



2023年 10-12月期 四半期見通し

2023年10月

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

すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

目次

1 主要な市場トレンド & 投資テーマ 3

2 債券市場の見通し 5

3 世界経済の見通し 11

4 セクター別見通し 16

先進国金利 17

エージェンシーMBS 19

ESG 20

証券化商品 22

投資適格社債 24

グローバル・レバレッジド・ファイナンス 26

エマージング債券 28

地方債 32

5 サマリー 33

見通し一覧 & 資産クラス別の見解 34

パフォーマンス一覧 35

主要国・地域の経済見通し 36

トータル・リターン (%)

個別セクター	Q3 23	YTD 23	2022	2021	2020
欧州レバレッジド・ローン	4.10	11.66	-3.36	4.87	2.4
米国レバレッジド・ローン	3.37	9.91	-1.06	5.40	2.8
欧州ハイイールド債	1.88	6.76	-11.13	3.32	2.9
米国ハイイールド債	0.46	5.86	-11.19	5.36	6.2
欧州投資適格社債	0.34	2.53	-13.65	-0.97	2.77
エマージング通貨	-0.92	3.00	-7.14	-3.09	1.73
CMBS	-1.02	0.16	-10.91	-0.64	8.11
エマージング債 (現地通貨建)	-1.18	3.12	-8.85	-5.52	6.07
エマージング債 (ハードカレンシー建)	-2.23	1.76	-17.78	-1.80	5.26
米国国債	-3.06	-1.52	-12.46	-2.32	8.00
米国投資適格社債	-3.09	0.02	-15.76	-1.04	9.89
地方債	-3.95	-1.38	-8.53	1.52	5.21
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	-4.05	-2.26	-11.81	-1.04	3.87
米国投資適格長期社債	-7.23	-2.71	-25.62	-4.65	13.94
米国長期国債	-11.83	-8.55	-29.26	-1.13	17.7

マルチセクター

ユーロ総合 (米ドルヘッジなし)	-1.63	0.59	-17.18	-4.71	4.05
グローバル総合(ヘッジあり)	-1.82	1.09	-11.22	-0.15	5.58
円総合	-3.08	-0.41	-5.30	-2.85	-0.8
米国総合	-3.23	-1.21	-13.01	-1.39	7.51
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	-3.59	-2.21	-16.25	-1.54	9.2

その他セクター

3か月 SOFR	5.3	3.78	1.66	0.03	-1.5
米ドル (DXYインデックス)	3.2	2.6	8.21	6.37	-6.69
S&P 500 指標	-3.3	13.1	-18.11	28.71	18.4

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9月30日現在。インデックスに直接投資することはできません。



セクション 1

主要な市場トレンド & 投資テーマ

01

主要な市場トレンド & 投資テーマ

1) 新しいパラダイムがもたらす現実： 経済ショック、市場ボラティリティ、地政学的な緊張により、好ましくない投資環境がもたらされる。我々は、こうした要因をそれぞれ個別に評価するのではなく、世界的な新しいパラダイムという枠組みで捉えている。投資家は、新たに出現するリスクを注視しつつも、新しいパラダイムにおける投資機会を再認識する必要があるだろう。

2) 伝統的な価値が再び脚光を浴びる可能性： 何十年にもわたって見られなかったバリュエーションが債券市場に生まれており、ロール効果、キャリー、インカム収入といった債券投資の伝統的な特徴の存在感が増している。こうした特徴により、投資家が目標とする、又はそれ以上のパフォーマンスがもたらされる可能性がある。また、経済が予想外に急激に悪化した場合には、利回りが低下し、さらにリターンが押し上げられる余地が十分にある。

3) ばらつき拡大とそれによる投資機会： ばらつき拡大とそれに伴う投資機会の高まりという投資テーマは、国際間や債券セクター間に広く見られるようになっている。実際、米国経済は他の主要先進国を上回って推移する一方、新興国市場では様々なレベルで大きなばらつきが生じている。各種債券の信用力は、様々な個別要因や各国経済が様々な軌道を描く中、さらにばらつきが拡大すると見られる。

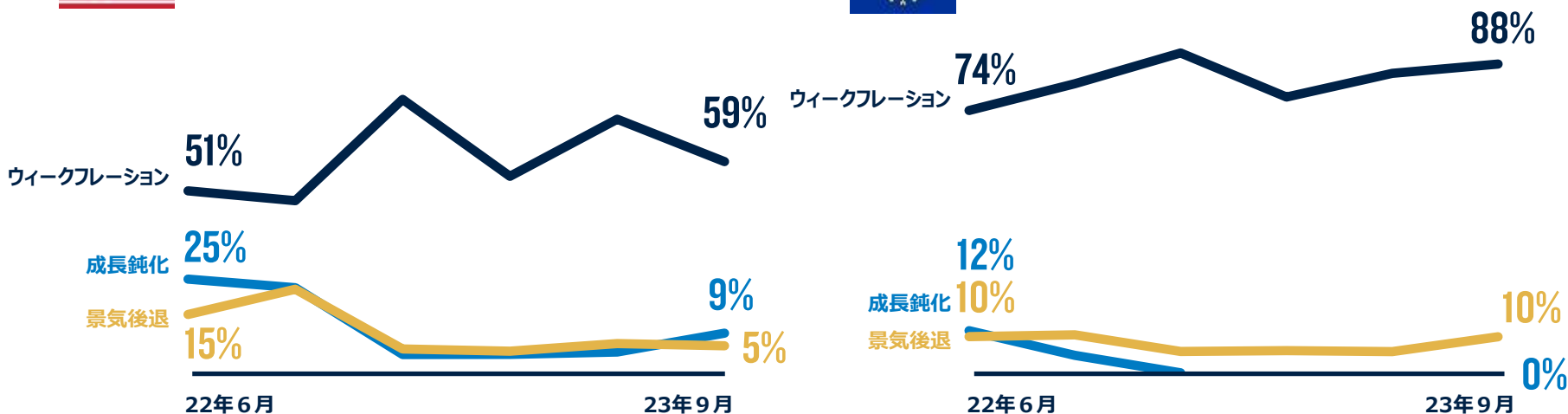
今回で6回目となるPGIMフィクスト・インカム 専門家への社内調査で、再び米国およびユーロ圏の経済見通しに関するヒアリングを行った。米欧の見通しの差異は拡大しており、初回の2022年6月時点の調査以来の18か月間で両地域の経済に対するセンチメントの変化を浮き彫りにする。(米国およびユーロ圏のシナリオの詳細については、それぞれの旗をクリック) *



米国の経済見通し



ユーロ圏の経済見通し



出所：PGIMフィクスト・インカム *最も確率の低いシナリオである「狂騒の2020年代」を表示していないため、合計は100 になりません。



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

混乱を受け入れ、リターンを獲得する

債券市場参加者の多くは、1年前に弱気相場が終わることを見据えていた。トータル・リターン観点からは、その通りになったと言える。多くの債券市場のトータル・リターン指数は、僅かではあるが2022年の安値を上回り（図1）、高リスクの債券セクターは大幅な上昇を記録した（P2のリターン表を参照）。しかし、利回りという点では、7-9月期の市場の混乱によって利回りは最高水準まで押し上げられ（図2）、依然として新たな強気相場への移行期にあるのか、そうでない場合には弱気相場はいつまで続くのか、との疑問が生じている。

7-9月期の混乱は政府の責任

8月2日に米財務省より国債発行予定に関する発表があり、財政赤字の拡大に伴い発行額が増加する見通しであることが示された。同日、フィッチ・レーティングスは米国債をAAAからAA+に格下げした。この偶然の一致は市場にとって十分過ぎる材料となり、長期債利回りは4.1%を超え、年初来高値を更新した（図3）。これが、利回り急上昇の第1段階となった。

その後、9月20日の連邦公開市場委員会（FOMC）までに、米国10年債利回りは昨年の高値と同水準の4.35%まで上昇した。インフレ率の低下や雇用の減速など、ハト派的な政策転換を正当化する要因があったにも拘わらず、FOMC参加メンバーは今後のFF金利の見通し（ドット）に関して2024年末のFF金利を50bps上方修正して5.1%と予想するなど、タカ派的なスタンスをさらに

強めた。ハト派的な政策転換に対する投資家の期待感は後退し、長期債利回りは今四半期末には今サイクル最高値となる4.60%近辺まで上昇した後、9月の雇用統計発表後には4.90%近くに達した。これが、利回り急上昇の第2段階となった。

金融セクターの悪循環とその他のリスク

米連邦準備制度理事会（FRB）の政策運営と米国債の発行増に加え、不安定なエネルギー価格や交渉を激化させている労働組合など、様々なリスクが横たわっている。また、銀行が再び金利上昇リスクを回避するためにバランスシートを縮小するようであれば、市場は金利上昇と銀行資本を巡る懸念の悪循環に陥りやすくなる。預金者が、経営基盤が弱いと思われる金融機関から資金を移動し始め、さらなる資産売却を誘発すれば、悪循環が加速する可能性がある。今のところ状況は落ち着いているように見えるが、それでも金利とリスク選好に影響を与える潜在的な要因として注視する必要がある（図4）。

経済データと中央銀行：夜間航行する船のように注意深く

とは言え、全体的に経済状況は驚くほど債券に有利な環境をもたらしつつあるように見える。

図1：市場リターン指数：投資適格市場は、特に欧州総合が最安値付近で推移するなど出遅れている。一方、ハイイールド債やエマージング債などの高リスク債券は、2022年秋の安値以降は良好なリターンを記録している。（2022年10月を100として指標化）

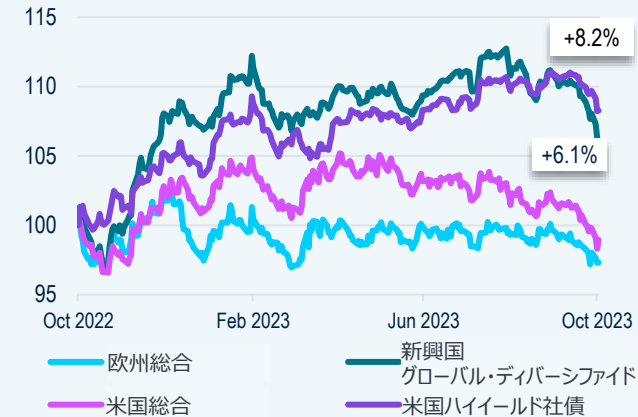
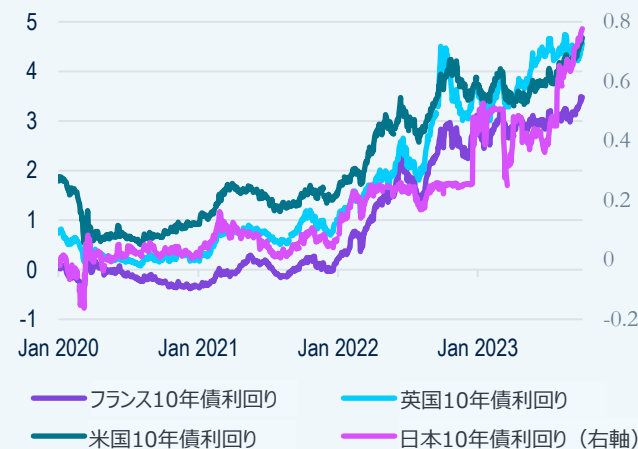


図2：主要先進国市場の利回りは、依然として最高水準付近で推移。7-9月期に市場が混乱する中、多くの先進国市場において債券利回りは僅かに上昇して最高値を記録したが、ようやく金融政策の「正常化」を開始した日本は例外であり、10-12月期の開始とともに10年債利回りは大幅に25bps上昇して75bpsとなった。（%）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ

市場動向

財政赤字が問題となる国はどこか？

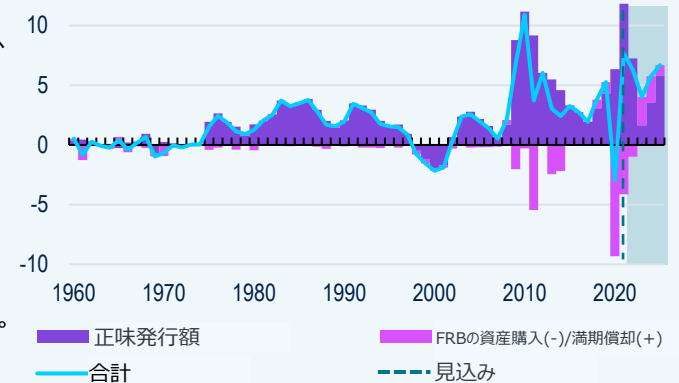
広範な先進国市場において、政府債務関連の問題が再燃するケースが頻発している。昨年、[英国で発生した混乱に市場は我慢することができなかった](#)。今年は、米国債の発行が急増し、格付が引き下げられる中で悪戦苦闘している。米国債の発行は、そもそも大規模なものではあるが、FRBによる資産購入が打ち切れ、保有債券の満期に合わせてバランスシートを縮小させる量的引き締め（QT）が開始されていることから、その影響はより大きくなっている（図A）。

金融危機後は、FRBは量的緩和を通じて積極的な資産の買い手となるか、あるいは再投資を通じてポートフォリオ規模を一定に維持して来たが、これとは対照的なQTを開始したことで発行される米国債は全て市中の投資家によって引き受けられなければならないようになった。つまり、緩和政策を実施していないFRBの下、前例のない規模の国債発行を市場が消化しなければならない。一方、債券市場の懸念とは対照的に為替市場では依然として大きな影響が見られておらず、混乱の中でも米国の状況は相対的にはマシであると見られ続けている（図B）。

次に苦境に立たされるのは、恐らくイタリアだろう。成長が鈍化しており、イタリアの債務処理能力に対する懸念が高まっている。このため、イタリア債はユーロ建の投資適格社債やドイツ国債に対して相対的にスプレッドが拡大した（図C）。来年の予算見通しは、財政赤字が縮小に向かうことを示唆

しており、環境が良好であれば、イタリア債のスプレッドは安定または縮小する可能性がある。しかし、市場のリスク選好度やイタリアのファンダメンタルズが悪化すれば、政府はさらなる財政緊縮圧力に晒される可能性があるため、動向を注視する必要がある。スプレッドを安定させ、イタリアへの正常な金融政策効果の伝達を確保するために、欧州中央銀行（ECB）は伝達保護措置（TPI）を使って市場に参入せざるを得なくなるかもしれない。

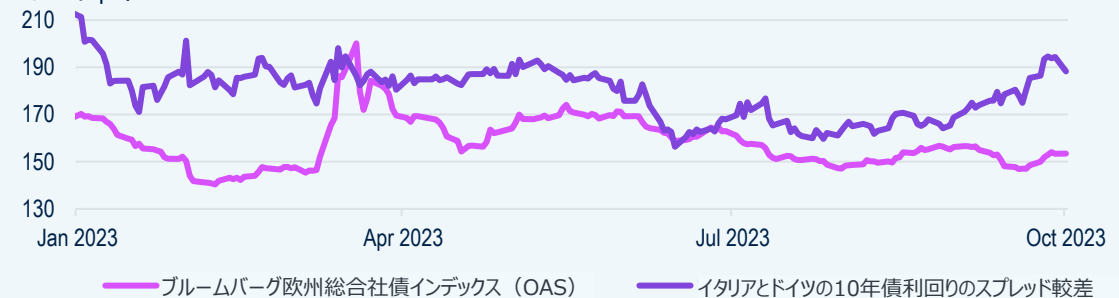
図A：米国債の発行増とQTが相俟って、供給は投資家需要を上回る水準に達している。（対GDP %）



図B：米国債の発行により供給が急増したにも拘わらず、米ドルは再び7月に上昇基調に転じた。（指標）



図C：イタリア国債の利回りは、欧州社債やドイツ国債の利回りに照らし合わせてストレスに晒されている兆候が見られる。（bps）



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

先進諸国では、雇用の伸びは数四半期にわたって着実に鈍化しており、労働市場のバランスは改善（図5）、賃金上昇圧力も弱まっている。

さらに、欧米ではインフレ率は目標水準に向けて急速に低下しているように見える（図6）。債券市場のもう1つの好材料は、最近の金利上昇の中でもブレイクイーブン・インフレ率が安定していることから分かるように、投資家が中央銀行のインフレ抑制能力を信頼していることである（P10のボックス記事を参照）。

見通し：「混乱を受け入れ、リターンを獲得」する強気の基本シナリオとリスクの上下対称性

現時点では、ールドカーブを押し上げる主な要因は中央銀行と国債の大量発行である。長期国債利回りの上昇モメンタムは年末まで続き、米国債利回りは5%、ドイツ国債は3%まで上昇する可能性がある。また、ファンダメンタルズが再び過熱すれば、利回りはその水準を超える可能性もある。

しかし、[我々の基本シナリオでは、強気の債券市場にとって好ましいファンダメンタルズが今後も継続し](#)、これが2024年に入ると市場を下支える推進力になると想定している。こうした市場見通しは、主要中央銀行が転換点に差し掛かっていることを示唆している。FRBにとって、それは2024年に現在のFF金利の中間値である5.375%から50～75bpsの利下げを意味するかもしれない。

図3：米国10年債利回りは、発行額の増加、米国債の格下げ、FRBのタカ派姿勢などを背景に、今サイクルの最高値まで徐々に上昇した。（%）

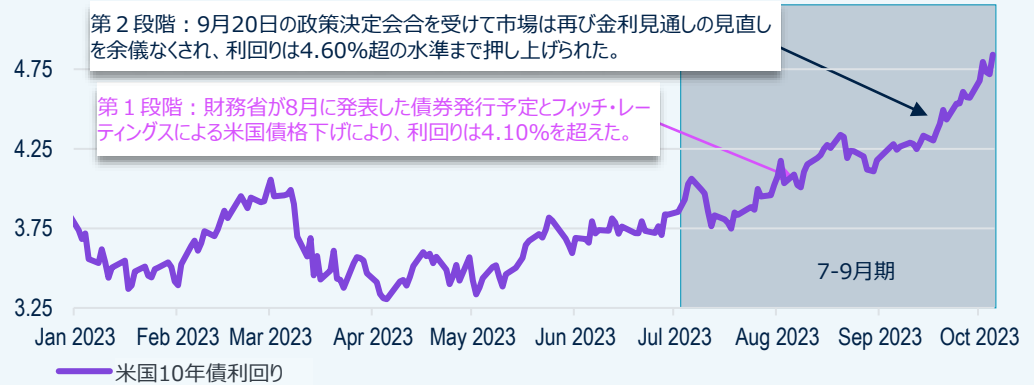


図4：資本を巡る懸念が燃える中、大手銀行や地方銀行はS&P500をアンダーパフォームしている。（2022年1月を100として指数化）

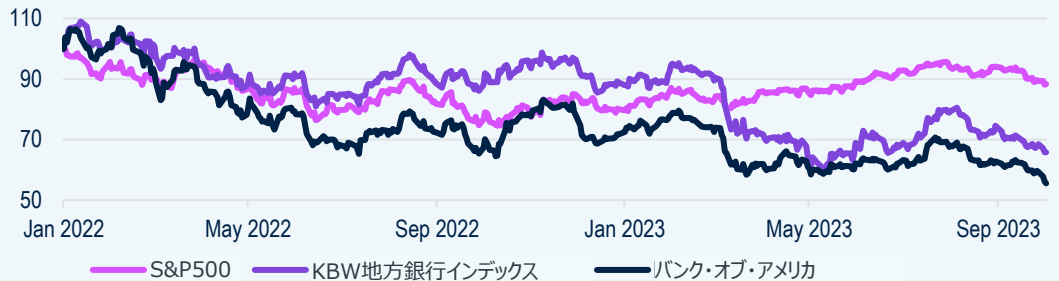
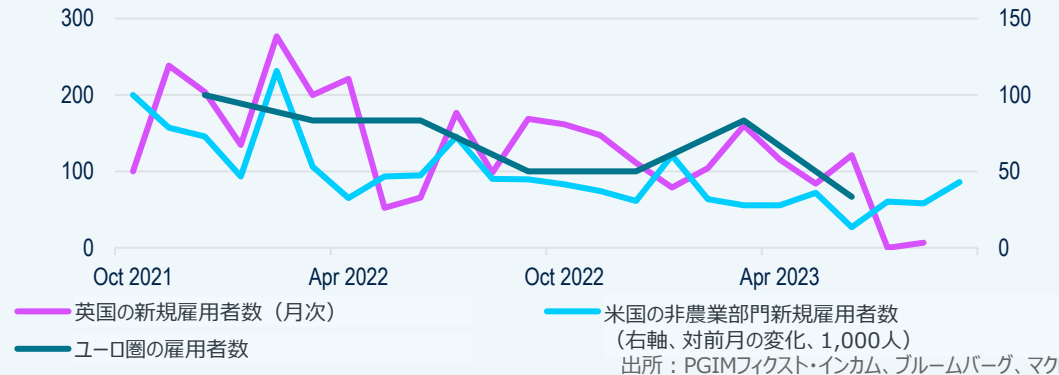


図5：労働者に対する需要は緩和している一方で労働供給は増加しており、概して労働需給は均衡に向かっている。これにより、賃金上昇圧力は軽減されつつある。（100に指数化）



結局、こうした米国債利回りの見通しは、我々が2022年末に示したリターンの源泉についての見方と合致するものである。つまり、**利回りは相応の水準まで回帰しており、長期的にも概ね現在の水準辺りで推移すると予想される。このため、債券は今後数年間、断続的なボラティリティはあるにせよ、利回り相応のリターンを得ることができるだろう、つまり、混乱を受け入れつつリターンを獲得できる。**

少なくとも短期的には、先進国債券のイールドカーブがフラットもしくは逆イールドであることを考えると、国債のリターンはキャッシュと同水準にとどまるかもしれない。それなのに、なぜわざわざ国債を買う必要があるのだろうか？これに対して、(1) アルファ、(2) クレジットベータ、(3) 長期インカム・ヘッジ、(4) 潜在的なリスクヘッジ、(5) 相対的バリュエーションの5つの理由が挙げられる。

アルファ：過去1年の混乱は、期間構造上のポジショニング、セクター配分、現地通貨建エマーGING債、通貨など、債券のあらゆる分野で超過収益機会を提供している。

クレジットベータ：中央銀行が利上げ幅を縮小して以降、クレジット商品のパフォーマンスはプラスに転じている。この傾向は今後も続く予想され、分散化された債券ポートフォリオに恩恵をもたらすだろう。

長期インカム・ヘッジ：過去を振り返れば、予想せぬショックによって短期金利はいずれ低下する。そうなれば、短期金利は長期にわたってその水準にとどまる可能性がある。その場合、金利サイクルのピーク時に高い長期金利を確保せずキャッシュを選択した投資家は、長期的に損失を被ることになる（これは

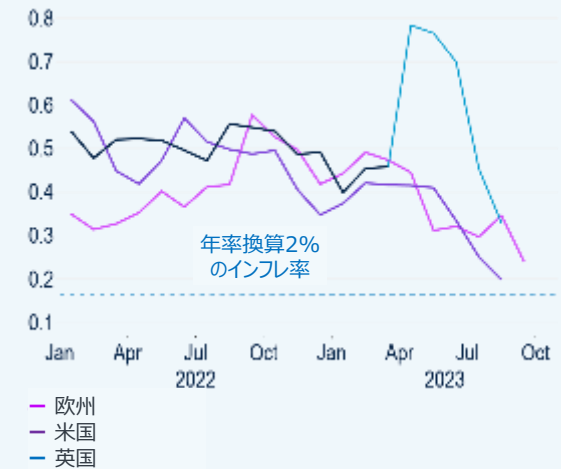
1980年代の教訓である）。

潜在的なリスクヘッジ：リスク・オフのイベントが発生した場合、国債利回りは低下し、ポートフォリオを安定化させる役割を果たす。

相対的なバリュエーション：新型コロナウイルス後の価格調整により、債券利回りは過去10年以上見られなかった高水準に回帰している。一方、株式ではそうした価格調整は見られていないため、比較すると割高感があり、今後経済リスクまたは金利リスクによる価格調整の影響を受けやすいという見方もある。

結論：強気相場に向けた道程は依然として平坦ではなく、短期的には不確実性が増している。一方、長期的な見通しは、金利が今サイクルのピークに近いことから良好である。広範な債券商品は、絶対ベースでも相対ベースでも、長期的に堅実なリスク調整後リターンを確保できるような環境にあると思われる。

