



2023年 7-9月期 四半期見通し

2023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 | 9 |
| 4 | セクター別見通し | 14 |
| | <u>先進国金利</u> | 15 |
| | <u>エージェンシーMBS</u> | 17 |
| | <u>ESG</u> | 19 |
| | <u>証券化商品</u> | 21 |
| | <u>投資適格社債</u> | 23 |
| | <u>グローバル・レバレッジド・ファイナンス</u> | 25 |
| | <u>エマーシング債券</u> | 27 |
| | <u>地方債</u> | 30 |
| 5 | サマリー | 31 |
| | <u>見通し一覧 & 資産クラス別の見解</u> | 32 |
| | <u>パフォーマンス一覧</u> | 33 |
| | <u>主要国・地域の経済見通し</u> | 34 |

| 個別セクター | トータル・リターン (%) | | | | |
|-------------------------|---------------|--------|--------|-------|-------|
| | Q2 23 | YTD 23 | 2022 | 2021 | 2020 |
| 欧州レバレッジド・ローン | 3.25 | 7.26 | -3.36 | 4.87 | 2.4 |
| 米国レバレッジド・ローン | 3.12 | 6.33 | -1.06 | 5.40 | 2.8 |
| エマーシング債 (ハードカレンシー建) | 2.19 | 4.09 | -17.78 | -1.80 | 5.26 |
| エマーシング債 (現地通貨建) | 1.99 | 4.34 | -8.85 | -5.52 | 6.07 |
| 欧州ハイイールド債 | 1.85 | 4.79 | -11.13 | 3.32 | 2.9 |
| 米国ハイイールド債 | 1.75 | 5.38 | -11.19 | 5.36 | 6.2 |
| エマーシング通貨 | 0.80 | 3.96 | -7.14 | -3.09 | 1.73 |
| 欧州投資適格社債 | 0.43 | 2.18 | -13.65 | -0.97 | 2.77 |
| 地方債 | -0.10 | 2.67 | -8.53 | 1.52 | 5.21 |
| 米国投資適格社債 | -0.29 | 3.21 | -15.76 | -1.04 | 9.89 |
| 米国投資適格長期社債 | -0.54 | 4.88 | -25.62 | -4.65 | 13.94 |
| CMBS | -0.60 | 1.20 | -10.91 | -0.64 | 8.11 |
| モーゲージ担保証券 (エージェンシー債) | -0.64 | 1.87 | -11.81 | -1.04 | 3.87 |
| 米国国債 | -1.38 | 1.59 | -12.46 | -2.32 | 8.00 |
| 米国長期国債 | -2.30 | 3.72 | -29.26 | -1.13 | 17.7 |
| マルチセクター | | | | | |
| 円総合 | 0.39 | 2.76 | -5.30 | -2.85 | -0.8 |
| ユーロ総合 (米ドルヘッジなし) | 0.16 | 2.25 | -17.18 | -4.71 | 4.05 |
| グローバル総合(ヘッジあり) | 0.06 | 2.96 | -11.22 | -0.15 | 5.58 |
| 米国総合 | -0.84 | 2.09 | -13.01 | -1.39 | 7.51 |
| グローバル総合 (米ドルヘッジなし) | -1.53 | 1.43 | -16.25 | -1.54 | 9.2 |
| その他セクター | | | | | |
| S&P 500 指標 | 8.74 | 16.89 | -18.11 | 28.71 | 18.4 |
| 3ヵ月 SOFR | 1.26 | 2.42 | 1.66 | 0.03 | -1.5 |
| 米ドル (DXYインデックス) | 0.40 | -0.59 | 8.21 | 6.37 | -6.69 |

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2023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。



セクション 1

主要な市場トレンド & 投資テーマ

01

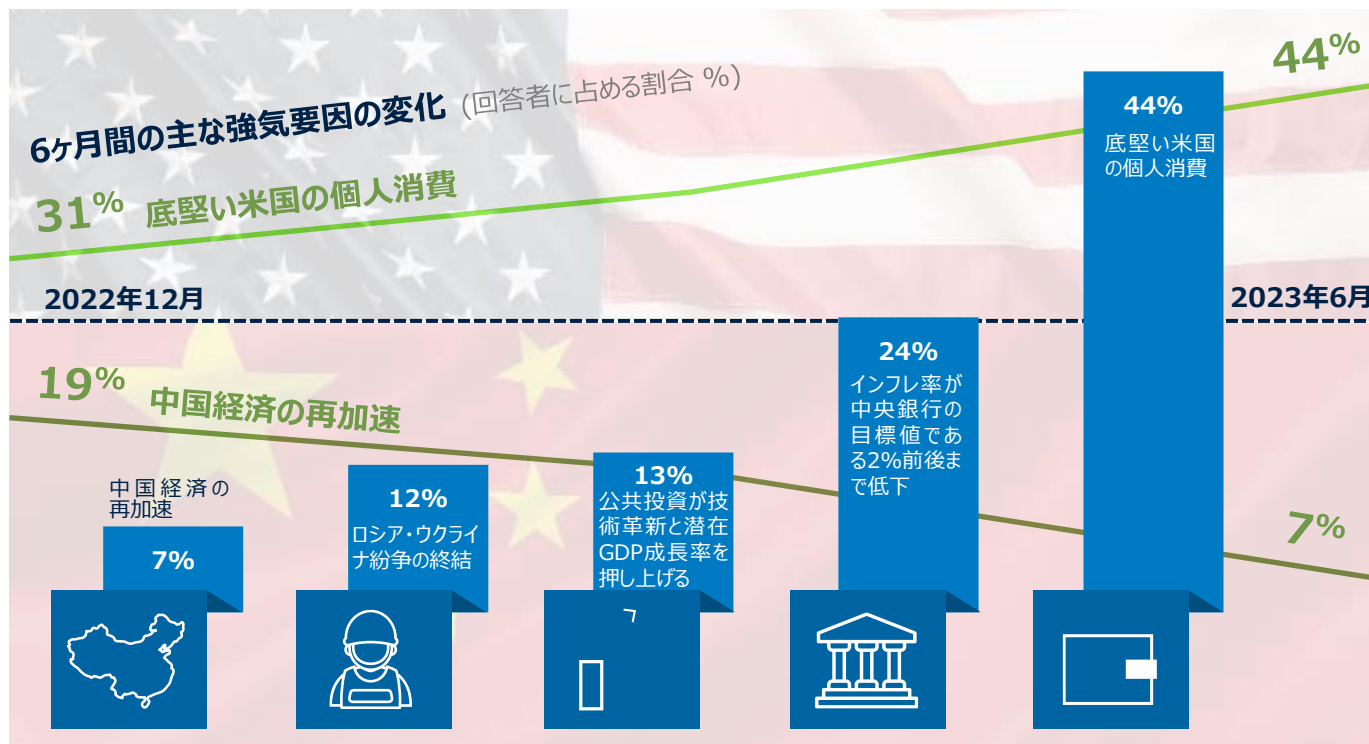
主要な市場トレンド & 投資テーマ

1) 上振れ/下振れ両面のリスク：一連の危機にも拘わらず、2023年上半期の世界経済は最悪の事態を回避した。こうした状況を受け、世界経済は好ましい方向に向かっている可能性があり、このことを十分に織り込む必要があることを市場は再認識した。経済が堅調に推移する中、4-6月期はリスク資産が安全資産をアウトパフォームした。

2) 債券にとって利回りは宿命であることの再認識：利回り水準の高さはありふれた投資テーマだが、足元で先進国金利が上昇する中、その重要性が改めて認識されている。高金利によるインカム収入の増加に加えて今後のキャピタルゲインも期待できることから、良好なトータル・リターンがもたらされる可能性がある。こうした良好なリターンは短期間で着実に得られるものではなく、長期投資の結果もたらされるものである。

3) より高格付の債券への投資：各国の金融引き締めの累積的な効果により、世界経済には大きな不確実性が立ちだかっている。こうした中、リスク選好度に応じて、債券市場では様々な投資機会が生じている。但し、本レポートで取り上げられている各種リスクを考慮すると、ポートフォリオにおけるリスク資産は保守的に運用し、相対的に高格付の債券に焦点を当てた構成を維持することが賢明だと思われる。

約210名のPGIMフィクスト・インカムの投資プロフェッショナルを対象とした最新の市場調査では、世界経済を後押しするようなプラス材料について一連の回答を求めた。



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 %)

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

利上げサイクルの最終段階、新たな強気相場の第一段階

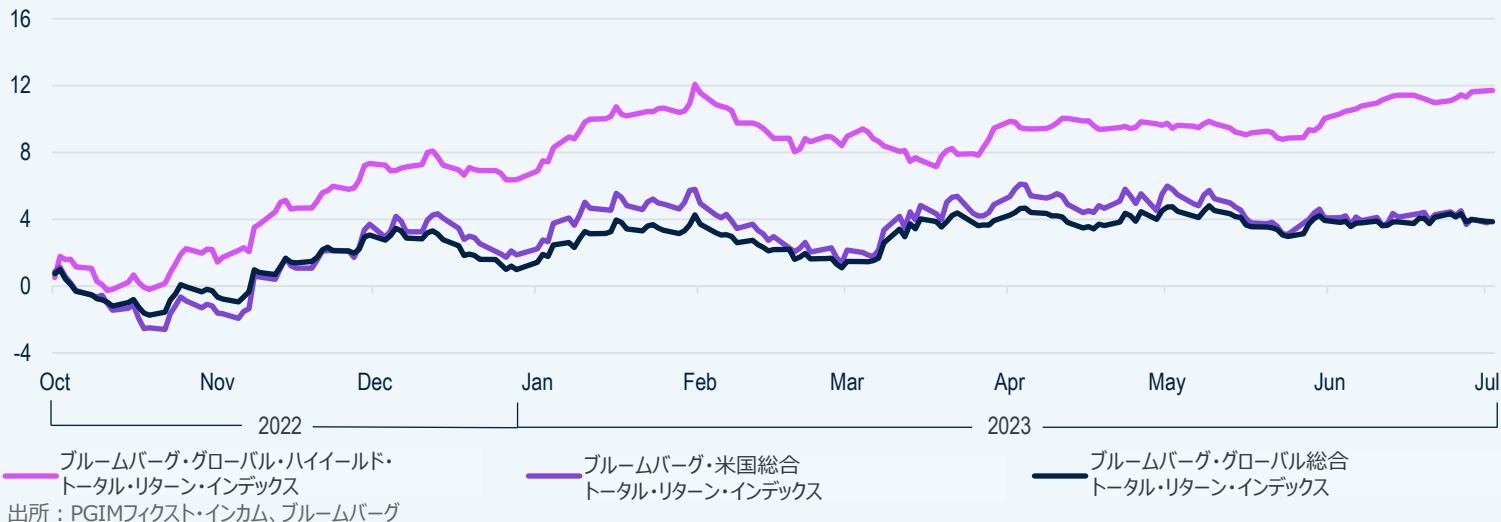
昨年開始したばかりの債券市場の強気相場は、4-6月期に一服した。米地方銀行の経営破綻を契機とした1-3月期の「質への逃避」に伴う強気相場は、信用収縮への懸念が後退するにつれて反転した。市場はその後、高インフレ率・低失業率という現状下では米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ抑制政策を転換して利下げに踏み切る可能性は低いことを認識した。利下げ期待から再び利上げ期待に市場が転じる中、長期債利回りは押し上げられた。ただし、利回り上昇に伴うインカム増により債券価格下落の影響はほぼ相殺された（図1参照）。

先進国中央銀行の利上げペースは鈍化、新興国中央銀行は緩和を模索

足元で経済成長のペースはやや鈍化しているものの、現時点で各国中央銀行が引き締めの手綱を緩めるには、インフレ率が高すぎる状況にある。先進国中央銀行の利上げ幅は徐々に縮小しており、会合によっては利上げが見送られている。このことは、利上げは大方終了しており、今後の利上げはますます微調整的なものとなる兆候を示している。一方、いち早く積極的に利上げを開始した新興国中央銀行は、明らかに現在の引き締めサイクルをど

のように収束させるか、いつ利下げに踏み切るべきかを模索している（図2を参照）。

図1：強気相場のチェックポイント：2四半期にわたって堅調に推移した後、米国地方銀行の危機を契機とした1-3月期の「質への逃避」による上げ相場がいくらか巻き戻されたことから、2023年4-6月期になって初期的な強気相場は初めて一服（％）



