ブラジル・リアル、コロンビア・ペソ、ペルー・ソル）をオーバーウェイトとしており、特にボラティリティ対比で高いキャリーが期待できる一部の資源国通貨を選好している。

■ 南アフリカ・ランドとインドネシア・ルピアについては、経済成長の鈍化と金融環境の引き締まりの影響を受けやすいことからアンダーウェイトとしている。

■ エマーシング通貨の追い風となる要因として、

コモディティ価格の上昇によって、当面は資源国通貨が下支えされる可能性がある。そして、大半のエマーシング国の金利が高止まりしており、また中国の景気刺激策が強化されつつある。しかし、現時点では、こうした追い風がFRBのタカ派的な姿勢による悪影響を払拭できるかについて、我々は懐疑的な見方をしている。

■ 米ドルに関しては、中国政府がFRBのタカ派的な姿勢に対抗し得る大規模な景気刺激策を講じる可能性がある。また、米国のインフレ率が十分に低下し、FRBがタカ派的な姿勢を弱める可能性もある。最後に、FRBが景気後退の回避を模索するようであれば、その場合にもドル高は抑制される可能性がある。

地方債

見直し： 慎重な姿勢。景気後退に陥る確率が高まっていることを背景に、継続的な地方債からの資金流出、あるいは他のセクターからの資金流入（クロスオーバー・バイイング）が抑制される可能性がある。個人投資家が金利が上昇する可能性が高いと見ている間は、地方債への圧力が続くだろう。

■ 信用力が依然として強固であることに加え、「安全性への逃避」の動きは地方債セクターにとって追い風になる。しかし、FRBはタカ派的な姿勢を強めており、これによって地方債投信からの資金流出が継続する可能性がある。更に、レティブ・バリューの観点で割高だという見方から、クロスオーバー・バイイングが抑制される可能性もある。よって、我々は景気後退リスクの高まりと金利変動が大きくなる可能性を踏まえ、慎重姿勢を強めている。

■ 5月に地方債市場が上昇した後、市場を動かす要因に変化が見られる。ETFへの資金流入を契機に運用会社も再び地方債市場に資金を振り向けるようになり、5月に需給に対する逆風は弱まり始めた。しかし、四半期の終盤になるとETFは再び資金流出に転じた。更に、地方債のイールドカーブは、フラット化が進んだ米国国債利回りと比較してよりスティーブな状態にあり、これがクロスオーバー投資家（銀行や保険会社）からの需要を抑制している。地方債の спреッドは長期的な過去平均水準から見て、まだ低い水準で推移している。

■ 金利の変動が大きく、非課税地方債投信からの資金流出が直ちに落ち着く兆候は見られないものの、豊富な再投資資金の流入と限定的な新規発行によって市場は下支えされると見込まれる。6月から8月の正味発行額はマイナス330億米ドルと予想されている。一方、課税地方債は、引き続き低い流動性と限定的な新規発行を背景に、ほぼ同様の傾向で推移すると考えられる。我々のポートフォリオでは、コンベクシティの劣る銘柄からコンベクシティのより優れた高プレミアム債（債券価格が額面価格を大幅に上回る債券）への入れ替えを継続する。

米国国債に対する地方債の спреッドは、最もタイトな水準よりは拡大しているものの、長期的な平均を下回っている（地方債の спреッド、2008年～2022年初来、bps）

	AA格	A格	BBB格	ハイールド
長期的な平均	36	93	184	335
中央値	23	80	165	342
現在のスプレッド	18	62	114	202
最もタイトな水準 (2022年1月28日)	6	30	59	184

