



# 2023年 1-3月期 四半期見通し

2023年1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 10

## 4 セクター別見通し 16

先進国金利 17

エージェンシーMBS 18

ESG 19

証券化商品 20

投資適格社債 21

グローバル・レバレッジド・ファイナンス 23

エマージング債券 25

地方債 28

## 5 サマリー 29

見通し一覧 & 資産クラス別の見解 30

パフォーマンス一覧 31

### トータル・リターン (%)

個別セクター	Q4 22	2022	2021	2020	2019
エマージング債 (ハードカレンシー建)	8.11	-17.78	-1.80	5.26	15.04
エマージング通貨	7.26	-7.14	-3.09	1.73	5.2
米国投資適格長期社債	5.40	-25.62	-4.65	13.94	23.9
欧州ハイイールド債	4.70	-11.13	3.32	2.9	11.4
米国ハイイールド債	4.17	-11.19	5.36	6.2	14.4
地方債	4.10	-8.53	1.52	5.21	7.54
米国投資適格社債	3.63	-15.76	-1.04	9.89	14.5
欧州レバレッジド・ローン	3.42	-3.36	4.87	2.4	4.38
エマージング債 (現地通貨建)	2.95	-8.85	-5.52	6.07	9.14
米国レバレッジド・ローン	2.33	-1.06	5.40	2.8	8.17
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	2.14	-11.81	-1.04	3.87	6.35
欧州投資適格社債	1.09	-13.65	-0.97	2.77	6.24
CMBS	1.02	-10.91	-0.64	8.11	8.29
米国情債	0.72	-12.46	-2.32	8.00	6.86
米国長期国債	-0.59	-29.26	-1.13	17.7	14.8

### マルチセクター

グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	4.55	-16.25	-1.54	9.2	6.84
米国総合	1.87	-13.01	-1.39	7.51	8.72
グローバル総合(ヘッジあり)	0.99	-11.22	-0.15	5.58	8.22
ユーロ総合 (米ドルヘッジなし)	-1.21	-17.18	-4.71	4.05	5.98
円総合	-1.90	-5.30	-2.85	-0.8	1.64

### その他セクター

S&P 500 指標	7.56	-18.11	28.71	18.4	32.6
3か月 SOFR	0.92	1.66	0.03	-1.5	-0.85
米ドル (DXYインデックス)	-7.67	8.21	6.37	-6.69	1.35

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12月31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) インフレよりも世界経済の減速/景気後退が大きなリスクとなる：**世界的なインフレが減速し始めている兆候が明らかに見取れる。しかし、先進国中央銀行は、インフレ率の高止まりがもたらす経済的ダメージを考慮し、金融引き締め路線を維持する可能性が高い。よって、2023年上半期は、インフレよりも世界経済の減速/景気後退が大きなリスクになると考えられる。

**2) 市場と中央銀行の見解の相違：**市場は、2023年下半期の政策金利引き下げを引き続き織り込んでおり、インフレの更なる減速とともに堅調な経済成長が続くと考えている。政策見通しを巡る市場と中央銀行の見解は相違しており、不安定な状況にある。どちらの見解が先に修正されることになろうとも、それによってボラティリティが高まることになるだろう。

**3) 投資機会の適切な把握：**2023年の見通しを巡っては大きな不確実性が伴う（右図を参照）ものの、2022年に金利と信用スプレッドが調整されたことを踏まえると、利回り低下に伴う投資機会が間もなく生じると考えられる。また、予想されるシナリオが多岐にわたるため、それによって企業業績、信用スプレッド、ベータに対する超過収益にも大きなばらつきが生じると考えられる。よって、今後のボラティリティの高まりを考慮すれば、無差別に投資を行うのではなく、適切なセクター配分、ボトム

アップ方式による企業調査、レラティブ・バリュエに基づく投資機会の評価が重要になる。

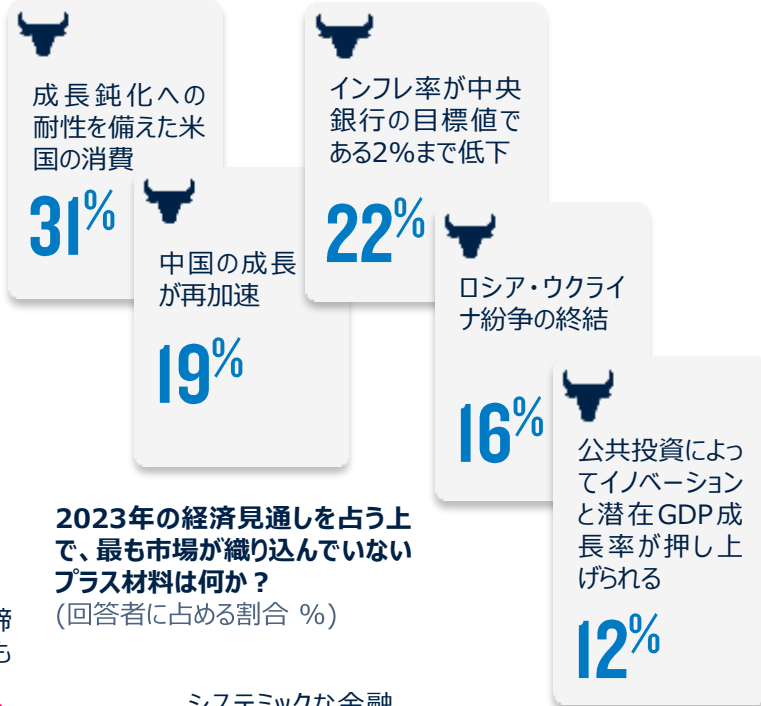
**4) 地域間のばらつきがもたらす投資機会に着目する：**異なるファンダメンタルズを有する地域に投資することで、より様々な資産クラスへの投資機会が得られる。例えば、欧州と米国のマクロ経済および政策サイクルは対照的な状況にあり、これが各国ソブリン債にも広範な影響を及ぼす。一方、ゼロコロナ政策や不動産セクターを巡る中国の政策転換は、アジア諸国、エマージング債券、コモディティ価格などに影響を及ぼすと考えられる。

高インフレ/中央銀行の引き締めによって世界同時不況がもたらされる

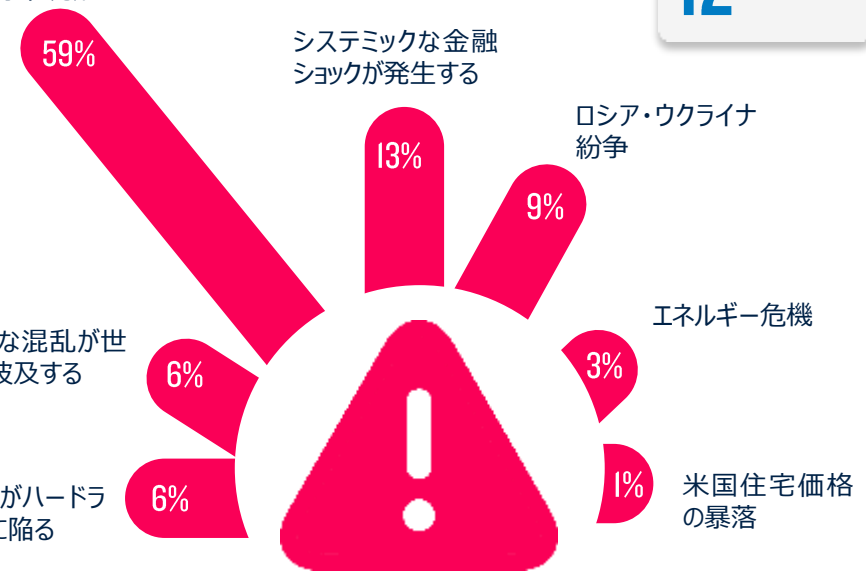
我々が社内で実施した1-3月期マクロ経済調査では、2023年に予想される最大のリスクと市場が十分に織り込んでいないプラス材料について回答を求めた。全世界275人以上の回答結果は右図の通りであった。

地政学的な混乱が世界各地に波及する

中国経済がハードランディングに陥る



2023年の経済見通しを占う上で、最も市場が織り込んでいないプラス材料は何か？  
(回答者に占める割合 %)



2023年の市場最大のリスクは何か？\*(回答者に占める割合 %)

\* 2%は、「その他」と回答



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

# 投資妙味が増す債券市場

昨年に引き続き、2023年も不透明感と多くの経済面のマイナス材料（詳細については、次章の「世界経済の見通し」を参照）を抱えてスタートした。しかし絶望することはない。債券市場は2022年に大きく下落したが、一方で高水準の利回りという「プラス材料」をもたらしている。

我々が最近発行したレポートでも取り上げたように、利回りは債券リターンをもたらす要である。債券市場が再び（急激に）到達した利回り水準は、実質的に20年振りの高水準である。その結果、今後ボラティリティが高まる局面があるとしても、債券市場には長期に亘って高水準のリターンをもたらし得る環境が生まれている（図1）<sup>1</sup>。

2023年を迎えるに当たり、多くの非常に深刻な問題によって投資意欲が削がれているのは間違いない。経済のハードランディング、ロシア・ウクライナ紛争とそれに伴う欧州のガス価格高騰、欧州中央銀行（ECB）による量的引き締め、中国におけるゼロコロナ政策の撤回と経済活動の再開など、懸念材料には事欠かない。専門家の間でもそれらの動向について様々な憶測が巡っており、これによってボラティリティが押し上げられる可能性がある。しかし、2022年に国債価格が下落し、信用スプレッドも拡大したことで、債券利回りは非常に高い水準にまで跳ね上がった（図2）。高水準の利回りによって嵩上げされたインカム収入の力によって最終的に債券リターンが押し上げられることから、2023年にボラティリティが上昇したと

しても、それは債券の強気相場再開の勢いをやや弱める程度のものでしかないと考えられる。

## 逆風が追い風に転じる

今後の見通しについて慎重を期すべきことは勿論だが、一方で過去数四半期に債券リターンを押し下げた一連の要因（当初の低利回り水準、力強い成長、高インフレ、中央銀行の利上げ、エネルギー供給懸念）が追い風に転じつつあることは考慮する必要があるだろう。2022年当初の利回りには逆境に備えるための余地がほとんどなかったが、現在の利回りは歴史的に見ても十分な水準にある。

図1

当初利回りが今後のリターンを左右する：2002年のように、利回り上昇は将来のリターンが高まる前兆となる。過去10年間のリターンは年率1.27%に留まったが、足元の投資適格債の平均利回りは4.68%にまで上昇していることから、今後10年間の債券リターンの見通しも上向いている。

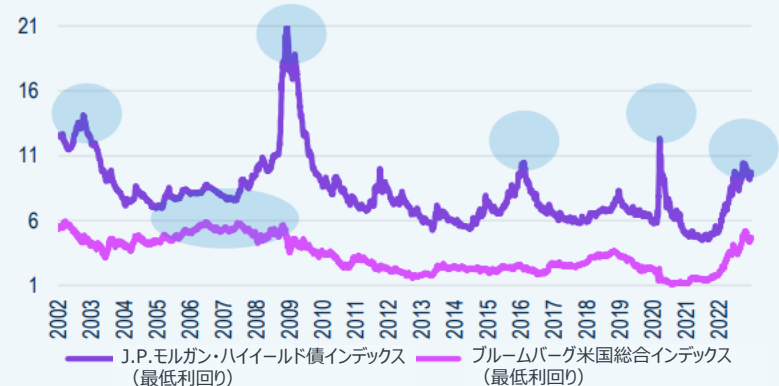
期間	1992-2002	2002-2012	2012-2022	2022-
当初利回り	6.76%	4.38%	1.75%	4.68%
	↓	↓	↓	↓
総合リターン	7.45%	5.29%	1.27%	?