高い利回り、高いリターン

2022年10-12月期に始まった強気相場は、急速な利回り低下というよりは利回り自体を原動力としているが、現在の環境はこうした相場が続くことを示唆している。利回り水準は世界金融危機後やパンデミックの水準から、数十年とは言わないまでも、数年ぶりの高水準まで上昇している。現状、そもそも高水準の利回りが期待できることに加え、一般債の国債に対するスプレッドによる超過収益も見込まれることが、強気相場を支え続けると見られる。

ボラティリティ低下によるクレジット・セクターのパフォーマンス向上

過去2年に亘り、クレジット・セクターにとっての逆風は実際の信用力低下ではなく、むしろそれを巡る不安や懸念だった。このことを明らかに示すのは、金利市場に織り込まれたインプライド・ボラティリティとクレジット・スプレッドとの密接な連動性である（図3を参照）。実際、昨年の債券相場の急落局面であろうと、1-3月期のシリコンバレー銀行（SVB）の経営破綻後の債券急騰反発局面であろうと、突然の金利変動が投資家のサプライズとなり、債券投資の引き揚げを通じてスプレッドの拡大を招いた。今後は金融当局の利上げペースが大幅に鈍化すると予想されることから、金利ボラティリティは低下し続け、スプレッドもレンジ内にとどまるか、おそらくは縮小して、良好なリターンに貢献するだろう。

図2

| 先進国 | 基準金利 | 前回の金利変動 | 利上げ/利下げ | 実施日 | 前回利上げからの経過月 | 前回利下げからの経過月 |
|----------|-------|---------|---------|-------|-------------|-------------|
| オーストラリア | 4.10 | 0.25 | 利上げ | 6/23 | 1 | 32 |
| カナダ | 4.75 | 0.25 | 利上げ | 6/23 | 1 | 39 |
| デンマーク | 3.25 | 0.25 | 利上げ | 6/23 | 1 | 21 |
| ユーロ圏 | 4.00 | 0.25 | 利上げ | 6/23 | 1 | 88 |
| イスラエル | 4.75 | 0.25 | 利上げ | 5/23 | 1 | 39 |
| 日本 | -0.10 | -0.20 | 利下げ | 1/16 | 196 | 89 |
| ニュージーランド | 5.50 | 0.25 | 利上げ | 5/23 | 1 | 40 |
| ノルウェー | 3.75 | 0.50 | 利上げ | 6/23 | 0 | 38 |
| 韓国 | 3.50 | 0.25 | 利上げ | 1/23 | 6 | 37 |
| スウェーデン | 3.75 | 0.25 | 利上げ | 7/23 | 0 | 89 |
| スイス | 1.75 | 0.25 | 利上げ | 6/23 | 0 | 102 |
| 英国 | 5.00 | 0.50 | 利上げ | 6/23 | 1 | 40 |
| 米国 | 5.25 | 0.25 | 利上げ | 5/23 | 2 | 40 |
| 新興国 | | | | | | |
| アルゼンチン | 97.00 | 6.00 | 利上げ | 5/23 | 2 | 33 |
| ブラジル | 13.75 | 0.50 | 利上げ | 8/22 | 11 | 35 |
| チリ | 11.25 | 0.50 | 利上げ | 10/22 | 9 | 39 |
| 中国 | 3.55 | -0.10 | 利下げ | 6/23 | 113 | 1 |
| コロンビア | 13.25 | 0.25 | 利上げ | 5/23 | 2 | 33 |
| チェコ | 7.00 | 1.25 | 利上げ | 6/22 | 12 | 38 |
| ハンガリー | 13.00 | 1.25 | 利上げ | 9/22 | 9 | 36 |
| インド | 6.50 | 0.25 | 利上げ | 2/23 | 5 | 38 |
| インドネシア | 5.75 | 0.25 | 利上げ | 1/23 | 6 | 29 |
| メキシコ | 11.25 | 0.25 | 利上げ | 3/23 | 3 | 29 |
| ポーランド | 6.75 | 0.25 | 利上げ | 9/22 | 10 | 37 |
| ロシア | 7.50 | -0.50 | 利下げ | 9/22 | 16 | 10 |
| サウジアラビア | 5.75 | 0.25 | 利上げ | 5/23 | 2 | 40 |
| 南アフリカ | 8.25 | 0.50 | 利上げ | 5/23 | 1 | 35 |
| トルコ | 15.00 | 6.50 | 利上げ | 6/23 | 0 | 4 |

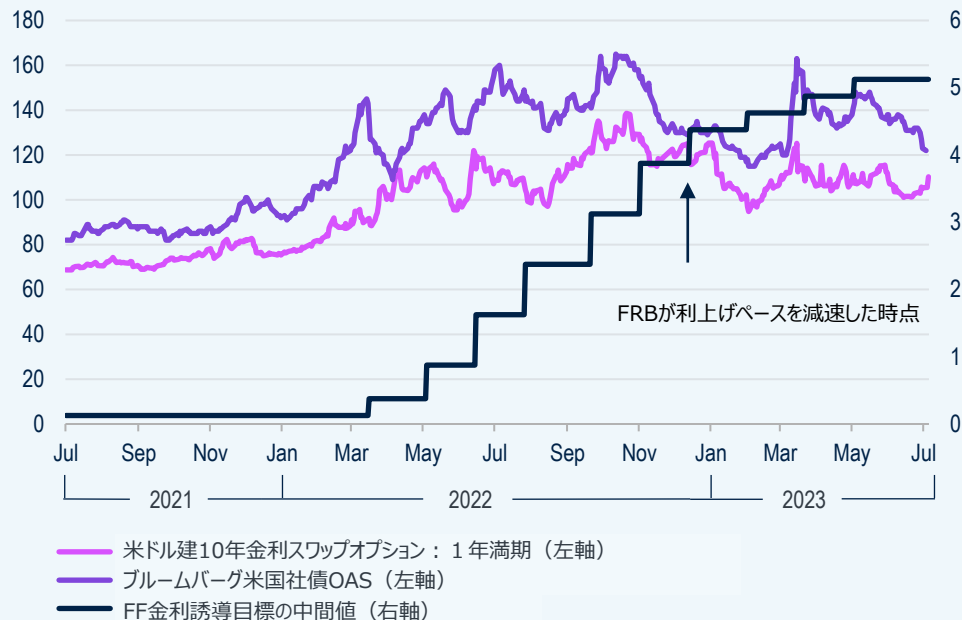
世界のすべてが順調な訳ではないが、債券市場にとっては十分な環境

地政学的な問題は多く、さらにこれまでの利上げの影響が時間をおいて波及する可能性は予断を許さず、投資環境の今後の展開には十分な注意が必要だ。それでも、世界経済がロシア・ウクライナ戦争の勃発、インフレ高騰、相当量の量的金融引き締め、大規模な利上げを何とか無事に乗り切ったことも事実である。各国中央銀行が利上げ政策の緩和に舵を切る中、上方にリセットされた利回り水準とクレジット市場がもたらす超過収益の可能性を背景にして、強気相場が継続するものと思われる。

結論：依然としてリスクは残るが、4-6月期に見られた相場一服は短期的にとどまり、2022年10-12月期に始まった強気相場は2023年下半期に再開する可能性が高い。

図3：

足元の市場環境の特徴として、インプライド金利ボラティリティと信用スプレッドが同調した動きを示していることが挙げられる。FRBが2022年後半に利上げペースを減速し始めるにつれて、ボラティリティとスプレッドはピークに達したように見受けられる。中央銀行が徐々に慎重な利上げを行う中、金利ボラティリティは横ばい、もしくは低下する可能性が高く、信用スプレッドも縮小しないまでもレンジ内で推移する可能性が高い。これにより債権のリターンは押し上げられると考えられる（左軸はbps、右軸は%）。



セクション 3

世界経済の見通し

ダレーブ・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

サイクルの延長：次に起こるのは何か？

この6ヵ月、不安要因が相次いで浮上または悪化し、その度に景気拡大の腰折れや世界的な市場混乱の懸念に脅かされた。ところが、経済・金融情勢は4-6月期、ほぼ一貫して安定化した。大きなリスクが依然として残るものの、世界経済は引き続き底堅さを示しており、我々は2023年下半年以降の見直しを見直した。

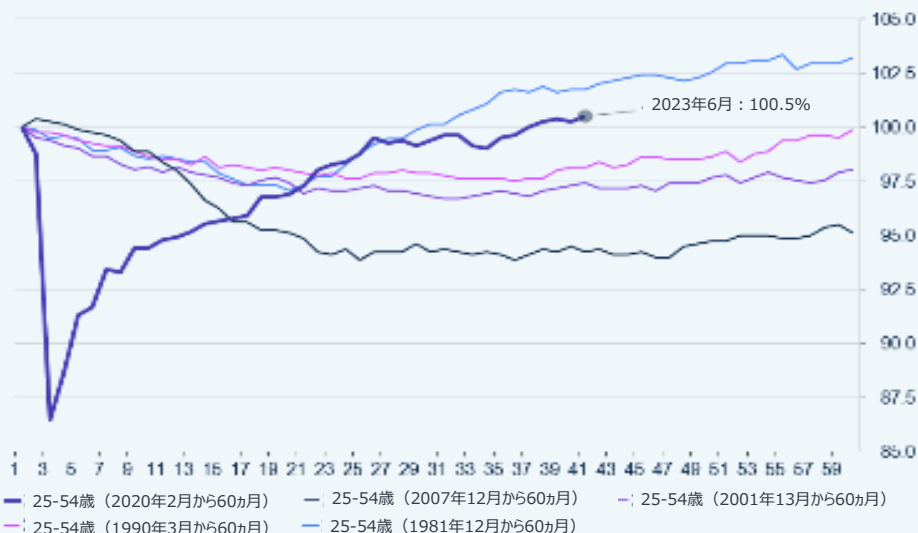
強調したいのは、マクロ経済情勢は極めて不安定であり、頻繁かつ著しい影響を伴い局面の変化が生じる公算が高いということを、上半期の展開が改めて示している点である。我々は、生起し得る各シナリオに発生確率を付与する枠組みを通じ、世界経済情勢の分析と予想を続けている。この目的は、あらゆる展開を網羅することではなく、今後1年間の投資リターンを左右し得る最も合理的なマクロ経済情勢を示すことにある。

米国経済は2023年上半期、危機が相次いで浮上し、不安定な状況が続いた。3月の預金流出を背景とした一連の地方銀行の経営破綻は与信基準の更なる厳格化をもたらし、米国では信用供与の2割程度を銀行が担う中、マクロ経済に大きな二次的影響を及ぼした。当時、債務上限を巡る交渉の行き詰まりやFRBによる75bpsの追加利上げの可能性を踏まえて、我々は景気後退の確率を引き上げた。しかし、銀行破綻が金融システム不安に拍車をかけることはなく、債務上限問題が財政を大きく巻き戻すこともなかった。同時に、労働需要には僅かな減速の兆しが見られたのみで、上半期の月次の平均新規雇用者数は31.6万と、所得と消費をトレンドを上回る水準に押し上げた。

インフレは2022年にピークを打って以来は落ち着きを取

り戻しつつあるが、サービス分野のインフレ率の低下がなかなか進まないでいる。サービス価格の高止まりは大部分が労働市場の「構造的回復」を反映したものである。この背景には、コロナ禍で最も打撃を受けた業種（レジャー&ホスピタリティ、教育、医療サービス、建設など）での力強い労働需要が挙げられる。

図1：労働力は歴史的なペースで回復
(各期間の開始日を100とする)



出所：PGIMフィクスト・インカム、マクロボンド。

世界経済の見通し

労働市場の正常化には少なくとも今後3ヵ月～6ヵ月を要し、労働市場の均衡には継続的な労働供給の改善（図1を参照）が更に重要となる。我々は、下半期にこうした展開が訪れることに楽観的であり、家計はコロナ禍での余剰貯蓄を使い果たすことが見込まれ、有意な数の移民が毎月労働力に加わっている。

労働市場の再均衡が見込まれる中、コア個人消費支出価格指数（PCE）は、前月比プラス0.2%が続けば（図2を参照）、年末までに3.0%を下回る水準まで低下すると見られる。インフレの減速を示す明確かつ持続的な兆候は、トレンドを下回る経済成長が重なれば、FRBが利上げサイクルを5.5%で停止するのに十分であり、早ければ2023年10-12月期にもFRBは50～75bpsの利下げといった「微調整」に着手し始める可能性がある。

これらを踏まえると、今後12ヵ月で確率が最も高いシナリオは、経済成長が低位ながらもプラス、インフレ率は低下するも依然として目標を上回る「ウィークフレーション：weakflation」だと考えられ、発生確率は35%と見ている（米国のシナリオ別の発生確率の詳細については、P34を参照）。

