



# 2022年 10-12月期 四半期見通し

2022年10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 17

先進国金利 18

エージェンシーMBS 19

ESG 20

証券化商品 21

投資適格社債 23

グローバル・レバレッジド・ファイナンス 25

エマーゼンシング債券 27

地方債 30

## 5 サマリー 31

見通し一覧 & 資産クラス別の見解 32

パフォーマンス一覧 33

### トータル・リターン (%)

個別セクター	Q3 22	YTD	2021	2020	2019
CMBS	-3.85	-11.81	-0.64	8.11	8.29
地方債	-3.46	-12.13	1.52	5.21	7.54
エマーゼンシング債 (現地通貨建)	-0.42	-11.46	-5.52	6.07	9.14
米国国債	-4.35	-13.09	-2.32	8.00	6.86
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	-5.35	-13.66	-1.04	3.87	6.35
米国レバレッジド・ローン	1.19	-3.31	5.40	2.8	8.17
エマーゼンシング通貨	-3.97	-14.24	-3.09	1.73	5.2
欧州レバレッジド・ローン	1.15	-6.56	4.87	2.4	4.38
米国投資適格社債	-5.06	-18.72	-1.04	9.89	14.5
欧州投資適格社債	-3.06	-14.58	-0.97	2.77	6.24
米国ハイイールド債	-0.68	-14.62	5.36	6.2	14.4
欧州ハイイールド債	-0.84	-15.52	3.32	2.9	11.4
エマーゼンシング債 (ハードカレンシー建)	-4.57	-23.95	-1.80	5.26	15.04
米国長期国債	-9.63	-28.84	-1.13	17.7	14.8
米国投資適格長期社債	-8.65	-29.43	-4.65	13.94	23.9

### マルチセクター

円総合	-0.62	-3.47	-2.85	-0.8	1.64
グローバル総合(ヘッジあり)	-3.34	-12.09	-0.15	5.58	8.22
米国総合	-4.75	-14.61	-1.39	7.51	8.72
ユーロ総合 (米ドルヘッジなし)	-4.59	-16.16	-4.71	4.05	5.98
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	-6.94	-19.89	-1.54	9.2	6.84

### その他セクター

米ドル (DXYインデックス)	7.10	17.19	6.37	-6.69	1.35
3か月 SOFR	1.48	3.63	0.03	-1.5	-0.85
S&P 500 指標	-5.27	-24.77	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、エマーゼンシング債はJPMorgan、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9月30日現在。インデックスに直接投資することはできません。

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 前例のない利上げサイクル：**足元の類を見ない利上げサイクルに対応するためには、謙虚な姿勢およびコンセンサスでない見方にも絶えず目を向ける必要がある。
- 2 様々なシナリオが発生する可能性：**不確実性の蔓延によって、マクロ経済の見通しに関する様々なシナリオの発生確率が変化してきた。ソフトランディング、スタグフレーション、景気後退の確率はほぼ同等だと我々は考えているが、各シナリオが投資に及ぼす影響は大きく異なる。
- 3 一連の長期的な構造変化：**各国中央銀行は量的緩和（QE）から量的引き締め（QT）へと政策転換し、実験的なゼロ金利あるいはマイナス金利政策も巻き戻された。根強く残る独裁政権によって地政学的リスクが高まっている一方、民主主義に対する切望と米ドルが世界的な政策に与える影響力が浮き彫りになっている。また、効率的で経済的なグローバルなサプライチェーンは、安定性を重視したより局所的なサプライチェーンへと再構築されつつある。一方、労働者を市場に回帰させるために、企業は株主重視の姿勢を労働者重視へと転換させており、これによって利益率の低下、企業利益の減少、低配当がもたらされる可能性が高い。
- 4 債券の投資機会が拡大：**全てのリスクが完全に織り込まれたと考えるには時期尚早ではあるものの、今後、債券が十分な投資価値を提供するタイミングが訪れると考えられる。再び高利回り環境がもたらされることによって資産配分はバランスを取り戻し、投資家および預金者はこうした高利回り環境を好感すると思われる。



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

## 困難な状況を越えて

7-9期のグローバル債券市場は、懸念材料に満ち溢れたものだった。各国中央銀行は、過去半世紀で最悪のインフレに対処するために短期金利を大幅に引き上げた。その結果、イールドカーブはベア・フラット化し、年初来の損失が更に膨れ上がった。債券価格の下落によって個人資金の流出に拍車がかかり、流動性が悪化する中で日中及び日を跨いで値動きが大きく変動し、これによってディフェンシブな市場環境がもたらされた。投資家は、様々なリスクによって変動する市場の動きを毎日のように見守っていることだろう。しかし、市場における4つの動向を注意深く検証することにより、市場の脆弱性（1つ目の市場動向として、英国債券市場の混乱を取り上げる）、インフレ要因、通貨ボラティリティ、新たに生じつつある債券市場の投資機会を巡る状況について理解することが出来る。

### 市場動向1 英国における一時的な市場の混乱

英国においてトラス新政権が発表した不評な財政刺激策によって、英ポンドおよび英ポンド建債券（英国債）市場は9月終盤に一時的な混乱に陥った。債券価格の大幅な下落と、それによって引き起こされた英国の年金基金資産への影響の大きさに直面したイングランド銀行は、インフレが高進する中で金融引き締めを実施している最中にも拘わらず、市場介入を実施した。

今回の財政刺激策は、既に英ポンドと英国債が下落基調にある中で発表された。発表に伴って下げ足が加速し、中でも英国の物価連動債市場が急落した。

英国の年金基金には長期デュレーションの投資が求められており、基金はポートフォリオを多様化しつつ

加価値を追求するためにヘッジ付きで海外資産に投資する一方、デュレーションを長期化させるためにレバレッジを活用している。為替が下落し利回りが上昇するにつれ、外国債券投資に対する英ポンド買のヘッジ、および金利デリバティブのロング・ポジションが共に損失を被って追証が必要となり、これが国債の強制売却に繋がった。その結果として、負のスパイラルが生じた。

利回りの急上昇から数時間以内に、イングランド銀行は市場介入に踏み切り、金融市場を安定させるために、介入翌日から13営業日にわたって必要に応じた債券買入れを行うと約束した。これにより同日中に債券価格は回復した（図1）。

図1

財政刺激策の発表直後に英ポンドは対ユーロで安定した一方、英国物価連動債は9月28日にイングランド銀行が介入するまでは、債券価格の下落によってマージンコールが発生し、これによって更に債券が売られるという悪循環に陥っていた



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ。

今後については、プラス材料とマイナス材料が拮抗する足元の不安定な状況が続くと見ているが、恐らく引続きマイナス材料の優勢が予想される。継続的な高インフレと好調な雇用の伸びを背景に、中央銀行は積極的に利上げを行う可能性が高く、ハードランディングへの懸念が高まっている。但し、不動産とエネルギー価格がピークを打った可能性があることから、その先はインフレの改善が見込まれる。

全般的に、コロナ禍を背景とした需給の不均衡も改善しつつあると見られ、財物のコア・インフレ率の鈍化を示唆している（市場動向2）。これまでに実施された利上げ、および今後数ヶ月に実施される利上げの効果が遅行して生じることも考慮すれば、経済成長、インフレ、および長期金利が近い将来にピークを打つという楽観的な見方をするの無理に適っていると言える。

但し、こうした見方には裏付けが必要である。第一に、もし経済成長とインフレが予想外に上振れを続けるようであれば、金利水準は更に1%近く上昇する可能性がある。但し、我々の基本シナリオでは、長期金利のピークは足元の水準近傍だと想定している。第二に、世界的に失業率が低水準で、目標インフレ率に回帰するまでにはある程度の時間が必要となることを考慮すれば、足元の高金利水準は今後数四半期にわたって維持され、早期緩和への政策転換は今回は見られない可能性がある。

## 市場動向1

### 英国における一時的な市場の混乱（続き）

イングランド銀行は、金融引き締め政策を推進する中で、債券購入を通じて金融緩和政策を実施しているのではないかと疑問が生じるが、実際には負のスパイラルによる「無リスク資産」の急落は、明らかに断ち切る必要があった。

介入が2週目に入った時点において、イングランド銀行による購入額は僅か2,200万ポンド程度に止まっているにも拘わらず、債券利回りは介入発表直前より約100bps低い、合理的な水準へと落

ち着きを取り戻した。今般の財政刺激策がインフレを上昇させ、政策金利の軌道も押し上げる可能性があることを考えると、足元の利回りは非常に合理的な水準と思われる（図2）。

図2

日中に約250bps上昇した後、英国物価連動債の利回りは約100bps上昇して日次の取引を終えた。一方、米国とドイツの実質利回りは50bpsの上昇となった。よって、市場が財政刺激策の影響から落ち着きを取り戻したと仮定すれば、英国物価連動債の利回りは相対的に50bps上昇したことになる。これは、財政刺激策が将来にわたって金利水準に及ぼす影響だと類推することができる（単位：%）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ。

強弱入り交じる様々な要素と、それらの今後の動向を踏まえると、債券市場を襲ったハリケーンの勢いは今後衰えると考えられる。しかし、我々は単に台風の目の中にいるだけであり、今後更なる利上げとそれに伴う景気後退が待ち構えている訳ではないと言い切るには、残念ながら時期尚早である（「[世界経済の見通し](#)」を参照）。あらゆるシナリオが発生し得ることに対して市場は警戒していることから、金利市場のインプライド・ボラティリティー（予想ボラティリティー）は高止まりしており、通貨市場においては安全通貨として選好される米ドルが上昇を続けている。今後もこうしたトレンドが続くことが予想される（市場動向3）。