出所：PGIMフィクスト・インカム

<sup>1</sup> “利回り上昇を受けて投資妙味が増す債券市場”、PGIMフィクスト・インカム、2022年12月20日。

図2

利回りが極端な上昇・低下を繰り返す中、足元で米国の非投資適格社債の利回りは、景気後退局面や市場が極度のストレスに晒されていた時期の水準まで回帰している。一方、投資適格債の利回りも、2000年代半ばの住宅/融資ブームや、2002/2003年の景気後退/企業不正会計危機時にしか見られなかった水準まで上昇している（%）。



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

2022年前半の非常に力強い成長は、そのペースが鈍化している。一方、インフレ指標にはようやく減速の兆しが見られ、一致指標、先行指標ともにインフレ率が今後低下することを明確に示している（図3および図4）。昨年とは異なり、多くの中央銀行がこれまでに大幅な利上げを実施済みであるだけでなく、図5が示す通り、市場には更なる利上げが既に織り込まれている（市場が予想するFF金利の最終到達点は5%、ECBの預金金利については同3.5%）。債券市場を取り巻く環境は好転しており、こうしたことから金利市場やスプレッド市場に対するテーパータントラム（バーナンキ・ショック）型の打撃は概ね終了したことを示唆している。

## リスク選好も金利次第

成長の勢いは明らかに鈍化しているが、皮肉なことに、これがクレジット債券にとって有利に作用する可能性がある。2022年のスプレッド商品や株式の大幅な下落は、2013年のバーナンキ・ショックや2018年の株価急落と同様、リスク選好にとって最大の脅威となるのは単なる金融引き締め懸念による金利上昇とそれに伴う信用スプレッドの拡大だということを示唆している。これらの過去における弱気相場では、その後金利が安定するとスプレッド市場が好調なパフォーマンスを示してきた。同様に、足元の弱気相場においても、金利上昇が一服するたびにスプレッドは縮小している（ハードランディングに陥る懸念が高まっていることについては、あまり注視されなかった）。よって、先進国の中央銀行が政策を転換して利上げペースの減速や利上げの一旦停止を示唆していることを踏まえれば、今後中央銀行の焦点がインフレ対策から持続的な経済成長に移行する中で、スプレッド商品は良好なパフォーマンスを示すと予想される。

図3

インフレサイクルを左右するエネルギー価格は高騰したものの、ピーク水準から大きく下落している。



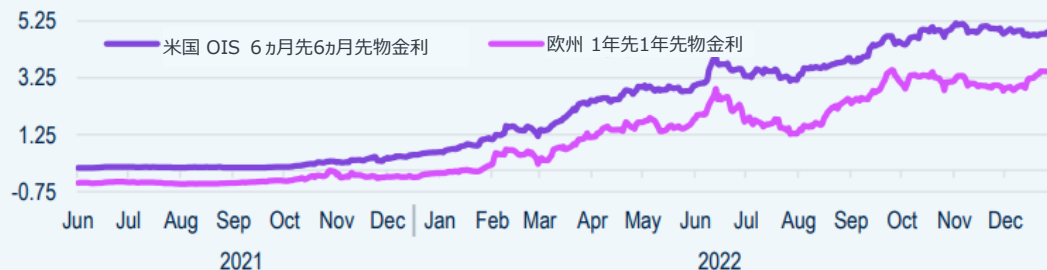
図4

一方、我々のインフレ圧力に関する指標は、米国のコア・インフレ率が更に減速していることを示唆している。（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 %）2022年12月の最新データに基づく。



図5

金利はコロナ禍の最低水準から4-5%上昇したが、金利先高感にはようやくピークアウトの兆しが見られる。（%）



## 金利見通し：高水準で推移？

弱気相場の中で金利が上昇した後は急速な利下げに転じるというこれまでの多くのサイクルとは異なり、今回のサイクルは従来の典型的なパターンではなく、金利の横ばい推移に終わる可能性がある。

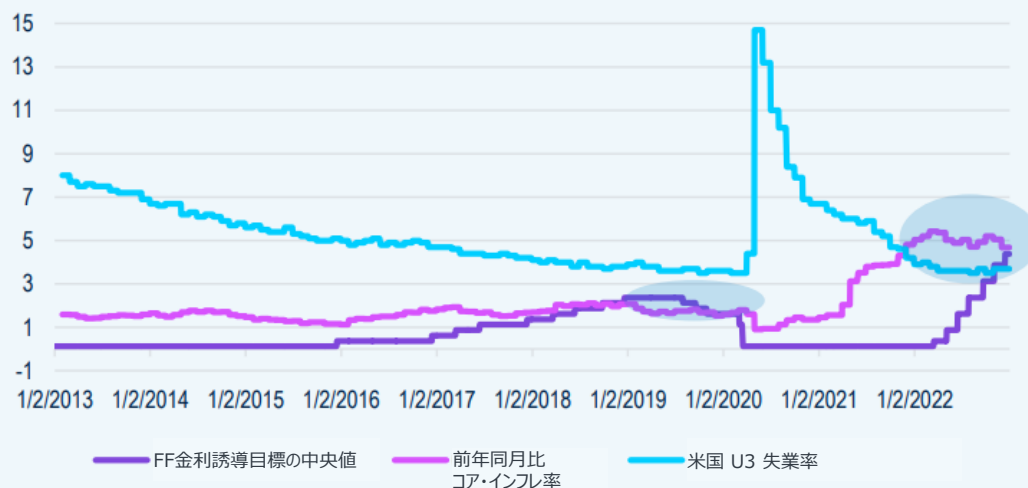
今回のサイクルがこれまでとは異なったものとなる主な理由として、低い失業率と高いインフレ率を背景に中央銀行がインフレの再燃を危惧して金融緩和に消極的になる可能性が挙げられる（図6）。もう一つの理由として、金利を引き下げる必要がないことも挙げられる。世界金融危機以降は慎重な金融政策が実施されており、過去にはその処理のために金利の大幅な引き下げが必要とされた資産バブルや過剰なレバレッジは、今回のサイクルでは見られていない。

## ラインハート・ロゴフ・パラダイムの終焉

世界金融危機とその後の景気低迷が続く中で発表されたラインハート氏とロゴフ氏による研究では、歴史的に金融危機後は数年に亘り景気低迷が続き、経済再生のために中央銀行は金利を低水準に維持してきたことが浮き彫りになった<sup>2</sup>。また、米国と欧州におけるプロシクリカルな（景気追従型の）財政緊縮策（特に2012年のソブリン危機以降の欧州で顕著）によって、景気低迷が長期化したと考えられている。しかし、足元で銀行は過剰な不良債権を抱えておらず、金融機関の資本は充実し、プロシクリカルな財政緊縮も過去のものとなっている。その結果、仮に金利が2008年の世界金融危機以前の高水準に回帰したとしても、先進国では経済成長が持続する可能性がある。

図6

インフレ率が低かった2019年において、米連邦準備制度理事会（FRB）には成長鈍化に対処するために迅速に利下げする余地があった。しかし、足元では、高インフレ、賃上げ圧力、低失業率が続き、各国中央銀行はインフレが再加速しないよう、拙速な利下げには慎重な姿勢を維持すると見られる。（%）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ

<sup>2</sup>カーメン M. ラインハートおよびケネス S. ロゴフによる "This Time is Different Eight Centuries of Financial Folly", プリンストン大学プレス、2009年を参照。

## 市場動向

## 日本銀行が政策を転換したことで、総裁の交代を前に政策の柔軟性は高まったものの、これはデフレに対する勝利宣言を意味しない。

他の先進国が積極的な利上げを実施しているのとは対照的に、日本ではインフレ率の上昇が今後も持続するかどうか不透明であることから、当局は独自の路線を歩んでいる。しかし、インフレ率が（少なくとも現時点では）目標を上回って推移していることから、日本銀行は柔軟な政策対応の余地を拡大すべく様々な措置を講じた。10年債利回りの許容変動幅が従来の±0.25%から±0.5%に拡大されたほか、市場を通じて定期的に実施している債券買い入れ

額を増やし、インフレ高進が「一過性のもではないと確認するには時期尚早」という表現を維持した。日本銀行の発表を受け、利回りは今回拡大されたレンジの上限に達した。今回の措置は、当面に亘って緩和的な金融環境を維持するものである一方、その必要が生じた際には2023年にも更に政策を修正する余地を新総裁に与えるものでもある。



## 債券市場の見通し

この「正常な金利水準に向けて上昇する」という仮説は、現時点では推測の域を出ないものの、比較的早いうちにその正否が明らかになると考えられる。もし、金利が上昇しても成長率が非常に底堅く推移するようであれば、その金利水準は決して高いものではなく、かつての正常な金利水準に「あらためて」回帰したに過ぎないことになる。つまり、1940年代～1950年代以来の超低金利となった2012～2022年こそが、金利水準が正常なレンジを下回った例外的な期間だったということになる（図7）。

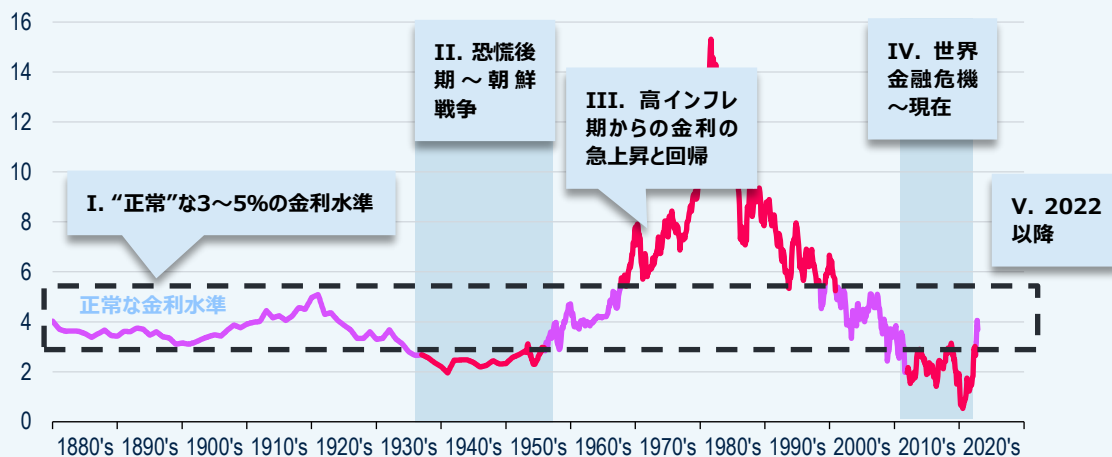
要するに、金利見通しは上下両方向で丁度バランスを保っているように見える。確かに、中央銀行は更に金融引き締めを進められると思われる。しかし、経済成長とインフレがともに減速する中、債券市場を取り巻く環境は好転しているように見える。これは、金利のピークが近いことを示唆するものである。それでも、中央銀行が賃金上昇圧力の再燃と低水準の失業率に対して懸念していることを踏まえれば、金利の低下余地は限定的だと思われる。