我々は、米国経済における、上下両方向の2つのテールリスクにも注目している。まずは、商業不動産（特にオフィス部門）とノンバンクにおける脆弱さの兆候であり、FRBが政策を更に制約的にする中、手に負えなくなる可能性がある。我々は、多くのビジネスモデル、特に規制の外にある事業は、今般の非常に速い大幅な引き締めサイクルには直観的に耐えきれないと考える。一方で、インフレ抑制法やCHIPS法、インフラ法案を裏付けとする公共投資が経済の供給面を劇的に改善す

る可能性にも注視している。製造業の建設支出の急増（図3を参照）が企業の支出増加の前兆であれば、生産性、成長基調、広範に亘る資産クラスの投資リターンが大きく押し上げられる可能性がある。

冬場を通して、**欧州経済**は予想以上に良好であったが、ユーロ圏について我々は低成長を予想している。エネルギー危機に伴い深刻な経済状況に陥る事態を回避したことは、来冬に向けて明るい材料であるが、世界的にガス供給は依然として逼迫しており、欧州は当面エネルギー不足に悩まされる事実には変わりはない。さらに、ロシアによるウクライナ侵攻に伴いエネルギー価格が一段と高騰するテールリスク・シナリオも排除できない。

図2：コアPCEは2.5%付近まで低下の可能性（対前年）

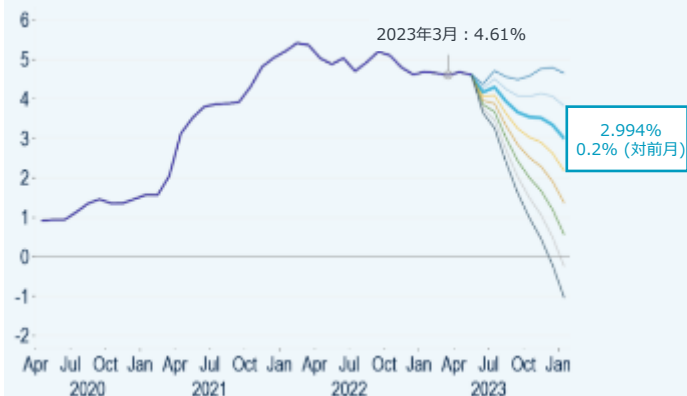


図3：ハイテク主導による製造業の復興？（10億米ドル）



出所：PGIMフィクスト・インカム、マクロボンド。

今後の注目点は、エネルギー価格上昇の間接的な影響が剥落し、経済成長の鈍化が賃上げと価格上昇を抑制し始めることで、どの程度、総合インフレ率が夏場に低下するかである。その後は、インフレ率は欧州中央銀行（ECB）の目標水準を僅かに上回る水準に「とどまる」可能性がある（図4を参照）。

欧州の経済成長は、予想よりも底堅さを発揮しているが、構造的な逆風から減速の兆しが見られ始めている。1-3月期におけるユーロ圏のGDP成長率にプラスに寄与した項目は純輸出のみであり、今後より困難な状況に直面すると見られる。しかし、輸出が減少する一方、輸入がそれ以上に減少する中、このデータでさえ鷓呑みにできない可能性がある。例えば、ドイツの中国向け輸出はここ最近一巡している。これは、中国で電気自動車販売が増加する中、自動車輸出が著しく減少していることが一部影響しており、ドイツは最大の貿易相手国の一つである中国に対して貿易赤字の状態にある。我々は、ユーロ圏のGDP成長率は引き続きトレンドを大幅に下回る水準で推移すると見ており、現時点では、2023年下半年および2024年を通してコンセンサス予想を下回る公算が大きい。

ドイツなど製造業の占める割合が大きい国を中心に製造業が不振に陥りつつある。エネルギー費用の増加と世界的な需要の縮小が生産の足枷となっている。他方、スペインやギリシャなど観光立国を中心にサービス業はよく持ち堪えている。我々は、サービスに対する欧州域内からの需要はいずれ軟化し、製品輸出に対する世界的な需要減退が重なる結果、欧州の経済成長は、インフレ率が高止まりする中、低調になると見ている。一方で、経済活動が著しく縮小する中でも、底堅い労働市場が下支えになると見込まれる。

以上を踏まえると、欧州についても、僅かなプラス成長と目標を上回るインフレ率が長引く「ウィークフレーション」が基本シナリオとなり、発生確率は40%と見ている（欧州のシナリオ別の発生確率の詳細については、P35を参照）。基本的に、欧州経済の成長見通しは、ドイツにおける低調な経済活動と欧州周縁国における力強い成長を差し引きした結果である。足元の物価動向を踏まえて、ECBは7月の会合で中銀預金金利を3.75%に引き上げることを余儀なくされる見通しであり、その後も年内の追加利上げを迫られる可能性がある。

中国の見通しは二つに分かれる。短期的には追加金融緩和策と予想される大型財政出動の復活に支えられるという相対的に楽観的な見方である一方、中長期的には同国の大きな構造的課題を踏まえ、やや弱気な見方となる。中国の回復は、不動産やインフラへの投資が信用供与により膨れ上がるという過去の状況を経て、現在は消費主導の成長に移行しつつある。しかし、中国の消費は既に失速している模様である（図5を参照）。

図4：欧州のインフレはすぐには収束しない見込み（%）

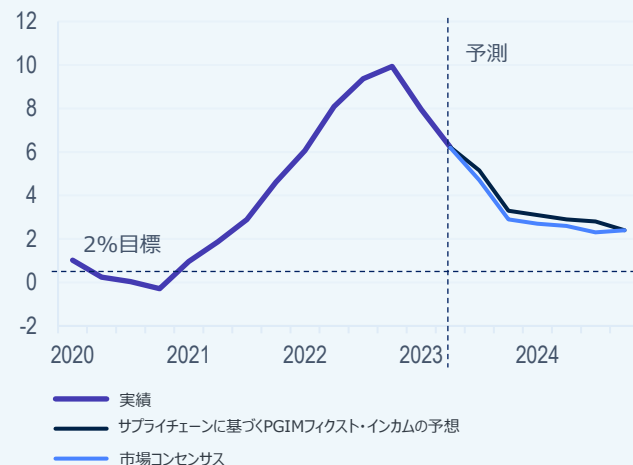
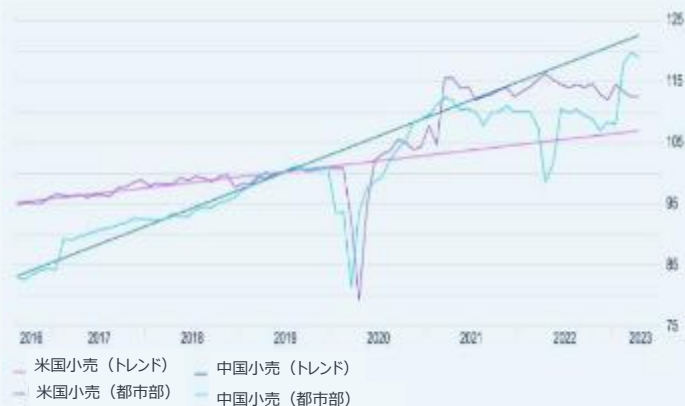


図5：中国の消費モメンタムは力強いが、トレンドを下回る水準で既に頭打ち（2019年7月を100として指数化）



出所：PGIMフィクスト・インカム、マクロポンド。

さらに、（レバレッジ解消の試みが引き金になって2021年に生じた）不動産セクターの不振が底打ちする兆候は、今のところまだ見られていない。景気回復の失速とGDP成長率が2年連続で目標に届かないという事態を避けるために、地方政府を対象を絞った財政出動が行われると我々は予想している。これを踏まえ、今後12か月の中国に関する我々の基本シナリオは、4.5～5.5%の成長率と1.5%のインフレ率が生起する「ソフトランディング/緩やかな成長」であり、発生確率は50%と見ている（中国のシナリオ別の発生確率の詳細については、P36を参照）。

しかし、地方政府による収入の約40%が土地の売却や不動産関連の収益によるものであることを踏まえると、地方政府は総じて財政の崖に直面している。足並みが揃わなければ、支出が必要以上に膨らみ、慢性的に債務削減が求められ、これが中国の中長期的な成長見通しの大きな重石となる可能性がある。その他、

被扶養人口が増加する一方、2022年には出生率が過去最低水準に落ち込むといった人口構成の悪化、輸出を巡る不確実性に直面する中でのデリスキング（リスク低減）の動き、そして米国およびその同盟国との関係悪化などが重大なリスクとして挙げられる。

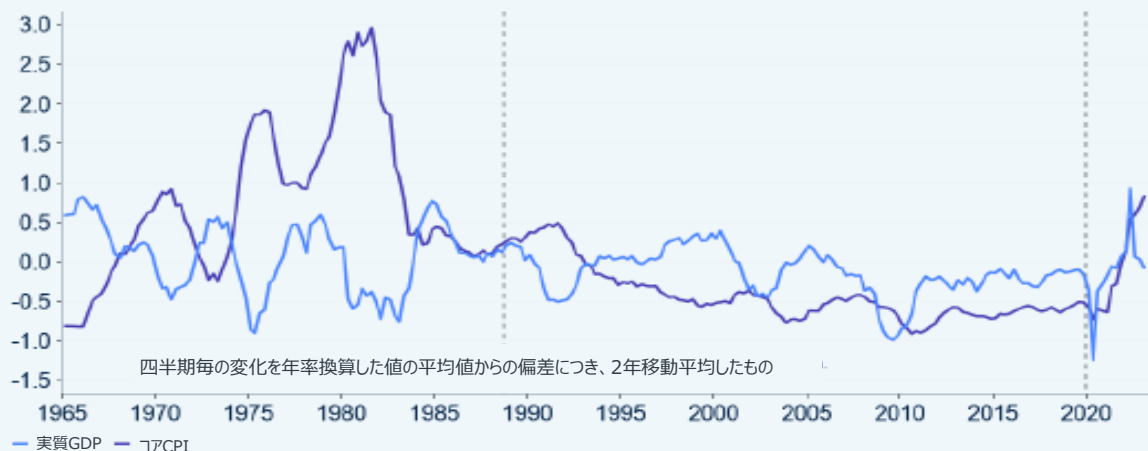
中国の中期的な成長を支える主な原動力が弱まっている点を踏まえ、2024年のGDP成長率は鈍化すると予想し、こうしたトレンドは今後も続く公算が高いと見ている。中国の潜在成長率は今後5年間で4%を僅かに下回る水準になり、今後10年間では更に鈍化し3%を割り込むと考えられる。

全体像

2023年上半年は様々なイベントが前向きに展開する、あるいは安定化し得ることを示したが、より広い観点では、米国およびその同盟国と中国の関係悪化は、世界のマクロ経済の根底を揺るがしている構造的変化の代表例である。

この他の構造的変化としては、政治の二極化の高まりや化石燃料から再生可能エネルギーへの不安定な移行、サプライチェーンのデリスキング、違いが鮮明になりつつあるテクノロジー業界の勢力図が挙げられる。こうした現状からの根本的な変化を考慮すると、今後も非常事態が主要国を揺るがし、この数十年を特徴づけた大平穩期の終わりをもたらす可能性がある（図6を参照）。

図6：
大平穩期は終焉の可能性（Zスコア）



出所：PGIMフィクスト・インカム、マクロボンド。



セクション 4

セクター別見通し

04

先進国金利

見通し：ボラティリティが低下し一定の取引レンジが定着する後期サイクルに入る。市場はFRBによる2024年の利下げを過度に織り込んでいるため、短期ゾーンのアnderウエイトを選好。また、ECBとFRBの量的引き締めを注視する必要がある。

■ 先進国の金利市場では、ほとんどの中央銀行で利上げ終了が視野に入っており、利上げサイクル後期の環境が形成されている。金融政策の方向性の明確化によって、金利ボラティリティは低下し、金利カーブ上の戦術的なポジションが機能し始めるだろう。

■ 米国では、金利カーブが逆イールドにとどまると見ている。短期金利はあと1回の利上げ（データの上振れによってはあと2回）を織り込む一方、高い金利水準と断続的に生起する危機に対する懸念によって、長期金利には一定の需要があると見られる。

■ 米国10年債利回りが現行の取引レンジで推移し、短期金利が比較的小幅な上昇にとどまるとする我々の予想では、金利ボラティリティは更に低下するだろう。そのため、MOVE指数（図を参照）は株式市場のVIX指数の低下に追随すると見ている。