## 市場動向2 サプライチェーンの改善

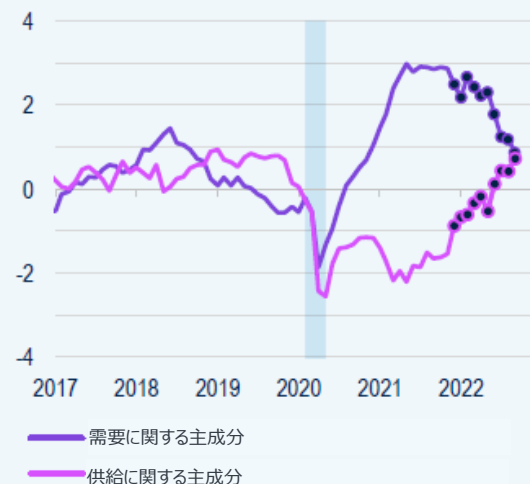
足元のインフレ率は異常な程の高水準だと考えられるが、ピークに近づきつつあるのだろうか？その疑問に対する回答は、供給あるいは需要がどの程度インフレに影響しているか、また需給の不均衡は改善しつつあるのかという点に左右される。これに関しては、今後の財物のコア・インフレ率の動向に関する先行指標となる当社独自の主成分分析に目を向ける。それまでの数ヵ月と同様、2022年9月は供給に関する主成分が着実に改善した一方、引き続き需要に関する主成分は鈍化した。また、これらの指標は、今後数ヵ月間で財物のコア・インフレ率が大幅な減速に向かうことを示しており、足元でインフレ圧力指数はコロナ禍前の

レンジに収まる水準まで既に低下している（図3）。

もちろん、サプライチェーンの改善傾向が停滞したり悪化に転じる可能性もあり、そもそも当分析には食料、エネルギー、住宅等のコア・インフレ率に含まれない成分が勘案されていない。とは言え、財物のコア・インフレ率の構成要素には、主要なインフレ指標の大部分が含まれており、この領域でのインフレ圧力の緩和は明らかに全体的なインフレの緩和にも有効である。財物の需給バランスは足元で改善しつつあり、少なくとも重要なインフレ要因のピークが過ぎた可能性が示唆されている。

図3

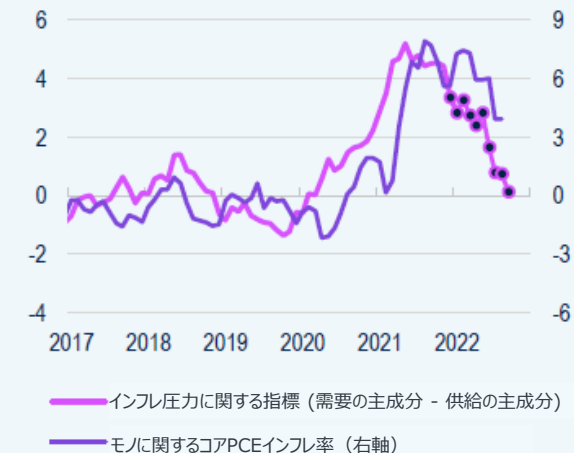
3A：製造業に対するストレスの主成分  
(Zスコア)



注記：青色で示した期間は景気後退期。

出所：PGIMフィクスト・インカム、9月時点の最新データ（速報）。

3B：インフレ圧力に関する指標とインフレ率  
(左軸：Zスコアの差、右軸：対6ヵ月前 季節調整済み年率換算%)





日々の状況は切迫しているように見えるかも知れないが、本章で取り上げる数々の市場動向を全体的に眺めてみると、それほど悲観することはないかも知れない。当面の経済の着地点（ハード・ランディングであれソフト・ランディングであれ）やロシア・ウクライナ紛争の終結局面（それがどんな結果であれ）の更に見据えた時に、経済環境や市場情勢についてどのようなことが言えるだろうか。

経済環境については、コロナ禍以前に近い状況に回帰するはずだと思われる。人口の高齢化や債務負担等の長期的なトレンドによって緩やかな経済成長や低インフレ環境への回帰が促され、より低水準の金利環境がもたらされると考えられるが、ユーロ圏においては若干地域的な差異が生じる可能性がある（市場動向4）。例えば5年後等、未来のある時点から現在を振り返ったとしたら、現状我々は、今後何世代にもわたって観測される中で最も高い成長率、インフレ率、金利水準を経験していることが明らかになるであろう。よって、いかなる水準で金利がピークを打つ（金利上昇の大部分は、既に現実のものとなっている可能性が高いが）としても、その金利水準が今後数年、数十年、おそらく数世代先までも世界的な金利の最高値水準となる可能性がある。この先金利水準は、1980年代のようなリセット（の小型版）を経験することになるかも知れない。

### 市場動向3 リスク回避の動きによって米ドル高が加速し、金利ボラティリティが高まる

様々なシナリオが発生する可能性があることから、特に金利のインプライド・ボラティリティ等で示される市場予想は大きく変動しており、米ドル高も進んでいる（図4）。

米ドル高が続く可能性が高いが、英ポンド等の他の通貨は予想されているほど軟化しないと考えられる（図5）。

#### 図4

不透明感を背景に金利のインプライド・ボラティリティは歴史的な高水準にあり、安全資産である米ドルは一貫した上昇基調にある



#### 図5

特に英国で最近発表された財政刺激策を受けた市場の混乱以降、対米ドルで英ポンドが等価（パリティ）に向かって下落していることが足元で市場の大きな関心を集めているが、英ポンドは1年、5年、10年を振り返ってみても、ユーロや円等の他の主要な世界通貨だけでなく、オーストラリア、カナダ、ノルウェー、スウェーデン等の主要な先進国通貨と比較してアンダーパフォームしていた訳ではない



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ。

今後の債券リターンにとって更なるプラス材料となるのは、スプレッドが拡大し、国債の利回りが上昇するという足元の状況は通常時とは異なっているということである。多くのサイクルにおいて、スプレッドが拡大する際には、景気減速や金融危機が発生しており、国債の利回りは低下する。逆に、経済が好調で国債の利回りが高水準にある時に、スプレッドが縮小することが多い。よって、中央銀行の利上げ懸念が一巡すれば、債券市場は利回りとスプレッドがともにピークアウトするという貴重な機会を迎える可能性がある。

**結論：**依然としてリスクは高止まりしている。今回の利上げサイクルが終盤にあることはほぼ確実だが、ハード・ランディングを巡る懸念（スプレッド商品の見通しを含め）、引き続き下振れリスクを示唆している。一方、経済データには成長鈍化の兆しが幾つか見られており、注視が必要である。

## 市場動向4 欧州：ゼロ金利政策からの脱却

欧州の国債利回りは数十年にわたって米国国債の利回りと同じ領域で推移してきたが、不良債権の積み上がり、プロシクリカルな財政引き締め、欧州中央銀行（ECB）の積極的な金融緩和政策（マイナス預金金利や無制限の量的緩和プログラム等）が相俟って、その後ドイツ国債の利回りは日本国債を下回る水準にまで下落した。ユーロ圏のインフレ率は1%前後で推移し、ECBが目標とする2%のインフレ率は達成不可能、その結果として量的緩和を終了してゼロ金利を脱却することもないのではないかとわれてきた。

現在は、景気刺激策を背景に、ユーロ圏全体がコロナ禍の最悪期から力強い回復を示しており、状況は180度転換している。ユーロ圏の失業率は過去最低を記録し、インフレ率は10%に達し、今で

はユーロ圏のインフレ率がいつ2%の水準に低下するのか見当がつかない状況になっている。これを受け、ECBは7-9月期に合計125bpsの利上げを行ってマイナス金利政策を脱却し、その結果欧州の国債利回りはプラス圏に上昇した。（図6）。ユーロ圏の国債利回りは再び米国国債の利回りと同じ領域で推移するようになるのだろうか？経済のファンダメンタルズが異なることを考慮すれば、その可能性は低いと思われる。同様に、日本と同水準、ましてやマイナス圏に回帰する可能性は更に低いと思われ、当面にわたってドイツ国債の利回りは日米の間の中間領域で推移すると考えられる。

図6

ECBが短期金利を引き上げてゼロ金利政策を脱却したことにより、ドイツ国債の利回りもプラス圏に上昇して足元では日本国債と米国国債の利回りの中間領域にある。こうした相対的な金利水準は今後何年も持続すると見られる（単位：%）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ。



セクション 3

# 世界経済の見通し

ダリープ・シン, チーフ・グローバル・エコノミスト兼グローバル・マクロ経済リサーチ責任者

# 03

## 世界経済の好転に先立ち軟調な10-12月期

過去数年の経験を通して、「予測」は困難であり、予想外の出来事が起こるたびに予測者の想像力の欠如が露呈することを思い知らされている。我々は、マクロ経済、地政学、金融/財政政策の複雑な相互作用を謙虚に捉え、状況が好転するであろう前に、世界経済は10-12月期から来年にかけて更に軟化し、景気後退に陥るとの確信を強めている。

本章では、米国内外の様々な要因について検証する前に、米国経済の見通しを整理する。まず、インフレ率について、特に住宅関連を始めとしたコア・サービス価格の持続的かつ顕著な上昇が続くと見ている。我々は、米国連邦準備制度理事会（FRB）が年末までに政策金利を4.25%まで引き上げざるを得ないと予想し、上振れの可能性も見ている。その理由は2つある。第一に、パウエル議長は数十年かけて獲得したインフレ対策への信頼を無駄にはしたくないこと。第二に、フォワード・ルッキングなインフレ予測モデルは、コロナ禍以降、世界経済を悩ませてきた供給サイドからのインフレ上昇圧力を予測するには極めて不十分であったことが挙げられる。これらの要因を総合すると、例えばコア・インフレ（PCE）が年率3.5%に向かう等、その

時点の指標から明らかなインフレ低下の証拠が得られるまで、利上げを前倒しで実施することが、FRBにとってリスクを最小化させる戦略となる。

我々の見方では、サービス部門の主要カテゴリで実質的なインフレの低下基調を確認するには、もう1四半期かかると考えている（図1）。このようなインフレの緩和は、総需要の減速に伴う労働市場における需要低下と、貯蓄残高の少ない人々が労働市場に引き戻されることによる供給増加の組み合わせによってもたらされるであろう。これらの要因が相俟って、労働市場の需給が改善し、名目賃金の伸び率が現在の5~5.5%から年末までに4~4.5%へと減速することが期待される。