### 結論：債券市場を取り巻く環境は180度転換する

確かに、投資環境は依然として不透明であり、市場は大きな懸念を抱いている。しかし、こうしたリスクと引き換えに、利回りは2020年の異例の低水準から近年のレンジの最高水準にまで上昇している。これにより、債券が長期に亘り力強いパフォーマンスを達成でき得る市場環境が生まれつつある。

図7

何が正常な金利水準なのか？ 歴史的に見ると、極端な状況を除けば、金利は概ね3～5%で推移してきた。我々は正常な金利水準に回帰しただけなのだろうか？



出所：PGIMフィクスト・インカム



セクション 3

# 世界経済の見通し

ダレブ・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

# 2023年の様々なマクロ経済の課題を分析する

3カ月前に発行した「四半期見通し」では、コロナ禍からの回復にバラツキがある中、ロシアによるウクライナへの武力侵攻の影響が継続的な広がりを見せ、主要な中央銀行がインフレ抑制に関する信頼を喪失する中で景気サイクルの行方について予想をするという、特段に困難な課題を取り上げて考察した。こうした状況の中、世界経済は概ね我々が予想した通りの道筋を辿っている。すなわち、実績値と先行指標はともに米国における財の価格と住居費の上昇率が明らかな鈍化傾向にあることを示し、サービス価格の上昇率についても、賃金上昇率に鈍化の兆しが見え始める中で、緩やかに低下し始めている。これに関連して、世界各国・地域の中央銀行による例を見ない急速な金融引き締めによって実体経済の勢いは削がれており、特に金利に対する感応度が高いセクターでそうした状況が鮮明になっている。一方、労働市場と個人消費は、依然として我々の予想よりも底堅く推移している。それ以上に意外だったのは直近の中国の動きであり、徹底したゼロコロナ政策からの緩和が予想よりも迅速かつ広範にわたって進められており、世界経済が切望していた支援材料になる可能性がある。

総合すると、世界中の投資家の最大の関心事は、インフレ率と金利がどこまで上昇するかという点から、成長鈍化がどの程度深刻化し、政策当

局がいつ支援の手を差し伸べるかという点に移行しつつある。今回の「四半期見通し」では、景気後退を理解するための基本的なフレームワークを提示した上で、各主要国・地域の見通しを掘り下げて検証する。

## 景気後退を理解するための基本的なフレームワーク

第2次世界大戦後の経済史を振り返ると、景気後退が発生する経路は大きく分けて3つあることが分かった。1945年以降に発生した景気後退の約半分の要因となった最も一般的な経路は、景気抑制的な金融・財政政策である。政策当局がインフレ抑制に努める中、これによって多くの場合には経済成長の鈍化がもたらされ、その結果として全面的な景気後退が生じる。米連邦準備制度理事会（FRB）は、1980年の春先と1981年の大半の期間に利上げを実施し、最終的に政策金利を20%にまで引き上げたが、これがその典型的な例と言える。インフレを退治し、インフレ期待を落ち着かせることを目的とした利上げだったが、その代償として景気後退がもたらされた。

金融引き締めに端を発した景気後退は、歴史的に見ても緩やかで、他の経路による景気後退よりも回復が容易であることから、一般的に「標準的な」景気後退とも呼ばれる。この点が、二つ

目の景気後退の経路、すなわち、**経済成長の鈍化に対処するための中央銀行による利下げ余地を制限するような、金融市場の不均衡の急激な巻き戻しによってもたらされる景気後退**とは異なる。2008年の世界金融危機がその典型的な例であり、過度に集中的なレバレッジによって最終的には住宅バブルが崩壊し、それによって生じた損失により世界中の銀行のバランスシートが傷つき、金融システム全体で信用収縮が生じた。

景気後退の最後の経路は、地政学的対立や健康衛生上の危機など、経済の供給面に打撃を与え景気拡大を突如反転させる**外生的ショックから生じるもの**である。代表的な例として、2020年の新型コロナウイルス感染拡大や1973年の石油危機、1990年の湾岸戦争などが挙げられる。

なお、これら3つの経路は互いに独立したものではないという点に留意が必要である。つまり、これらの経路は同時にまたは連続して生じる可能性がある。我々は、**足元の経済成長の鈍化は「景気抑制的な金融政策」と「供給面のショック」という少なくとも2つの経路が原因となっていると**見ている。また、**金融不安が生じるようであれば、3つの経路全てが景気減速の原因になる**と言える。

近代史において、世界的にこれだけ多くの中央銀行がこれほど大幅に、そして速いペースで金融政策を引き締めた例はない（図1）。**これまでに類を見ない世界同時的な金融引き締め**の累積的影響は、貿易、金融、心理的な経路を介して**世界経済の成長に複合的な打撃を与える可能性が高いと我々は見ている**。政策当局は、国境を跨いだ波及効果にはタイミング的なズレが生じること、そしてその影響も不確実であるということなどから、こうした打撃の度合いをリアルタイムで正確に把握するのに苦慮するだろう。政策に関連した別の懸念として、米国や英国だけでなく、多くの新興国において実施可能な景気刺激策の選択肢が狭まっていることが挙げられる。米国においては実質GDPに対する政府の政策の寄与度が既にマイナスとなる中、減速しつつある世界経済を押し上げるような政策的手段が限定されている。

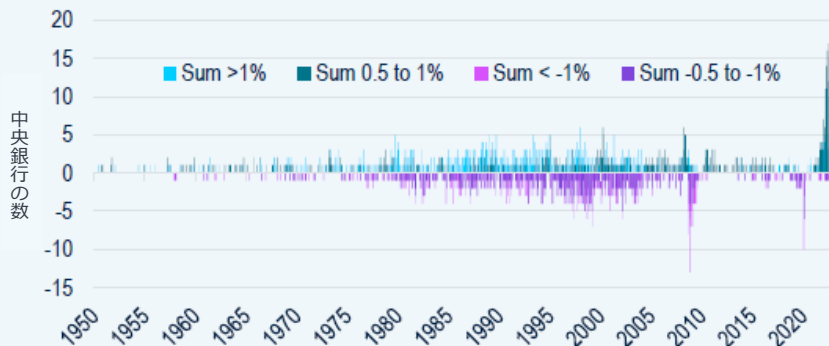
第二に、サプライチェーンは明らかに正常化しつつあるものの、コロナ禍およびロシア・ウクライナ紛争

の影響は依然として顕著であり、新型コロナウイルスの感染拡大を原因とした労働力不足が続いているほか、ロシアが主要輸出国として存在感を有しているエネルギーおよびコモディティ市場のボラティリティも高止まりしている。**より一般的に言えば、「大国間の競争激化と経済を盾とした国政（制裁や輸出管理等）の拡大」や「政治的分断の深刻化」、「重要物資とテクノロジー分野に関する地政学的な同盟関係に基づいたサプライチェーンの再編成」、「化石燃料から再生可能エネルギーへの必要不可欠（しかし困難を伴う）な転換」などの重大かつ持続的な構造変化によってもたらされる将来的な供給ショックを促すような累積的リスクについては、いくら強調してもし過ぎることはない。**

最後に、十年以上に及ぶ低金利環境の中で累積的に債務が膨れ上がっていることを踏まえると、**金利上昇局面において金融市場の不均衡が突然緩み、これによって経済成長が更に鈍化する**

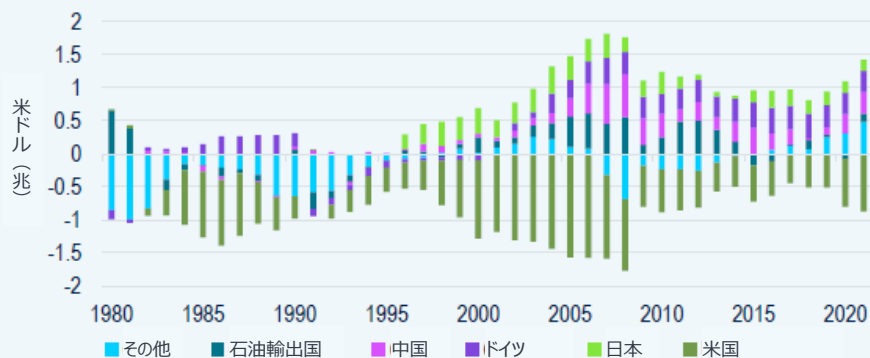
**可能性を排除することはできない。**コロナ禍からの経済回復が世界的にも不均一となっているのと同様に、国際収支に関しても世界金融危機以降で最も大きな不均衡が生じており（図2）、經常収支が赤字となっている国は特に資本の逃避と変動の激しい市場環境に対して脆弱な状態にある。なお、米国の經常赤字は2008年以降で最大の規模にまで膨れ上がっている。貸方と借方を一致させる会計ルールに基づき、經常赤字と同等の資金が株式や債券に流入しているが、それらの資金は何の前触れもなく流出し得る。その一方でユーロ圏は、過去20年の大半に亘り大規模な經常黒字を記録してきたが、足元ではエネルギー価格の高騰とエネルギー以外の製品による經常黒字が消滅していることに起因して、記録的な赤字に直面している。黒字国、すなわち中国と主要産油国は引き続き資本を米国と欧州に還流させると考えられるが、地政学的分断によってこうした資金フローが途絶えるリスクが高まっている。

図1 0.5%以上の利上げを実施した中央銀行



出所：BIS、PGIMフィクスト・インカム。

図2 2021年までの年末時点における世界の經常収支



出所：IMF、PGIM フィクスト・インカム。

米国特有の懸念として、いわゆる「規制の対象外」であるノンバンクが保有する短期負債が積み上がっていることが挙げられる（図3）。世界金融危機後の改革により、市場がストレスに晒された場合であっても、その損失を十分に吸収できる資本と流動性が銀行システムには備わっている。一方、マネー・マーケット・ファンド（MMF）やノンバンクが提供するその他の金融商品にリスクが移転しており、これらノンバンクには多額の不透明で流動性に乏しい負債が積み上がっている可能性がある。こうした負債は、広範な市場に混乱を生じさせる可能性があり、多くの場合には、こうしたレバレッジ依存度が高い金融商品は政府による保証の対象となっていないため特に懸念される。

### 米国の見通し

これまでに取り上げた様々な逆風を考慮すれば、米国が2023年に景気後退を回避できる見込みは低いと引き続き我々は考えている。さらに、間近

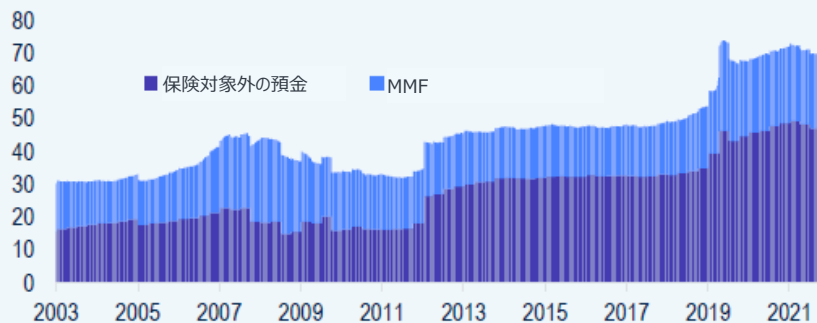
に迫った景気後退は「標準的な規模」ではなく、より深刻なものになる可能性が高いと我々は見ている。戦後の景気後退におけるピークから谷までの平均的なGDP縮小率は3.7%（縮小率の中央値は2.4%）となっているが、我々は基本シナリオとして4.0%の縮小を見込んでいる（図4）。建設業や耐久消費財などの金利への感応度が高いセクターは既に縮小し始めている。とは言え、家計は十分な所得とコロナ禍の景気刺激策として受け取った給付金によって積み上げた潤沢な貯蓄の恩恵を受けており、全体的に消費支出は引き続き堅調に推移している。我々は、逼迫した労働市場が緩み、貯蓄が枯渇し、与信条件が厳しくなるにつれ、消費は2023年上半期に大幅に落ち込むとの見方を維持している。