図6：対前月のコア・インフレ率は、年率換算2%のインフレ率と一致する水準に近づきつつある。（%）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ、マクロボンド

市場動向

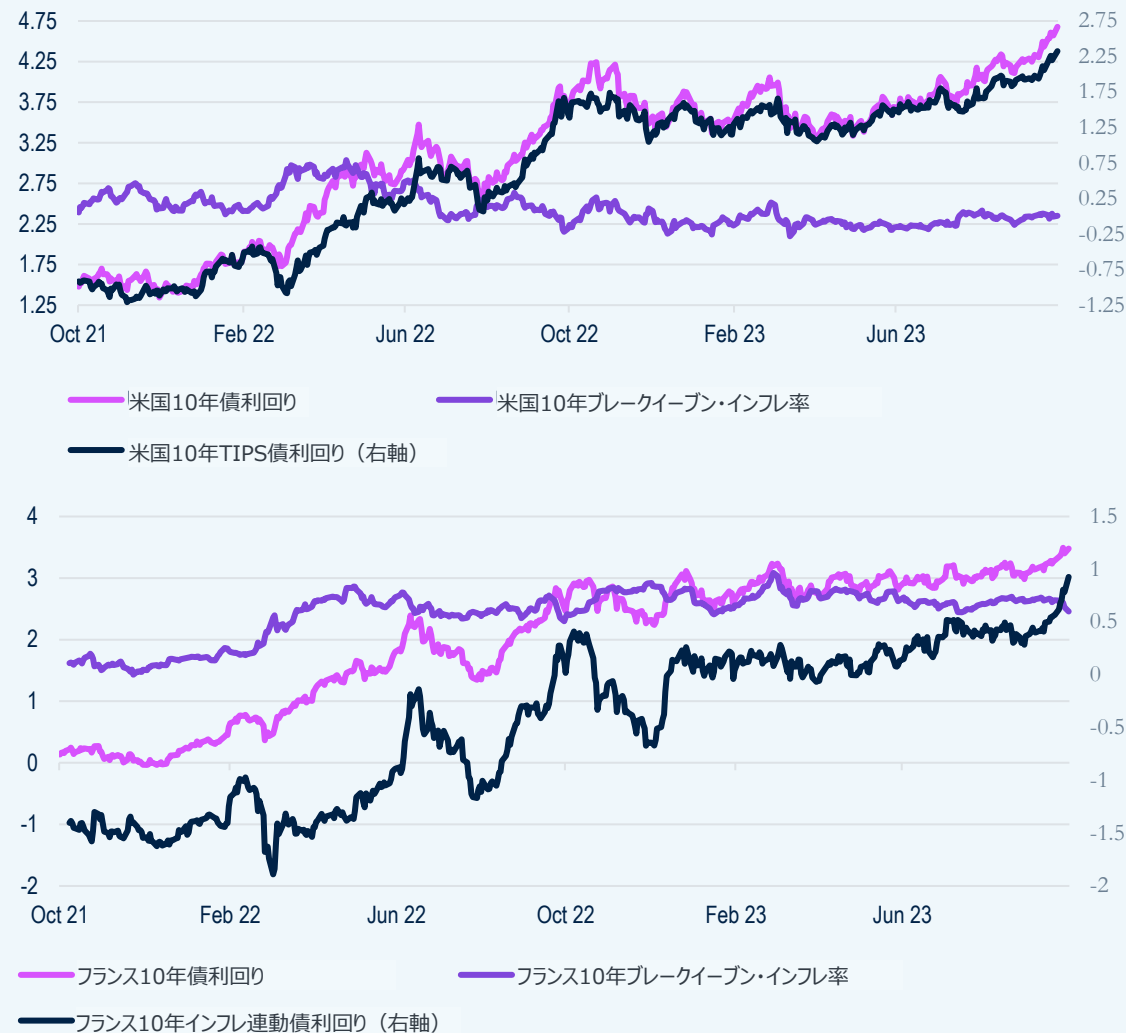
原因は実質利回り

名目国債利回りの最近の上昇は、インフレ期待ではなく実質利回りの大幅な上昇によってもたらされている（図D）。

インフレ連動国債市場を見ると、投資家は中央銀行のインフレ抑制能力を信頼していることが分かる。インフレ期待はここ数か月にわたって安定的に推移しており、米国では再び目標に近づきつつあるように見られる。実質利回りの上昇は、今後は中央銀行が実質金利を高めて政策運営するとの投資家の見通しを示唆している。より長期的な観点から見れば、この水準はより標準的であり、世界金融危機/欧州債務危機の後の極めて低い水準（米国とフランスの10年債実質利回りは、現状の2%と0.8%に対し、新型コロナウイルス前は、それぞれ0.5%とマイナス0.5%だった）に比べれば、投資家にとってはるかに受け入れやすい水準である。

中央銀行が利上げを長期化させ、名目/実質利回りとも以前に想定していたよりも高い水準で推移させるという意向を改めて表明している一方、経済データは全般に落ち着き始めている。このことは、利上げサイクルのピークが到来しているか、もしくは近づきつつあることを示唆している。このように、主要中央銀行が転換点に差し掛かっていることは、債券市場の見通しにとって良い兆候である。

図D：最近の債券下落は実質利回りのみが背景となっており、これは投資家が今後の金融引き締めを予想していることを示唆している。



セクション 3

世界経済の見通し

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

03

新しいグローバルな枠組み、広がるばらつき

新しい経済のパラダイムに適応するに当たっての課題には、その枠組みを特定し、それが時間とともにどのように変化していくかの評価も含まれる。2023年最後の四半期が始まり、これまでのグローバル経済の枠組みを支えてきた複数のアンカーが徐々に緩み、新たなマクロ経済の枠組みが形成されつつある。従来からの下支えが失われる中、世界各地域ごとに異なる影響が見られ、世界経済全体のばらつきは拡大している。これは、我々の最新の経済見通しにも反映されている。

米国では、過去4四半期にわたり一貫してトレンドを上回る成長が続き、多くの市場参加者を驚かせた。家計消費は景気拡大を支える上で重要な役割を果たしてきた。特に、財インフレが減速する中、実質賃金の伸びがプラス圏に浮上したことが大きい。しかし、コロナ禍に関連した余剰貯蓄の切り崩しを背景に労働供給は増加する一方、労働需要は減速しており（図

1）、賃金上昇圧力は今後も緩和し続けると見られる。足元で妥結した労働協約や全米自動車労組の要求には大幅な賃上げが含まれているが、組合に所属する労働者は比較的限られているため、米国全体の賃金統計に影響を与える可能性は低い。労働市場の需給が改善するにつれて、サービスインフレもさらに減速すると見られる。サービス価格の上昇が相対的に根強いことを考えると、これはFRBにとっては歓迎すべき展開だろう。

こうした背景から、FRBは7-9月期に引き締めサイクルの終焉を迎えたと我々は考えている。FRBは、直近のFOMCで、より高く、より長く政策金利を維持することを伝える労力を惜しなかつたが、将来の政策余地を確保する意図があったと我々は考えている。FRBが今後の経済データを注視する中、実質金利がプラス圏にあることを踏まえると、金融環境は引き締め続ける可

能性がある。よって、特に、成長が減速し、労働需要がさらに鈍化した場合には、FRBは2024年に50～75bpsの「微調整」を目的とした利下げを実施すると見られる。

予想を上回る9月の雇用統計を受けて国債利回りは上昇し、これがさらなる金融環境の引き締めをもたらすと考えられる。現時点では、FRBは今後の景気動向を見極めるまで静観すると見られる。しかし、雇用の堅調な伸びがさらなるインフレ上昇に繋がれば、FRBは再び追加的な引き締めに舵を切るだろう。

より長期的な金融政策の見通しを巡っては、中立金利とされる政策金利の長期見通しはこれまでの2.5%よりも高く、3.0%付近に引き寄せられつつあるとの考えに、FRB当局者は傾きつつあるようである（図2）。

図1：より多くの労働者が労働力として復帰することで、労働市場のバランスが改善される。



図2：FRBのタカ派とハト派は、ともに長期金利見通しを引き上げている。



出所：PGIMフィクスト・インカム、マクロボンド。

出所：PGIMフィクスト・インカム。

インフレ鈍化は好材料かもしれないが、米国経済は依然として金融、財政の引き締めと信用収縮からもたらされる景気サイクルのリスクに直面している。さらに、政治や市場全般でも追加的なリスクが生じている。

例えば、最近のエネルギー分野における減産は、需要が供給を上回るという市場の不均衡を引き起こし（図3）、その結果としてインフレをもたらすだけでなく、ゼロサム競争の勝者と敗者を分けることを示唆している。

また、米国の政治はドラマに事欠かない。特に、すでに分裂状態にある下院において議長の解任動議が足元で可決し、11月中旬には連邦政府機関の閉鎖の危機が迫っている。フィッチ・レーティングスによる米国債の格下げに続く足元の政治的騒動は、米国が自国を統治する能力を失いつつあることを改めて思い起こさせる。¹

エネルギー市場の不均衡と足元の政治騒動は、政

治対立と再生可能エネルギーへの不安定な移行によって、世界最大の経済を有する米国の新たなパラダイムがどのように形成されているのかを示している（構造的なアンカーについては、P15の図6を参照）。

しかし、構造的なアンカーの緩みは、特定の国や地域にプラスの効果をもたらす可能性もある。大国間の競争が激化するにつれ、各国はますます政策を利用して重要物資を巡るサプライチェーンのリスク軽減に努めるようになるだろう。実際、米国で産業政策が再び活性化すれば、生産性、インフレ、経済成長にプラスの効果をもたらされる可能性があり、関連支出は今後10年間で3倍に増加する可能性がある。これを受け、我々は「名目GDP高進」の発生確率を10%から15%、「狂騒の2020年代」は5%から10%へと、高い成長率を達成するシナリオの確率を合計で10%引き上げた。

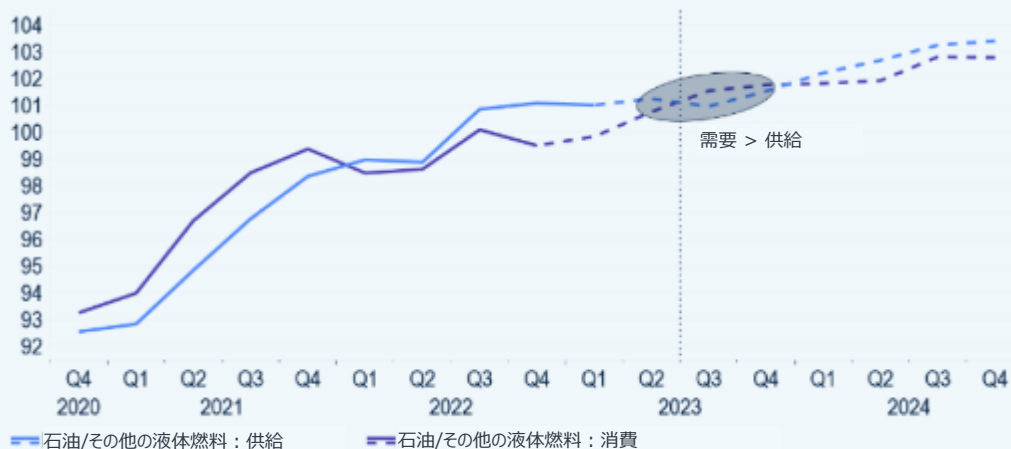
高い成長を達成するシナリオの発生確率を高めたこ

とは、今後12か月にわたり米国が総じて世界経済をアウトパフォームするとの予想を強調している。

これら発生確率を引き上げた一方、「ソフトランディング」の発生確率を25%から15%に低下させた。また、基本シナリオである「ウィークフレーション」と「景気後退」の発生確率は、それぞれ35%と25%で据え置いた（最新の経済シナリオを参照）。

¹ 過去の実績に基づけば、連邦政府が1週間閉鎖される毎に、当四半期の実質GDPは20bps縮小する可能性があるが、GDPの落ち込みは政府機関再開後の四半期に回復すると考えられる。