10-12月期についての社内マクロ調査において、米国のインフレの方向性について意見を求めた。全世界の225名からの回答は以下の通りであった。

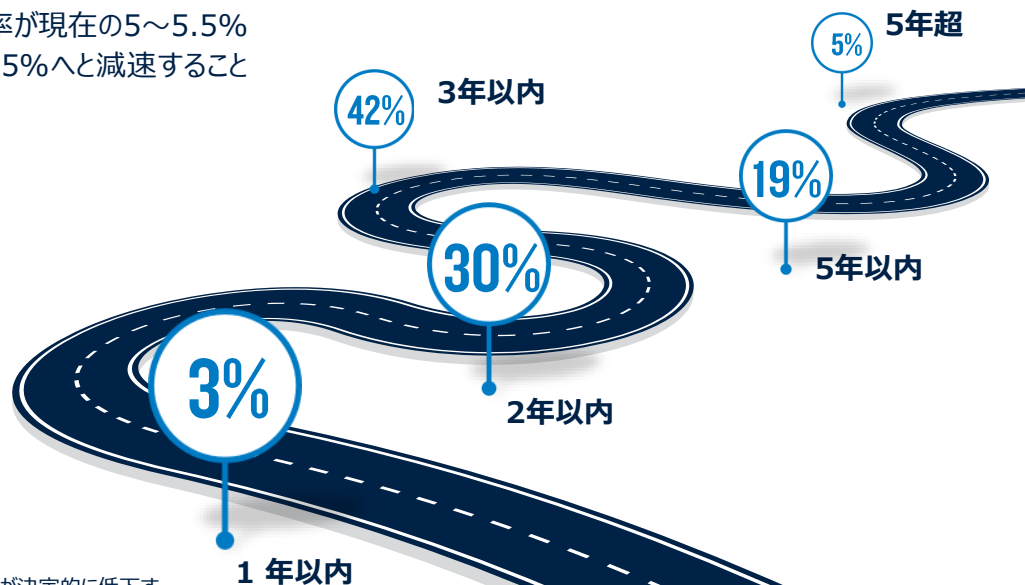
米国の総合インフレ率はいつ決定的に低下するか？<sup>1</sup>

(回答者の割合 %)



米国のインフレ率はいつ目標値に回帰するか？<sup>2</sup>

(回答者の割合 %)



<sup>1</sup> 5.5%を下回ることを「決定的に」と定義している。2022年10-12月期に米国の総合インフレ率が決定的に低下すると考えている回答者は1%未満であった。

<sup>2</sup> 目標 = 2% PCE

FRBの金融政策がますます引き締められ、制約的になるにつれて、米国経済における景気サイクルの減速は、住宅等の金利に敏感な領域以外でも、より顕著になると思われる。こうした見方の中心となるのが、消費者である。実質可処分所得は昨年の年初来から横ばいになり、次第に減少傾向に転じ、足元ではコロナ禍前のトレンドより5%以上低くなっている。実質所得の減少に伴い、消費者はますます貯蓄に頼るようになり、その貯蓄もフローベースではコロナ禍前の水準を大きく下回っている。労働市場の減速、実質所得の減少、貯蓄残高の減少、センチメントの悪化等が相俟って、来年に近づくにつれて消費に下押し圧力がかかると予想している。実際、低所得層の支出を賄う能力にはストレスの初期兆候が見られ、クレジットカード利用残高は増加し始めている。

しかし、過去の景気サイクルの後退局面とは異なり、景気後退を和らげるために財政拡大が行われるとは考えていない。また、11月の中間選挙では、共和党が議会の一方または両方を掌握し、ねじれ議会や分割政府となる可能性が最も高い。この場合、ホワイトハウスによる政府支出や減税による新たな景気刺激策は阻止される可能性がある。こうした政治環境は、2010年～2016年を特徴付ける財政の行き詰まりと緊縮財政に類似している。

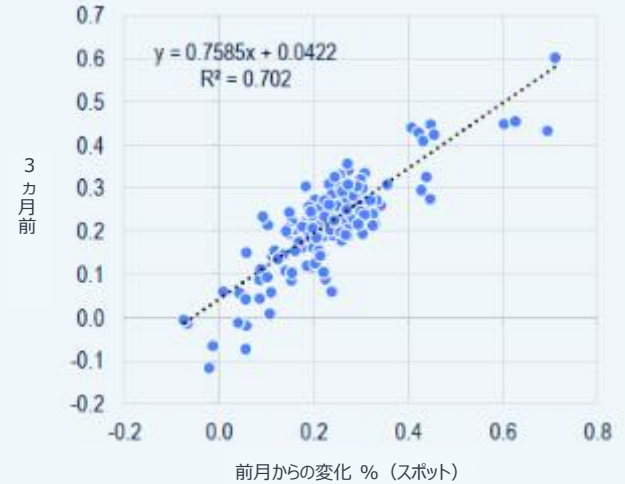
米国の見通しに関して考慮すべき最後の要素は、成長の足枷となるような外部からの逆風が強まっていることだ。ユーロ圏のGDP（後述を参照）は著しく減速し、同地域におけるGDPのトレンドからの乖離は、2008年以降の累積で15%に達すると予想される。一方、中国は政策の抑制を明確に打ち出しており、世界経済への追加的な景気刺激は最小限に抑えられている（後述を参照）。

欧州や中国だけでなく、米ドルの高騰（図2）や新興国・企業の短期借入コストの大幅な上昇等、様々な形で米ドルの流動性を確保するためのコストが上昇していることが、世界的に緊張を高めている。FRBは米ドル高が世界経済に及ぼす波及効果を黙認し、米ドル高が輸入物価や企業利益率を低下させ国内のインフレ抑制に寄与することに安心感を覚える可能性が高い。しかし、主要な海外借入先の流動性危機によって、投資家が市場全体から逃避し、財政的に健全で長期支払能力を持つ債務者も避けられるような、1994年のメキシコ危機を想起させる事態に至れば、政策当局は介入あるいは政策方針の転換をする必要性への強い警戒心を持つだろう。

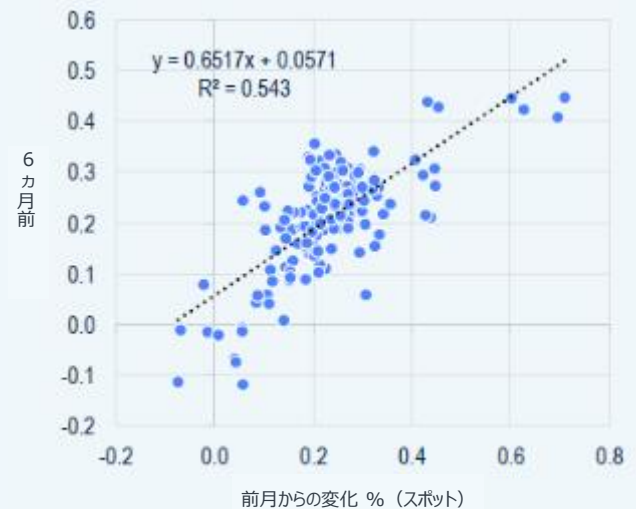
図1

住居費（帰属家賃）には慣性があり、過去との相関が高い可能性がある

1A：帰属家賃（スポット） vs. 3カ月前



1B：帰属家賃（スポット） vs. 6カ月前



出所：PGIMフィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス。

米国内では、利上げサイクルと量的引き締めが本格化しているが、銀行や企業の様々な短期借入は引き続き割安で、銀行システム内の準備金も依然として十分だと思われる。しかし、想定外のショックが発生すれば、銀行が資金を滞留させ、实体经济における短期資金の流動性が停滞することで、現金への逃避シナリオが現実化する可能性が低くはない。米国内外を問わず、流動性危機の発生は全く想像に難しくなく、こうした事象が発生すればFRBは対応に迫られ、金融市場の安定化を政策に織り込まざるを得なくなるだろう。そうなれば、金融緩和さえもあり得る。FF金利のピークが4%をやや上回る程度に留まるという我々の見通しは、世界の金融システムが既に脆弱な状態にあることや、今後、中央銀行に方向転換を迫り得る世界的なショックが数多く存在していることを考慮したものである。

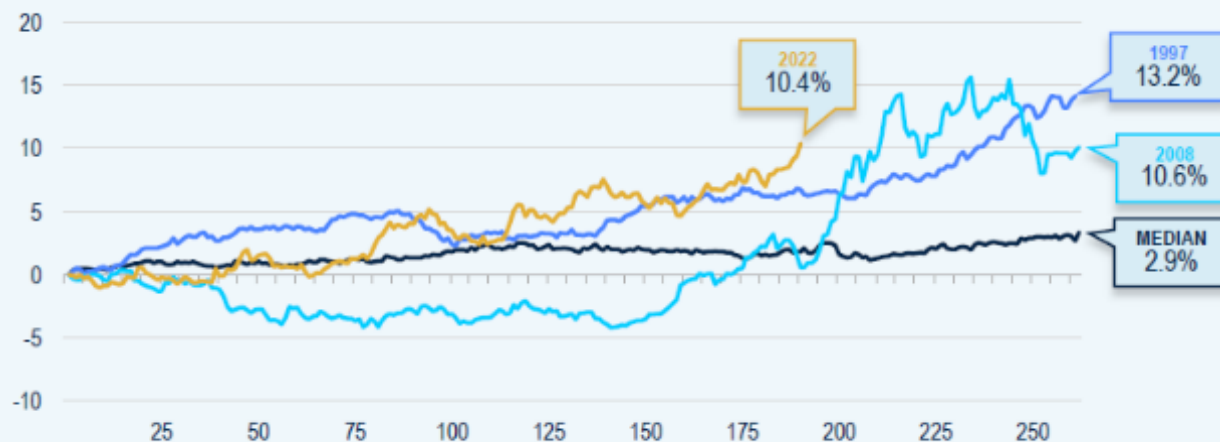
2023年前半を見据えると、FRBはその大部分においては様子見し、2023年4-6月期末にFRBが考える中立金利の水準に向けて予防的な利下げを行うと我々は予想している。もしこのシナリオが実現する場合、FRBは間もなく経済成長の下振れリスクをより重視し始め、米国外での景気減速の深刻化や金融安定性への懸念の可能性を指摘し、過度な引き締めリスクについてより一層配慮することが考えられる。

**欧州**に対する我々の厳しい見方は、ほぼ市場コンセンサス通りとなっている。2023年のユーロ圏GDP成長率はマイナス1.4%となり、同地域におけるGDPのトレンドからの乖離は、2008年以降の累積で15%に上ると見ている（図3）。ロシア産原油の価格上限は、韓国、オーストラリア、ニュージーランド等の他の主要な経済圏と連携しながら、G7諸国によって発表される可能性が