1-3月期において米国経済への最大の支援材料となりそうなのはインフレ動向である。消費者物価指数のほぼ全てのカテゴリーが、過去3カ月に亘りインフレ減速傾向を示している。住居を除くサービ

ス価格はコア・インフレ率の約半分を占めるため、FRBも特に重要視しているが、足元では明らかな減速の兆候が見られ始めている。名目賃金の上昇が鈍化する中、こうした傾向は2023年も続く可能性が高い。また、かつてインフレ過熱の主要因となった中古車や家事用品などが総じて減速傾向にあることから、コア財の価格も完全に減速傾向にある。米ドル高とサプライチェーン正常化の効果が遅れて現れることも踏まえると、コア財価格の減速傾向は2023年上半期も続くと考えられる。

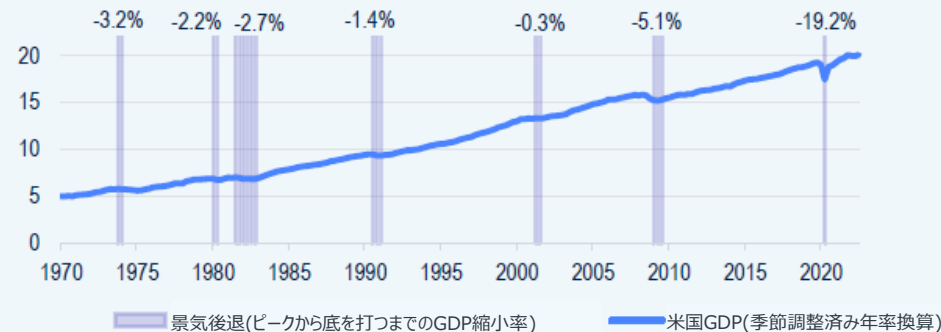
金融政策に目を移すと、インフレ鈍化という好ましい状況を受け、[12月の政策決定会合でFRBは利上げ幅を縮小させた](#)。足元でFF金利の誘導目標は4.25-4.5%となっているが、3月の会合で5%に引き上げられてピークに達すると我々は予想している。とは言え、我々が現在予想するよりも長期に亘り逼迫した労働市場とサービス価格の上昇が続く場合には、FF金利の最終到達点はこれよりも高い水準にまで上昇する可能性がある。

図3 米国における取り付けリスクのある負債（対GDP比 %）



出所：連邦準備制度、米投資信託協会、PGIMフィクスト・インカム。

図4 米国経済がピークから底を打つまでのGDP縮小幅（兆米ドル）



出所：BIS、PGIMフィクスト・インカム。

我々は基本シナリオとして、個人消費支出物価指数（PCE）が2023年10-12月期までに2.5%まで低下すると想定しており、景気後退が意識される中でFRBは2023年末までに50-75bps利下げすることでより中立的な金融政策に回帰できると見ている。しかし、先述した構造変化によってトレンド・インフレ率が押し上げられ、我々が基本シナリオとして想定しているよりも長期に亘り高い金利水準が維持される可能性もあり、FRBの掲げる2%のインフレ目標への回帰に向けた道筋は不透明であることを我々は認識している。

### 欧州および英国の見通し

米国とは対照的に、欧州はスタグフレーションに陥るという確固とした極めて現実的な可能性に直面している。我々は、ユーロ圏GDPが2023年末までに0.9%縮小すると見ており、市場コンセンサス予想の中央値である0.1%のマイナス成長よりも深刻な景気後退を予想している。多くのアナリストが2024年下半期までに景気回復に転じると予想しているものの、**ロシアからのエネルギー輸入が、2022年実績の約700億立方メートルから150億立方メートル程度にまで更に落ち込み、これにより経済成長の勢いが削がれるという可能性も十分に考えられる。**

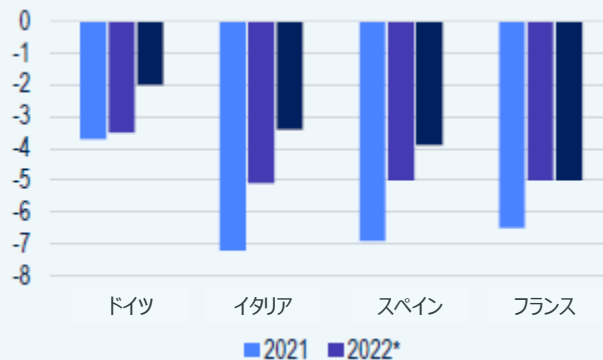
根強いエネルギー価格の高騰と成長鈍化の板挟みの中で、ECB当局は綱渡りの政策運営を余儀なくされている。ECBは、12月に実施された理事会においてデータ次第の政策を実施

する意向を表明した一方、今後の会合を通じて連続利上げを行う旨の明確なフォワードガイダンスを示し、混乱を招くとまでは言わないまでも、**極めてタカ派的な姿勢**を示した。こうした矛盾するメッセージを踏まえ、2023年には市場のボラティリティが高まるとの懸念が高まっているほか、供給面の混乱を受けて既に減速傾向にある欧州経済を巡っては不透明感が高まっている。

**とは言え、ロシア・ウクライナ紛争以前の好調な経済成長を背景に、各国政府には財政赤字を大きく増大させることなくエネルギー危機に対処するための家計・企業支援を行う一定の余力があり、欧州には財政出動という僅かな希望が残されている（図5）。**また、イタリアやスペインなどは「次世代EU」基金からの支援を2027年まで受けられることに加え、ロシア産エネルギーの途絶リスクに最も晒されている中東欧諸国も支援の対象となる可能性がある。

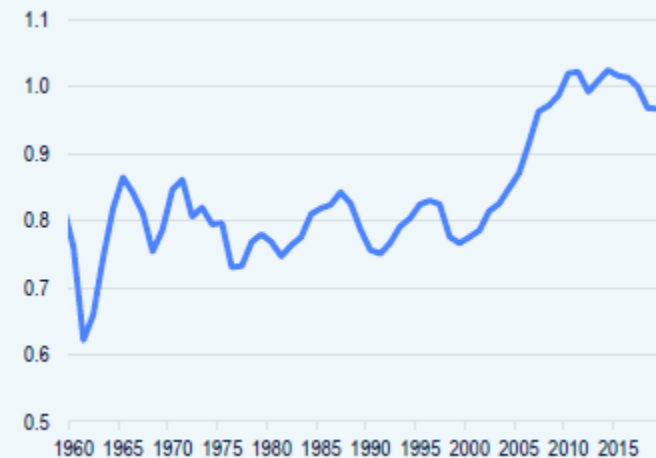
イギリス海峡の反対側に目を向けると、英国では新政権が樹立して財政政策が見直されたことで制度上の信頼が回復し、金融の安定も概ね取り戻されたように見られる。低成長と高インフレ見通しにも拘らず、イングランド銀行は投資家の懸念を更に煽るような行動を何とか回避している。2023年にGDPは1.4%のマイナス成長に陥る可能性が高いと見ているが、高インフレに対処するためにイングランド銀行は政策金利を現在の3.5%から年末までに約5%にまで引き上げざるを得ないと考えられる。

図5  
ユーロ圏の財政収支（対GDP比 %）



出所：欧州委員会 \* 予算案に基づく

図6  
中国の全要素生産性（比率）



出所：ベン・ワールド・テーブル、PGIMフィクスト・インカム。

## 中国の見通し

中国経済は西側諸国とは大きく異なるリスクに直面している。他の多くの国や地域が広範なロックダウンや行動規制を解除する中、オミクロン株が本格的に感染拡大している最中にも拘らず、中国は予想を遥かに上回るスピードで国内の行動規制を大々的に解除した。今後数週間から数カ月の間に新型コロナウイルスの感染拡大がどれだけ深刻化しても、中国当局はゼロコロナ政策を復活させて再び厳しい行動制限を課す意思はほとんどないと考えられる。

こうした方針転換にも拘わらず、コロナ禍からの経済・社会活動の再開に伴って他の国や地域で見られたような経済成長は中国では見られないと我々は考えている。中国の工業セクターはコロナ禍の中で生産を完全に停止することはなかった。そのため、経済・社会活動の再開に伴う工業・製造部門の反発は限定的なものにとどまる見通しである。一方、家計は大規模な現金給付を受けておらず、概して消費に回せる余分な貯蓄を積み上げている訳ではない。それでも、**外食産業や娯楽産業に加え、旅行・観光業などの主要サービス産業は過去3年に亘り深刻な不況に見舞われた。よって、サービス部門が経済活動再開の恩恵を最も受けると我々は予想している。**

総合的に言えば、経済・社会活動の再開自体によって中国の経済成長が高い水準にまで押し上げられるという見方に対しては我々は懐疑的である。高い経済成長を実現するためには、

2021年半ばに制定された「3つのレッドライン政策」を主因とした不動産セクターの急落に対処する必要がある。昨年11月と12月以降、同政策は大幅に緩和されており、不動産セクターに対しては**追加的な政策支援が実施される**と我々は予想している。

経済活動の再開に加え、不動産セクターの安定化と（足元で計画されている）インフラへの財政出動だけで、中国経済は2023年に十分な回復に転じると見込まれる。**よって、我々は年間平均成長率は市場コンセンサスよりを上回る5.7%になるとの見方を維持している。これが実現すれば、世界経済成長の重石となる先進国経済の成長鈍化が、ある程度相殺されるだろう。**

一方、更に先に目を向けると、世界第2位の経済大国である中国については、景気循環的にも構造的にも逆風しか見当たらない。景気循環的な面では、世界各国・地域において消費者の購買意欲が減退する中、昨年中国の成長を最後まで支え続けた外需が失速しつつある。

構造的な面では更に大きな逆風に晒されており、中国は長期的な成長の阻害要因となる課題に直面している。これまでは、負債を元手にした不動産投資が重要な成長要因の一つを担ってきたが、そうした状況は復活しないだろう。また、過剰投資は他の多くのセクターにも広がっており、更なる資本蓄積が成長要因になる可能性は低い。さらに、人口の高齢化が既に急速に進んでいることから、労働力の伸びも減速している。**とは言え、**

**中国の長期的な成長を巡って最も懸念されるのは、全要素生産性（TFP）の伸びが急速に鈍化していることである（図6）。過去の例に基づくと、中国のTFPの伸びは、中所得国の震から逃れるには不十分だと考えられる水準にまで減速している。**

以上を踏まえると、景気後退をもたらす経路（景気抑制的な政策、供給面の混乱、金融不均衡）を理解するための基本的なフレームワークを通じた検証に基づき、今後1年の世界経済の見通しが明るくないことについて更なる裏付けが得られた。**とは言え、特にインフレが足元でピークを打ったように見られる中、米国の成長率が長期的なトレンドに回帰する「ソフトランディング」、あるいは2022年に議会で承認されたインフレ削減法に基づく大規模な公共投資に基づく「名目GDP」の急成長などの明るいシナリオが発生する確率が過去数カ月の間に高まっている。**こうした好ましい動向を背景に、様々な混乱が持続する中であっても、景気拡大の維持に向けて金融当局が世界経済の舵取りを行う上での柔軟性が生まれている。我々は謙虚な姿勢を維持しつつ、今後も様々なシナリオの発生に対して備えたいと考えている。