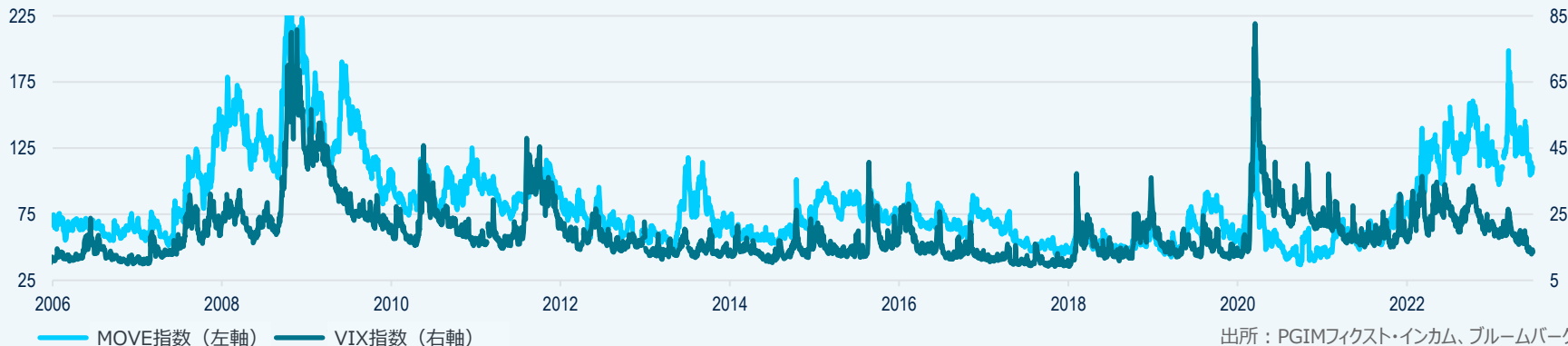
■ 我々は、10-12月期以降の利下げは50-75bpsにとどまると見ている。これは、2024年の大幅な利下げを織り込む市場の見方とは対照的である。なお、市場予想は、FRBの予測やパウエル議長の発言とも整合していない。FRBはコアPCEの目標に向けた低下が順調に進んでいないと見ており、決定的な下降トレンドを待っている。

■ 従って、短期フォワード金利のショート（例：1年先1年OIS）がキャリーの観点からは魅力的と見ており、米国の短期ゾーンではデレートのアnderウエイト

を選好している。

■ 欧州ではボックス圏での推移を想定しており、ECBはエネルギー高騰の脅威を踏まえて政策金利を3.75%に引き上げると見ている。英国のインフレとの戦いは、足元のコア・インフレ率と賃金伸び率の加速によって特に厳しさを増しており、イングランド銀行は4-6月期末までに政策金利の50bps引き上げを余儀なくされている。

図：金利ボラティリティは株式ボラティリティの低下に追随する可能性がある（インデックスによる比較）



セクター別見通し

- イングランド銀行は引き続き金融引き締め積極的にあり、英国債の短期ゾーンは更なる利上げの影響を受け易い。
- 今後の更なる考慮事項は、FRBとECBの量的引き締めである。全面的な量的引き締めサイクルがもたらす未知の影響に加えて、量的引き締め継続は潜在的に利上げ終了や利下げとは相反するシグナルを発信するため、各国中央銀行の市場との対話はより困難になるだろう。米国に関しては、国債増発の消化を超過準備に過度に依存する場合、10-12月期に流動性に対する懸念が高まる可能性がある。

エージェンシーMBS

見通し：短期的には慎重ながらも、長期的には楽観的な見方。堅調なパフォーマンスが続いたためにバリュエーション上の魅力は薄れており、我々はコンベクシティ・リスクを考慮し現行クーポンのTBAを回避している。低クーポン債を引き続き選好する他、アンダーパフォーマンスしている15年債のアンダーウエイトを一部解消。インプライド・ボラティリティの低下は全般に追い風となる可能性がある。

■ 破綻銀行の証券ポートフォリオのFDICオークションが対象クーポンのMBSのアウトパフォーマンスをもたらしたことから、4-6月期のMBSセクターは予期せぬ恩恵を享受した。オークションへの関心が高まり、長期保有口座、マルチセクター投資家、更には長らく当該セクターから遠ざかっていたリアルマネーの運用会社などの参加者によって投資家基盤が拡大した。

■ 足元では、オークション予定額の既にほぼ半分が消化されている。入札者が落札する個別証券のアップサイズ（積み増し）が認められていることも手伝い、オークションは当初の予定よりも早く進んでおり、今後比較的短期で完了すると予想される。

■ 入札がMBSセクターの勢いを加速させ、MBSのバリュエーションは改善しているが、国債利回りとの比較では依然として魅力的で、このトレンドが続くと見ている。金利ボラティリティが引き続き低下することもMBSに恩恵をもたらすと予想する。

■ 住宅ローン金利は依然として20年ぶりの高水準にあり（図を参照）、住宅市場は依然として値ごろ感が乏しく、こうした2つの要因が新規組成の重石となっている。借り換え需要も歴史的に見て低水準にある。

■ インデックス運用の観点からは、住宅ローン金利が上昇し、それに伴いクーポン水準を問わずデュレーションが長期化したことで、今後のコンベクシティ絡みのヘッジ売りのリスクが低下したと考えられる。ただし、現行クーポンのMBSに関してはインデックスに未だ含まれていないものも多いため、コンベクシティ絡みのヘッジ売りに晒され易いと考えられる。

■ 強気なモメンタムを阻害する要因としては、インフレに対するFRBの警戒感が挙げられ、経済指標の改善はFRBのタカ派姿勢を更に強める可能性がある。オークションが堅調に推移している中でも、15年債は逆イールドが足枷となって出遅れている。我々はアンダーパフォーマンスしている15年債のアンダーウエイトを一部買い戻している。

図：住宅ローン金利の上昇により、今後も組成は抑制される見込み（％）



出所：PGIMフィクスト・インカム、フレディマック。

セクター別見通し

- TBAダラーロールはキャリアコストに近い水準で取引されており、プールを購入できない投資家はベース取引からキャリアを得る機会を失っている。

- MBSの購入者基盤は拡大しているが、銀行からの需要は引き続き不透明である。銀行はMBSをリスクウェイトの観点から選好する傾向があるが、最近の地銀の混乱を踏まえると、その需要予測は難しい。商業用不動産セクターの今後の展開次第では、MBSに対して相対的にアンダーパフォームしているCMBSに銀行の需要がシフトすることも考えられる。

ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE

- 「世界経済の見通し」で言及した構造的変化は数十年かけて進展していくと思われる一方、こうした変化の直接的な兆候が厄介な影響を及ぼす可能性がある。実際、地球の大気と海洋の温度に関する最新の記録を見ると、予想以上に気候変動の影響を受けており、今後はより天候が不安定になる可能性がある。
- カナダで発生した森林火災による煙は、米国中西部や東海岸にまで広がり、こうした地域の多くの都市が影響を受けた。こうした中、6月下旬、シカゴの大気質指数（AQI）は「きわめて不健康」な水準である228を記録した。添付の写真は、6月上旬にニュージャージー州ニューアークにある当社オフィスが煙に取り巻かれる様子を示したものである。
- 森林火災は、公衆衛生や環境への被害に加え、公益企業にとって特に大きな課題となる可能性がある。設備投資増加の必要性は問題の一部に過ぎず、電力会社は予防的な電力供給の停止や森林火災を巡る責任問題に関して徐々に決断を迫られるようになっていく。
- 我々は、森林火災は発行体の信用度に重大な影響を及ぼすESG事例であると捉えており、こうしたリスクに関する評価はクレジット・リサーチに組み込まれている。



出所：PGIMフィクスト・インカム

- こうしたESGに関連する信用リスクの検証とは別に、ESGおよび持続可能性の原則に沿った投資を愛好する投資家のために、我々は、それぞれの発行体が環境や社会に及ぼすインパクトを分析している。
- エルニーニョ現象の再発生も、2023年下半期の気候を不安定化させるもう一つの要因となる。実際、米国海洋大気庁が発表した海洋ニーニョ指数（ONI）によれば、エルニーニョが2023年10-12月期に緩やかに勢力を強める確率は84%となっている。
- 歴史的に、エルニーニョ現象による高温で乾燥した天候がアジアの一部地域の農業にとって打撃となる一方、中南米における大雨も生産活動の妨げとなる可能性がある。
- エルニーニョ現象の影響を受ける作物として、小麦、米、トウモロコシ、パーム油、砂糖などが挙げられる。

ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE

- 米国では、西部と南部で降水量が増加し、洪水や地滑りなどが発生すると考えられ、これがインフラやサプライチェーン、農産物の収穫に影響を及ぼす可能性がある。一方、干ばつに見舞われた地域では、こうした降雨によって乾燥が緩和される可能性もある。
- また、エルニーニョは世界の金属供給にも影響を及ぼす可能性がある。例えば、チリは世界の銅供給の約30%を占めている。銅は電気機器に不可欠な部品であるが、洪水によって銅鉱山へのアクセスが制限される可能性がある。
- さらに、干ばつと洪水が電力供給に影響を及ぼし、製品の生産が混乱する可能性がある。例えば中国では、干ばつと電力の逼迫により、2022年に2週間近くに亘って多くの工場への電力供給が停止された。
- 我々は、警戒心を煽るためにこうした問題を提起している訳ではない。結局のところ、米国の森林火災やエルニーニョ現象は、もし発生したとしてもどのような展開になるかは不透明である。むしろ、予期せずに出現するこれらの問題は、「世界経済の見通し」で取り上げた今後のシナリオと同様、誰も完璧に予測することはできない。しかし、クレジット・アナリストおよびESGRリサーチ・チームにおいては、こ

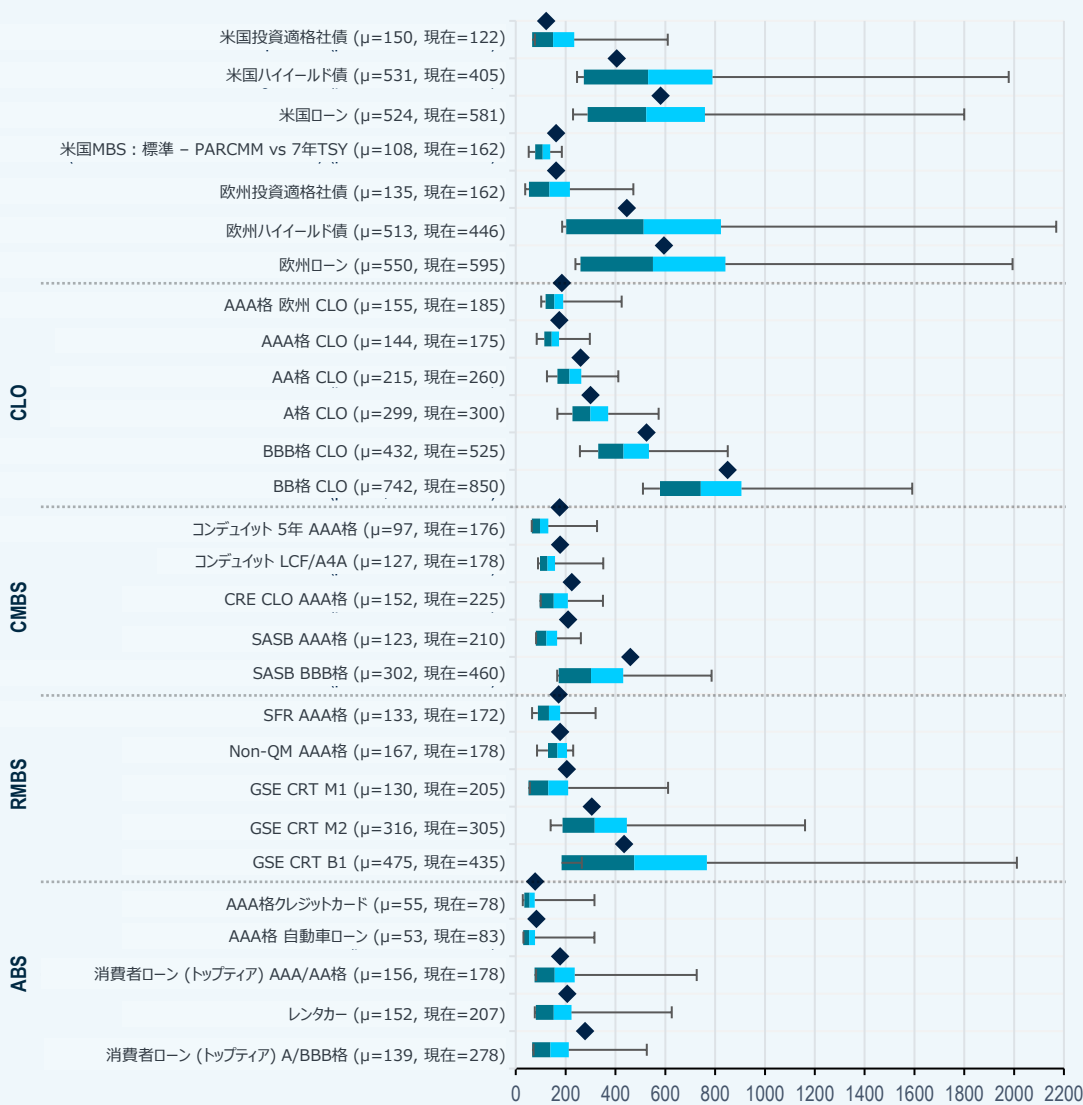
れらが信用状況に及ぼす影響とともに、環境や社会に関する信念に従って投資する投資家のために、こうした気象現象のESGインパクトについても検証していく必要がある。