出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ



セクション 5

見通し一覧 & 資産クラス別の 見解

05

セクター	見通し	資産クラスに対する見解*	
先進国金利	投資妙味が一段と増している。2023年の金利動向についてFRBと市場参加者の見方が乖離しているが、これは景気後退リスクに対する市場参加者の懸念の高まりを反映していると思われる。我々は、基本シナリオとして、最終的にボラティリティが落ち着きを取り戻し、10年債の利回りは今回の利上げサイクルの最終到達金利を下回る水準で推移すると想定している。	米国 ドイツ 日本	英国 カナダ オーストラリア
エージェンシーMBS	アンダーウェイト幅を縮小。米国国債のボラティリティ上昇による逆風が続くことを認識した上で、金利に対するMBSのアンダーウェイト幅の縮小を継続する。また、各クーポン水準において今後のキャッシュフローの変動性に着目し、経過年数が相対的に長い特定プールなどで投資機会を探っていく。		
証券化商品	高格付銘柄に長期的な投資妙味がある。ファンダメンタルは依然として良好だが、金利上昇が特に住宅用不動産や商業用不動産のバリュエーションの重石となっている。短期的なパフォーマンスは格付によって異なり、消費者ローンやクレジットカードセクターの低格付債は、景気後退時には流動性が低下し更なる圧力に晒されると見られる。但し、こうした急落は長期的な投資家には明らかな投資妙味をもたらしている。	CMBS 非エージェンシー	CLOs ABS
投資適格社債	ボラティリティの高さと、長期的な投資妙味が併存する。投資適格社債はクレジットリスクの積み増しを検討するのに妥当な水準にあるか、その水準に近付きつつある。欧州投資適格債のスプレッドは、同一または同等の米国投資適格債に対して歴史的に最も拡大した水準で取引されており、リバースヤンキー債には投資妙味がある。	米国投資適格債	欧州投資適格債
グローバル・レバレッジド・ファイナンス	非常に選別的。信用ファンダメンタルは良好だが、地政学的リスク、インフレ・リスク、および景気後退リスクが当面の懸念材料となる。更なるスプレッド拡大に備えたポジションとする一方、中期的には投資妙味が生じつつあると考える。ボラティリティの高い状況が続く中、アクティブ運用と適切な銘柄選別が重要となる。	米国ハイイールド 米国レバレッジド・ローン	欧州ハイイールド 欧州レバレッジド・ローン
エマージング債券	選別的に魅力的な投資機会を組み入れる方針。エマージング市場を取り巻く環境は依然として厳しいが、バリュエーション面では既に多くのリスクが市場に織り込まれている。インフレが鈍化し、中国の景気刺激策が先進国の景気減速を緩和するというシナリオでは、資産価格が大きく上昇する可能性がある。しかし、景気後退またはスタグレーションに陥るシナリオでは、厳しい状況が続くこととなるため、銘柄選別が引き続き重要となる。個別国毎の経済の推移、投資家の資金フロー、発行体/セクターの経済・業績の行方を踏まえたボトムアップ分析に基づき、最善のレラティブ・バリュエーションの投資機会を選別する必要がある。	ハードカレンシー建エマージング債 エマージング社債	現地通貨建エマージング債 エマージング通貨
地方債	慎重な姿勢。景気後退に陥る確率が高まっていることを背景に、継続的な地方債からの資金流出、あるいは他のセクターからの資金流入（クロスオーバー・バイイング）が抑制される可能性がある。個人投資家が金利が上昇する可能性が高いと見ている間は、地方債への圧力が続くだろう。	非課税債	課税債

パフォーマンス一覧

セクター	サブセクター	スプレッドの変化 (bps)		SOFR OAS 6/30/22	
		Q2	年初来		
CMBS	CMBS:コンデュイット型 AAA	利子先払い10年債	28	61	155
	CMBS:コンデュイット型 BBB-	BBB-	128	213	589
	CMBS:SASB - シニア	AAA	30	89	180
	CMBS:SASB - メザニン	BBB-	40	104	340
	CMBS:エージェンシー集合住宅	シニア	6	28	80
非エージェンシー RMBS	レガシー	RPL シニア	35	89	185
	レガシー	2006/2007年のオルトA	55	134	265
	GSEリスクシェアリング	M2	115	290	440
CLOs	CLO 2.0	AAA	56	58	200
	CLO 2.0	AA	65	69	265
	CLO 2.0	BBB	75	109	450
ABS	無担保消費者ローンABS	シニア	62	111	197
	無担保消費者ローンABS	B クラス	67	136	247
	民間学生借り換えローン	シニア	47	81	172
	クレジットカード ABS	AAA	27	44	77

出所：PGIMフィクスト・インカム

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS (bps) 6/30/22
	Q2	年初来	Q2	年初来	
米国投資適格社債	-7.26	-14.39	37	60	153
欧州投資適格社債	-7.29	-11.88	79	113	208

出所：ブルームバーグ米国社債インデックスおよびブルームバーグ欧州社債インデックス（ヘッジなし）

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。インデックスに直接投資することは出来ません。2022年6月30日現在。

	トータル・リターン (%)		スプレッド / 利回り変化 (bps)		OAS (bps) / 利回り % 6/30/22
	Q2	年初来	Q2	年初来	
エマーシング債券 (ハードカレンシー建)	-11.43	-20.31	142	173	542
エマーシング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	-3.22	-11.09	83	135	7.06
エマーシング通貨	-4.57	-9.84	105	128	5.61
エマーシング社債	-5.62	-13.94	73	92	404