高い。世界的な総需要の後退は、世界全体の成長にとって一時的救済にはならず、欧州は米国よりもはるかに交易条件の悪化に脆弱であり、また欧州がロシア・ウクライナ紛争に近接していることによっても不透明さが増している。エネルギー不足は同地域におけるインフレ率に大きな影響を及ぼし、今年8.4%、2023年には2.8%になると我々は予想している。こうした中、ECBは利上げを継続し、年末には1.5%程度まで引き上げ、その後は我々が考える中立金利の上限である2%をやや上回る水準でピークを打つと思われる。

図2

前例のない米ドル高が進行している（名目ベースの米ドルインデックス、年初来の日数に基づいたパフォーマンス）



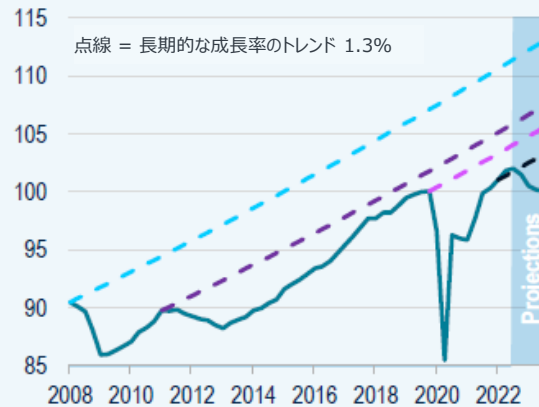
出所：米国連邦準備制度理事会

一方、消費者信頼感指数は過去最低水準で推移し、企業の先行きも悲観的であることから、消費と投資の減少を通じた景気の負の連鎖が更に増幅しており、状況は悪化の一途を辿っている。

**中国**は、構造的な逆風に晒されている。既に投資家センチメントが前例のない打撃を受けている中で、不動産セクターのデレバレッジを進めることは更なる金融資産の下落をもたらす危険性がある。新型コロナウイルスの感染拡大以降、中国政府が国民に子供を増やすよう働きかけているにも拘わらず、人口動態は更に悪化している（図4A）。脱グローバル化によって、世界の輸出における中国のシェアは頭打ちになっていると思われる。この背景には、効率性を優先したグローバルなサプライチェーンから、地政学的な同盟関係を重視し、様々な外部からの衝撃に耐え得るサプライチェーンの構築に世界が転換し始めていることが挙げられる。中国の長期的な成長力低下について、資本蓄積や労働力増加の鈍化はともかく、最も懸念されるのは、全要素生産性（TFP）の急激な低下である。中国のTFP（図4B）は、中所得国の罫から抜け出すには不十分と思われるペースにまで減速している。短期的には、中国の政策当局は抑制的な政策を追求する意向を明確に示している。つまり、中国の成長を下支えするのに十分な刺激策は予想される一方、世界の成長に有意にプラスの影響を与えるには十分ではない。

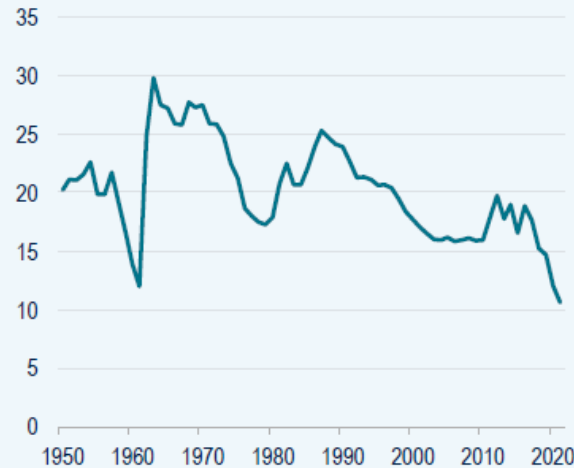
**図3**  
ユーロ圏GDPの推移とGDPの不足分

**3A** : ユーロ圏GDP (2019年10-12月期 = 100)



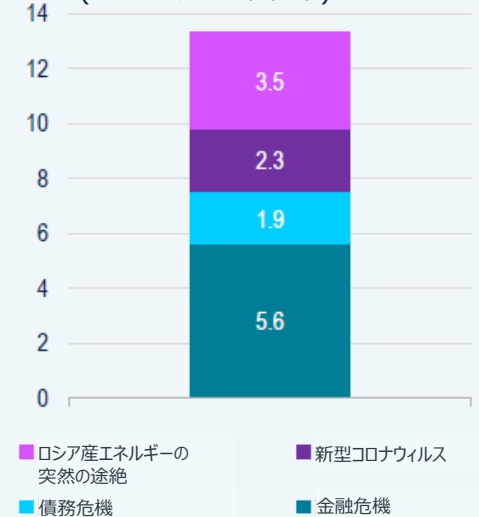
出所：マクロポンド

**図4**  
**4A** : 中国の新生児の数は減少している（出生数、百万人）

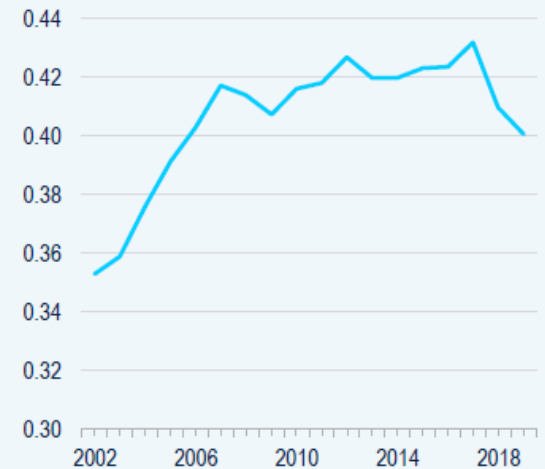


出所：ペン・ワールド・テーブル

**3B** : 2023年までのGDP不足額への寄与率 (パーセンテージポイント)



**4B** : 中国の全要素生産性は頭打ちしている



一方、英国政府が最近発表した経済再生案が抱える核心的な問題は、単純に辻褃が合っていないということにある。政府が、最も議論を呼んだ減税計画を撤回してもなお、最富裕層に過大な恩恵を与えるものであり、これにより同国の対GDP債務比率が押し上げられることに変わりはない。また、今回発表された財政刺激策によって英ポンドは大幅に下落し、消費に占める輸入品の割合が30%を占める同国経済にとって追い打ちとなった。我々は、英国の2023年GDP成長率予想を、これまでのマイナス0.1%からマイナス1.4%に下方修正した。

イングランド銀行は、金融市場の不安定化を回避するために長期国債の購入を余儀なくされた。これによって市場は落ち着きを取り戻した一方、9月末からバランスシートを縮小させる計画だったイングランド銀行は難しい立場に追い込まれた。長期的に見れば、今回の介入によって中央銀行の信頼性と独立性が損なわれる可能性がある。インフレ率を目標水準に回帰させ、為替相場を下支えし、イングランド銀行の信頼性を回復するためには、大幅な金利引き上げが必要だと考えられる。

この10年という短い歴史の中でも我々の想像力の欠如が強調されるように、これまで以上に経済予測に関する健全な議論がなされるべきである。我々の見通しは相対的には秩序だったものであり、今後数ヵ月でインフ

レは最終的にFRBの見通しに沿うような水準に落ち着き、来年には緩やかな景気後退に陥ると見ている。しかし、同時に、政治的・経済的な問題が多方面から発生することも強く認識しており、我々は引き続き様々なシナリオを検討しながら、こうした困難な状況に対応していきたいと考えている。





セクション 4

# セクター別見通し

# 04

## 先進国金利

**見通し：**慎重ながらも前向きな見方。相場の急落を受け、国債市場の価格形成機能やレポ市場でのイレギュラーな動きを注視している。

■ 先進諸国で国債の急落が加速し、英国物価連動債等の特定の資産クラスが大幅に売り込まれる中、先進国金利の相関関係が崩れ始めている。7-9月期に英国国債の短期ゾーンで金利が250bps上昇したことは驚くべきもので、これは米国国債とドイツ国債のそれぞれ105bpsと90bpsの上昇を凌駕している。

■ 米国では、インフレが収束に向かう兆候が見られず、FRBがインフレ抑制に向けた取り組みを強化していることから、市場は7-9月期以降にFF金利が更に100bps上昇することを織り込んだ。市場では2023年の大幅な利下げと、5月までは更なる利上げが続いてFF金利が4.4%に達するとの思惑が交錯するなど、2023年の金融

政策に対する期待も大きく変化した。また、イングランド銀行は同期間に5.9%まで利上げすることが織り込まれているほか、ECBの利上げサイクルは9月に3.2%程度の水準でピークを打つと予想されている。

■ 国債市場の流動性は悪化の一途を辿り、足元で徐々に市場機能が悪化している中、取引コストは大幅に上昇している。イールドカーブのモデル公正価値からの乖離によって、米国国債の流動性を測る指数は市場の崩壊が深刻でFRBが国債の購入に踏み切らなければならなかった2020年3月の水準にまで悪化している。量的引き締めが民間部門の国債吸収余地を圧迫するため、今後も流動性の悪化が続くと思われる。

■ また、低流動性によって相対価値の関係も悪化し、オン・ザ・ラン銘柄がより選好され、米国国債先物が現物債よりも高く取引されるようになって

ている。また、大規模な米ドルの準備金を保有する海外の金融当局が、自国通貨を防衛するために残存年限の短い国債を売却することにより、短期米国国債利回りとSOFRやFF金利等、金融市場金利との関係が崩れる可能性がある。我々は引き続き、超長期国債と長期国債の先物に対して20年国債をロングする一方、米国7年債に対するオフ・ザ・ラン10年国債のショートを選好している。

■ また、国債レポ市場も通常とは異なる動きをしている。米国国債を空売りする投資家が特定の銘柄を借り入れるためにレポ市場を利用しており、一部のオン・ザ・ラン銘柄のレポ金利が低下し、時としてマイナスになる事態を招いている。FRBのバランスシート縮小によって、レポ市場におけるオン・ザ・ラン銘柄の供給が枯渇すれば、それらの銘柄に対する特需が発生する可能性が高い。

図：国債市場の流動性指数（日次ベースの平均イールド・エラー）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ。

## エージェンシーMBS

**見通し：**年初来で初めて、国債に対するエージェンシーMBSのオーバーウェイトを推奨する。金利とボラティリティの上昇により、当セクターのバリュエーションは2008年後半以降で最も魅力的な水準に達しており、高格付のCMBSや投資適格社債等に対して割安となっている。