証券化商品

見直し：シニア債は歴史的に割安な水準。ジュニア債にも選別的ながら投資機会がある。銀行による買い控えにより高格付証券化商品のスプレッドは引き続き高止まりしている。エージェンシーMBSのスプレッドが比較的高い水準にとどまっていることも影響している。構造的にレバレッジのかかるメザン債が内包する信用リスクの見直しが進む中、クレジットカーブはスティープ化している。メザン債のスプレッド拡大にも拘わらず、価格は我々の信用懸念とそれに伴うリスク/リターンとの負の非対称性を十分に反映していないと考えられる。投資タイミングの重要性を踏まえ、我々はリスク調整後リターンの観点から、信用リスクから十分に隔離されたシニア債を引き続き選好している（図を参照）。

■ **ABS：**景気刺激策の終了とFRBによる金融引締め継続により、消費者のデフォルト率はコロナ禍以前の水準まで上昇しているが、コロナ禍以前の水準を大きく超えてはいない。ただし、高リスクの借り手への融資を絞るのが遅れた一部の消費者金融業者や、そのAIモデルが特に低所得者の可処分所得に対するインフレの影響を考慮していなかった一部のフィンテック系のマーケットプレイス・レンディングの貸手では、異常値またはばらつきが見られる。我々は消費者信用が広範囲に弱含んでいる兆候を警戒しているが、現状それはまだデータには表れていない。

図：証券化商品、グローバルなクレジット商品、MBS のバリュエーションに対する見方（スプレッドは bps、 μ は集合平均を示す）



出所：PGIMフィクスト・インカム

■ -1STD ■ +1STD ◆ 現在の水準

* -1STDは標準偏差-1、+1STDは標準偏差+1

セクター別見通し

■ **CLOs** : 担保資産となるバンクローンは、ローンの供給が少ないことに加え、新発CLOによる旺盛な需要が需給面で下支えとなっている。しかし、クレジット・ファンダメンタルズは更なる悪化が続くと見られ、金利上昇が変動金利の借り手を圧迫し続ける中でCCC格への格下げやデフォルトが増加することが予想される。また、デフォルトに際しての回収率が低下し、累積損失の拡大につながることも予想される。

■ ローン市場における銘柄間のばらつきが高まっており、優良銘柄の価格は額面価格近辺で高止まりしているが、その他の銘柄の多くは85米ドルを下回る価格で取引されている。CLOメザン債のスプレッドは拡大しているが、担保ローンの累積損失に関する我々の想定を十分に反映していないと思われる。従って、我々はCLOメザン債とエクイティに関しては下値余地があると考え。一方、資本構成上位のAAA格およびAA格のCLOについては欧州、米国共に極めて魅力的な水準にあると考え。

■ **CMBS** : 商業用不動産セクターは依然として厳しい状況にあり、金利上昇とそれに伴うキャップレートの上昇が担保不動産のバリュエーションを圧迫している。全体では、我々は殆どの物件タイプのバリュエーションが10-20%低下すると見ているが、そのばらつきは大きい。オフィス用物件は、在宅勤務の定着により特に困難に陥っている。

■ 我々は、既に高水準のオフィス空室率（13%）が今後更に上昇すると予想する。オフィスのバリュエーションは、物件によって差はあるものの20-50%下落するだろう。工業用物件および集合住宅は、底堅い需要と健全な賃貸市場の伸びを背景に健

闘している。さらに、市場は従来からの銀行借りに依存した商業用不動産の資金調達（銀行は貸し手の50%を占める）を懸念している。困難な状況にあるものの、収益機会は存在しており、今後更に拡大すると見ている。超過収益は過去20年間見られたような資産全般にわたる幅広い価格上昇ではなく、個別の銘柄選択によりもたらされると考えられる。現時点で相対的価値が最も高いのはコンデュイット型のAAA部分だが、我々はシングル・アセット/シングル・ポロワー案件のメザン債にも極めて選別的に投資している。これらのメザン債に関しては、優良物件であるにも拘わらず、相当程度のローン延長や借り換えができないことを前提とするシナリオが織り込まれた価格で取引されている。

■ **RMBS** : 金利上昇が住宅購買力に影響を及ぼしているにも拘わらず、住宅市場の堅調なファンダメンタルズが我々のRMBSへの投資を引き続き下支えしている。歴史的に低い水準の住宅ローンを住宅所有者が確保できているために売却用住宅の在庫が極端に細っており、これが住宅ローン金利の上昇による影響を相殺している。住宅価格は2022年6月のピークから僅か2.7%の下落にとどまっているが、我々はピークからの下落率は最終的に5-10%の範囲にとどまると想定している。住宅ローンの滞納とデフォルト率は引き続き低水準にある。我々はRMBS、特に信用リスク移転債（CRT債）のパフォーマンスについては引き続き堅調を予想する。

投資適格社債

見通し：我々は7-9月期の投資適格債スプレッドはややタイト化すると見ている。継続的な資金流入と夏場の限定的な新規発行が支援材料となる。企業のファンダメンタルズはやや軟化したものの依然として底堅く、深刻な景気後退のリスクは後退している。それでも、今後の景気減速に備えて、我々はポジションをモニターし、ストレステストを実施していく。

■ **米国投資適格社債**のスプレッドは、3月の地方銀行危機の間にピークに達した後、6月末には年初の水準に回帰した。

■ 2023年1-6月期で見ると、格付別のパフォーマンスは類似したものとなった一方、年限別では発行体が金融機関に集中している短期債（1-5年）がアンダーパフォームした。それでも、大手銀行6行は地銀、事業会社、公益セクターなどをアウトパフォームした。また、2022年は景気後退懸念が産業セクターを圧迫していたが、2023年上半期には持ち直し、公益企業や多くの金融セクターをアウトパフォームした。

■ **米国投資適格社債**は、米国ハイイールド債と新興国市場株式および債券をアンダーパフォームしたが、2023年7-9月期にはスプレッド縮小を想定している。

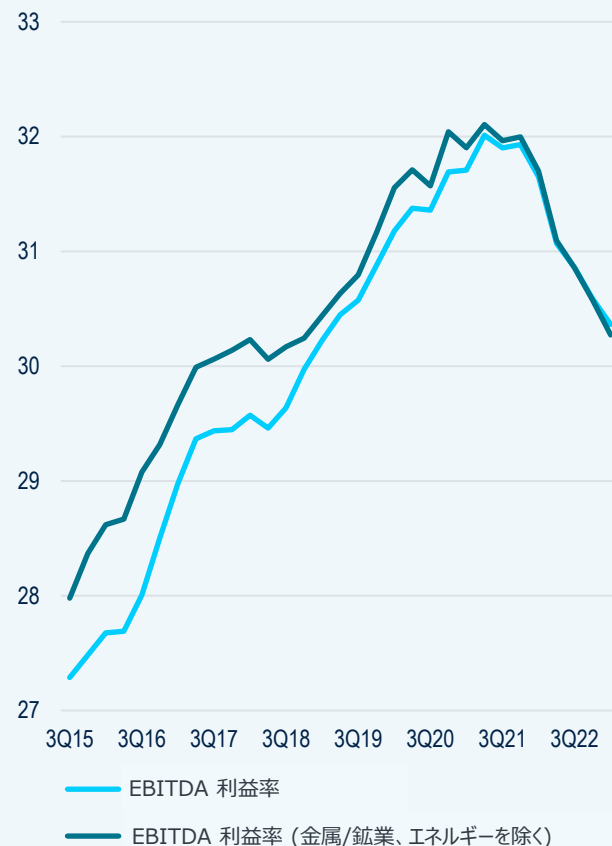
■ ファンダメンタルズの観点からは、投資家は深刻な景気後退に陥る確率を引き下げている。売上とEBITDAはピークアウトしている（図を参照）が、

企業ファンダメンタルズは依然として堅調である。加えて、債券利回りの上昇は、企業の信用力にとって負担となる自社株買いや合併・買収などに際しての資本コストを高めている。

■ 夏場の新規発行鈍化と、足元の投資家資金回帰の兆しは需給の下支えとなる。また、年金基金の資産債務比率は、株価と金利の上昇によって大幅に改善している。従って、サープラス・リスクの削減を企図する年金基金や保険会社には、投資適格債利回りは魅力的に映る可能性がある。更に、2022年の資金流出を経て、海外投資家も為替ヘッジ環境の著しい改善により米国投資適格社債に回帰している。

■ **米国投資適格社債**のスプレッドは10年平均前後だが、利回りは過去10年の96%の期間を上回っている。その結果、米国投資適格債市場の利回りは、S&P500の益利回りを上回っている。

図：ファンダメンタルズは引き続き堅調だが、EBITDAは減少に転じている（%）



出所：J.P.モルガン、PGIMフィクスト・インカム。

セクター別見通し

■ 我々の見方に対するリスクとして、ISM指数の下落や軟調なコモディティ価格などの経済指標が景気後退を示唆している可能性が挙げられる。さらに、米国債の金利カーブは引き続き逆イールドであり、リスク資産にとっての不吉な前兆となる場合が多い。

■ 加えて、消費者はコロナ禍における貯蓄を使い果たした可能性があり、学生ローンの返済は2023年7-12月期に再開し、小売企業は必需品以外の支出減少を報告している。FRBの利上げ、長引くコスト上昇、そして価格決定力の低下が企業利益を蝕むのは時間の問題かもしれない。

■ 投資適格社債へのその他の圧力として、地銀経営不安再燃、商業用不動産価格の低迷、予想を下回り続ける中国経済などが挙げられる。

■ 我々は、中期的には投資適格債のスプレッドはボックス圏で推移すると見ており、そのレンジ内でポジションを戦術的に調整する意向である。銀行、公益企業、地方債、並びにレバレッジを削減しているBBB格発行体のオーバーウエイトを維持している。なお、上述のリスクを踏まえて、業績が落ち込む可能性のある発行体や業種のストレステストを継続していく。

■ **欧州投資適格社債**のスプレッドは、6月は年初の水準を下回って月を終えた。4-6月期は、複数の週で記録的な新規発行があったが、投資家の需要によって容易に吸収された。新規発行は通常夏場に減速するため、旺盛な需要が続けばスプレッドは今後縮小する可能性がある。

■ ファンダメンタルズの観点では、1-3月期の企業利

益はコンセンサス予想とほぼ一致していたが、化学品セクターの著しい業績未達が例外であった。業績予想を達成できなかった発行体は、社債の大幅な売り圧力に曝される地合いとなっている。

■ 夏場の新規発行の減少はスプレッド縮小につながると思われる。しかし、長期的な市場の逆風は根強く残っており、インフレは特に英国で懸念材料になり続けている。ロシア・ウクライナ戦争は、引き続きエネルギー価格急騰の引き金となる可能性がある。中国の財政刺激策の不確実性は、米国よりも欧州経済にとって懸念である。そして、欧州不動産の価格低迷は続き、2024/2025年の借り換えの障壁として根強く残っている。

■ 欧州のスプレッドは非常に魅力的であり、経済は弱含んでいるが更なる景気後退は避けられそうである。従って、我々はリスクに対して慎重なアプローチを取っており、180bps前後のスプレッドでは投資機会を、140bps前後では売却機会を模索していく。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス

見通し：景気減速リスクを考慮して慎重なポジションを取るものの、リスク選好を転換させるシグナルを注視している。銘柄ごとのばらつきが拡大する中、アクティブ運用と適切な銘柄選択が重要になる。