図3： エネルギー分野は景気サイクルの主要なリスクとして台頭しつつあることに加えて、再生可能エネルギーへの転換が容易ではないことを想起させる。



出所：PGIMフィクスト・インカム、マクロボンド。

欧州でも、「より長期にわたる高い金利水準」というメッセージが強調されているが、その理由は異なる。ロシアによるウクライナ侵攻後のエネルギー価格の急上昇がエネルギー以外の財やサービスにも波及し続けており、欧州のインフレは米国よりも深刻化している。さらに、エネルギーを巡る不安定さは、供給の脆弱さを背景に、今後数年にわたって継続する公算が高い。

こうした懸念を背景に、[ECBの政策](#)は、目標を上回るインフレ率の長期化を回避すべく「より長期にわたる高い金利水準」へと傾いてきた。銀行融資中心の金融システムの中で貸出基準は相当に厳格化され、依然としてインフレは高止まり、内需は低迷するという望ましくない状況をもたらされた。こうした要素は現在のサイクル特有の事象と言えるかもしれないが、欧州経済は構造的な逆風の強まりにも直面している。ドイツの輸出という従前からの成長の原動力が衰えつつあり、特に中国の経済情勢を巡り不透明感が強まる中で、もはや信頼できる成長源ではなくなっている（図4）。結果として、我々はイングランド銀行とECBも利上げ

を終えた可能性があると考えている。エネルギー危機に対する欧州の脆弱さが長引いている点を踏まえると、尚更である。しかしながら、ECBはコロナ禍に買入れた資産の縮小ペースの加速を通じた、さらなる金融引き締めを検討する可能性がある。こうしたバランスシート縮小の加速は、さらなる信用収縮のリスクをもたらすほか、財政赤字の増加と成長鈍化という二重苦に直面するイタリアでは国債に対する国内需要の低下が懸念され、イタリア国債とドイツ国債の利回り較差は拡大するだろう。

また、以前の景気サイクルとコロナ禍を通じた巨額の資産買い入れに起因する中央銀行の損失に対する批判の声が強まる可能性がある。こうした損失は金融政策の過程の一部として予想はされていたが、現実には金利の急上昇に伴い、損失が想定よりも膨らむ中で、今後、より厳しい政治からの精査が求められるだろう。ユーロ圏は今後12か月にわたって数多くの課題に直面すると我々は見ている。引き続き、「ウィークレーション」が基本シナリオ（40%）であり、「景気後退」が25%、「スタグレーション」が10%の確率

と見ている（その他のシナリオについては37ページを参照）。

中国経済に対する我々の見通しは短期と長期で依然として異なる。同国のコロナ禍後の回復に対する目先の課題は高まっており、拡張し過ぎた不動産セクターは価値の貯蔵手段としての役割に疑問が生じているほか、記録的な若年者の失業率とそれに付随する社会の安定性に関するリスクなども挙げられる。

図4：ドイツの対中貿易収支は10年以上にわたって黒字が続いたが、足元では赤字に転じている。（10億米ドル）



出所：PGIMフィクスト・インカム、マクロポンド。

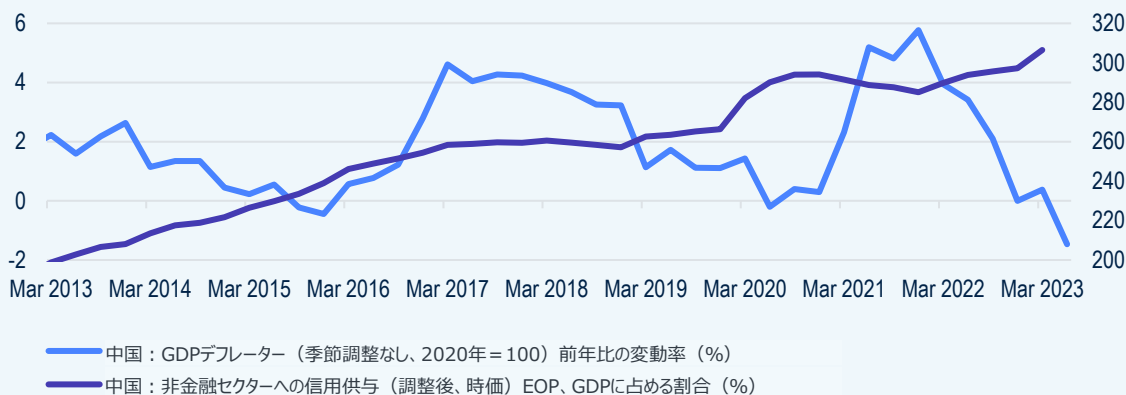
中国当局はこれら切迫したリスクを容認できないと思われ、少なくとも凡そ5%の成長を達成するために、追加の金融緩和策と財政出動を講じると考えられる。しかし、こうした刺激策は中国の長期的な成長見通しが直面する逆風を緩和するには至らないだろう。

図5は、中国ではGDPデフレーターがここ数年間の最低水準を更新する中で、債務が歴史的な規模に達していることを示している。

中国の長期的な成長見通しに対する課題が強さを増していることから、我々は「景気後退」の発生確率を5%から20%に引き上げた（その他のシナリオについては38ページを参照）。

我々の最新の見通しは、複雑さの増す経済環境において発生する可能性のある全てのシナリオを網羅することを想定していない。むしろ、主要国間のばらつきの拡大など、構造的な動向を捉えられるように各シナリオを設定しており、「セクター別見通し」の中でも、テーマとして浮き彫りとなっている。

図5：GDPデフレーターがマイナスにある中、与信供与の伸びが低下しても中国の債務残高は過去最高を更新している。



出所：PGIMフィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス。

図6：構造的なアンカーが緩むことで、新たなパラダイムが形成される。

トレンド	影響
1 大国間の競争の激化	a) 紛争あるいは代理戦争の頻発 b) 経済を武器とした外交の濫用 c) 国境を越えたリスク管理の後退
2 前例のない政治的分断	a) 中道派の機能低下、制度疲弊 b) 非正統的な政策、財政支配（フィスカル・ドミナンス） c) 労働組合の復活
3 化石燃料から再生可能エネルギーへの移行に伴う課題	a) インフレおよび期待インフレの上昇 b) 最悪の事態を緩和するための財政移転の拡大 c) ゼロサム競争の中で勝者と敗者に分かれる
4 サプライチェーンを巡るデリスキング	a) 地政学的な同盟関係に基づくサプライチェーンの再構築 b) 効率性の重要性は低下し、堅牢性がより重視される
5 独自のテクノロジー・エコシステムの乱立	a) 基盤技術への公共投資の拡大 しかし… b) テクノロジー普及からの限定的なプラスの波及効果 c) AI、バイオテクノロジー、量子技術等を使った新たなハイブリッド戦争の形成



セクション 4

セクター別見通し

04

先進国金利

見通し：より長期にわたる高い金利水準が続く。米国、英国、および欧州の長期金利が数年ぶりの高水準で推移する足元の状況は、各中央銀行による「より長期にわたる高い金利水準」を示唆するメッセージが契機になった。但し、経済成長と物価上昇は鈍化傾向にあり、各国/地域の利上げサイクルは終了となる公算が高い。日本国債の利回り上昇は、2024年前半の利上げを暗示している可能性がある。

■ 先進国市場では、一般的にタカ派的な中央銀行のスタンスを背景に長期金利が急上昇したが、7-9月期が引き締めサイクルの最終局面だったと見られる。結果として、投資家は紛れもない転換点に直面しており、米国と欧州の金利が数年ぶりの高水準となった一方、経済情勢を巡る不安は増している。

■ **米国**では、直近のFOMC前まで市場予想とFRBの見通しは次第に収斂する傾向にあった。しかし、FRBのタカ派的な利上げ見送りが、今後3年のFF金利見

通しの上方修正を伴っていたことから、市場は予想の見直しを迫られた。実際、FRBが2024年のFF金利見通しを50bps引き上げて5.1%にすると、市場は「より長期にわたる高い金利水準」に基づいて見通しを修正し、この市場の調整が最近の国債利回り急上昇の一因となっている。

■ さらに、資産運用会社などが米国債先物ポジションを積み増している中（図を参照）、先物ベース取引も増加しており、規制当局や報道機関の注目を再び集めている。市場では規制強化とレバレッジ縮小が進んでいることから、2020年3月のようなシステムリスクが生じるとは予想していないが、大規模な先物のロング・ポジションが要因になって、現物国債の価値が公正な水準から乖離している可能性がある。

■ 相場の重荷になっている他の要因として、大規模な米国債発行が挙げられる。FRBによる量的引き締めも相俟って、大規模な供給が引き続き相場に影響を

及ぼしている。11月半ばまでの連邦政府のつなぎ予算が期限直前で成立したものの、FRBによる買いが期待できない中での市場の供給消化能力や意志、加えて政治の行き詰まりが再び生じる可能性などについては、より一層の注視が必要となる。

■ 7-9月期の大半の期間において、我々は米国金利に対して悲観的な見方を維持していたが、期末にかけては中立的なポジションに変更した。我々の中立的な見方の根拠になっているのは、足元で一見相反する動きの経済指標に垣間見える脆弱性である。

図：資産運用会社の先物ポジション積み増しが要因となって、先物のベース取引が拡大しており、再び注目が集まっている。（建玉数）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ。

— 資産運用会社のネットの米国債先物ポジションの建玉数

■ 例えば、足元の一部の経済指標は、低金利水準が支援材料になってソフトランディングを迎えた2018～2019年のサイクルと同じような状態にある。しかし、価格関連の指標（住居費やエネルギー価格、および労働組合によるストライキの影響）を考慮すると、依然としてインフレ・リスクが燻っている。

■ よって、今後の米国金利は、インフレ率の上昇が再び鮮明になるか否か、または景気鈍化を示すデータが続くか否か次第だと我々は見ている。現時点では後者のシナリオが実現する可能性が高く、米国金利は間もなくピークに達すると我々は予想している。

■ イングランド銀行およびECBは、それぞれのインフレ率が米国よりも依然として高い水準で推移していること、失業率が歴史的に見て低位で推移していることを踏まえ、「より長期にわたる高い金利水準」を示唆するメッセージを発信し、それを背景として**欧州**の金利は上昇した。その結果、ドイツ10年債利回りは7-9月期の終わりまで上昇を続けた。ECBの物価安定目標によって短期国債利回りは高止まりする可能性がある一方、同地域の低調な経済見通しを踏まえて、全般的にイールドカーブは押し下げられる可能性が高いと見ている。

■ **イングランド銀行**の直近の利上げ見送りは、景気を巡る懸念を背景としたものだと考えられ、経済がエネルギー危機に対して脆弱な中、政策運営は綱渡りの状態にある。一方で、英ポンド安と輸入価格の上昇が再びインフレを引き起こす可能性がある。よって、我々は英国の政策金利は当面現在の水準またはその付近に維持される一方、タームプレミアムおよ

び長期金利は引き続き高い水準で推移する公算が大きいと見ている。

■ **日本**の長期金利も足元で上昇している。足元の円安、インフレ率の上昇、そして景気拡大傾向を踏まえると、日銀は日本10年国債利回りが1%に近づくことを、促すとは言わないまでも容認する可能性がある。

■ 日銀が利上げと併せてイールドカーブ・コントロールを終了させる場合、または2024年1-3月期に利上げに先駆けて政策を修正する場合には、日本国債の利回りは一段と上昇する可能性がある。但し、利上げが行われても政策金利はマイナス圏からゼロ水準に引き上げられるだけで終わる可能性がある。政策金利をプラス圏に引き上げるにはよりハードルが高いと考えられる。

エージェンシーMBS

見通し：依然として投資妙味は高いが、金利に左右されるだろう。FRBによる利上げサイクルの終盤は政策運営が経済データ次第となる中、短期的にボラティリティの上昇をもたらす可能性がある。FRBが長期に及ぶ利上げの中断または微調整を目的とした利下げに踏み切れば、ボラティリティは落ち着き、我々のMBSに対する建設的な見方をサポートするだろう。なお、TBAよりも特定プールを引き続き選好する。

■ 米国における直近の金利急上昇はMBSセクターも巻き込み、7-9月期に同セクターは概ね金利に連動して推移した。FRBは利上げサイクルの最終局面にある公算が大きい一方、依然としてインフレ・リスクが薫っており、FRBは追加利上げに踏み切る可能性もある。その場合、MBSセクターは引き続き金利に連動した動きとなり、超過リターンは抑制されるだろう。