■ 7-9月期の金利とインプライド・ボラティリティの急上昇、およびリスク・オフの動きの中で、国債に対するMBSのバリュエーションは過去10年以上で最も魅力的な水準に達している（2020年1-3月期にも、一時的に同様の水準に達した）。また、現時点で市場の資金フローが比較的落ち着いた状態にあることも、MBSがデュレーション・リスクを取るための効率的な方法であるということ提起している。MBSのデュレーションは、金利上昇に伴い多くのクーポン水準で伸長しており、その結果、ブルームバークMBSインデックスでは平均コンベクシティがプラスに転じている。

■ 更に、MBSを買うということは、2013年以来的の高水準にあるインプライド・ボラティリティを売ることを意味する。我々は、より年数が経過した銘柄を選好しているが、MBSのエクスポージャーを積み増す最も効率的な方法は、ローン数が多く、オリジネーターが分散している最近組成された銘柄を追加することであろう。

■ 事前の懸念にも拘わらず、連邦公開市場委員会（FOMC）ではFRBのバランスシート

からのMBS売却が依然として検討されていない。2023年半ばにFF金利がピークアウトするとの市場予想を踏まえると、MBS売却は2023年後半まで実施されない可能性もある。FRBによるバランスシートの全面縮小が続く中でも、MBSの売却時期は明らかではない。

■ 供給面では、20年来の高水準にある住宅ローン金利、手頃な価格の住宅の不足、季節要因を背景とした住宅建設の減速を考慮すると、新規住宅ローンの組成は更に減少すると思われる。また、現在の金利水準で借り換えが可能なローンは全体の0.5%未満であり、借り換えの動きはほとんど見られない。

■ 全体として、同セクターのファンダメンタルズに対する比較的前向きな見通しは、更なる金利とインプライド・ボラティリティの上昇によってもたらされている逆風を上回るものである。一方、FRBによる買い入れがなければ、ローンの逆選択によってTBA証券の価値は下落する可能性が高い。

■ また、同セクターへの圧力となる他のシナリオも考えられる。これらには、インフレ悪化を受けたFRBによるMBS売却開始、一般的な銀行勢による需要の不足、ブローカー/ディーラーの活動の低下、米ドル高からの通貨防衛を意図した海外勢による資産売却等が含まれる。

図：30年固定型の住宅ローン金利が急上昇



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーク。

# ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE

■ ESGに関する我々の課題意識は、本レポート全体で扱う投資テーマの多くに関連している。特に、以下で取り上げる事項は、[PGIMフィクスト・インカム独自のESGインパクト格付](#)に影響を与えるものであり、それぞれの発行体がPGIMフィクスト・インカムのESG戦略に合致しているかの判断基準となる。

■ 欧州エネルギー危機は、ロシアのウクライナ侵攻が最大の原因となっている。一方、冷却水不足によるフランス原子力発電所の停止、ライン川やドナウ川の水位低下による燃料輸送への影響、発電用貯水池枯渇による送電抑制等、夏場の干ばつも状況を更に悪化させている。

■ 現時点で、既に欧州の石炭使用量は増加しており、多くの電力会社で2022年の温室効果ガス排出量が2021年に比べて増加すると見られ、今後の展開次第では当面にわたって排出量が上昇し続ける可能性がある。更に、欧州の液化天然ガス（LNG）の大量購入により、多くの新興国が石炭や原油への回帰を余儀なくされている。特に予算が限られている新興国にとっては、燃料価格の上昇は、ロシア産の燃料を安く購入するインセンティブにもなっている。

■ 環境面だけでなく、足元のエネルギー危機は、欧州におけるリパワーEU法案、米国におけるインフレ削減法案（IRA）等、再生可能エネルギーによるエネルギー安全保障の重要性を浮き彫りにするものである。

■ EUが掲げる計画の4つの柱は野心的であるが、大陸諸国のエネルギー状況、その結果としての経済低迷、そして再生可能エネルギーへの取り組みが、この計画の長期的な信頼性を高める材料となっている。とは言え、サプライチェーンやインフラ面の制約等、幾つかの問題を克服する必要がある。米国のIRAは、再生可能エネルギーの導入に加え、原子力、炭素回収、水素への大きなインセンティブ付与等の「あらゆるものを対象とする」アプローチを取っている。一方、その見返りとして、連邦政府が再生可能エネルギーのために保有している土地で、化石燃料プロジェクトのために新たなリース権を提供する条項も含まれている。

■ エネルギーと食料価格の高騰が相俟って、多くの新興国で大きな苦難と経済的ストレスが発生している。最近の調査では、コロナ禍以降、深刻な飢餓に苦しむ人々の数は倍増して約3億4500万人に上ると報告されている。

■ 前回の食糧危機から僅か10年余りだが、現在の食糧システムはもはや目的に適っていないということが重要な問題である。多くの変数が良好に作用すれば改善は可能だが、回復には程遠い。

■ これらの事項は、11月にエジプトで開催されるCOP27で提起される問題の一部である。今回の会合では、排出量の少ない途上国が排出量の多い先進国に対して気候変動被害の補償を求める「損失と損害」が焦点となる見通しである。デンマークを除く多くの先進国は、この問題に消極的であり、これが気候変動に関する交渉等の他の重要な施策の進展を妨げる可能性がある。

## 食料品価格の高騰によってインフレが高進



— IMF ワールド・コモディティ・フード・プライス・インデックス

## 証券化商品

**見直し：**クレジットのパフォーマンスは依然として堅調だが、金利上昇が引き続き不動産のバリュエーションに対する下押し圧力となり、インフレが低格付消費者クレジットの重石となっている。更なる金融引き締めが行われれば、証券化商品もボラティリティの影響を免れないと思われる。英国の年金負債対応投資（LDI）が直面する課題によって、債券をより低価格で購入する機会がもたらされている。資本構成最上位の証券を取り巻く環境は堅調に推移すると考えられることから、一部の高格付銘柄に対する前向きな見方を維持する。

■ 商業用不動産は幾つかの課題に直面しており、そのため我々は**CMBS**の資本構成最上位の証券と、厳選されたシングルアセットシングルボロワー（SASB）型債券の資本構成全体を選好する。セクター別では、企業が物理的なオフィス床面積を調整しており、優良ビル以外はアンダーパフォームする可能性が高いことを踏まえ、オフィスに対して最も慎重な見方をしている。景気が悪化すれば、小売セクターのB/C級ショッピングモールや、提供可能な客室1室あたりの売上がコロナ禍前の水準を回復したとは言え、ホスピタリティ・セクターのレジャーおよびビジネス向け宿泊施設に悪影響を及ぼす可能性がある。集合住宅のバリュエーションは足元で大幅に上昇しているが、賃料の伸びの鈍化は今後バリュエーションに影響を及ぼす可能

性がある。インダストリアル物件への需要は依然として堅調だが、新規供給に押されて純営業収益（NOI）の伸びが鈍化し、空室率が若干上昇する可能性がある。金利上昇は、キャップレートと商業用不動産のバリュエーションを圧迫すると見られる。我々は、期間延長リスクが限定的で、ディスカウント価格で取引されている最高格付のコンデュイット型CMBSを選別的に積み増している。またSASB型債券については、価格上昇が見込める銘柄への流通市場での投資機会に注目しながら、銘柄を厳選している。

■ 住宅ローン金利の急激な上昇が重石となって住宅需要が低下し、住宅価格の上昇率（HPA）が鈍化している。我々の基本シナリオでは、米国の住宅価格は2023年末まで1桁台後半（%）のペースで下落し、2021年末の水準に戻ると予想している。HPAの低下にも拘わらず、保守的な引き受けとホームエクイティの厚みにより、住宅ローンのデフォルト率と延滞率は低水準で推移すると見ている。市場のボラティリティと前半の活発な発行によって、**RMBS**のスプレッドは現サイクルで最も拡大した水準にあり、長期的に見て割安となっている。我々は経過期間の長い（2022年以前に発行された）これまでの住宅価格上昇が織り込まれた担保証券を中心に、徐々にポジションを構築していく方針である。

図：住宅価格は2023年まで上昇を続け、その後は2021年の水準に回帰すると予想



— S&P コアロジック・ケース・シラー全米住宅価格指数、対前年比 %

出所：PGIMフィクスト・インカム。

■ 流通市場における米国CLOのスプレッドは、7-9月期を通じて拡大した。供給増と幅広い市場のボラティリティが資本構成全体のバリュエーションを圧迫した。多くの投資家は、現金の比率を高めるために流動性の高いCLOのシニア・トランシェを売却した。流通市場のスプレッド拡大にも拘わらず、7-9月期には新規発行が相次ぎ、また証券化前のウェアハウス案件が200以上積み残っていることから、今後も発行は続くと思われる。

■ ファンダメンタルズ面では、金利上昇とインフレが企業の財務状況に及ぼす影響、それが格下げの増加に繋がるかどうかを引き続き注視する。但し、CLOのシニア・トランシェは、スプレッドと利回りという点で引き続き他の多くの債券よりも投資妙味があると考えられる。低位メザニン・トランシェについては、市場はバンクローンの回収率の低さや、それに伴うメザニン・トランシェのキャッシュフローのボラティリティをまだ十分に織り込んでいないと思われるため、慎重な見方を維持する。

■ 7-9月期には、欧州CLOのスプレッドは資本構成全体を通じて拡大した。特に9月末には、英国のLDIマネージャーがマージンコールに備えて現金比率を高めるためにCLOを売却したことで、特に流通市場におけるAA格債のスプレッドが拡大した。短期的なボラティリティにも拘わらず、我々はシニア・トランシェの長期的なファンダメンタルズについて前向きな見方を維持しており、足元のバリュ

エーションは魅力的なリスク調節後リターンをもたらすと考えている。

■ ABSでは、堅調な労働市場を背景に、消費者セクターは好調を維持している。但し、インフレ率の上昇と実質賃金の減少から、信用力の低い世帯にとって環境は厳しくなることも予想される。クレジットのパフォーマンスは予想通りコロナ禍前の水準に回帰しつつある。市場の厚みが低下しているにも拘わらず、新発債はスプレッドの拡大を伴いながらも引続き順調に消化されている。我々は、消費者ローン債権を裏付けとするABSについては慎重な見方を維持し、積み増しに際しては銘柄を厳選している一方、ABS資産クラス全体では機動的に売却を実施している。業務用債権を裏付けとするABSは、満期までの期間の短さや、対象業務にとっての起債の重要性を背景に、安定的に推移すると予想するが、景気後退時には見直しが必要になる可能性もある。英国のリスクについては、住宅ローン金利の上昇とインフレを背景に住宅市場が軟化しており、一方で実質賃金の伸び悩みによって購買力が低下していることから、慎重な見方をしている。また、年金LDIに関連した流通市場への既発債供給は、引き続き需給が緩む要因となり、現状より魅力的な購入機会をもたらすと予想する。