■ 米国ハイイールド発行体のファンダメンタルズはある程度の悪化が予想されるものの、幾つかの要因により、スプレッドが大幅拡大する可能性は低いと見ている。まず、景気後退に陥ったとしても、それは軽度かつ短期間にとどまると思われる。さらに、足元の米国ハイイールド債市場はBB格債が50%近くを占めるなど、従来に比べて高格付となっている。また、ネットレバレッジ比率は過去最低近辺にとどまり（図を参照）、インタレスト・カバレッジ比率は最高近辺にある。

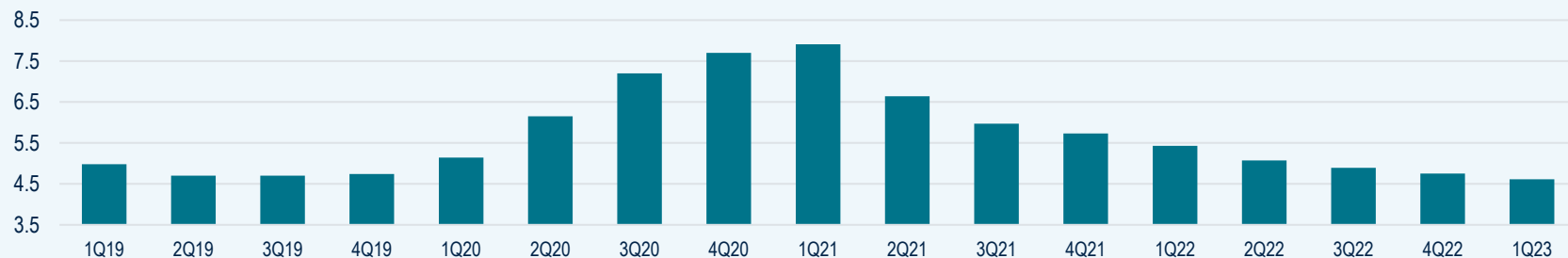
■ 限定的な新規発行や一部銘柄の投資適格への格上げを受けて大幅な供給不足となり、ハイイールド債市場全体が縮小する中、需給環境は引き続き良好に保たれている。

■ 我々はディフェンシブな姿勢を維持するものの、発行体のほとんどは財務が健全であり、多くの発行体が既に低金利での借換を済ませ、目先に満期を迎える債務が限定的であることから、デフォルトは過去の景気後退期ほど深刻化しないと見ている。とは言え、格上げのペースは引き続き鈍化しており、現在では格下げ件数が格上げ件数を上回っている。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%程度に上昇すると見ているが、これは対処可能な水準だと考えている。

■ 短期的にはやや強気な見方をする一方で、今後12カ月の超過リターンは横ばいと予想している。我々はディフェンシブなポジションを維持するものの、今後相場下落の局面があれば高格付債や短期債のポジションを慎重かつ選別的に積み増すことを検討する。我々は、独立系発電事業者へのオーバーウェイトを維持する一方、住宅建設関連のオーバーウェイトとク

ルーズ事業関連のアンダーウェイトをそれぞれ削減し、テクノロジー、メディア/エンターテインメントのアンダーウェイトを維持している。

図：米国では、引き続きレバレッジが過去最低の水準で推移（LTM有利子負債/EBITDA）



出所：J.P.モルガン、キャピタル IQ。

セクター別見通し

■ **米国レバレッジド・ローン**は格下げが増加しており、今後も格下げが目立つ展開が続くと予想している。ローン市場は以前のサイクルよりも格付が低下しており、非公開企業のB格下位のローンが市場に占める割合が増加している。また、資本コスト上昇によりキャッシュフローが減少すると見られることから、ローンのデフォルト率は2023年末までに4.0～4.5%に上昇すると予想する。

■ 景気後退の影響を受けるものの、ローンは2023年にプラスのトータル・リターンを記録すると我々は予想している。足元までの好調なトータル・リターンや、現在9.0%近辺のクーポンと10.0%近辺の利回りを考慮し、我々は最近、通年のトータル・リターン予想を6.0～6.5%から8.75%に引き上げた。

■ 低格付ローンは厳しいマクロ環境の影響を最も受けると考えられるため、非公開企業のB格下位/CCC格ローンよりも、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、銘柄選択と信用力評価がますます重要になり、今後12～24か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。

■ 目先の**欧州ハイイールド債と欧州レバレッジド・ローン**に関しては慎重な見方を維持している。限定的な新規発行や、市場が織り込む今後数か月間の景気後退の確率が低下したため、スプレッドは年初から縮小している。ただし、年後半には2024年に満期を迎える債券の借換発行が増加し、需給環境は厳しさを増すと見ている。

■ 絶対利回りは依然として魅力的なものの、信用スプレッドは10年平均を僅かに上回る水準にとどまっている。夏場は一般的に新規供給が少ないためスプレッドはレンジ内で推移すると見られるが、我々の基本シナリオでは、今後6か月間は低成長と高いコア・インフレ率を背景にスプレッドが拡大すると予想している。

■ ECBはタカ派姿勢を維持しており、市場が織り込む追加利上げの回数は、僅か3か月前の予想をほぼ3回上回っている。とは言え、我々は今後12か月間の債券とローンのトータル・リターンはプラスになると予想しており、引き続きリスク選好を転換させるシグナルを注視している。

■ 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悪化させ、今後12か月でデフォルトは増加すると予想している。ただし、目先に大きな満期償還が予定されておらず、発行体の手元流動性が潤沢であり、市場は全体的に高格付となっているため、デフォルトの増加は緩やかになると考えている。

■ ポジションに関しては、現金残高を増やし、景気循環銘柄、確信度の低い銘柄、金利上昇に敏感な銘柄などのポジションを削減することで、リスク水準を市場と同程度に維持している。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、最終的にはアクティブ運用と適切な銘柄選択が引き続き重要になると考えている。

エマージング債券

見直し：エマージング債券では、リスクをやや積み増す余地があると見ている。ボトムアップによる分析によって、スプレッドと利回りが魅力的な投資機会に焦点を当てる。不確実性が依然として高い中、格付、ファンダメンタルズ、バリュエーションによって銘柄ごとの較差が大きいため、市場の先行きに拘わらずアウトパフォームすることが可能なポートフォリオを構築することが可能である。

■ **リスクと投資機会：**4-6月期には、本格的な銀行危機は回避され、米国の債務上限問題も解決したことで、市場への逆風が追い風に変わった。その結果、エマージング債券は上昇したものの、7-9月期も勢いが続くかどうかは、米国経済とFRBの動向、中国の景気刺激策と新興国に対する影響、およびウクライナ情勢に左右されるだろう。

■ 我々の基本シナリオでは、世界経済が減速し、米国と新興国のインフレが後退し、中国が近い将来に本格的な景気刺激策を打ち出すことを想定している。中期的（今後1～3年間）には、新興国と先進国の成長率格差を背景に、新興国への資金流入が続くと予想する。エマージング債券の高い利回りとキャリーは今後も長期投資家を引きつけると見られる。

■ ハードカレンシー建エマージング債券に関しては、クレジット・バーベル型のポートフォリオ戦略を取っている。即ち、長期ゾーンでは、リスクへの抵抗力が強く、かつ資金調達ニーズの低い国債や社債に魅力的な投資機会があると見ている。短期ゾーンでは、

回収価額並み、ないし回収価額を下回る水準で取引されているデストレスト水準の国債を組み入れている。

■ 現地通貨建エマージング債は依然として魅力的だが、エマージング通貨に関しては慎重な見方を維持する。

■ **ハードカレンシー建エマージング国債：市場が大幅な反発と底堅さを見せた後、この先どのように推移するか？** 先進国国債対比でのスプレッドは引き続き魅力的であり、過去18ヵ月に亘り大規模な資金流出が続いたものの、足元の需給環境は改善しており、投資家は既にポジションを十分に削減している。ただし、市場全体の動向に拘わらず、銘柄固有の要因こそが最も明確な超過収益獲得機会になると見ている。我々は、引き続き悪材料を過度に織り込んでいる可能性のある銘柄を模索するとともに、インフレの後退や底堅い世界経済などの追い風を特定し、その中でボトムアップによる相対価値の魅力がある投資機会に着目する。

■ 主要なリスク要因としては、弱い経済成長、高インフレ、および地政学的脅威が挙げられる。スプレッドが拡大する可能性はあるが、市場全体を表すインデックスの最終利回りが高い水準にあるため、スプレッドが今後90bps拡大すると仮定しても、年間のトータル・リターンはプラスとなる。

■ **ファンダメンタルズ面の主なテーマ：**過去数年の経済ショックにより、新興国の金利は上昇し、成長率は鈍化した。しかし、新興国は先進国に先んじて

インフレ率が減速しており、利下げ局面が近づいている。

■ 新興国と先進国の成長率の格差は、歴史的に見るとエマージング債券と先進国債券のスプレッドの拡大/縮小を示唆する指標であり、先進国の経済成長が鈍化する中で、新興国と先進国の成長率格差は拡大すると予想している（図を参照）。新興国の成長率が過去20年間の水準に達する可能性は低いものの、適切な政策運営によって新興国のファンダメンタルズは安定/改善すると見ている。中国経済が減速しても、インドなどの新興諸国はまずまずの成長を遂げると見られる。既存の事業拠点から地理的に近い友好的な近隣国に事業を移転させる動きや、グリーン投資が新興国（インド、アジア、メキシコ、サハラ以南のアフリカおよび中南米のコモディティ輸出国など）の追い風になると思われる。

■ また、コモディティ価格は居心地の良いスイートスポットと言える水準にある。コモディティ輸入国ではインフレ圧力が後退し、ほとんどの輸出国は損益分岐点を確保しており、高格付発行体は十分な外貨準備を備えている。

■ 債務水準が高い一部の国は、持続不能な債務問題を解決しつつある。ザンビアはG20の「共通枠組み」に基づいて2国間貸付の債権国との合意に達しており、今後、債券保有者とも合意に至ることが予想される。今後、ガーナとスリランカと債権者間での交渉が続くと見られるが、同じ枠組みで債務問題が解決に至るかは不透明である。

セクター別見通し

■ 重要なことは、中国がこれらの債務再編交渉にどう関与し、どのような扱いになるかという点である。欧米諸国は新興国に対する中国とロシアの影響力に対抗するための働きかけを行っており、新興国の中のデストレスト国への対応に影響を及ぼす可能性がある。

■ 我々は4-6月期に、過去2年間着目してきたBB格上位の発行体（セルビア、コロンビア）とBBB格の発行体（ルーマニア、メキシコ）を中心にリスク・ポジションを積み増した。

■ 我々は、引き続きBB格とファンダメンタルズが良好でスプレッドが魅力的な一部のBBB格の発行体に着目する。安定したファンダメンタルズを備え、資金調達ニーズの低いソブリン債および準ソブリン債、あるいは政府支援を受けている準ソブリン債に最も大きな投資機会があると見ている。

■ B格発行体の多くは、バリュエーションは魅力的だが、財政・対外不均衡への注意が必要であることから、アンダーウェイトを維持する。これらの銘柄が持続的に回復するためには、世界経済の加速と銘柄固有の要因が必要であると見ている。

■ B格とデストレスト銘柄（CCC格以下）の平均価格差は拡大しており、平均価格はそれぞれ額面1米ドルにつき約86セントと38セントとなっている。

■ 4-6月期にはエマージング債券市場での新規発行が相次ぎ、格付を問わず様々なソブリン債および準ソブリン債の発行体が起債を行った。より多くの発行体が、市場流動性が回復する中で、イスラム債やESG債（4-6月期の起債額65億米ドル

超）の発行に加え、信用補完債を発行したり、負債管理を目的とした既発債の借換を行った。

■ 最近の興味深い動きの一つは、エクアドルが米州開発銀行および米国際開発金融公社の支援を受けて、自然保護債務スワップを行ったことである。このような仕組みや公的機関による積極的支援は、同セクターへの長期的な資金流入を後押しするだろう。

■ **エマージング社債の見通しを上方修正。**世界経済の穏やかな見通しと先進国対比でのエマージング社債のレラティブ・バリューは、投資機会をもたらすと見ている。我々は前回の当レポートで、スプレッドは景気減速を織り込んでおり、信用ファンダメンタルズは底堅いと述べた。その後、幾つかの悪材料が解消され、新規発行が予想を下回ったことで需給環境は一段と改善した。我々は、中国の資本財・不動産セクターおよびトルコの金融セクターなどの懸念領域に関しては慎重な姿勢を維持する。

図：新興国は成長プレミアムを取り戻し、パフォーマンスでも先進国を上回る見通し（%）



出所：国際通貨基金（新興国と先進国の成長率格差）、ブルームバーグ（リターン）。本資料に含まれる予想は、情報提供のみを目的としています。これらの予想が実現する保証はありません。