■ しかし、仮に追加利上げが実施されたとしても、その後間もなくFRBが政策金利を据え置か微調整を目

的とした利下げを数回実施する期間が暫く続くと考えられる。利回りは過去10年で最も高い水準（図を参照）にあり、利回り重視の投資家の需要が期待できることや、各種要因が長期的にMBSセクターを支える公算が大きいことを踏まえ、金融政策の移行に伴い、MBSはより堅調な局面に転じる可能性がある。

■ 例えば、需給要因は今後数ヶ月にわたりMBSセクターを支えることが期待される。20年ぶりの高水準にある住宅ローン金利がローンの実行を抑制している上、借り換えも依然として行われていない。2022年初め以降の金利上昇に伴い、MBSのデュレーションはクーポンを問わず既に長期化が進んでおり、現行クーポン債のコンベクシティ・リスクは極めて低い。

■ 一方、我々が懸念しているリスクとして、まずFRBの金融政策が挙げられる。追加利上げや一段の金融引き締めはMBSに対して逆風となる可能性が高い。次に、FRBがMBS市場からの撤退を続けている一方、銀行

は概して購入意欲が低いと見られる中、主たる買い手の変化がリスクをもたらしている。さらに、TBAダラーロールがキャリーコスト付近で取引されており、特定プールを購入できない投資家にとっては、この資産クラスは魅力の低い選択肢となっている点にも留意すべきである。

■ ポジションに関しては、借り換えが限定的であるものの、より古く、発行から時間の経過した債券を引き続き選好する。これらの債券のパフォーマンスはより安定しており、予測可能性が高い。現行クーポン債（30年物、5.5%以上のクーポン）のコンベクシティ・リスクには警戒しているものの、それらの市場構成比は約10%である。一方、ベンチマーク指数で組入比率がもっと高い低クーポン債は、ポジティブ・コンベクシティになっている。

図：利回りを重視する投資家からの需要が、銀行やFRBの需要低減を相殺する可能性がある。（%）



出所：PGIMフィクスト・インカム、パークレー。

ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE

英国は、野心的な気候変動対策をより現実的な内容に修正

- 2019～2021年にかけて、世界各国では気候変動対策への熱意が高まった。2020年には、新型コロナウイルスによるロックダウンの影響があったとはいえ、年間排出量は第二次世界大戦以降で最も減少した。また、金融セクターを含め、サステナビリティはビジネスの主流となった。
- 2021年、世界の排出量は再び増加して過去最高を記録したが、グラスゴーで開催されたCOP26では、多くの国がより積極的な取り組みを公表し、森林破壊とメタンガスに関する新たな世界的な取り組みや、南アフリカとの「公正なエネルギー移行パートナーシップ」などの重点施策が採択された。
- しかし、以後は状況が複雑化し、当初は積極的な目標を掲げた各国政府も、これら目標の達成に向けた施策の実行に際し、有権者からの抵抗に直面した。また、2021年末以降はサプライチェーンの混乱と原材料不足が深刻化し、これまで急速に下落していたグリーンエネルギー関連コストの下落ペースは鈍化した。
- その後、ロシアのウクライナ侵攻を背景としたエネルギー価格の高騰により、気候変動対策を巡る懸念が高まった。化石燃料への依存度低減が、長期的

には最良のリスク回避手段となり得る。しかし、一部の政治家は気候変動対策に反対する論拠としてエネルギー価格の高騰を引き合いに出し、国民が最も逆境に晒されている中、一連の気候変動対策によってエネルギー価格が上昇すると主張した。

- 2023年になると、かつては超党派による気候変動対策への支持が見られた国や地域においても、こうした政策に対する風当たりが強まった。足元での英国政府の発表は、気候変動対策の後退を示す例として注目を集めた。
- 英国では、前政権によって内燃エンジン車の生産を2030年までに段階的に廃止する計画が立てられていたが、現政権はこれを2035年まで延期する意向であることを発表した。2022年の英国の排出量の34%は国内輸送が占め、その大部分が自動車によるものであることから、こうした政策修正は大きな影響を及ぼす。
- また、英国政府はオフグリッド暖房用の化石燃料の使用禁止の開始時期を2026年から2035年に延期する意向である。2025年以降の新築物件の化石燃料ボイラー設置は引き続き禁止されるが、現時点では「最も困難な世帯」については例外とされており、最大で1/5が例外の対象となる可能性がある。

- 英国の住宅の約90%は暖房と調理にガスを使用していることに加え、英国の建物のエネルギー効率は欧州でも最低水準にある。英国の二酸化炭素排出量の約17%は住宅によるものであり、政府の政策修正は気候変動対策の大幅な後退を意味する。野党である労働党は、内燃機関に関する政策修正は批判の対象としているが、暖房用の化石燃料を巡る政策修正については黙認している。
- 加えて、英国政府は賃貸物件に求められる最低エネルギー効率の引き上げ計画を廃止する意向である。
- さらに、英国で実施された最近の再生可能エネルギー関連の入札において、風力発電業者からの入札を獲得することが出来なかった。一方、政府は北海での石油とガスの掘削事業に対して新たな許可を与えた。
- より明るい材料としては、英国政府は政府資金を用いたヒートポンプ拡充計画に基づく補助金を5,000ポンドから7,500ポンドに引き上げる意向である。しかし、これは他の気候変動対策の後退を部分的に相殺するに過ぎない。

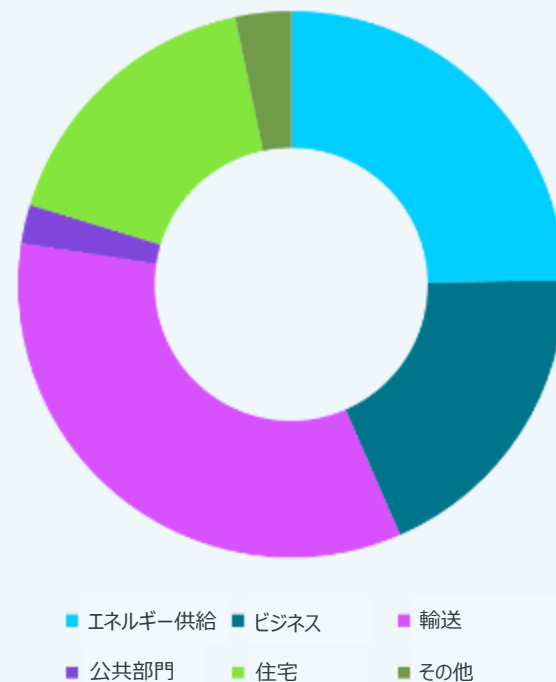
ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE

- これらの政策修正にも拘わらず、英国の2008年気候変動法を破棄するつもりはないとスナク首相は主張している。同法は、国際空運や海運を含め、2050年までに英国が温室効果ガスの排出量ネットゼロを達成することを義務付けたものである。スナク首相が発表した政策修正の多くは依然として先行きが不透明だが、初期的な分析によると、英国は2033～2037年の中間目標を達成できない可能性があることが示唆されている。これらの目標には法的拘束力があるが、実現できなかった場合の措置については明確化されていない。
- こうした英国政府の政策修正や他の国における同様の動きは、気候変動に対する世界的な取り組みが完全に後退しつつあることを示すものではない。例えば、米国のインフレ抑制法はグリーンエネルギーに対して巨額の補助金を提供するものである。また、カリフォルニア州は、気候変動に関する新たな情報開示規則を制定する予定となっている。再生可能エネルギー市場は成長を続けており、国際エネルギー機関（IEA）は、地球の気温上昇を1.5度に抑えるために必要とされる水準のEVとヒートポンプの普及率に近づきつつあることを示唆している。英国の政策修正によって、温室効果ガスの排出量削減ペースはCOP21で採択された

パリ協定を下回る水準となる可能性はあるが、それでも引き続き英国の排出量が削減することには変わりはない。

- 気候変動政策に関する状況がますます複雑化する中、投資家は各国政府の目標が信頼できるかどうかを再評価する必要があるだろう。その際には、地球の気温が2℃超上昇するシナリオについても考慮する必要がある。

図：2022年の英国の二酸化炭素排出量の内訳（%）



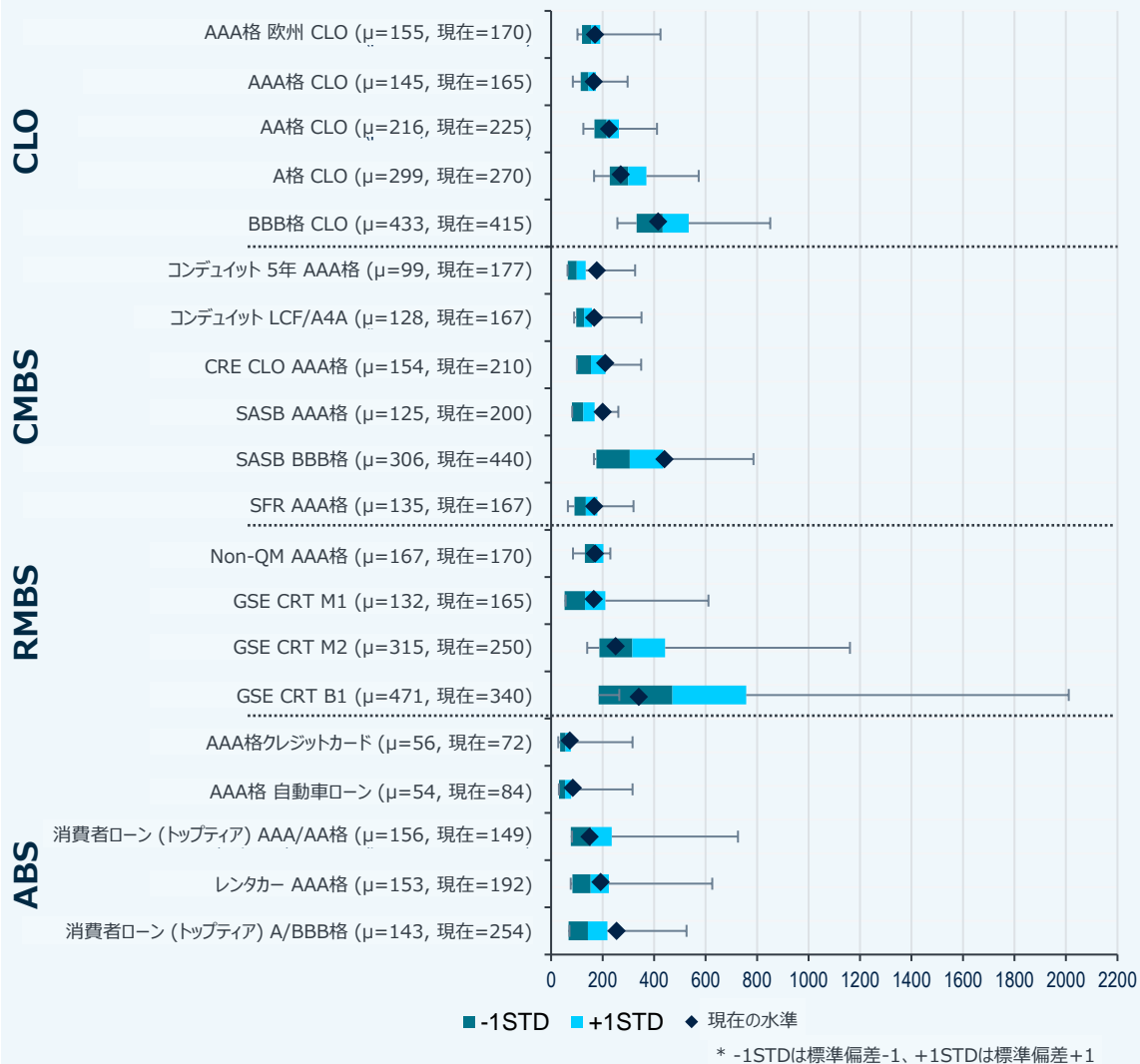
出所：英国エネルギー安全保障・ネットゼロ省。

証券化商品

見直し：シニア・トランシェは依然として割安感がある。魅力的なリスク調整後リターンの可能性と、不透明なマクロ経済情勢における確固とした構造的信用プロテクションを踏まえ、シニア・トランシェを引き続き選好する。銀行規制強化の影響で、商業用不動産（CRE）、企業、および一部の消費者セクターに対する与信条件の厳格化が続いており、これが一部の資産クラスにおける根強いスプレッド拡大をもたらしている。クレジットカーブは全般に依然としてスティープ化した状態にあるが、多くのメザン債のバリュエーションには経済的不確実性と大規模なテール・イベントの可能性が織り込み不足だと我々は見ている。RMBSのメザン債の足もとの価格上昇は正当だと考えるが、CRE、CLO、および一部の無担保消費者ローンのメザン債については慎重な姿勢を維持する。