## 投資適格社債

**見直し：** 欧州投資適格社債はアンダーパフォームしており、レラティブ・バリューに基づく投資機会が拡大している。米国投資適格社債は底堅く推移しているものの、景気敏感セクターやBBB格債を中心に、景気後退時にはスプレッドが小幅に拡大する可能性がある。

■ 我々は、ジャクソン・ホール会議以降、株式市場をアウトパフォームしてきた米国投資適格社債に対して慎重な見方をしている。コロナ禍前の2019年に比べ、レバレッジやインタレスト・カバレッジはやや改善し、企業収益や利益については大幅に上回る等、ファンダメンタルズは健全だと思われる。しかし、7月と8月には格下げ件数が格上げ件数を上回り、この傾向は今後数か月間続くと予想している。

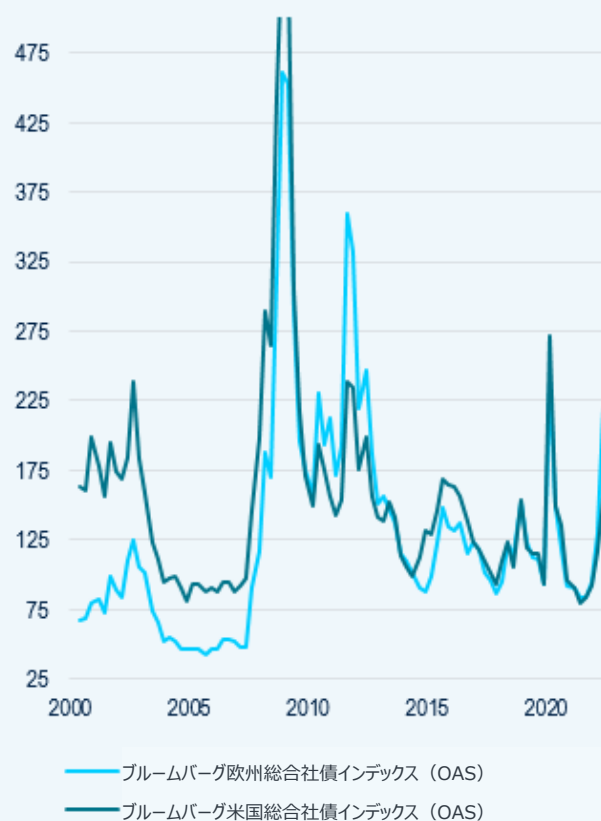
■ バリュエーションの観点からは、夏場にスプレッドが150-160bpsに達した際は買い手が現れた。今後はファンダメンタルズが悪化し、ボラティリティが高まる見直しの中、次のスプレッド拡大局面でも同様の水準で買い手が現れるかについてはやや懐疑的である。我々の基本シナリオでは、FRBが利上げを継続し、金融環境が一層引き締め、企業収益が低下する中で、スプレッドは170-180bps程度まで拡大すると予想する。

■ 足元、BBB格債のスプレッドはA格債よりも75bps程度ワイドな水準で取引されている。特に景気が悪化した場合、格付間のスプレッド較差は更に拡大する可能性がある。

■ ヘッジ・コストは上昇し、3か月物の米ドル円のヘッジ・コストは過去1年間で30bps程度から約380bps、3か月物の米ドル・ユーロのヘッジ・コストは70bps程度から約260bpsまで上昇している。そうした中、海外勢による買い越し額は減少したものの、ディーラーの在庫状況に余裕が見られることや新規発行が下振れていることも相俟って、引き続き需給環境が下支えされている。

■ 我々のポジショニングについては、景気後退局面でのファンダメンタルズ悪化が予想されるため、一部の景気敏感セクターやBBB格債に対するエクスポージャーの縮小を検討している。一方、金利上昇とスプレッド拡大により、債券単価やコンベクシティがより魅力的となっている銘柄も存在する。

図：欧州と米国の投資適格債のスプレッド較差拡大により、欧州においてレラティブ・バリューに基づく投資価値が拡大(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

■ 銀行セクターではA格債が、産業セクターのBBB格債と同水準で取引される等、割安であるように見える。しかし、銀行セクターは、年初来の活発な起債が今後も続き、需給の悪化が重石となる可能性があることや、相対的な流動性の高さから換金売りが出やすいことを考慮し、我々は同セクターに対する小幅なエクスポージャーの縮小を検討している。但し、同セクターの個別発行体の自己資本比率は依然として十分な水準にあり、堅固なファンダメンタルズを維持している。

■ 欧州投資適格社債市場の先行きは依然として不透明だが、現時点でスプレッドには多くの下振れリスクが既に織り込まれていると見ている。過去の局面では、スプレッドが足元の水準まで拡大した際には、平均的な水準に向けて縮小し始めるまで、それ程時間を要しなかった。欧州市場は米国市場をアンダーパフォームしており、スプレッドも米国と比べて概ね魅力的な水準で取引されている。また、足元のボラティリティを背景に、レバティフ・バリューに基づく投資機会が拡大しつつある。欧州市場の個別銘柄を見てみると、信用状況のばらつきが拡大したことで、個別銘柄からの超過収益の獲得機会が拡大している。

■ 我々のポジショニングについて、スプレッド・

デュレーションの小幅なアンダーウェイトを維持している。金融セクターのスプレッドはコーポレート・セクターの水準まで縮小する余地があると見ている。また、コーポレート・ハイブリッド債に加えて、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考えている。同等の信用リスクで相対的にスプレッドが厚い非CSPP適格債を引き続き選好する。

■ グローバル投資適格債については、リスク総量をオーバーウェイトしつつ、スプレッド・デュレーションはややアンダーウェイトしている。米ドル建債に対するユーロ建債のアンダーパフォームを背景に、同一発行体の中で通貨間の投資機会も生まれている。



# グローバル・レバレッジド・ファイナンス

**見直し：**地政学、インフレ、および景気後退リスクが引き続き大きな懸念材料となる。我々は、更なるスプレッド拡大を想定したポジションを取りつつ、レバティブ・バリューに基づく投資機会と、個別要因を背景とした割安な銘柄の選別に努めている。ボラティリティが高水準で推移する可能性が高いことから、アクティブ運用と適切な銘柄選択が重要になると考える。

■ 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、FRBによる積極的な金融引き締めや、高水準のインフレ率、および景気後退リスクの上昇を踏まえ、警戒感を強めている。人件費とコモディティ価格の上昇が企業の利益率を圧迫しており、企業利益はピークからの下落が続くと予想している。目先に償還期限を迎える債務は対処可能な水準であり、大幅な供給不足も手伝って需給環境は依然として良好だが、我々は短期

的にも長期的にも慎重な見方を維持している。また、景気後退やスタグフレーションに陥るリスクが高まっていることを受け、デフォルト率予想を引き上げた。スタグフレーションに陥るといふ基本シナリオでは、ハイイールド債のデフォルト率は今後12か月で6%に、今後24か月で10%に上昇すると予想している。なお、緩やかな景気後退に陥るシナリオでは、デフォルト率はスタグフレーション・シナリオを僅かに下回ると考えている。

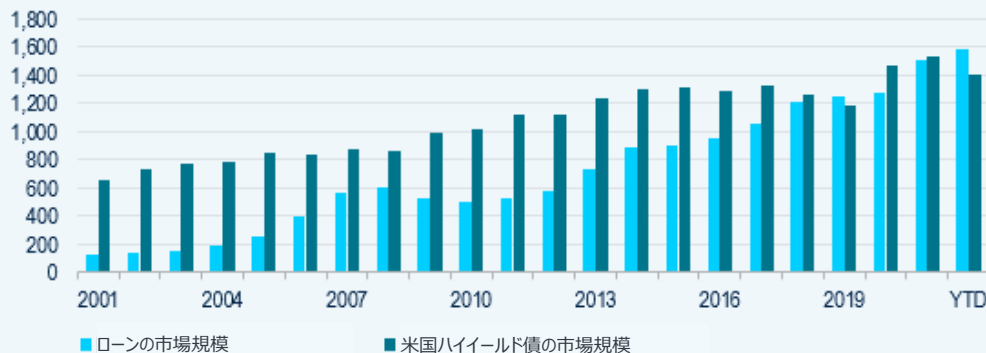
■ ディフェンシブなスタンスを維持し、更なるスプレッド拡大に備えたポジションを構築している一方、大半の発行体の債務返済能力は相応に高く、負債の満期構成も良好で、キャッシュフローも潤沢であることから、デフォルト率は過去の景気後退時ほど深刻にはならないと我々は見ている。加えて、信用力の低い発行体の多くがコロナ禍による経済停滞の間に市場から退出し、規模の小さな発行体は債券市場からローン市場に

調達の軸足を移したため、足元の市場は過去の景気サイクルよりも高格付債の比率が高まっている。とはいえ、格上げ・格下げ比率は低下しており、我々は格付機関による格下げペースは過去の景気サイクルよりも加速すると予想する。

■ 一方で、インフレが予想よりも早期に落ち着くかFRBが経済を何とかソフトランディングさせる場合には、過去平均を上回る水準にまで拡大したスプレッドと大幅に割安な債券価格を背景に、市場が大きく反発する可能性がある。よって、スプレッドがあと約100bps拡大すれば、市場価格は相応にフェアバリューに近くなり、リスク・リターンが見合うと思われる。

■ 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、我々は独立系エネルギー、発電事業者、住宅関連、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。