出所：J.P.モルガン

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS / DM (bps) 6/30/22
	Q2	年初来	Q2	年初来	
米国ハイイールド債	-9.83	-14.19	224	266	549
欧州ハイイールド債	-10.65	-14.34	215	292	610
米国レバレッジド・ローン	-4.35	-4.45	209	219	658
欧州レバレッジド・ローン	-7.10	-7.62	289	345	760

出所：ICE BofAML、クレディ・スイス

	トータル・リターン (%)	
	Q2	年初来
高格付非課税債	-2.94	-8.98
ハイイールド非課税債	-5.61	-11.77
長期課税地方債	-8.27	-17.25

出所：ブルームバーグ。ブルームバーグ地方債インデックスによります。

留意事項 1

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、2022年7月現在

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。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拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iv) 香港拠点のPGIM (香港) における債券運用部門 (PGIM Hong Kong)、(v) シンガポール拠点のPGIM (シンガポール) における債券運用部門 (PGIM Singapore)。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシアランス・カンパニー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、プルデンシャル・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はありません。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。特定の投資ニーズに関する情報が必要なお客様は、金融の専門家にご確認ください。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、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先以外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もなく、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。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して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、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、およびまたは第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II) で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、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。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。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) カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2021 PFI and its related entities. 2022-4509

インデックスに関する留意事項

米国投資適格社債

ブルームバーグ米国社債インデックス：ブルームバーグ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

ブルームバーグ欧州社債インデックス：ブルームバーグ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、エマーゼンシング債は含まれません。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。ICEデータ・インデックス LLCは、許可を得た上で使用されています。ICEデータ・インデックス LLCは、ICEデータ・インデックス及び関連データである「AS IS」の使用を認めるにとどまり、同インデックス及び関連データの適切性、品質、正確性、経済性、完全性について保証するものではありません。また、これに含まれる、あるいは関連するデータについて保証するものではなく、その利用についていかなる責任も負いません。ICEデータ・インデックス LLCは、PGIMフィクスト・インカム、並びにPGIMフィクスト・インカムが提供する商品やサービスを協賛、承認、推奨するものではありません。

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。

エマーゼンシング債券

JPモルガンEMBIグローバル・ディバースファイド・インデックス。エマーゼンシング・マーケット・ボンド・インデックス・グローバル・ディバースファイド (EMBIグローバル) は、エマーゼンシ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。情報は信頼できると考えられる情報源から

入手されていますが、JP モルガンはその完全性や正確性を保証するものではありません。インデックスの使用には許可が必要です。本インデックスをコピー、使用、または配布するに当たっては、JP モルガンの事前の書面による許可が必要です。Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. 無断転載は禁じられています。

現地通貨建てエマーゼンシング債券

JPモルガンGBI-EMグローバル・ディバースファイド・インデックス：JPモルガンGBI-EMグローバル・ディバースファイドは、エマーゼンシ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。

エマーゼンシング社債

JPモルガンCEMBIブロード・ディバースファイド・インデックス：JPモルガンCEMBIブロード・ディバースファイドは、エマーゼンシ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。

エマーゼンシング通貨

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

ブルームバーグ米国債インデックス：ブルームバーグ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：ブルームバーグ米国MBSインデックスは、ジニーメイ(GNMA)、フアンニーメイ(FNMA)、フレディマック(FHLMC)が保証するエージェンシー不動産担保パスルー証券(固定金利型、およびハイブリッド・ARM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、ヴァイ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

ブルームバーグ米国総合インデックス：ブルームバーグ米国総合インデックスは、SEC登録証券で構成される、米ドル建て・投資適格の固定利付またはステップアップ課税債市場をカバーしており、米国債、政府機関債、社債、MBS (固定金利型およびハイブリッドARM型エージェンシー・パスルー証券)、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。

留意事項 2

- 本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した“Q3 22 Quarterly Outlook / Published July 2022”をPGIMジャパン株式会社が監訳したものです。
- 本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。
- 記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。
- 本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものです。その情報の正確性、確実性について当社が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。
- 本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。
- 当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。
- 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

PGIMJ91847

原文（英語版）につきましては当社ウェブサイト（<https://www.pgim.com/pgim-japan/quarterly-outlook-back-number>）をご参照ください。