セクション 4

# セクター別見通し

# 04



# 先進国金利

**見通し**：レタティブ・バリューに基づく投資機会が拡大。金利ボラティリティ低下により市場流動性は引き続き改善しており、レタティブ・バリューに基づく豊富な投資機会がもたらされると見られる。

■ 2022年の国債市場は年間を通じて流動性と価格形成機能の低下が重石となったものの、足元では改善の兆しが見られる。市場参加者が多くの先進国における利上げサイクル終了を視野に入れ始めたことで、歴史的な高水準にあったインプライドおよび実現ボラティリティは低下に転じている（図を参照）。

■ 米国では、FRBが積極的な金融引き締めから方向転換した。FRBは2022年に連続して75bpsの利上げを実施したが、市場では今後の利上げ幅を25～50bpsに減速させると予想されている。インフレが鈍化し、政策金利がFRBが想定するピークに近づきつつある中、我々は市場が織り込む水準は適正と見ている。

一方欧州では、ECBが先日、ユーロ圏のインフレ高進について改めて指摘しており、利上げサイクルの終わりは幾分先のように思われる。全体として、短期金利が落ち着きを取り戻しつつあることから長短金利の逆転は徐々に解消され、長期金利の上昇リスクがあるとは言え、昨年のように国債利回りが急激な上昇を続けることはないとしている。

■ 「債券見通し」のパートで指摘した事項に加え、先日の日本銀行の政策転換は、金利水準と流動性は別物であることを明らかにした。例えば、日本銀行は10年債利回りの目標値を0%に据え置く一方で、国債の月次購入額を7.3兆円から9兆円に引き上げた。また、必要であれば追加の流動性を注入する意向を示し、新たに設定した利回りの許容変動幅（上下0.5%）を維持するための柔軟性を残した。

■ 年末にかけての市場の流動性と売買動向は、これ

までと比較して非常に底堅いものとなった。金融システム上重要な銀行がレポ取引とデリバティブ取引に関する規制要件を満たすために早いタイミングで対応に動いたことにより、年末にありがちな市場のストレスは回避された。こうした早めの動きによって、ディーラーは年末にかけても十分なマーケットメイクを行うことが可能になった。市場が名目均衡政策金利とインプライド・ボラティリティのピークアウトを織り込んでいることから、2023年には引き続き流動性が改善すると予想する。

■ 金利の安定化とインプライド・ボラティリティの低下はレタティブ・バリュー戦略にとって有利と見られる。我々は、流動性が改善すれば様々な現物債やデリバティブでの価値の乖離が縮小するとの前向きな見方をしており、歴史的な高水準にある国債市場のバリュエーションのばらつきも縮小すると予想している。

**図**：金利ボラティリティが一段と低下すれば、国債市場の価格形成機能が改善し、レタティブ・バリューに基づく投資機会をもたらすと見られる。



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

**見直し：**強気な見方を維持。プライマリー金利が高止まりする中、2023年前半は住宅ローン組成の減少が続く、ボラティリティの低下も市場の支援材料になると予想される。景気後退に陥った場合はMBSが他のスプレッドセクターをアウトパフォーマンスする可能性がある。キャリア獲得のために低クーポンの30年債のアンダーウェイトを縮小し、高クーポンの30年債を積み増す。GNMA債および特定プールを選好する他、15年債にも機動的に投資する。

■ MBSのスプレッドは10月の高値水準から縮小したものの、過去と比較するとバリュエーションは依然として魅力的である。足元ではMBSユニバース全体が好調に推移しており、ほとんどのTBAロールがキャリアコスト近辺で取引される中、特定プールの超過リターンが特に顕著だった。

■ 2023年上半期は、住宅ローン組成の減少とボラティリティの低下による追い風が続くと予想される。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、住宅購入件数は今後も伸び悩むと思われる。さらに、現在の金利水準で借り換えが有意なローンは全体の1.0%未満であることから、借り換えの動きは引き続き低調に推移しており、市場は足元の金利環境を反映した期限前償還のペースを織り込み済である。

■ こうした中、供給減に伴う市場への影響が完

全に現れるのは恐らく2023年後半と予想される。

■ ボラティリティが低下すると我々の予想を踏まえ、MBSをオーバーウェイトすることで、2013年以来的の高水準にあるインプライド・ボラティリティのショート・ポジションを構築する。またMBSのデュレーションは全てのクーポンにわたって長期化しており、クーポン1.5%~2.5%の30年物やクーポン1.5%~2%の15年物ではコンベクシティがプラスに転じていることから、コンベクシティに起因するヘッジ売り圧力のリスクは低いと見られる。

■ 米連邦公開市場委員会（FOMC）ではMBS売却が依然として議論されておらず、2023年半ばにFF金利がピークアウトすると市場予想を踏まえると、MBS売却に至る可能性は当初の市場予想よりも低いように思われる。

■ 我々の強気な見直しに対するリスクとして、インフレ率が上昇または高止まりし、それを受けてFRBが引き締めサイクルを長期化し、バランスシートからのMBS売却を準備する可能性等が挙げられる。需要面のリスクとしては、2023年後半まで銀行の動きは低調にとどまると予想される他、特定プールを購入できない投資家も、TBAダラーロール取引の魅力低下を背景にポジションを縮小する可能性がある。その他のリスクとしては、ボラティリティの再上昇、市場の流動性低下に伴うブローカー/ディーラーの仲介機能の低下、米ドル高に伴う海外需要の減退等が想定される。

図：住宅ローンの組成は最近の歴史的な高水準から減少を続ける見直し。



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ。

# ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE

2023年最初となる四半期見通しにおいて、ESGに関してはグローバル・サプライチェーンの変化に関連したテーマに焦点を当てる。これらのテーマが注目を集める背景として、投資家が伝統的な債券戦略、あるいはESGに配慮した戦略のいずれを選択するかに関係なく、サプライチェーンが信用リスクとESGインパクトを特定する上で極めて重要な要因であることが挙げられる。

■ 概して、人権保護法、資源安全保障、および環境問題への取り組みは、今後数四半期および数年におけるサプライチェーン再編成を左右する可能性がある。

■ デュー・デリジェンスに関する法律や報告要件に人権に関する文言が盛り込まれる事例が増加傾向にあり、結果的に業界の団結が強まる可能性がある。例えば、欧州委員会のコーポレート・サステナビリティ・デューデリジェンス指令案は、サプライチェーン横断的な課題となる可能性のある事項に焦点を当てている。しかし、様々な業種のサプライチェーンは依然として細分化されており、企業は一般的にティア1以外のサプライヤーとは直接的な関係をほとんど持っていないため、個々の発行体にとってこうした問題を特定するのは非常に困難である可能性がある。

■ そのため我々は、業種レベルでの同調と協働が加速すると予想する。こうした取り組みは、長期的にそれぞれのサプライチェーンの画一性を高める可能性がある。

■ さらに、戦略的に重要な燃料、素材およびテクノロ

ジーの製造拠点を「国内製造」または「フレンド・ショアリング」にする動きが強まる可能性が高い。コロナ禍によるサプライチェーンの混乱やロシア・ウクライナ紛争の影響を受けて国内製造の動きが加速しており、中国等一部の国に対する貿易依存度の高さが意識されるようになったことを背景に、この傾向は今後も続くと思われる。

■ 重要資材に関するサプライチェーンの再編成に向けたEUの戦略に加え、米国のインフレ削減法（IRA）には重要資材を国内で製造するための大きなインセンティブが盛り込まれており、米国は最近、先端半導体および関連機器の中国への輸出を大幅に制限すると発表した。こうした取り組みは、先進国がサプライチェーン混乱の影響を抑制することに役立つかもしれないが、新たに多くの製造拠点を設立するには多くの時間と投資が必要となる。

■ サプライチェーンの再編成（と世界貿易への影響）において、短期的にはより環境に配慮した、より安全な技術の導入が優先課題となり、これがコスト削減の妨げになる可能性がある。しかし、こうした技術が広く普及するにつれ、長期的にはコスト削減につながる可能性がある。

■ 最後に我々は、EUが最近合意した、欧州の排出量取引制度（ETS）に基づく輸入税（炭素国境調整メカニズム）の影響を検証している。このメカニズムに基づき、二酸化炭素排出枠の取引価格は足元で大幅に上昇している（グラフを参照）。

■ 欧州が予定している排出量関連の輸入税案は（特に欧州に輸出する新興国の）反発を招いており、この規則によって世界貿易の事務手続きが更に複雑化するのではないかと懸念が浮上している。しかし、これは世界貿易の大きな比重を占める貿易圏による重要な動きであり、カナダや英国でも類似の議論が進められていることも踏まえると、今後も注意深く検証する必要がある。また、米国でも、足元で民主党が温室効果ガス排出量に関連する輸入税法案を提出した。

■ こうした取り組みの目的は、基本的人権の保護からより環境にやさしい製造工程の奨励まで様々である。目的は異なるとは言え、各取り組みはそれぞれ重要であり、2023年以降に世界的なサプライチェーンに影響を及ぼす可能性が高い。これらのテーマは、債券投資家の選好に関係なく、ESG問題が企業や業種、国の枠を超えて普遍化しつつあることを浮き彫りにしている。



## 証券化商品

**見通し**：投資機会が拡大する。2022年に高格付証券化商品のスプレッドが相対的にアンダーパフォームしたことを考慮すると、格下げリスクの防御に適したこれらのセクターは2023年に期待以上のパフォーマンスを上げる可能性がある。景気後退局面においては、米国および欧州の高格付証券化商品は、他のクレジットセクターの同等格付の債券をアウトパフォームすると考えられる。一方、このような局面ではメザニン債には価格低下圧力がかかることから、今年後半には資本構造劣位の債券にも投資機会が生じる可能性がある。

■ 原資産のパフォーマンスとバリュエーションに生じているばらつきに対し、メザニン債の感応度が高いことから、証券化商品の格付間のクレジットカーブは総じてスチープ化すると予想される。リスクが極めて低い高格付債とメザニン債との間のスプレッド較差が引き続き拡大すると考えられる。

■ **CMBS**では、キャップレートの上昇と景気減速が営業利益に及ぼす影響から、商業用不動産（CRE）のバリュエーションに下押し圧力がかかると見ている。新規のCREローンの金利上昇によりDSCRが圧迫され、リファイナンスの不確実性が増す可能性がある。ローンの延滞やスペシャルサービシング率は増加する可能性があるが、セクターによってばらつきが生じるであろう。例えば、オフィス物件の見通しはまちまちで不透明だが、インダストリアル物件はより堅調だと見られる。高格付のコンデュイット債はアウトパフォームすると予想される一方、シングルアセット/シングルポロワー（SASB）債のパフォーマンスは物件ごとにばら