図：2022年に米国ハイイールド債市場が縮小した一方、ローン市場は拡大（額面発行額、百万米ドル）



出所：PGIMフィクスト・インカム、J.P.モルガン。

■ **米国レバレッジド・ローン**に関しては、目先に返済を迫られる債務が限定的なため、2023年のデフォルト率は小幅（1.5%～2%）な上昇に留まると見ている。但し、格下げ件数は増加し始めており、今後は格下げペースが格上げペースを上回ると予想される。CLO組成が再び増加し始めているものの、2021年の記録的な水準には及ばない。一方、2022年前半のローン投信への資金フローは反転流出し、年初からの流入超はほぼ帳消しとなっている。我々は、景気後退リスクとボラティリティ上昇懸念から慎重な見方をしており、高格付ローンについては10-12月期にプラスのトータル・リターンとなり、足元で高水準で推移しているクーポンが価格下落を相殺すると見ている。我々は、マクロ経済に対する懸念を踏まえ、7-9月期後半に見られた格付間のスプレッド較差拡大は10-12月期も続く予想し、公開企業のBB格/B格上位のローンを、非公開企業のB格下位/CCC格のローンに対して選好する。銘柄選択と、信用ファンダメンタルズの入念な分析の重要性はますます高まってきており、今後12～24ヵ月間はデフォルトの回避が超過収益の最大の源泉になると考えている。

■ 欧州が景気後退に陥るという基本シナリオに基づき、**欧州ハイイールド債**と**欧州レバレッジド・ローン**については慎重な見方を維持し、今後3～6ヵ月はスプレッドが拡大すると予想する。ガス供給制約は欧州経済に

とって大きな逆風であり、世界経済にも波及すると見られる。また、ロシア・ウクライナ紛争が再び激化した場合、経済情勢は一段と複雑さを増すだろう。企業利益が減少する、あるいは利払い負担が増加する場合、ファンダメンタルズは急激に悪化する可能性がある。とは言え、目先に返済を迫られる債務が限定的であり、企業の手元流動性が潤沢で、BB格債が市場の大きな割合を占めることから、今後12～24ヵ月でデフォルト率が大きく上昇するとは予想していない。

■ **ポジショニング**に関しては、景気循環業種、確信度が相対的に低い銘柄、および利払い負担増が逆風となりやすい銘柄を中心に、全体的にリスクをアンダーウェイトとする一方で、高い現金保有高を維持している。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。ボラティリティが高水準で推移する中、最終的にはアクティブ運用と適切な銘柄選択が重要になると考える。

## エマージング債券

**見通し：**金利上昇、成長鈍化、地政学的緊張が、引き続きエマージング債市場の逆風になると考えられるため、慎重なポジションを維持する。市場のリスク回避姿勢がピークアウトする兆候は、まず米ドル高の一服と現地通貨建エマージング債の上昇という形で現れ、その後にハードカレンシー建エマージング債のスプレッド縮小が続くことになると予想する。投資家が既にディフェンシブなポジションを取っていることと債券価格が割安であることが、先行きの下振れリスクをある程度和らげると見られる。エマージング債市場は他の市場に先行して下落しており、その結果、足元のバリュエーションは長期的に見て魅力的な投資機会を提供していると考えます。

■ インフレ緩和、失業率の上昇、成長鈍化が見られるまでは、引き続き金融状況が引き締まる可能性があり、**ハードカレンシー建エマージング国債**のスプレッドは変動の激しい状態が続くと予想する。FRBのタカ派姿勢がピークを打つまでは、エマージング債市場が大きく回復することはないだろう。それまでは、発行体の信用力によってリターンがまちまちになる状況が続く可能性が高い。つまり、ファンダメンタルズが脆弱な格付の低い発行体のスプレッドは拡大する一方、投資適格の発行体は今回の嵐を乗り切れる可能性が高く、そのことが相対的にタイトなスプレッドをもたらしている。

■ B格債やファンダメンタルズが脆弱な国の債券は大きな圧力に晒されている。スプレッドが1,000bpsを超える水準で取引されている債券が多くあり、B格発行体の債券価格には足元で約40%のデフォルト率が織り込まれている（デフォルト時の回収率を額面価額の約35%と想定。B格発行体のデフォルト率は長期平均で約15%）。スプレッドが大幅に拡大している発行体は、外貨準備が低水準、債券発行が困難、国際収支が逼迫するという状況に陥っている。

■ B格以下の銘柄の投資機会については、数は多くないものの高い確信度を持っている。そうした投資機会の多くはファンダメンタルズに見合わない低価格で取引されているものの、資金調達ニーズは限定的であり、変動の大きい現在の状況を乗り切ることが可能である。アンゴラ、イラク、モザンビーク、ガボン等は、現在、有利な交易条件の恩恵を受けており、我々は自力で資金ニーズを賄えるB格の国々に投資機会を見出している。

■ 高格付の発行体は、ファンダメンタルズの強さが資金調達コストの上昇による悪影響を概ね吸収しており、スプレッドは相対的に底堅く推移している。これらの国の大半は大きな国内市場での起債を続けつつ、米ドル建エマージング債市場での債券発行も可能であり、そこでも旺盛な需要を集めている。

図：新興国と米国のハイイールド債のスプレッド較差は、歴史的な水準まで拡大（bps）



出所：ブルームバーグ。

■ BB格発行体ではセルビアやドミニカ共和国等に投資妙味があると見ている。これらの国はファンダメンタルズが健全であるにも拘わらず、割安なバリュエーションで取引されている。また、中東ではカタールやサウジアラビア等、ファンダメンタルズが健全ないし改善しつつある投資適格発行体に投資妙味があると見ている。エネルギー危機はハンガリーやルーマニア等の中東欧各国に影響を及ぼしているが、影響の度合いと政策当局の対応には大きな違いがある。中南米は政治動向に大きく左右される状況だが、当面は他の地域より底堅く推移する可能性がある。

■ **エマージング社債**はアウトパフォームを続けているが、金融環境の引き締めりと成長鈍化がファンダメンタルズ面の見通しに影響を落としている。とは言え、今後2年間に満期を迎える社債は限定的で、企業収益は好調を維持しており、新規社債発行は大幅に減少しており（今年のネット社債発行額は2,000億米ドル程度のマイナスが予想される）、更にはスプレッドが年初来で70bps拡大している。以上から、マイナス材料はある程度市場に織り込まれていると見ている。

■ エマージング社債は先進国社債よりも格付が高くデュレーションが短いにもかかわらず、先進国市場に対するスプレッドは過去のレンジの中で最も拡大した水準付近にある（例えば、BB格のエマージング社債はBB格の米国社債よりも150bps上回るスプレッド水準

で取引されている）。よって、エマージング社債の中長期的な見直しについて前向きな見方をしている。

■ 我々は、引き続きレタティブ・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、ペルー等の高格付ハイイールド社債やBBB格社債への選好を維持している。BB格債を重視する我々の戦略は、7-9月期にスプレッドが縮小する中でパフォーマンスに貢献した。

■ 低格付のエマージング・ハイイールド社債は、スタグフレーションや景気後退に陥った際の悪影響が大きいことから、特に銘柄を厳選している。アルゼンチンやトルコ等の財務状況が脆弱な国の中小型企业、金属・鉱山、銀行のハイブリッド証券、内需の影響を受けやすい銘柄をアンダーウエイトとしている。

■ Mexico City AirportやインドのPower Finance Corporation等の準ソブリン債は、引き続き投資妙味があると考えている。これらの発行体は、政府支援や割安なスプレッド水準といったプラス要因がある。ブラジルのPetrobrasについては、ブラジル国債に対する割安度が低下したことから、ポジションを削減した。

## SPOTLIGHT

## エマージング債市場で注目する投資テーマ

- 1 エマージング・ソブリン債のデフォルトは増加する可能性が高く、回収率も過去20年と比較して低下する見通しである。但し、その際の状況が重要であり、公的機関が中国や民間債権者を含む二国間融資の貸し手と協議をし、有効な債務再編の実現に努めると予想される。
- 2 エマージング債市場において中国が果たす役割の変化が、新興国の成長、貿易、投資資金フロー、為替動向に影響を及ぼす。中国の景気刺激策はグローバル経済の成長を下支えすると予想される一方、景気刺激策がより国内向け中心になることを踏まえ、以前ほどはエマージング債市場に影響を及ぼさないと認識している。中国の景気刺激策は商品市場に敏感な資産のパフォーマンスに影響を及ぼす可能性がある。
- 3 我々は、米ドル高が多くの新興国の発行体に及ぼす資金調達面の悪影響、および国際収支に及ぼす影響についても考慮している。エマージング・ソブリン債、エマージング社債の発行体の多くが年末まで大きな資金調達ニーズに直面していないことはプラス材料である。年末までのネット債券発行額（新規発行額から償還額を差し引いたもの）はマイナスとなり、投資家の手元キャッシュが積み上がる見通しである。

■ 10月に入り、我々は**現地通貨建エマージング債**のポジションを中立に移行しつつあり、国別の金融政策の違いによる投資機会を捉えることを目指している。下落局面を経た現在は、戦術的に取引を行う方針であり、取引機会があると判断する局面に限って機動的にポジションを構築している。FRBの政策転換を背景として米ドルが反落する際には、迅速にデレション・ポジションをショートからロングに転換する方針である。

■ 引き続き現地通貨建エマージング債市場では、イールドカーブのフラット化が続いている。多くの市場では、1~2年後から利下げサイクルが始まるとの見直しから、逆イールドが発生している。この状況においては短期債のアンダーウェイトポジションが望ましい。イールドカーブの1年~3年ゾーンをより大幅にアンダーウェイトにした場合、今後市場で織り込まれている以上の利下げが行われなければ、キャリー・ロール効果によるプラスのリターンが得られると見込む。

■ 現地通貨建エマージング債セクターでは、チリとポーランドを選好している。両国ではインフレ率が依然として高く、今後も低下しにくい現状にも拘わらず、今後数年間で300bps以上の利下げが市場で織り込まれている。ポーランドの中央銀行はハト派姿勢に転じる時期が尚早だったため、積極財政と金融緩和という非正統的な政策ミックスになっている特殊なケースである。チリでは、通貨安、長引くインフレ、堅調な内需という3つの要素が相俟って、中央銀行はタカ派姿勢に回帰することを余儀なくされ、利

上げサイクルの終了が大幅に遠のいたように見える。

■ 現地通貨建ブラジル債のデレションについては強気な見方をしている。同国中央銀行が2021年1-3月期以降1,000bps以上の利上げを行なった結果、インフレ率は低下しており、中央銀行は現在金利を据え置いている。但し、大統領選挙の第2回投票を控える中、我々はブラジルのオーバーウェイトを小幅に留めている。