■ **ABS**：一般的に、消費者クレジットは底堅さを維持している。但し、インフレの影響と可処分所得の減少が引き続き消費者クレジットの最も弱いセグメントの重荷になっている。大半の貸し手が貸出条件を厳格化した一方、準大手やフィンテック系のプラットフォームの多くは、引受モデルが現在の環境に適應していないため、引き続き多額の損失を計上している。我々は、消費者クレジットの不振が一段と広がることを示す兆候がないか引き続き注視している。一部のサブプライム自動車ローン、レンタカー、太陽光、無担保の消費者ローンの証券化商品に引き続き投資妙味があると見ている。

図：証券化商品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。

■ **CLOs** : CCCへの格下げ、デフォルト率の上昇、デフォルト時の回収率低下を背景に担保となるバンクローンのクレジット・ファンダメンタルズは一段と悪化すると予想する。シニア債は割安な水準で取引されており、確固とした構造的プロテクションの恩恵を受けている。引き続き米国および欧州のAAA/AA格のシニア債を選好する。

■ **CMBS** : コンデュイット型およびSASB型の歴史的にワイドなスプレッド水準が投資機会を生み出している。キャップレートの上昇が不動産のバリュエーションを圧迫してきたが、今後も特に「より長期にわたる高い金利水準」の見通しが優勢となれば、そうした傾向が強まるだろう。我々は、資産タイプによって大きなばらつきが生じると考えられるものの、不動産価格は全体的に20%程度下落すると見ている。中でもオフィスが最も下落する可能性が高く、下落幅は25%~60%に達すると予想している。こうした環境下でもコンデュイット型のAAA格債や一部のSASB型の証券には投資妙味があると見ている。

■ コンデュイット型では、社債と比較して歴史的に非常にワイドなスプレッド水準で取引されているスーパーシニアAAA格債を積み増しているほか、償還期限延長によりリターン上昇の可能性がある5年物インタレスト・オンリー（IO）の新発債を選別的に積み増している。一方、格下げリスクと損失リスクの両方に晒されているメザニン債は回避している。SASB型では、小売セクターの優良物件の債券やオフィス物件のシニア債を選別的に積み増している。担保資産

の質によって価格水準に大きなばらつきが生じている。インダストリアルと集合住宅セクターが引き続きアウトパフォームしている。エージェンシーCMBSに関しては、安定したキャッシュフローを有するフレディマックK案件のIO債を選別的に積み増している。歴史的に見てベースが非常にワイドな中、引き続きエージェンシー債よりもコンデュイット型のAAA債を選好している。

■ **RMBS** : 低金利で住宅ローンを組んでいる住宅所有者が住宅を手放さないことから供給が限られており、住宅価格は引き続き良好な需給要因の恩恵を受けている。金利上昇を受けて住宅価格は下落すると予想するが、下落幅は住宅価格の上昇局面で記録した直近の高値から0%~5%の範囲にとどまると見ている。大半のセクターで信用状況は堅調を維持している。連邦住宅局ローンと非適格住宅ローンの延滞率が、コロナ禍後の低水準から上昇傾向にあるが、上昇幅は抑制されている。我々はRMBSの見通しについて依然として強気な見方をしている。とりわけ、質の高いGSE住宅ローンを裏付けとするクレジットリスクトランスファー（CRT）債を選好している。但し、足元の大幅なスプレッド縮小を受け、我々はCRTのポジションを縮小している。

投資適格社債

見通し：信用スプレッドはレンジ内での推移を見込み、「債券市場の見通し」および「世界経済の見通し」で言及した要因を踏まえると、年末にかけて足許のレンジ水準が維持されるだろう。銀行、景気敏感、公益に投資妙味があり、銘柄選択とレティブ・バリューに基づく取引が重要となる。我々の基本シナリオに対するマクロ経済及び個別企業のリスクが、ポジション構築の材料となる。

■ 2023年の大半にわたり縮小してきた米国投資適格社債のスプレッドは、7-9月期には120bpsを中心に上下2bpsの狭いレンジで推移した。その後10月に入ると、スプレッドはそのレンジを超えて拡大している。

■ 年初来、産業セクターは金融および公益セクターをアウトパフォーマンスしている。意外かもしれないが、米国の大手銀行及び米国外の銀行のスプレッドは縮小している。しかし、米国の地方銀行のスプレッドは、3月の金融不安以降、大幅に拡大している。公益セクター

は、資本支出の増加に起因する大規模な発行を受けて、年初来でアンダーパフォーマンスしている。また、長期債（10年超）は短期債（1～5年）を年初来でアウトパフォーマンスしている。これは主に、1～5年物の社債指数に米地銀危機が甚大な影響を及ぼした一方、長期社債指数は良好な需給動向の恩恵を受けたことに起因する。

■ 「債券市場の見通し」および「世界経済の見通し」で言及した要因を踏まえると、我々が想定するほとんどのシナリオは、年末にかけて米国投資適格社債のスプレッドはレンジ内での推移、あるいは小幅な縮小を示している。マクロ経済を巡るリスクが後退する中、2023年の大半にわたりそうだったように、銘柄選択が引き続き投資リターンを押し上げると期待している。

■ 我々の見通しに対するリスクもポジション構築の材料となり、幾つかの市場セグメントを好感している。A格の質の高い大手銀行は、BBB格の事業会社のス

プレッドに近い水準で取引されている。また、米国外の銀行や米地銀のスプレッド水準も魅力的である。コロナ禍以前、公益セクターのスプレッドは産業セクターに比べて10bps程タイトであったが、現在は5～10bps程ワイドな水準で推移している。また、公益セクターの社債の中には第1順位の抵当権が設定された担保付債券もあり、この場合の魅力は一層高い。

■ 30年物と10年物の投資適格社債のスプレッド較差は縮小している。つまり、スプレッドカーブはフラット化している。足元の利回り上昇に伴い、発行体は長期債の発行を控えようとする傾向にあるが、長期債に対する投資家の需要は旺盛であり、10年物と30年物のスプレッドカーブは今後もフラット化する可能性がある。

図：3月の米地銀危機以降、引き続き米地銀のスプレッドは米大手銀行や米国外の銀行を大幅に上回る水準で推移している。（bpsの変化を指数化）



出所：PGIMフィクスト・インカム、パークレーズ。

■ BBB格債に特段の割安感はないのでは、との見方もあるかもしれない。しかし、米国経済が景気後退を回避できれば格下げリスクは小さく、低位のBBB格および高位のBB格の社債については、足元では格付見通しまたはクレジット・ウォッチが「ネガティブ」より「ポジティブ」なものが多い。景気により敏感な業種に属する多くの企業は、債務削減を順調に進めており、足元では純負債/EBITDAレシオが市場全体よりも低い。例えば、自動車セクターに属する企業のネット・キャッシュは平均するとプラスであるほか、金属・鉱業セクターの負債比率は1倍未満、エネルギーセクターも2倍未満である。

■ インフレ率は低下したが、それでもFRBの目標水準である2%を上回っている。金融政策の効果は不確実な遅れを伴うため、FRBによる利上げの影響はまだ見られていない可能性がある。しかし、製造業購買担当者指数（PMI）は依然として50を下回っており、製造業は縮小基調にあることが示唆されているほか、雇用と消費者信頼感が悪化する可能性もある。また、自動車セクターのストライキが自動車以外の産業に波及する恐れもある。

■ 企業レベルでは、市場の業績予想を下回る決算内容となる可能性、経営陣の景況感が回復する中でのM&Aの増加、商業用不動産の脆弱さが続くといったリスクも考えられる。

■ 欧州投資適格社債の спреッドは年初来で縮小が続いている。7-9月期は、銀行債とBBB格の非金融債がスプレッド縮小の牽引役となった。

■ 欧州における主なマクロ経済を巡るリスクとして、

ロシアによるウクライナ侵攻によって加速したインフレが挙げられる。しかし、米国同様、欧州が景気後退に陥る確率は低下しており、著しい減速のリスクも小さい。よって、欧州投資適格社債の спреッドは年末にかけてレンジ内での推移、あるいは緩やかに縮小する可能性が高いと見ている。

■ スプレッドの大幅な変動は見込まず、我々はレティティブ・バリューに重点を置き、個別銘柄の分析を通じたポートフォリオ構築を行う方針を維持している。主に銀行、エネルギー、公益をオーバーウェイトしているほか、不動産セクターの債券は、中央銀行の利上げがピークに達すれば魅力が増す可能性がある。10-12月期には新規発行が減速すると予想され、その結果、需給環境が相場を下支えすると見込まれる。

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、長期的には慎重な見方。短期的には需給が支援要因だが、リスク選好を転換させるシグナルを注視している。特に、米国ではスプレッド拡大局面が来れば優良発行体の短期債積み増しを検討している。また、銘柄間較差の拡大は、超過収益の獲得機会となるだろう。

- 全体的に経済は依然として底堅いが、家計の余剰貯蓄は底をつきつつあり、消費パターンと所得との関係は正常化しつつあるように見られる。消費の減退が続けば、景気の下押し圧力が高まり、足元の米国ハイイールド債市場が織り込んでい以上に景気後退に陥る可能性が高まると予想する。

- 消費者は財よりもサービスを選好しており、これが化学品など特定の業種に逆風となっているが、企業業績と手元流動性は総じて強固であり、レバレッジは引き続き長期平均を下回っている。ハイイールド債市

場はこれまでよりも高格付銘柄の占める割合が高く、多くの低格付発行体がコロナ禍により排除されたかローン市場に移行したため、BB格債とB格債が市場全体の90%近くを占めている。とは言え、信用力指標には悪化の兆候が見られ、レバレッジが8四半期ぶりに上昇する一方で、売上とEBITDA は2020年以降初めて対前年で低下した。

- 一方、起債の減少、多くの銘柄の投資適格への格上げ、私募債での調達を選択する発行体の増加などを背景に、需給環境は引き続き良好である。これが供給不足とハイイールド債市場全体の収縮をもたらしており、年初来のスプレッド縮小に寄与している。

- 多くの企業のバランスシートは健全であり、満期償還も2024年末までは限定的であることから、デフォルト率が急上昇することは考えにくい。しかし、足元で格下げ銘柄数は格上げ銘柄数を上回っている。経済が

我々の基本シナリオ通りの展開になれば、デフォルト率は今後12か月で5.0%程度に上昇すると考えられるが、これは対処可能な水準である。

米国ハイイールド債の供給超過/不足（10億米ドル）



出所：PGIMフィクスト・インカム、J.P.モルガン。

■ 良好な需給が維持されていることから、我々の短期見直しはやや前向きだが、起債増加などで需給が凭れる局面では、高格付の短期債を選別的に積み増す方針である。住宅建設関連のオーバーウエイトと、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エイトを維持している。

■ 年初来で**米国レバレッジド・ローン**は、力強いトータル・リターンを挙げており、我々は高水準のクーポンと利回り、投信からの資金流出の減少、緩やかな新規発行を考慮し、最近になって2023年のトータル・リターン予想を従来の8.75%から12~13%へと引き上げた。

■ ローンのデフォルト率は依然として長期平均を下回っているが、ここ数カ月は上昇しており、格付機関による格上げよりも格下げが上回るだろう。ローン市場では従来サイクルよりも低格付銘柄が多く、非公開企業のB格ローンが市場全体で大きな割合を占めている。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の予想を踏まえ、我々は引き続きローンのデフォルト率は2023年末までに4~4.5%に上昇すると見ている。

■ 現在のマクロ環境を踏まえ、非公開企業の低位B格/CCC格ローンよりも公開企業のBB格/高位B格ローンを選好する。低格付ローンは高レバレッジのため、高金利が長期化する局面では、利払い負担増大によってファンダメンタルズへの影響を最も受け易い。よって、銘柄選択と信用力評価がますます重要になり、今後12~24カ月はデフォルト回避が最大の超過収益の源泉になると考えている。