セクター別見通し

■ 我々は、メキシコ、インド、イスラエルなど安定した国の厳選したBB格およびBBB格の発行体を引き続き選好する。BBB格およびBB格のエマージング社債のスプレッドは、それぞれ約200bpsおよび400bpsと、先進国社債と比べて魅力的な水準にあり、エマージング社債と先進国社債のスプレッド格差は縮小すると予想する。我々は、コモディティなど売られすぎのセクターの低格付発行体に対するアンダーウェイトを解消したほか、中東欧の準ソブリン債を積み増した。特に、中南米の公益事業および空港関連銘柄を選好する。

■ 新規発行が増加する中、我々は銀行のバンクキャピタル証券などの領域では選別的な姿勢を取る一方、韓国の高格付発行体、チリの製紙セクターおよび中東欧の準ソブリン債には投資機会を見出している。

■ 企業収益を含むファンダメンタルズは予測に沿った展開となっている。エマージング企業の財務は引き続き健全であり、償還・借換スケジュールは概ね対応可能な状況にある。2023年のデフォルト予想は引き続き過去のレンジ内であり、ハイイールド発行体の償還・借換スケジュールは対応可能な状況にあるため、2024年のデフォルトは抑制された水準にとどまると予想する。

■ **現地通貨建エマージング債：堅調なリターンをもたらす魅力的な投資機会。** シリコンバレー銀行の経営破綻を受け、我々は現地通貨建エマージング債に対する姿勢をレタティブ・バリュウ重視から市場の方向性重視に転換し、デレレーションをロングする方針に変更した。4-6月期には新興国のイン

フレ率が予想を下回り、エマージング通貨が対米ドルで強含む中、米国債とは対照的に現地通貨建エマージング債の利回りは25bps低下した。また、コモディティ価格の下落も投資家心理を後押しした。6月末時点で、我々はデレレーションのロング・ポジションに強い確信を持っており、リスクを積み増している。

■ 現地通貨建エマージング債の利回りは引き続き魅力的な水準にある。市場は、中南米、ポーランド、ハンガリー、チェコの中央銀行が過去の利下げサイクルに沿った利下げを行うことを織り込んでいるように見える。ただし、アジアでは、そもそも中央銀行が行き過ぎた金融引き締めを行っていないため、市場は小幅な利下げを織り込んでいる。

■ 7月初の時点で、我々は各地域でデレレーションをネット・ロングとしている。中でも、ブラジル、メキシコ、韓国、マレーシア、南アフリカのオーバーウェイトに関して最も確信度が高い。トルコとエジプトについてはアンダーウェイトを維持する。しかし、新興国のイールドカーブは一部の年限で逆イールドになっており、ロール・ダウンとキャリーがマイナスになるため、3年～5年債が短期債と長期債をアウトパフォームすると予想している。5年よりも長い年限ではイールドカーブがスティープ化すると見ている。

■ 投資家の注目は新興国の利下げに集まっており、FRBが予想を超えるタカ派姿勢を見せない限り、エマージング債利回りの低下トレンドが加速すると予想される。2023年下期にGBI-EMインデックスの利回りが25～35bps低下すると見込まれる。その場合、インデックスの利回りは足元の6.35%から

6%～6.10%まで低下して底打ちすると予想する。

■ 4-6月期は、エマージング通貨の見通しに対する確信度が低く、レタティブ・バリュウに着目したポジションを取っていたが、期中で米ドルのロング・ポジションへの確信度が高まった。予想通り、中国の経済指標が市場予想を下回る状態が続き、世界の経済指標も予想を下回った。エマージング通貨は当期中に対米ドルで1.5%超上昇し、中南米通貨が8%弱、欧州エマージング通貨が3%超上昇した一方、アジア通貨は1%下落した。

■ 市場ではキャリー取引が活発化している。多くの投資家がキャリー取引に殺到したため、中南米通貨は交易条件のトレンドから乖離している。また、4-6月期には米国のブレイクイーブン・インフレ率が低下し実質金利が上昇した。過去の同様の状況では、米ドルが着実かつ強い上昇基調を辿ったが、今回は過去の動きとは異なる展開となった。

■ 我々のポートフォリオでは、確信度の高い米ドルのロング・ポジションを維持し、エマージング通貨に対しては慎重な姿勢を維持している。主に新興国アジア通貨に加え、欧州新興国および中南米通貨についてもアンダーウェイトとする。我々は、ハンガリー・フォリント、インドネシア・ルピア、インド・ルピーなどの高キャリー通貨に対するエクスポージャーを縮小した。最大のエクスポージャーは、ロング・ポジションではコロンビア・ペソ（エクスポージャーを一部削減）、インドネシア・ルピア、南アフリカ・ランド、ショート・ポジションでは韓国ウォン、シンガポール・ドル、人民元およびチリ・ペソとなっている。

地方債

見通し：前向きな見方。楽観的な見方に対して制約となる要因もあるが、債務上限に関する議論、金利の不透明感、銀行危機の影響が払拭されるとともに、地方債が更に上昇する可能性がある。

■ 2023年の地方債市場のリターンは年初来で堅調にプラスで推移しているが、年初に予想されたほど高いリターンはまだ実現していない（図を参照）。市場は、地方債市場からの資金流出、FRBの強い利上げ姿勢、債務上限問題、米国銀行危機の影響による地方銀行の地方債ポートフォリオの大量売却など、複数の要因が制約になっていると思われる。こうした要因が解消されれば、地方債は更に上昇すると思われる。

■ 我々の楽観論に対して制約となる要因はあるものの、需給面が今後数ヵ月間は追い風となるはずだ。

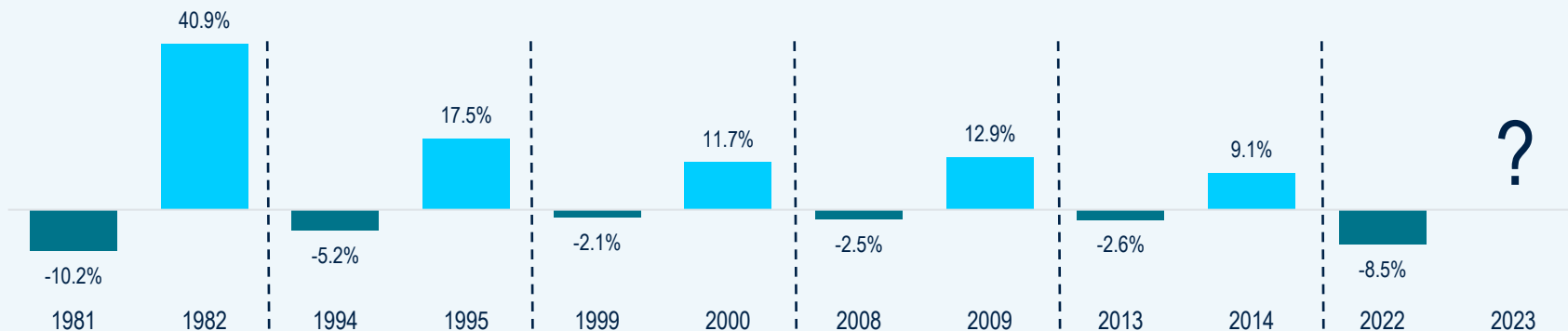
地方債市場のパフォーマンスは、純供給がマイナスとなる夏場にプラスとなる傾向がある。さらに、ここ数週間は資金流出が減速しており、FRBの利上げサイクルが終盤に近づき、金利変動が落ち着くとともに、資金フローはプラスに転じると予想される。

■ ハイイールド債やプリペイド・ガス債の спреッドは相対的に見て拡大した水準にあり、好調な税収と緊急時資金の増加を受けて、信用の質は健全に保たれている。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が維持されているセクターであり、長期的な投資機会が存在すると考える。ヘルスケア・セクターと開発セクターについては逆風が吹いているため、引き続き慎重に見ている。

■ 2023年初頭に好調なスタートを切った課税地方債は、引き続き底堅く推移するだろう。金利上昇

と金融政策への不透明感の中で、課税債の供給は前年比50%減となっており、スプレッドのボラティリティは低下するはずである。一般的に言って、景気減速局面において、課税地方債のスプレッドは社債スプレッドよりも抵抗力が高い可能性がある。

図：地方債インデックスが年間でマイナスのリターンとなった翌年には大きなプラスのリターンとなっている：1980-2022年



出所：ブルームバーグ。



セクション 5

サマリー

05

見通し一覧 & 資産クラス別の見解

この見通しは、PGIMフィクスト・インカムの短期的なポジション見通し、および各資産クラスの長期的（1年）な見通しを一覧にしたものである。各資産クラスの長期的な見通しは 1-10の尺度に基づいており、広範な市場のリスク調整後リターンに対する各資産クラスのリターンの相対的な見通しを示している。例えば、“1”はその資産クラスが市場を大きくアンダーパフォーム、“10”は大きくアウトパフォームする見通しであることを示している。¹

| 見通し | | 長期的な市場見通し | |
|---------------------|--|---|---|
| セクター | 見通し | 資産クラスに対する見解 | |
| 先進国金利 | ボラティリティが低下し一定の取引レンジが定着する後期サイクルに入る。市場はFRBによる2024年の利下げを過度に織り込んでいるため、短期ゾーンのアンダーウイトを選好。また、ECBとFRBの量的引き締めを注視する必要がある。 | 米国 欧州 新興国 | |
| エージェンシーMBS | 短期的には慎重ながらも、長期的には楽観的な見方。堅調なパフォーマンスが続いたためにバリュエーション上の魅力は薄れており、我々はコンベクシティ・リスクを考慮し現行クーポンのTBAを回避している。低クーポン債を引き続き選好する他、アンダーパフォームしている15年債のアンダーウイトを一部解消。インプライド・ボラティリティの低下は全般に追い風となる可能性がある。 | | |
| 証券化商品 | シニア債は歴史的に割安な水準。ジュニア債にも選別的ながら投資機会がある。銀行による買い控えにより高格付証券化商品のスプレッドは引き続き高止まりしている。エージェンシーMBSのスプレッドが比較的高い水準にとどまっていることも影響している。構造的にレバレッジのかかるメザニン債が内包する信用リスクの見直しが進む中、クレジットカーブはスティープ化している。メザニン債のスプレッド拡大にも拘わらず、価格は我々の信用懸念とそれに伴うリスク/リターンの負の非対称性を十分に反映していないと考えられる。投資タイミングの重要性を踏まえ、我々はリスク調整後リターンの観点から、信用リスクから十分に隔離されたシニア債を引き続き選好している。 | CMBS CLOs | ABS |
| 投資適格社債 | 我々は7-9月期の投資適格債スプレッドはややタイト化すると見ている。継続的な資金流入と夏場の限定的な新規発行が支援材料となる。企業のファンダメンタルズはやや軟化したものの依然として底堅く、深刻な景気後退のリスクは後退している。それでも、今後の景気減速に備えて、我々はポジションをモニターし、ストレステストを実施していく。 | 米国投資適格債 (1-10年) 米国投資適格債 (10年超) | 欧州投資適格債 (1-5年) 欧州投資適格債 (5年超) |
| グローバル・レバレッジド・ファイナンス | 景気減速リスクを考慮して慎重なポジションを取るものの、リスク選好を転換させるシグナルを注視している。銘柄ごとのばらつきが拡大する中、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 (1-5年) 米国ハイイールド (5年超) 米国レバレッジド・ローン | 欧州ハイイールド (BB格) 欧州ハイイールド (B格以下) 欧州レバレッジド・ローン |
| エマーゼィング債券 | エマーゼィング債券では、リスクをやや積み増す余地があると見ている。ボトムアップによる分析によって、スプレッドと利回りが魅力的な投資機会に焦点を当てる。不確実性が依然として高い中、格付、ファンダメンタルズ、バリュエーションによって銘柄ごとの較差が大きいため、市場の先行きに拘わらずアウトパフォームすることが可能なポートフォリオを構築することが可能である。 | ハードカレンシー建投資適格ソブリン債 ハードカレンシー建ハイイールド・ソブリン債 現地通貨建エマーゼィング債 ² | エマーゼィング通貨 ² 投資適格エマーゼィング社債 ハイイールド・エマーゼィング社債 |
| 地方債 | 前向きな見方。楽観的な見方に対して制約となる要因もあるが、債務上限に関する議論、金利の不透明感、銀行危機の影響が払拭されるとともに、地方債が更に上昇する可能性がある。 | 非課税債 ² | 課税債 |