■ アジアでは、イールドカーブに織り込まれている相対的なリスク・プレミアムを考慮して、タイ・マレーシアに対して韓国・インドネシアを引き続き選好している。下落局面を経た現在、ハンガリー、南アフリカ、中国、メキシコについて中立的なポジションにしている。

■ 10-12月期に入り、我々は**エマージング通貨**に対して慎重な見方を維持している。但し、レバティブ・バリュエに基づく投資機会が生じていることに加え、中国が景気刺激策を強化すると期待がある中でエマージング通貨の上昇が予想されるため、柔軟な姿勢で臨む方針である。FRBによる直近のタカ派的なコメントと今後の利上げ見直しから、米国が景気後退に陥るとの懸念が強まっている。ECB等の他の主要中央銀行も、経済成長よりもインフレ抑制を優先している。

■ しかし、こうした各国中央銀行の政策による金融状況の引き締まりが行き過ぎる可能性があり、その結果、10-12月期にリスク資産が下

落した場合には、FRBが利上げの中断を迫られる可能性がある。米国の利上げ中断はエマージング通貨にとってはプラス材料となり、その場合には我々は現在の米ドルのロング・ポジションを削減することを検討する。

■ 一方、10-12月期もこれまでと同様のトレンドが続く、つまりインフレが長引き、タカ派的な金融政策にも拘わらず、米国の失業者数が低位で推移する可能性もある。その場合には、金融環境の引き締まりが続き、米ドルは続伸すると予想する。

■ 我々は、引き続きアジアのエマージング通貨が最も下落しやすいと見ている。アジアの中央銀行の利上げが全体的にFRBよりも遅れていることがその背景にある。例外は中国で、他の中央銀行とは対照的に、中国人民銀行は利下げを行なっている。中国・台湾を巡る地政学的な懸念も資本流入の重石となっている。我々は、中国人民元、台湾ドル、タイ・バーツ、シンガポール・ドル、フィリピン・ペソのアンダーウェイトを維持している。

■ アジア以外では、メキシコ・ペソもアンダーウェイトにしている。米国経済が減速し、これが海外出稼ぎ労働者によるメキシコへの送金に影響を及ぼすため、メキシコ・ペソの足元のアウトパフォーマンスは続かないと見ている。

■ 一方、ハンガリー・フォリントや、それよりもポジションは小さいものの南アフリカ・ランドやコロンビア・ペソ等の一部の高利回りエマージング通貨をオーバーウェイトにしている。

# 地方債

**見通し：** 中立的、ないし慎重ながらも前向きな見方。金利上昇とボラティリティが需給面の逆風となるが、米国の金利上昇がピークを打てば、地方債のパフォーマンスは改善する見込み。

■ 金利上昇が影響し、地方債投信からの資金流出額は年初来で過去最大水準に達している一方、信用力は依然として強固であり、州政府の税収は、減速しているとは言え、コロナ禍前よりも20%近く多い水準を維持している。FRBの利上げサイクルが終了に近づくにつれ、アンダーパフォームの要因となってきた需給面の逆風が解消され始める見込みである。仮に、景気悪化によって予想よりも早く金融政策が

転換されれば、更なる上振れの可能性もある。他の債券セクターの課税後利回り対比で見ると、非課税地方債の魅力が高まっており、需給が改善すれば投資家の関心を集め始めると思われる。

■ 機動的にリターンを得られる市場環境へと移行しつつあると見ているが、当面はポートフォリオにおける金利リスクや信用リスクを引き上げるには時期尚早と見ている。但し、スプレッドが更に拡大する、またはFRBが利上げサイクルをより長期化させる姿勢を示さない中で、もう一段の金利上昇が続く場合は、我々はリスクを引き上げ始めることを検討する。12月は季節的に需

給の改善が見込まれるため、更なる下支え要因となる見込みである。

■ 空港セクターは堅固なファンダメンタルを維持しているが、需給が重石となって下落しているため、長期的には投資妙味があると見ている。ヘルスケア・セクターについては、様々な逆風を考慮して、我々は慎重な見方を維持している。こうした逆風が止めば、市場全体の上昇に加えて超過収益も期待できる投資機会だと見ている。一方、課税地方債については、ポートフォリオに優れた分散効果をもたらすと考えている。流動性が薄く、新規発行が限定的な中、スプレッドは社債とほぼ同様に推移すると予想している。

**図：** 地方債の利回りは5月の高水準を上回り、AAA格地方債の利回りは足元で4%に迫っている。A格地方債の利回りは、現在、同格付の課税債券であれば8%を上回る水準に相当しており、バリュエーションはますます魅力的になっている。金利のボラティリティが落ち着きを取り戻せば、より多くの投資家の関心を集めるようになるだろう

	AAA格地方債	2年	5年	10年	20年	30年
AAA格 地方債	9/23/2022	2.92%	2.95%	3.11%	3.58%	3.73%
	5/18/2022	2.31%	2.60%	3.02%	3.24%	3.37%
	12/31/2021	0.24%	0.59%	1.03%	1.30%	1.49%
米国国債	9/23/2022	4.21%	3.98%	3.69%	3.89%	3.61%
	5/18/2022	2.67%	2.89%	2.89%	3.27%	3.07%
	12/31/2021	0.73%	1.26%	1.51%	1.94%	1.90%
比率	9/23/2022	69%	74%	84%	93%	103%
	5/18/2022	87%	90%	104%	99%	110%
	12/31/2021	33%	47%	68%	67%	78%

出所：PGIMフィクスト・インカム。



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	慎重ながらも前向きな見方。相場の急落を受け、国債市場の価格形成機能やレポ市場でのイレギュラーな動きを注視している。	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	年初来で初めて、国債に対するエージェンシーMBSのオーバーウェイトを推奨する。金利とボラティリティの上昇により、当セクターのバリュエーションは2008年後半以降で最も魅力的な水準に達しており、高格付のCMBSや投資適格社債等に対して割安となっている。		
証券化商品	クレジットのパフォーマンスは依然として堅調だが、金利上昇が引き続き不動産のバリュエーションに対する下押し圧力となり、インフレが低格付消費者クレジットの重石となっている。更なる金融引き締めが行われれば、証券化商品もボラティリティの影響を免れないと思われる。英国の年金負債対応投資（LDI）が直面する課題によって、債券をより低価格で購入する機会がもたらされている。資本構成最上位の証券を取り巻く環境は堅調に推移すると考えられることから、一部の高格付銘柄に対する前向きな見方を維持する。	CMBS 非エージェンシー	CLOs ABS
投資適格社債	欧州投資適格社債はアンダーパフォームしており、レラティブ・バリューに基づく投資機会が拡大している。米国投資適格社債は底堅く推移しているものの、景気敏感セクターやBBB格債を中心に、景気後退時にはスプレッドが小幅に拡大する可能性がある。	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	地政学、インフレ、および景気後退リスクが引き続き大きな懸念材料となる。我々は、更なるスプレッド拡大を想定したポジションを取りつつ、レラティブ・バリューに基づく投資機会と、個別要因を背景とした割安な銘柄の選別に努めている。ボラティリティが高水準で推移する可能性が高いことから、アクティブ運用と適切な銘柄選択が重要になると考える。	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	金利上昇、成長鈍化、地政学的緊張が、引き続きエマージング債市場の逆風になると考えられるため、慎重なポジションを維持する。市場のリスク回避姿勢がピークアウトする兆候は、まず米ドル高の一服と現地通貨建エマージング債の上昇という形で現れ、その後ハードカレンシー建エマージング債のスプレッド縮小が続くことになると予想する。投資家が既にディフェンシブなポジションを取っていることと債券価格が割安であることが、先行きの下振れリスクをある程度和らげると見られる。エマージング債市場は他の市場に先行して下落しており、その結果、足元のバリュエーションは長期的に見て魅力的な投資機会を提供していると考えられる。	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	中立的、ないし慎重ながらも前向きな見方。金利上昇とボラティリティが需給面の逆風となるが、米国の金利上昇がピークを打てば、地方債のパフォーマンスは改善する見込み。	非課税債	課税債

\*各セクターの直近の短期見通しに基づく



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 9/30/22	
		Q3	年初来		
CMBS	CMBS:コンデュイット型 AAA	利子先払い10年債	3	74	168
	CMBS:コンデュイット型 BBB-	BBB-	293	-20	669
	CMBS:SASB - シニア	AAA	45	134	225
	CMBS:SASB - メザニン	BBB-	60	164	400
	CMBS:エージェンシー集合住宅	シニア	22	50	102
非エージェンシー RMBS	レガシー	RPL シニア	-5	84	180
	レガシー	2006/2007年のオルトA	15	149	280
	GSEリスクシェアリング	M2	35	325	475
CLOs	CLO 2.0	AAA	10	68	210
	CLO 2.0	AA	10	94	290
	CLO 2.0	BBB	85	209	550
ABS	無担保消費者ローンABS	シニア	0	115	201
	無担保消費者ローンABS	B クラス	-5	135	246
	民間学生借り換えローン	シニア	15	100	191
	クレジットカード ABS	AAA	-10	38	71

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) 9/30/22
	Q3	年初来	Q3	年初来	
米国投資適格社債	-5.06	-18.72	9	72	164
欧州投資適格社債	-3.06	-14.58	5	129	224

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9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 % 9/30/22
	Q3	年初来	Q3	年初来	
エマーシング債券 (ハードカレンシー建)	-4.57	-23.95	17	191	559
エマーシング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	-0.42	-11.46	25	160	7.31
エマーシング通貨	-3.97	-13.42	307	435	8.68
エマーシング社債	-2.64	-16.21	0	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) 9/30/22
	Q3	年初来	Q3	年初来	
米国ハイイールド債	-0.68	-14.62	-44	233	543
欧州ハイイールド債	-0.84	-15.52	-14	295	632
米国レバレッジド・ローン	1.19	-3.31	10	229	668
欧州レバレッジド・ローン	1.15	-6.56	9	354	769

出所：ICE BofAML、クレディ・スイス

	トータル・リターン (%)	
	Q3	年初来
高格付非課税債	-3.46	-12.13
ハイイールド非課税債	-4.83	-16.03
長期課税地方債	-7.90	-24.06

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。南アメリカでは、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. 2022-6512

## 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. 無断転載は禁止されています。

### 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“Q4 22 Quarterly Outlook / Published October 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

PGIMJ93912

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。