■ **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、引き続き慎重な見方をしている。新発債の供給は限定的で、今後数カ月以内に景気後退に陥る可能性は低いと市場が見ているため、年初来でスプレッドは大幅に縮小している。利回り水準は依然として魅力的だが年初ほどではなく、信用スプレッドは5年平均をやや上回っているに過ぎない。限定的な供給の中、スプレッドは短期的にボックス圏で推移するが中期的には拡大すると見ている。

■ 高止まりするインフレと地政学的な不安定性は、消費者、企業、中央銀行にとって対応が困難であり、信用収縮と低経済成長の可能性は依然として高いと見ている。それでも、我々は債券とローンが今後12カ月に小幅なプラスのリターンを上げると予想しており、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。

■ 企業業績の悪化や利払い費の上昇はファンダメンタルズを悪化させ、今後12カ月のデフォルト率は上昇すると見ている。一方、目先の満期償還が限定的であること、発行体の潤沢な手元流動性、市場に占める高格付ローンの割合が高いことなどを踏まえれば、上昇は比較的緩やかなものとなるだろう。2024年と2025年のデフォルトは、特に低格付発行体で上昇する可能性が高い。

■ ポジションに関しては、市場平均をやや上回るリスク水準を維持している。短期的には良好な需給が続くと見ているが、景気循環銘柄、確信度の低い銘柄、金利上昇に脆弱な銘柄などの保有を削減している。また、フェアバリューから乖離し、魅力的なレ

バリュー・バリューの投資機会を提供している銘柄を慎重ながらも選別的に追加している。銘柄間の分散が拡大する中、最終的にはアクティブ運用と適切な銘柄選択が重要になると考えている。

エマージング債券

見通し：魅力的な投資機会が存在している。新興国は世界的な構造変化の恩恵を受けており、ハードカレンシー建エマージング債券でのクレジット・バーベル戦略が、現在の市場環境において付加価値を獲得するのに適している。現地通貨建エマージング債は全体として横ばいで推移するが、個別国要因によって金利低下が見込まれる国も存在する。エマージング通貨に対しては引き続き慎重姿勢で、米ドルのロング・ポジションを維持している。

■ **エマージング債券市場の状況：**エマージング債券市場は、経済面の不確実性や各国固有の問題があるにも拘わらず、今年は底堅く推移している。グローバルな環境に左右される状況が続いているが、今後の超過収益の獲得にはファンダメンタルズ、バリュエーション、資金フロー、地政学に関する的確な見極めが重要になる。

■ **中国が及ぼす世界への影響：**中国の低成長、小

出しな景気刺激策、政策の優先順位の変化が、今後の新興国・世界経済にどのように影響するか？

■ **エマージング債券市場は一様ではない。**世界貿易、流動性、経済成長の原動力の変化によって異なる影響が生じ、これが投資機会に繋がる。エマージング市場は、マクロ面の根幹部分の変化（エネルギー大転換や、生産拠点を自国により近い場所に移転させるニア・ショアリング）、並びに海外直接投資・海外証券投資から恩恵を享受することが可能である。

■ **下方のテール・リスクとしては、**中国の財政出動にも拘わらず信頼感の急激な悪化を抑え切れず、中国経済がハードランディングに陥ること、予想を下回る世界経済成長、世界貿易や投資の縮小に対する懸念、今後1年半の先進国・新興国の選挙で好ましくない結果になることなどが挙げられる。

■ **ハードカレンシー建エマージング国債：**過去2四半期のハードカレンシー建エマージング債券は市場が

堅調な局面ではアウトパフォームし、下落する局面でも底堅く推移した。特にハイイールド債のパフォーマンスが堅調だった。しかし、8月には中国と欧州の景気が減速し、債券価格も下落した。

■ **8月以降、市場は幾分持ち直したが、**FRBの「高い政策金利を長期間維持する」姿勢が逆風となっている。中国の景気減速と欧州の低迷も足枷ではあるが、景気減速の詳細な中身に注意を払う必要がある。中国の2023年の成長率予想の中心値は+5%前後であり、これを期待外れと見る向きもあるが、世界の経済成長を押し上げるには十分に高い。インド、インドネシア、その他の新興国の成長見通しも中期的に魅力的である。以上を踏まえ、世界経済の成長が引き続きハードカレンシー建エマージング債券市場を後押しするだろう。なお、短期的には経済指標が示唆する世界経済の方向性が依然として不透明であるため、ボラティリティが高まる可能性がある。

図：ハイイールド・エマージング社債は同等の米国社債よりもスプレッドが拡大。
(米国ハイイールド債とハイイールド・エマージング社債との差異：正の値は米国ハイイールド債のスプレッドがより拡大していることを意味する。)

	差異 (bps)	日付
最高	278	3/14/2008
最低	(568)	10/29/2008
平均	(84)	
現在	(241)	9/29/2023

出所：PGIMフィクスト・インカム。

セクター別見通し

■ 経済成長と米国市場のボラティリティへの懸念により目先の環境は不透明ではあるが、ハードカレンシー建債券は引き続き魅力的なキャリー獲得の機会を提供している。市場平均で直接利回りは6.2%を越え、名目最終利回りは約9%と高水準であることが、短期的なスプレッドの変動や米国債利回りの上昇に対する強力なクッションとなっている。デュレーションが約6.5年であることから、90bps以上のスプレッド拡大または米国債利回り上昇がない限り、今後1年間のトータル・リターンはキャリー効果に支えられてプラスとなる。逆に小幅なスプレッド縮小または米国債利回りの低下があれば、今後1年間で10%を上回るトータル・リターンをあげることが可能になる。

■ 短期的に大きなプラスのカタリストは見込めないが、中期的にはエマージング債券市場にとって支援材料が複数存在する。新興国の経済成長率は、今後数年間にわたって先進国を大幅に上回る見通しであり、過去においてもこの状況は資本フローと

エマージング債券市場のリターンにとって重要な原動力となっている。

■ 多くの格付クラスにおいて、スプレッドは歴史的に拡大した水準が続いており、米国ハイイールド債など他の景気敏感な債券セクターとのスプレッド較差も高止まりしている。需給要因も引き続き市場を下支えすると見込まれ、資金流出は続くものの、最終的に資金流入に転じると予想する。エマージング債券に対する投資家のポジションは引き続きディフェンシブであり、クロスオーバー投資家は総じてエマージング債への資金配分を引き下げている。発行市場では、足元、ハードカレンシー建債券の発行は限定的である。最近ではイスラム債、ESG関連債、ユーロ建債、債券買戻しを含む負債管理など、特定の需要を見込んだ債券発行が見られ、これは発行・流通市場でのスプレッド拡大の抑制に寄与している。

■ 我々のバーベル型ポジションは、現在の投資環

境において最適であると考えている。バーベルの長期ゾーンでは、BBB格とBB格の国債、準ソブリン債、社債に重点を置いている。最大のエクスポージャーは引き続き、Mexico City AirportやPemexなどのメキシコの準ソブリン発行体である。格付別ではBB格が引き続き最大のエクスポージャーである。BB格ではコートジボワール、ブラジル、セルビア、ドミニカ共和国、モロッコなどの国債や、コロンビアのEcopetrol債や南アフリカのEskom債などの準ソブリン債が、相対価値の観点で魅力的である。投資適格債では、インドネシア国債・準ソブリン債、ユーロ建ルーマニア国債、対外面での脆弱性が小さい中東諸国（UAE、イスラエル、サウジアラビア、カタール）に投資妙味があると見ている。

ハイイールド・エマージング・ソブリン債も米国ハイイールド債を約200 bps 上回る。
(米国ハイイールド債とハイイールド・エマージング・ソブリン債との差異：正の値は米国ハイイールド債がより拡大していることを意味する)

	差異 (bps)	日付
最高	1,151	12/15/2008
最低	(386)	3/7/2022
平均	39	
現在	(199)	9/29/2023

出所：PGIMフィクスト・インカム。

セクター別見通し

■ バーベルの短期ゾーンでは、B格およびディストレスト債はポジションを厳選しており、アンゴラ、ガボン、セネガルをオーバーウェイトとするとともに、ウクライナ、パキスタン、ザンビア、モザンビークを小幅なオーバーウェイトとしている。B格およびディストレスト債のバリュエーションは一見すると魅力的かもしれないが、今後、銘柄ごとの較差がさらに拡大すると予想しており（一部の国は引き続き対外・財政不均衡に苦慮している）、アンダーウェイトによる超過収益機会を提供するだろう。

■ 新型コロナウイルス、サプライチェーンの混乱、ロシアのウクライナ侵攻、世界の貿易構造の変化など、過去数年間にショックが相次いだことで、発行体・銘柄ごとのパフォーマンス、バリュエーション、デフォルト率の較差が広がった。一部のディストレスト発行体の債券価格は既に下方リスクを織り込んでおり、今後、パフォーマンスが上振れる可能性がある。その他には、想定される結果が良いか悪いか二者択一となり、中間的な結果が見込めない発行体も存在する。また、長引く米ドル高により、対外債務の返済能力が悪影響を受ける発行体もあるだろう。

■ 新興国の債務状況悪化に関して、公的セクターと西側諸国はエマージング市場への関与を続けることを望んでいると我々は見ている。多国籍機関は、各国が債務再編を支援するための枠組みを整備し、全ての債権者が効果的に関与できるようにしたいと考えている。エマージング市場が姿を消すことはないし、地政学はダイナミックに変化している。新興諸国は、こうした動きを自国の経済成長と安定のために利用することができる。

■ 我々が注目するもう一つの動きは、コモディティ価格がエマージング債券にどう影響するかである。新興国の中には、コモディティの輸入国と輸出国がある。金属や農産物価格は、それぞれ固有の動きを示しており、また原油などのエネルギー価格は、高止まりしている。我々が新興国のコモディティ生産者に投資する場合、低コスト生産者を重視している。現在の価格水準であれば広範な国際収支問題には発展しないだろうが、さらなる注視が必要である。現時点では均衡が保たれているが、コモディティ価格の高止まりは新興国のインフレにも影響を及ぼすだろう。加えて、多くのコモディティ生産国はエネルギー大転換による恩恵を享受している。

■ **ハードカレンシー建エマージング社債**：CEMBIブロード・ダイバーシファイド・インデックスのスプレッドは年初来で16bps縮小しているが、投資適格債のスプレッドは殆ど動いていない一方、中国社債のスプレッドは拡大している。最近では、石油・ガス企業の上昇とトルコ債の回復がパフォーマンスを下支えている。それだけには留まらず、ハイイールド債のスプレッドは軒並み縮小しており、低格付債がアウトパフォーマンスしている。

■ 我々は7-9月期にエマージング社債の見通しを引き上げたが、ハイイールド債は中国不動産銘柄が足を引っ張っている中でもアウトパフォーマンスし、3%近いスプレッド・リターンを上げている。10-12月期も、エマージング社債への投資姿勢は変えていない。引き続きBB格の発行体を選好しており、またB格発行体のアンダーウェイトを機動的に削減した。ハイイールド社債のリスクとしては、資金調達コストの

上昇と景気後退による信用力への悪影響が挙げられる。ハイイールド社債のデフォルト率（ロシア・中国を除く）は引き続き3~4%の長期レンジ内で推移しており、先進国市場と同様の水準である。

■ **新規発行は、中東欧・中東・アフリカ（CEEMEA）および中南米で増加している。**しかし、2023年を通じたネット資金調達総額は1,000億米ドル以上の減少となる見込みであり、資金流失の悪影響が相殺されている。新規発行への需要は旺盛で、我々もブラジルの石油化学メーカーBraskem（7年債、BBB格、最終利回り8.75%）、および食品加工会社Minervaなどを厳選して組み入れている。

■ また、引き続きメキシコ、インドなどの経済が安定している国の発行体を我々は選好している。BBB格発行体で約233bps、BB格発行体で370bpsのスプレッドは、先進国社債との対比で魅力的であり、新興国と先進国のスプレッド較差は今後縮小すると予想している。短期的にはマクロ経済リスクがあるが、中期的に見通しは良好だと考える。

■ **現地通貨建エマージング国債**：7-9月期の現地通貨建エマージングGBI-EMインデックスの利回りは20bps上昇し、今年前半の金利低下幅のほぼ1/3を失った。米国債のイールドカーブが7-9月期にベア・スティーブ化し、新興諸国の大半でも同様にイールドカーブがスティーブ化した。