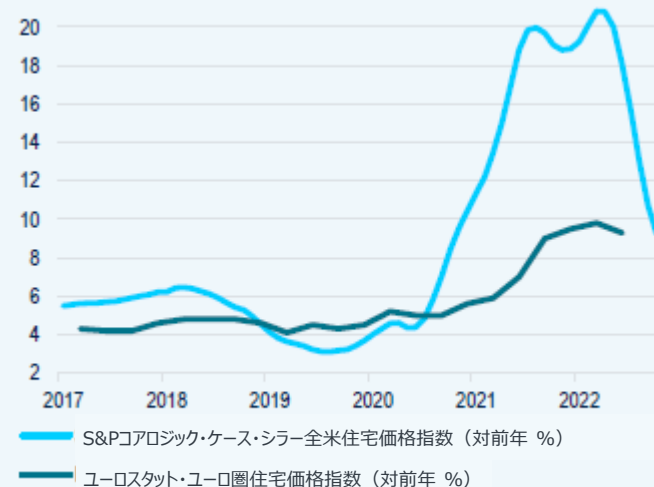
つきが予想される。

■ **CLO**では、非常に低い水準からではあるが、原債権のデフォルト率が特にCCC格において上昇すると予想している。投入コスト上昇の影響は、支払利息の増加とともに、全てのバンクローン発行体企業にとって圧迫要因となるだろう。中でもキャッシュフローへの悪影響が大きい企業については、格下げ幅が拡大する可能性が高い。バンクローンのファンダメンタルズ悪化により、一部のCLO案件は超過担保テスト（CLO債務の主要な債務制限条項）に抵触する可能性がある。この場合、キャッシュフローがエクイティから負債の返済に振り向けられるため、AAAトランシエが早期部分償還されることになる（AAA債の投資家にとっては好材料となる）。

■ 住宅価格はピークから底値まで約15%の下落が予想されるが、**住宅ローンのクレジット**は保守的な引受け姿勢により堅調を維持すると思われる。一方、「非適格住宅ローン」などの他のサブセクターは、その積極的な引受け姿勢がリスクに晒されており、オリジネーターのビジネスモデルも一段と圧迫されていることから、より大きな下押し圧力に直面すると予想される。

■ **ABS**では、失業率の上昇と可処分所得の減少が、サブプライム自動車ローンや消費者ローンなどの消費者向けサブセクターの下押し圧力となる可能性がある。2023年には、相対的に経験や知識が少なかったり、保守的でないアンダーライターの引受案件がリスクに晒される可能性がある。総じて、シニア債がメザニン債をアウトパフォームすると予想される。

図：米国の住宅価格指標は、欧州よりも急速に下落している。



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ。

## 投資適格社債

**見直し**：徐々に前向きな見方を強めている。インフレ率の減速や中国の景気回復など、主要なマクロ要因の動向が明らかになるにつれ、投資適格社債のスプレッドは長期的な観点から魅力的になると判断している。不確実性が残る地域では、特に上半期にスプレッドが拡大する可能性があり、リスクを積み増す機会となるだろう。

■ 我々の**米国投資適格社債**に対する見方の緩やかな改善は、米国経済のハードランディングに対する懸念の緩和がその背景として挙げられる。現時点のスプレッドは約130bpsと長期平均よりもややタイトである。歴史的に見て不況時の標準的な水準である200bpsよりも相当低位にあることから、より緩やかな景気動向見直しを示唆している。さらに、2022年10-12月期にBBB格債のスプレッドが縮小し、BBB格債とA格債のスプレッド較差が50bps程度まで縮小したことは、今後の厳しい景気後退が訪れるとの見直しとは矛盾しているように思われる。

■ とは言え、景気後退や企業の収益性低下に対する懸念が残っているため、今後数ヶ月はスプレッドが拡大する可能性があると考え。スプレッドが拡大するシナリオであっても、2023年の年後半にかけてはスプレッドが再び縮小すると予想する。これを踏まえれば、165~170bpsのスプレッド水準は魅力的であり、この水準では幅広い買いが入る可能性もある。したがって、現時点での売却と、リスクの積み増しを比較すると、後

者を選択することが妥当であろう。今後数ヶ月でスプレッドが拡大する一方、相対的に健全なファンダメンタルズが維持されるようであれば、リスクを大幅に積み増す可能性がある。

■ 業種別では、銀行銘柄は過去数ヶ月に亘ってアウトパフォームしているが、銀行セクターの長期的なファンダメンタルズを考慮すると、引き続き魅力的だと考える。短期のヤンキー銀行債も魅力的だが、注意深い銘柄選定が必要となる。その他では、エネルギーセクターのオーバーウエイトを維持し、パイプライン事業者に焦点を当てる一方、精製事業者へのエクスポージャー削減が適切かどうか、いつ削減すべきか検討している。化学セクターのファンダメンタルズは引き続き堅固だが、同セクターは今後数四半期に亘って対前年比の収益が厳しい状況に直面することになるだろう。

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。

## セクター別見直し

■ 投資適格社債のファンダメンタルズは依然として堅固だが、不透明なマクロ環境を考慮すると、2023年1-3月期の1%の利益成長予測は高過ぎるように思われる。企業の2022年10-12月期決算によって通期見直しは更に明確になるはずであり、コモディティ、自動車、小売、およびメディアの各セクターの業績見直しには特に注目が集まる。全般的に、業績報告の内容は業種別により大きなばらつきを示すと予想され、ボトムアップ分析に基づく適切な銘柄選択の必要性が重要となる。

■ ロシア・ウクライナ紛争の地理的な近接性、紛争に伴うエネルギー危機、ECBのタカ派姿勢、および2022年10-12月期の欧州投資適格社債のспレッド拡大を考慮すると、**欧州投資適格社債**の見直しは相対的に厳しい状況にある。これを踏まえ、欧州投資適格債のспレッド水準は概ね160~180bpsのレンジで推移し、早ければ1-3月期に200bps近辺で揉み合うと予想される。

■ 業種別では、金融機関、特に銀行銘柄のспレッドが事業セクター全体のспレッドに収斂していくと思われる。また、一部のコーポレート・ハイブリッド債、堅調なBBB格債、非ECB適格債にも投資価値が残されている。また、ベータ値の低い事業セクターよりも電力セクターを選好する。より広い観点から、特に5年債のセグメントには十分なキャリーの機会があり、景気動向に敏感なBBB格債のほか、спレッドがベータエクスポージャーの対価としてしか機能していないような市

場動向の影響を強く受ける銘柄は回避している。

■ グローバル投資適格債ポートフォリオでは、非中核市場をアンダーウエイトとしながら、спレッドのデデュレーションを維持する。今後は、特にソフトウェアの見直しが更に強まれば、ユーロ市場のオーバーウエイトを米国市場にリバランスし、長期債の低ベータ銘柄を選好する可能性も検討している。

# グローバル・レバレッジド・ファイナンス

**見直し：**短期的には慎重な見方。景気後退リスクは、特に低格付債にとって重大な懸念材料となる。我々は更なるスプレッド拡大を想定しているが、個別発行体の信用力変化や銘柄間のレバティフ・バリューには投資機会があると見ている。ボラティリティが継続する可能性があるため、アクティブ運用と適切な銘柄選択が重要になる。

■ 最近のインフレ指標は、より深刻なスタグフレーションの可能性が後退していることを示す好ましい兆候を示した。一方、FRBは更なる利上げを示唆しており、過度の引き締めリスクが高まっていることから、我々は引き続き慎重な見方をしている。とは言え、今後は更に厳しい環境に晒されると見られる中でも、**米国ハイイールド債市場**は堅固なファンダメンタルズを維持している。

■ 需給環境は、目先に大規模な満期償還が予定されていないこと、限定的な新規発行、大幅な供給不

足の状態にあることなど、様々な要因から引き続き良好だが、企業業績鈍化と利益率低下に対する懸念を背景に、我々は中期的には慎重な見方をしている。

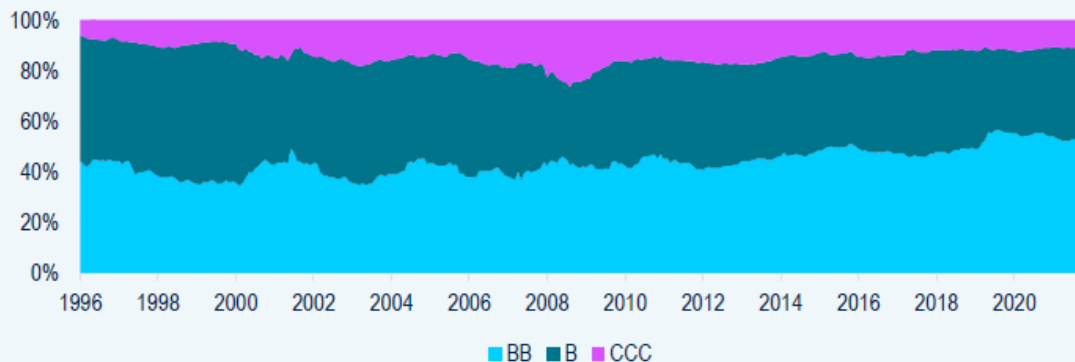
■ 我々は引き続きディフェンシブな姿勢を維持しているが、債務返済能力が高く、債務の満期構成に懸念の少ない発行体が多いため、これまでの景気後退期ほどデフォルトが深刻化することはないと考えている。米国ハイイールド債発行体のレバレッジは7-9月期に低下し、2012年10-12月期以来の低水準となった。一方、インタレスト・カバレッジ率は過去最高の5.85倍（設備投資を差し引いた場合は過去最高の3.87倍）にまで上昇している。

■ さらに、足元の米国ハイイールド債市場は、これまでのサイクルに比べて高格付債が大きな割合を占めており（図を参照）、コロナ禍中に多くの脆弱な銘柄が淘汰され、小規模発行体がローン市場に移行したため、BB格およびB格上位の銘柄が市場全体の

大半を占めるようになってきている。とは言え、格上げのペースは引き続き鈍化しており、現在では格下げの件数が格上げの件数を上回っている。

■ 我々の基本シナリオ通りの景気後退に陥った場合、ハイイールド債のデフォルト率は今後12カ月で5%に上昇すると予想している。1月には季節要因を背景として新規発行が低調になると見込まれるが、1-3月期後半には再び活発化することからスプレッド拡大が予想される。よって、ポートフォリオにおいては現金比率と流動性を高め、引き続きディフェンシブなポジショニングを維持している。

図：米国ハイイールド債市場の格付別構成比。



出所：ICE BofAML 米国ハイイールド・インデックス、2022年11月現在。

## セクター別見直し

■ また、我々は独立系掘削業者、独立系発電事業者、住宅関連などへのオーバーウエイトを維持し、テクノロジー、レジャー関連、メディア/エンターテインメントなどをアンダーウエイトしている。

■ **米国レバレッジド・ローン**については、格下げが増加しており、今後は格付機関による格下げが格上げを上回ると予想される。ローン市場は以前のサイクルよりも質が低下しており、非公開企業のB格下位のローンが市場に占める割合が上昇していることに加え、資本コストの上昇によりフリーキャッシュフローが減少すると予想されることから、ローンのデフォルト率は2023年末には4～4.5%に上昇すると予想している。

■ 景気後退リスクと価格変動の影響を受けるものの、我々は2023年にローンは6～6.5%のトータル・リターンを計上し、価格の下落は現在約8.0%と高い水準にあるクーポン（引き続き上昇が続いている）と満期までの利回り約10.0%によって相殺されると予想している。