¹ 各ポートフォリオのポジションは、長期的な見通しと完全には一致しない場合があります。記載されている見通しおよびその他の情報は、比較のみを目的として示されたものです。

² 各資産クラスの見通しは、リスク調整後の市場リターンと各資産クラスのリターン見通しを比較したものであり、絶対評価に基づきます。

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) Q2 | SOFR OAS 6/30/2023 |
|----------------|----------------------------|-------------------|--------------------|
| CMBS | CMBS:コンデユイト型 AAA 利子先払い10年債 | -26 | +178 |
| | CMBS:コンデユイト型 BBB- | -49 | +960 |
| | CMBS:SASB - シニア AAA | -15 | +210 |
| | CMBS:SASB - メザニン BBB- | -40 | +460 |
| | CMBS:イーージェンシー集合住宅 シニア | -13 | +91 |
| 非イーージェンシー RMBS | レガシー RPL シニア | -10 | +172 |
| | レガシー 2006/2007年のオルトA | -15 | +280 |
| | GSEリスクシェアリング M2 | -35 | +305 |
| CLOs | CLO 2.0 AAA | -15 | +175 |
| | CLO 2.0 AA | 10 | +260 |
| | CLO 2.0 BBB | -50 | +525 |
| ABS | 無担保消費者ローンABS シニア | -19 | +177 |
| | 無担保消費者ローンABS Bクラス | -19 | +224 |
| | 民間学生借り換えローン シニア | -19 | +182 |
| | クレジットカード ABS AAA | -4 | +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) 6/30/23 |
|----------|---------------|------|---------------|-----|-------------------|
| | Q2 | 年初来 | Q2 | 年初来 | |
| 米国投資適格社債 | -0.29 | 3.21 | -15 | -7 | 123 |
| 欧州投資適格社債 | 0.43 | 2.18 | -7 | -4 | 163 |

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。2023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 % 6/30/23 |
|-----------------------|---------------|------|---------------------|-----|--------------------------|
| | 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) | 2.19 | 4.09 | -52 | -21 | 432 |
| エマーシング債券 (現地通貨建てヘッジ有) | 1.99 | 4.34 | 27 | -27 | 6.00% |
| エマーシング通貨 | 0.80 | 3.96 | -165 | -6 | 7.26% |
| エマーシング社債 | 1.37 | 3.64 | -51 | -22 | 324 |

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) 6/30/23 |
|--------------|---------------|------|---------------|------|-----------------------|
| | Q2 | 年初来 | Q2 | 年初来 | |
| 米国ハイイールド債 | 1.63 | 5.41 | -53 | -74 | 405 |
| 欧州ハイイールド債 | 1.56 | 4.37 | -32 | -53 | 458 |
| 米国レバレッジド・ローン | 3.12 | 6.33 | -28 | -71 | 581 |
| 欧州レバレッジド・ローン | 3.08 | 6.98 | -48 | -114 | 595 |

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 | -0.10 | 2.67 |
| ハイイールド非課税債 | 1.65 | 4.43 |
| 長期課税地方債 | -0.34 | 5.43 |

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。

米国：想定されるシナリオ

| シナリオ | | 確率 |
|---|---|-----|
|  | <p>ウィークレーション</p> <p>金融、財政、信用状況の引き締まりが相俟って、成長率は横ばいを僅かに上回る程度まで鈍化する。底堅い労働市場を背景にサービス・インフレは高い水準が維持され、FRBの利下げは50-75bpsにとどまる。高インフレが長期債利回りの低下を妨げるものの、リスク資産は堅調に推移する。</p> | 35% |
|  | <p>景気後退</p> <p>労働市場は勢いを失い、金融、財政、信用状況の引き締まりが重石となり始める中、所得と支出が押し下げられる。失業率の上昇後、インフレ率が低下し、FRBは2023年10-12月期に大幅な緩和サイクルを開始し、中立金利を下回る水準まで利下げする。米国金利は低下し、リスク資産は調整する。</p> | 25% |
|  | <p>ソフトランディング</p> <p>成長率は1～2.5%のレンジで底堅く推移し、インフレ率は個人消費支出（PCE）目標の2%に収束する。銀行を巡る苦境は緩和、労働市場は軟化するが、消費を後押しする十分な力強さを維持する。FRBはインフレ低下と底堅い成長を背景に利下げを実施する。金利とリスク資産にとって好ましい環境となる。</p> | 25% |
|  | <p>名目GDP高進</p> <p>銀行破綻の迅速な解決により、インフレ率が2%を上回って推移する一方で、成長率は底堅さを維持する。堅調な労働市場が消費者需要を支える。目標を上回るインフレ率を背景に、FRBは高い政策金利を維持し、フォワード金利に対しての国債利回りは高い水準で推移する。金利カーブは逆イールドが続き、リスク資産は底堅く推移する。</p> | 10% |
|  | <p>「狂騒の2020年代」再来</p> <p>米国の成長率は、パンデミック時の公共投資とテクノロジーの普及を背景とした生産性向上に支えられ、トレンドを上回って加速する。供給ショック、賃料、労働市場の緩和によりインフレ率は急速に低下し、FRBは最終的に金融緩和に転じる。リスク資産と金利が上昇する。</p> | 5% |



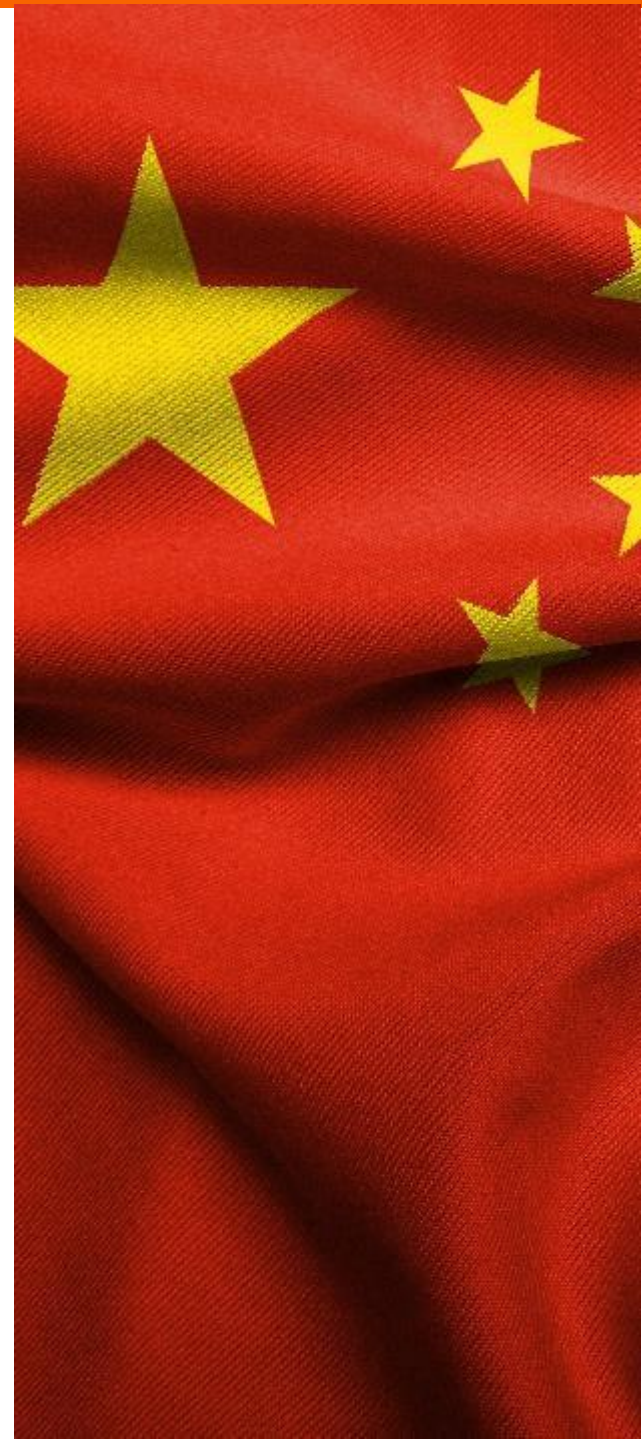
ユーロ圏：想定されるシナリオ

| シナリオ | 確率 |
|--|-----|
|  <p>ウィークフレーション 来年に亘って成長率は0%を僅かに上回る程度と軟調に推移する一方、インフレ率は目標を上回る。ロシア・ウクライナ戦争とそれに伴うエネルギー危機に関連した供給制約に加え、金融環境の引締まりが経済活動の重石となる。ECBは2023年に中銀預金金利を3.75%まで引き上げ、経済成長と企業収益を圧迫する。リスク資産は堅調に推移し、金利は上昇を続ける。</p> | 40% |
|  <p>景気後退 世界的な需要の減退、信用収縮、生活費の圧迫により成長が鈍化する。実質所得の減少、サプライチェーン制約の緩和、エネルギー供給ショックの解消によりインフレ率は低下し、ECBは2023年内に利下げを実施する可能性がある。金融資産は一時的に下落するが、その後反発し、金利は低下する。</p> | 25% |
|  <p>ソフトランディング 経済成長はトレンド水準、総合インフレ率は2%目標に向けて収束する。米国経済の減速からの波及効果は限定的となり、サプライチェーンの混乱は着実に正常化する。インフレ率の低下によりECBは利上げを停止し、長期金利とリスク資産にとって良好な環境がもたらされる。</p> | 15% |
|  <p>名目GDP高進 インフレが高止まりする一方で、経済成長は底堅く推移する。ECBはインフレ率の低下に向けて2023年内に積極的な利上げを実施し、金利カーブは短期ゾーン主導でフラット化が続く。リスク資産は底堅く推移する。</p> | 10% |
|  <p>スタグフレーション 経済成長は急減速し、インフレ率は高止まりする。信用収縮、地政学的緊張の高まり、サプライチェーンの混乱、ユーロ圏の債務を巡る分断化リスクといった負のショックが顕在化する。ECBは2023年内に更なる引き締めを実施し、景気後退が深まる。金利は上昇し、リスク資産は軟調に推移する。</p> | 10% |



中国：想定されるシナリオ

| シナリオ | 確率 |
|--|-----|
|  <p>ソフトランディング / 緩やかな成長 経済再開のモメンタムは鈍化し、中期的な成長には課題を抱えるものの、景気刺激策によって4.5～5.5%の成長率と1.5%のインフレ率というコンセンサス予想が下支えされる。不動産市況の悪化とコロナウイルスを巡るリスクは抑制され、中国関連資産は上昇する。</p> | 50% |
|  <p>力強い名目GDPの伸び 景気刺激策、経済再開による消費者需要の高まり、堅調な世界経済に後押しされて経済成長が予想を上振れし、インフレ率はトレンドを上回って推移する。当局が景気刺激策の縮小を検討し始める中、中国関連資産は上昇する。</p> | 25% |
|  <p>ウィークレーション 経済成長が鈍化し、インフレ率は2%を超えて上昇する。商品価格の上昇と中国人民幣元安がインフレ率を押し上げる。景気刺激策が不動産市場や輸出減少からの逆風を相殺するには不十分となり、中国関連資産は軟調に推移する。</p> | 15% |
|  <p>景気後退 中国の輸出に対する需要減退（特に米国とユーロ圏）と成長に対する構造的逆風（底打ちしない不動産セクターなど）により、成長は急減速し続ける。景気刺激策は不十分となり、インフレ圧力は抑制され、中国関連資産は急落する。</p> | 5% |
|  <p>「狂騒の2020年代」再来 経済成長は予想外に上振れし、インフレ率は低水準を維持する。不動産市場の安定化とそれに伴う消費者の景況感と民間投資の改善が成長を支える。一方、インフラ投資とその他の的を絞った支援政策を背景に全要素生産性が上昇する中、インフレ率は低水準にとどまる。中国関連資産は力強く上昇する。</p> | 5% |



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、2023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、ブルデンシャル・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) 。米国のブルデンシャル・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、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これら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もなく、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いません。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インクに委託されていることがあります。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、プ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、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.

© 2023 PFI and its related entities. 2023-5240

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、およびオリティー要件を満たす、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ゼド・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ゼド・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

JPMorgan 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(プレイティ債、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+を下回る格付け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。Copyright2020, 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

JPMorgan 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

JPMorgan 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

JPMorgan 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)、ファニーメイ(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・アーム型)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、ウィ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け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 23 Quarterly Outlook / Published July 2023”をPGIMジャパン株式会社が監訳したものです。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。
- 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。
- 本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。
- 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、英国ブルー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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ100740

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。