■ マクロ環境を巡る懸念を踏まえ、低格付ローンはより厳しいファンダメンタルズ環境から最も影響を受けると考えられるため、非公開企業のB格下位/CCC格のローンよりも、公開企業のBB格/B格上位のローンを選好する。こうした中、銘柄選択と詳細かつ基本的な信用力調査/モデリングがますます重要になり、今後12～24カ月はデフォルトの回避が最大の超過収益の源泉になると我々は考えている。

■ 欧州が景気後退に陥ることを基本シナリオとす

る中、**欧州ハイイールド債と欧州レバレッジド・ローン**には引き続き慎重な見方をしており、今後3～6カ月に亘ってスプレッドが拡大すると予想している。インフレが依然として高止まりする中、経済正常化に向けたペースは不透明な状況にあり、ロシア・ウクライナ紛争が再び激化すれば、経済状況は更に複雑化する可能性がある。しかし、これらの要因が市場に十分に織り込まれれば、より積極的な見方に転じることができると考えており、2023年にはローンが債券をアウトパフォームすると予想している。企業業績の減速や金利コストの上昇はファンダメンタルズを急速に悪化させるが、目先に大きな満期償還が予定されていないことから、今後12カ月でデフォルトが目立って増加することはないと思われる。但し、2024年と2025年には、特に低格付ローン発行体のデフォルトが増加すると予想される。

■ ポジションに関しては、現金残高を増やし、景気循環業種、確信度の低い銘柄、金利コストの上昇に敏感な銘柄などのポジションを削減することで、市場を下回るリスク水準を維持している。また、フェアバリューから乖離し、魅力的なレラティブ・バリューの投資機会を提供している銘柄を慎重かつ選別的に追加している。ボラティリティが継続する中で、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ている。



# エマージング債券

**見通し：**逆風が弱まりつつある。インフレ圧力が鈍化してきたことから、米国の政策金利は最終到達点に近づきつつあると見られ、その結果として米ドル高圧力が低下している。中国政府は不動産市場の問題に対処し始めており、ゼロコロナ政策も解消した。一方、地政学的な緊張は昨夏のピークから緩みつつあるとは言え、依然として高水準にあり、景気後退リスクや金融市場の脆弱性も高い状況が続いている。

■ 2022年のエマージング債券市場は、通年でマイナスのトータル・リターンとなった。しかし、10-12月期には底堅く推移し、ハードカレンシー建エマージング債のスプレッドは縮小、現地通貨建エマージング債の利回りは低下、一部のエマージング通貨が上昇した。こうした底堅さは、投資家が既にディフェンシブなポジションを取っていたことと、市場が悪材料を過度に織り込んでいたことを反映している側面もある。足元で逆風が弱まりつつあることから、エマージング債券の個別銘柄には発行体固有のファンダメンタルズと相対的価値がこれまでより反映されやすくなっている。

■ 我々は2022年にポートフォリオのリスク・エクスポージャーを抑制していた。しかし、10-12月期の動向を踏まえ、リスクを選別的に積み増したことは適切な判断だったと考えており、足元のエマージング債券市場にはこうした我々の見通しを反映できる投資機会が複数存在している。しかし、上振れ/下振れの両方向のリスクが存在するため、我々は不透明な環境を乗り切れるような

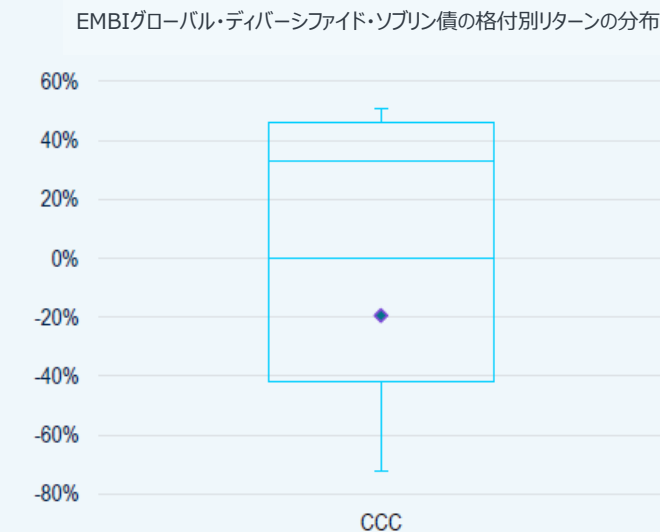
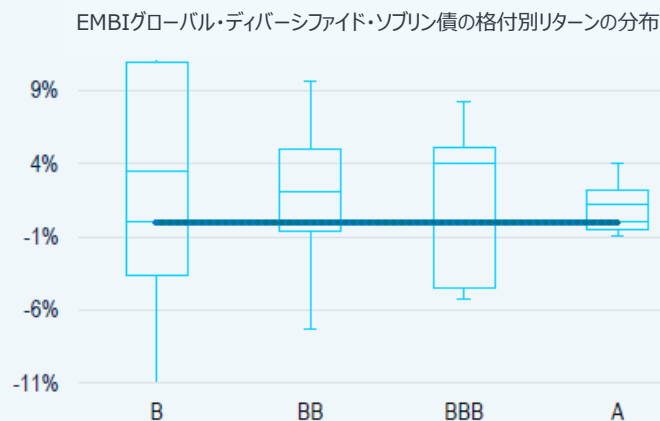
ポートフォリオ構築に努めている。

■ 過去3年に亘り世界的な危機が続いているが、この間に**ハードカレンシー建エマージング国債**は底堅さと脆弱さの二つの側面を見せた。パフォーマンスの違いは各国それぞれの異なる財政収支、国際収支、経済成長、対外債務状況を反映しており、市場では今後も同様の動きが続くと思われる。最も脆弱な発行体のデフォルト率は上昇すると見ているが、市場は既にこれを織り込んでおり、デフォルトというイベントがエマージング債券全体に悪影響を及ぼすことはないと考えている。我々は、投資適格およびBB格発行体を重視したバーベル型のポートフォリオ戦略を維持する意向である。

■ 投資適格債のパフォーマンスは相対的に堅調に推移しており、米国債対比スプレッドは最も拡大した7月中旬から約67bps縮小している。我々は引き続き、サウジアラビア、カタール、UAEなどの湾岸諸国やインドネシア、クロアチア等に投資機会を見出していく。

■ 投資家は今後も発行体の信用力に基づく銘柄の選別を続けると考えられる。投資適格エマージング債とハイイールド・エマージング国債とのスプレッド較差は650bps以上となっている。ハイイールド債のスプレッドは7月中旬に1,087bpsに達したが、逆風の弱まり、割安なバリュエーション、そして投資家のデフェンシブなポジションや限定的な新規発行といった需給面の追い風により、スプレッドは265bps縮小している。

図：エマージング債インデックスの格付別リターン分布



## セクター別見直し

■ BB格発行体では、セルビアに投資妙味があると見ている。セルビア政府は堅実な財政政策を推進しており、EUへの加盟が実現すれば、EUの枠組みの下で規律ある政策運営が行われることが見込まれる。また、ドミニカ共和国についても、良好なファンダメンタルズと堅調な成長見直しを背景に同国ソブリン債を選好している。ブラジルとコロンビアは、政策が不透明であり財政問題も抱えているが、両国は市場下落局面においてアウトパフォームする可能性があり、魅力的なキャリーを提供している。また、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナブルボンド（GSS）の新発債に魅力的な投資機会があると考えている。その理由として、多くの国がGSS債に対する投資家の関心の高さを活用しようとしていることが挙げられる。

■ 高ベータで低格付の発行体では、アンゴラ、イラク、ガボン、コートジボワール、モザンビーク、エジプトなど、資金調達ニーズが管理可能である国を引き続き選好している。ソブリン債のデフォルト率は今後数年で3%程度へ上昇し、回収率の低下も見込まれる。但し、これは必ずしも悪いことではない。一連の成長ショックは多くの国の債務負担を増大させ、食品・エネルギー価格の上昇は各国政府の予算を圧迫し、社会不安をもたらしている。そのため、持続可能な債務再編が急務になっているが、最近のG20やCOP20などの多国間協議の場では明るいシグナルが発信されている。即ち、こうした国々が、供与条件が緩和された有利な融資を利用することができ、債務再編において信用補完が一部組み込まれることが示唆されている。ガーナ、エルサルバドル、おそらくケニア、そして、今後どこかの時点で再びアルゼンチンが債務再編を行うと見ている。その場合、民間債権者と中国の役割が重要になるだろう。

■ ハードカレンシー建エマーシング国債は、その高いキャリーと、他のリスク資産対比での相対的価値に投資妙味がある。また、需給要因も支援材料である。2022年の資金流出は400億米ドルを上回る一方、新規発行は限定的で、また多額の利息支払いと期限前償還が行われた。その結果、年間の純資金調達額は大幅なマイナスとなり、この傾向は2023年も続くとしている。深刻な景気後退が発生しない限り、エマーシング債券は堅調なトータル・リターンをあげる可能性がある。

■ 代表的なエマーシング社債インデックスであるCEMBIブロード・ディバースファイドの2022年末のスプレッドは360bpsとなり、昨年のスプレッドの最大拡大幅の3分の2を取り戻している。しかし、我々は引き続きエマーシング社債は魅力的で、特に

BB格とBBB格発行体に投資妙味があると考えている。同じ国のエマーシング国債に対するエマーシング社債のスプレッドは125bpsと、歴史的に拡大した水準にある。また、同じ格付の先進国社債に対するスプレッドも拡大している。例えば、BB格エマーシング社債のスプレッドは400bpsとなっており、BB格米国社債の280bpsを120bps上回っている。また、足元では米国ハイイールド社債とエマーシング投資適格社債のスプレッドが接近しており、BB格米国社債のスプレッドからBBB格エマーシング社債のスプレッドを引いた差はわずか20-30bpsである。

■ ファンダメンタルズ面では、投入コストの上昇、米ドル高、製品価格の下落によってエマーシング企業の利益率が圧迫され始めている。しかし、2022年半ば時点でのエマーシング社債発行体の財務状況は健全であり、エマーシング・ハイイールド企業のレバレッジは3倍未満で、今後2~3年の資金調達ニーズも限定的である。ハイイールド・エマーシング社債のデフォルト率は、現在の1~2%（ロシア、中国を除く）から過去の平均である3~4%に上昇すると見ている。中南米や中東では、格上げと格下げが相対的に均衡している。

■ 利回り水準の上昇を背景に、エマーシング社債のグロス新規発行額は低水準に留まり、ネット新規発行額は引き続きマイナスになると見ている。エマーシング社債は自国市場で代替となる資金調達が可能であり、場合によっては株式発行も実施できる。J.P.モルガンによると、2023年の資金調達はネットで700億米ドルのマイナスになると試算されており、2022年の2,000億米ドルのマイナスからはマイナス幅が縮小することになる。

■ 我々は2022年初にエマーシング社債のリスクを削減したが、スプレッド拡大を踏まえ足元では再びリスクを引き上げる機会を模索している。メキシコ、インド、タイ、コロンビア、ペルーの社債、およびメキシコのPemexや南アフリカのEskomなどの準ソブリン債を引き続き選好している。我々は最近になって、中東の銀行のtier2債を8%の利回りで購入したり、スプレッドの大幅な拡大を狙って償還期間7年の債券から10年債へ入替を実施した。中国では、不動産市場の回復にはまだ時間を要する可能性があるが、同国の不動産銘柄は政府の広範な支援により上昇余地があると見ている。B格社債については厳選した組み入れを行っており、メキシコのBraskem IdesaやインドのVedantaなどの担保付社債を選好している。

## セクター別見直し

■ 2022年、新興国中央銀行は利上げを継続した。それにより、**現地通貨建エマージング債**インデックスの利回りは2020年末の5.75%から2023年初には7%近くまで上昇したが、この水準は直近では2016年～2017年に見られた。現地通貨建エマージング債は、2021年、2022年の2年連続でマイナスのリターンとなったが、これは過去20年で初めてのことである。

■ 我々は2022年の大半の期間においてデレレーションをアンダーウェイトとしつつ、イールドカーブのフラット化を想定したポートフォリオを構築していた。しかし、足元では総合インフレ率がほとんどの新興国でピークに達し、コア・インフレ率も低下している。世界的にインフレは2022年にピークを打ち、2023年には低下に転じると予想される。こうした状況の中、FRBの利上げサイクルが最終局面に近づいており、新興国中央銀行もタカ派姿勢を弱めてきているが、まだ利下げが近いことを示唆するケースは見られない。我々は2022年11月からデレレーションのオーバーウェイトへとスタンスを転換している。現在の約7%というインデックス利回りは、現地通貨建エマージング債市場が下落した場合でも、その損失を十分に補うことができる高い利回り水準だと考えている。

■ 債券投資家にとって、現在の「利上げサイクル終盤」での投資行動は難しいものになる。イールドカーブが逆イールド形状の場合、ネガティブ・キャリーとネガティブ・ロールオフが生じることが足枷となる。トップダウンないしベータの観点では、

米国債利回りの変動が現地通貨建エマージング市場のリターンを大きく左右すると予想する。そして、各新興国の金融政策および財政政策の違いが、勝ち組と負け組を見極める上で重要になると見ている。

■ 現時点のインフレ率を使って計算すると、実質利回りは依然としてマイナスとなっているが、1年先の期待インフレ率を使うと、中南米、アジア、南アフリカの実質利回りはプラスになる。通常、我々は期待インフレ率に基づく実質利回りがプラスであり、利上げを先行して実施している国を嗜好している。地域別では、中東欧よりもアジアと中南米を嗜好している。引き続き、ブラジル、メキシコ、南アフリカ、インドネシア、マレーシアをオーバーウェイトとし、EMEAとチリ国債をアンダーウェイトとする。

■ 現地通貨建エマージング債券市場は2年連続で資金が流出し、2022年は約450億米ドルの流出超となった。しかし、足元では更なる資金流出につながる待機資金は見られず、FRBのタカ派姿勢も後退しているため、今後は資金流入に転じる可能性が高いと見ている。

■ FRBの利上げサイクルが終盤に近づきつつあり、中国の不動産規制とゼロコロナ政策も転換されたことで、**エマージング通貨**にとっての逆風が弱まりつつある。加えて、コモディティ価格の上昇も鈍化しており、これが新興国の個人消費と経常収支を下支えしている。多くの新興国中央銀行は利上げサイクルの終盤に近づいており、今後は新興国の景気回復が視野に入ってくると見

込まれ、このことはエマージング通貨にとっての追い風となるだろう。その他、米ドルの実効為替レートは20年ぶりの高水準に達しており、投資家のエマージング資産のポジションは軽くなっている。2022年のエマージング債券市場は資金が流出したが、エマージング株式市場への資金フローは改善した。

■ こうした状況の中、我々は米ドルのロング・ポジションを削減してきており、足元ではエマージング通貨間の相対価値取引に重点を置いている。ヘッジファンドなどの大半の「短期資金」は、2022年10-12月期の時点で既に米ドルのロング・ポジションを削減していた。現在は、年金基金などの「リアルマネー」投資家がエマージング通貨を嗜好しており、2023年上半期にエマージング通貨を押し上げる可能性がある。株式への資金流入は、足元では特にアジアで改善しており、その結果、韓国ウォンや台湾ドルなどが恩恵を受け始めている。

# 地方債

**見直し：** 慎重ながらも楽観的な見方。金利のボラティリティ低下、魅力的な利回り、堅固な信用ファンダメンタルズによって、バリュエーションが牽引される。

■ 2022年は金利上昇によって地方債投信からの記録的な資金流出がもたらされたが、FRBの利上げサイクルが終盤に近付いたことで、アンダーパフォーマンスの引き金となった需給面の逆風は解消されるだろう。発行体の信用力は引き続き良好であり、過去12か月に29の州がポジティブな格付変更を受け、ネガティブな格付変更は1つの州のみだった（格付見直し「ポジティブ」の取り下げ）。州政府の税収は減速しているとは言え、依然としてコロナ渦前の水準を大きく上回っており、過去最高水準の準備金が景気後退に対する緩衝材の役割を果たすだろう。

■ 現在、最低利回りが約3.55%のブルームバーグ投資適格地方債インデックス（平均AA格/6年デュレーション）は、課税分を考慮した課税等価利回りが6%に相当し、税率が高い州では更に大きな恩恵があることになる。課税等価利回りの魅力が高まっている中、1月と2月には需給が改善するため、地方債市場は引き続き投資家の関心を集めると見ている。

■ 空港、有料道路、プリペイドガスは健全なファンダメンタルズを維持しているにも拘わらず、需給要因によって市場が下落していることから、我々はこれらセクターには長期的な投資妙味があると考えている。ヘルスケア・セクターについては懸念材料が多く、慎重な姿勢を維持している。

■ 一方、課税地方債に対してはやや強気な見方を

しており、社債比較で魅力的なスプレッド水準にあることに加え、景気後退局面にも耐性があると考えられる。課税地方債の新規発行は限定的にとどまると見られるが、その要因の一つとして、現在の高金利環境の下で非課税債償還のための課税債発行の少なさが挙げられる。

■ 我々の前向きな見直しに対する主なりリスクとして、金利上昇圧力に伴い金利変動が長期化することが挙げられ、これが地方債投信への資金流入の逆風となる可能性がある。足元の環境を乗り切る最善の方法は、2022年の市場急落時に生まれた投資機会を捉えるために、ボトムアップ方式によるファンダメンタルズ分析とレティティブ・バリュエーションを重視したアプローチを組み合わせることである。

**図：** 地方債利回りの上昇は約6%の課税等価利回りを提供し、引き続き所得税率が高い州の住民の関心を集めると見られる。



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ地方債ブロード・インデックス。



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	レラティブ・バリューに基づく投資機会が拡大。金利ボラティリティ低下により市場流動性は引き続き改善しており、レラティブ・バリューに基づく豊富な投資機会がもたらされると見られる。	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	強気な見方を維持。プライマリー金利が高止まりする中、2023年前半は住宅ローン組成の減少が続く、ボラティリティの低下も市場の支援材料になると予想される。景気後退に陥った場合はMBSが他のスプレッドセクターをアウトパフォームする可能性がある。キャリー獲得のために低クーポンの30年債のアンダーウェイトを縮小し、高クーポンの30年債を積み増す。GNMA債および特定プールを 선호する他、15年債にも機動的に投資する。		
証券化商品	投資機会が拡大する。2022年に高格付証券化商品のスプレッドが相対的にアンダーパフォームしたことを考慮すると、格下げリスクの防御に適したこれらのセクターは2023年に期待以上のパフォーマンスを上げる可能性がある。景気後退局面においては、米国および欧州の高格付証券化商品は、他のクレジットセクターの同等格付の債券をアウトパフォームすると考えられる。一方、このような局面ではメザニン債には価格低下圧力がかかることから、今年後半には資本構造劣位の債券にも投資機会が生じる可能性がある。	CMBS CLOs	ABS
投資適格社債	徐々に前向きな見方を強めている。インフレ率の減速や中国の景気回復など、主要なマクロ要因の動向が明らかになるにつれ、投資適格社債のスプレッドは長期的な観点から魅力的になると判断している。不確実性が残る地域では、特に上半期にスプレッドが拡大する可能性があり、リスクを積み増す機会となるだろう。	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	短期的には慎重な見方。景気後退リスクは、特に低格付債にとって重大な懸念材料となる。我々は更なるスプレッド拡大を想定しているが、個別発行体の信用力変化や銘柄間のレラティブ・バリューには投資機会があると見ている。ボラティリティが継続する可能性があるため、アクティブ運用と適切な銘柄選択が重要になる。	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	逆風が弱まりつつある。インフレ圧力が鈍化してきたことから、米国の政策金利は最終到達点に近づきつつあると見られ、その結果として米ドル高圧力が低下している。中国政府は不動産市場の問題に対処し始めており、ゼロコロナ政策も解消した。一方、地政学的な緊張は昨夏のピークから緩みつつあるとはいえ、依然として高水準にあり、景気後退リスクや金融市場の脆弱性も高い状況が続いている。	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	慎重ながらも楽観的な見方。金利のボラティリティ低下、魅力的な利回り、堅固な信用ファンダメンタルズによって、バリュエーションが牽引される。	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 12/31/22	
		Q4	年初来		
CMBS	CMBS:コンデュイット型 AAA	利子先払い10年債	2	76	165
	CMBS:コンデュイット型 BBB-	BBB-	76	369	752
	CMBS:SASB - シニア	AAA	10	144	235
	CMBS:SASB - メザニン	BBB-	0	164	400
	CMBS:エージェンシー集合住宅	シニア	-7	43	95
非エージェンシー RMBS	レガシー	RPL シニア	2	86	182
	レガシー	2006/2007年のオルトA	10	159	290
	GSEリスクシェアリング	M2	-150	175	325
CLOs	CLO 2.0	AAA	10	78	220
	CLO 2.0	AA	10	104	300
	CLO 2.0	BBB	25	234	575
ABS	無担保消費者ローンABS	シニア	15	130	216
	無担保消費者ローンABS	B クラス	40	175	286
	民間学生借り換えローン	シニア	15	115	206
	クレジットカード ABS	AAA	10	48	81

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) 12/31/22
	Q4	年初来	Q4	年初来	
米国投資適格社債	3.63	-15.76	-29	38	130
欧州投資適格社債	1.09	-13.65	-58	72	167

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 % 12/31/22
	Q4	年初来	Q4	年初来	
エマーシング債券 (ハードカレンシー建)	8.11	-17.78	-107	84	453
エマーシング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	2.95	-8.85	-46	114	6.86
エマーシング通貨	7.26	-7.14	-136	299	7.32
エマーシング社債	4.72	-12.26	-58	34	346

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) 12/31/22
	Q4	年初来	Q4	年初来	
米国ハイイールド債	4.17	-11.19	-84	186	469
欧州ハイイールド債	4.70	-11.13	-119	194	512
米国レバレッジド・ローン	2.33	-1.06	-16	213	652
欧州レバレッジド・ローン	3.42	-3.36	-59	295	710

出所：ICE BofAML、クレディ・スイス

	トータル・リターン (%)	
	Q4	年初来
高格付非課税債	4.10	-8.53
ハイイールド非課税債	3.48	-13.10
長期課税地方債	1.89	-22.23

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12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.

© 2022 PFI and its related entities. 2023-8524



## 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“Q1 23 Quarterly Outlook / Published January 2023”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のですが、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

PGIMJ96098

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。