セクター別見通し

■ 中国、ブラジル、ポーランド、ペルーでは、中央銀行が9～10ヵ月政策金利を据え置いた後に利下げに踏み切ったことから、イールドカーブはスティープ化した。これら4か国の中銀は、慎重ながらも利下げを継続すると見ている。年末に向けては、チェコ国立銀行とハンガリー国立銀行が最初の利下げに踏み切る可能性がある。メキシコ、コロンビア、南アフリカでは、実質金利が高い状況にも拘わらず、2024年1-3月期まで金融緩和が先送りされる模様である。中国以外のアジア各国での利下げは予想していない。

■ 10-12月期前半は、米国金利の上昇、米ドル高、エネルギー価格の上昇が、現地通貨建エマージング国債の真価を試している。こうした状況を踏まえると、相場の方向性よりも地域別の相対価値に基づいたポジション構築を愛好する。

■ 我々のポジションは、アジアをオーバーウエイト、CEEMEAをアンダーウエイト、中南米をニュートラルとしている。債券のロールダウン効果がマイナスであるとともに、財政面の懸念から、中期債（5～7年）が短期債と長期債をアウトパフォームすると見ている。期間7年超の年限では、イールドカーブがスティープな国を愛好している。

■ FRBが利上げを既に完了、ないし11月か12月にあと1回の追加利上げを実施するにしても、我々は現地通貨建エマージング債の利回りが現行水準で推移すると見ている。個別国の要因によって利回り低下が後押しされる一方で、世界的なマクロ経済要因が利回りを押し上げるだろう。ただし、現在の高い利回り水準によるキャリー効果がブラ

ス・リターンの実現に寄与する状況は、今後も継続するだろう。

■ **エマージング通貨**：7-9月期に入る時点で、我々はエマージング通貨に対する慎重姿勢に強い確信を持っていた。エマージング通貨のショート・ポジションを構築し、期中にショート・ポジションを積み増し、特にエマージング欧州通貨のショートに重点を置いた。主としてアジアのエマージング通貨、そしてそれよりも小規模だが欧州と中南米のエマージング通貨をアンダーウエイトとした。

■ 我々の見解は、世界経済減速の継続、強力な景気刺激策導入に消極的な中国、景気を圧迫する実質金利の高止まりや上昇、そして脆弱な需給環境（高キャリー通貨に対する投資家ポジションが過去最高水準）に基づいている。また、ブラジルやチリなど特定の国で予想される利下げは、それぞれのエマージング通貨にとって逆風となる可能性がある。

■ 10-12月期が始まり、我々はエマージング通貨に対する慎重な見方を継続し、ショート・ポジションを堅持している。中国の景気刺激策が奏功しなければ、米ドル高はさらに拡大するだろう。精彩を欠く欧州景気も引き続き懸念材料である。歴史的に見れば、米ドルは米国の経済成長が欧州と中国をアウトパフォームするときに上昇する。

■ 我々の通貨ポジションは、アジアのエマージング通貨が引き続き最大のアンダーウエイトであり、欧州と中南米のエマージング通貨がそれに続く。足元では、アジア通貨のアンダーウエイト幅を縮小し、欧州と中南米通貨へのアンダーウエイト幅を拡大している。

地方債

見通し：短期的には逆風が存在するものの、中期的には地方債が良好なパフォーマンスを上げる余地は大きい。

■ 夏場の需給環境が良好という地方債市場の季節性にも拘わらず、今年の7-9月期は2年連続でアンダーパフォームとなり、これは過去20年で初めてだった。これは、米国債利回り上昇を背景とした資金流出が続いたためである。債券市場の不透明感が続いており、10-12月期も需給環境が良くないことは市場の重荷となる可能性がある。

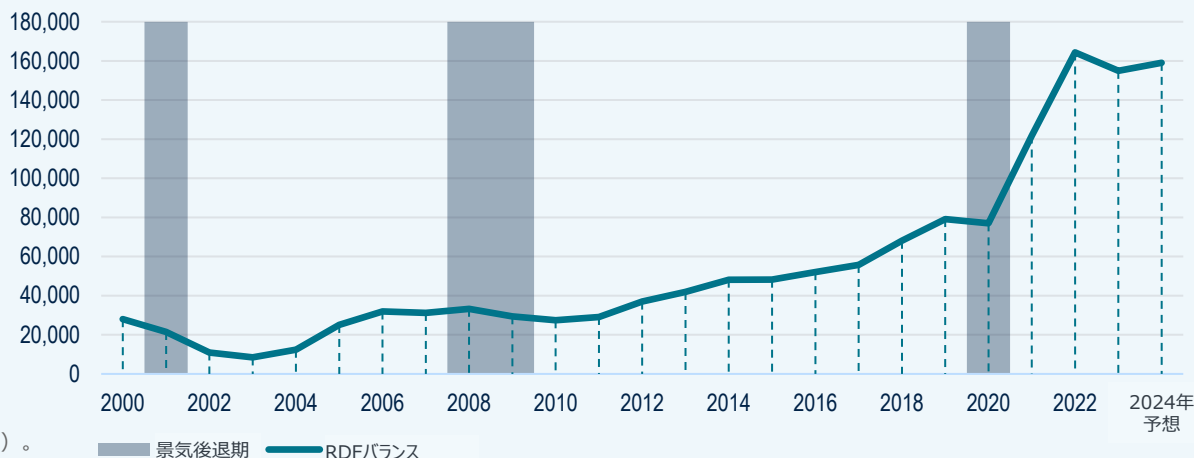
■ 目先の更なる金利変動要因として、ウクライナ支援や緊急災害援助向け予算配分の可能性を考慮した米国債の発行増加、自動車業界のストライキ、次期選挙などが挙げられる。

■ FRBの積極的な利上げを主因とする不確実性が、過去数四半期の資金流出と利回り上昇に繋がった。しかし、堅調な雇用と底堅い経済成長が持続する中で、「より長期にわたる高い金利水準」というFRBのメッセージに市場が順応することで、資金流出が流入に転ずると我々は見ている。

■ 我々は地方債に対して前向きな見方をしている。地方債利回りは、金融引き締め開始前よりも相対的に割安である一方、地方債のファンダメンタルズは依然として堅調である。スプレッドは一部のハイイールド債を中心に、相対的に拡大した状況にある。加えて、税収が堅調な期間が続いたことと、レイニー・デー・ファンド（RDF：非常時に備えて積み立てる州政府の公的資金）の増加により、地方債の信用力は依然として健全である。空港、高速道路、

プライベートガスは一貫して堅固なファンダメンタルズを維持しており、我々はこれらのセクターに長期的な投資機会を見出している。他方、経済成長が鈍化に向かう中で、景気循環セクターには慎重な見方を維持している。

各州のレイニー・デー・ファンド（RDF：非常時に備えて積み立てる州政府の公的資金）残高の大幅な増加は、信用力の高まりを示唆するものである。（百万ドル）



出所：全米経済研究所、全米州政府主計官協会（NASBO）。



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¹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

長期的な市場見通し

米国
欧州
新興国



セクター 見通し 資産クラスに対する見解

<p>先進国金利</p>	<p>より長期にわたり高い金利水準が続く。米国、英国、および欧州の長期金利が数年ぶりの高水準で推移する足元の状況は、各中央銀行による「より長期にわたる高い金利水準」を示唆するメッセージが契機になった。但し、経済成長と物価上昇は鈍化傾向にあり、各国/地域の利上げサイクルは終了となる公算が高い。日本国債の利回り上昇は、2024年前半の利上げを暗示している可能性がある。</p>	<p>米国 ドイツ 日本</p>	
<p>エージェンシー MBS</p>	<p>依然として投資妙味は高いが、金利に左右されるだろう。FRBによる利上げサイクルの終盤は政策運営が経済データ次第となる中、短期的にポリティティの上昇をもたらす可能性がある。FRBが長期に及ぶ利上げの中断または微調整を目的とした利下げに踏み切れば、ポリティティは落ち着き、我々のMBSに対する建設的な見方をサポートするだろう。なお、TBAよりも特定プールを引き続き選好する。</p>		
<p>証券化商品</p>	<p>シニア・トランシェは依然として割安感がある。魅力的なリスク調整後リターンの可能性と、不透明なマクロ経済情勢における確固とした構造的信用プロテクションを踏まえ、シニア・トランシェを引き続き選好する。銀行規制強化の影響で、商業用不動産（CRE）、企業、および一部の消費者セクターに対する与信条件の厳格化が続いており、これが一部の資産クラスにおける根強いスプレッド拡大をもたらしている。クレジットカーブは全般に依然としてスティープ化した状態にあるが、多くのメザン債のバリュエーションには経済的不確実性と大規模なデール・イベントの可能性が織り込み不足だと我々は見ている。RMBSのメザン債の足もとの価格上昇は正当だと考えるが、CRE、CLO、および一部の無担保消費者ローンのメザン債については慎重な姿勢を維持する。</p>	<p>CMBS CLOs</p> <p>ABS</p>	
<p>投資適格社債</p>	<p>信用スプレッドはレンジ内での推移を見込み、「債券市場の見通し」および「世界経済の見通し」で言及した要因を踏まえると、年末にかけて足許のレンジ水準が維持されるだろう。銀行、景気敏感、公益に投資妙味があり、銘柄選択とレバティブ・バリューに基づく取引が重要となる。我々の基本シナリオに対するマクロ経済及び個別企業のリスクが、ポジション構築の材料となる。</p>	<p>米国投資適格債 (1-10年) 米国投資適格債 (10年超)</p> <p>欧州投資適格債 (1-5年) 欧州投資適格債 (5年超)</p>	
<p>グローバル・レバレッジド・ファイナンス</p>	<p>景気減速リスクを考慮し、長期的には慎重な見方。短期的には需給が支援要因だが、リスク選好を転換させるシグナルを注視している。特に、米国ではスプレッド拡大局面が来れば優良発行体の短期債積み増しを検討している。また、銘柄間較差の拡大は、超過収益の獲得機会となるだろう。</p>	<p>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</p> <p>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</p>	
<p>エマーシング債券</p>	<p>魅力的な投資機会が存在している。新興国は世界的な構造変化の恩恵を受けており、ハードカレンシー建エマーシング債券でのクレジット・バーベル戦略が、現在の市場環境において付加価値を獲得するのに適している。現地通貨建エマーシング債は全体として横ばいで推移するが、個別国要因によって金利低下が見込まれる国も存在する。エマーシング通貨に対しては引き続き慎重姿勢で、米ドルのロング・ポジションを維持している。</p>	<p>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 現地通貨建エマーシング債²</p> <p>エマーシング通貨² 投資適格エマーシング社債 ハイイールド・エマーシング社債</p>	
<p>地方債</p>	<p>短期的には逆風が存在するものの、中期的には地方債が良好なパフォーマンスを上げる余地は大きい。</p>	<p>非課税債² 課税債</p>	

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) Q3	SOFR OAS 9/30/2023	
CMBS	CMBS:コンデユイト型 AAA	利子先払い10年債	-10	168
	CMBS:コンデユイト型 BBB-	BBB-	1	961
	CMBS:SASB - シニア	AAA	-10	200
	CMBS:SASB - メザニン	BBB-	-20	440
	CMBS:イーージェンシー集合住宅	シニア	11	102
非イーージェンシー RMBS	レガシー	RPL シニア	-13	159
	レガシー	2006/2007年のオルトA	5	285
	GSEリスクシェアリング	M2	-55	250
CLOs	CLO 2.0	AAA	-10	165
	CLO 2.0	AA	-35	225
	CLO 2.0	BBB	-125	400
ABS	無担保消費者ローンABS	シニア	-27	151
	無担保消費者ローンABS	Bクラス	-42	196
	民間学生借り換えローン	シニア	-2	181
	クレジットカード ABS	AAA	-4	74

出所：PGIMフィクスト・インカム

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS (bps) 9/30/23
	Q3	年初来	Q3	年初来	
米国投資適格社債	-3.09	0.02	-2	-9	121
欧州投資適格社債	0.34	2.53	-10	-14	153

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9月30日現在。

	トータル・リターン (%)		スプレッド / 利回り変化 (bps)		OAS (bps)/ 利回り % 9/30/23
	Q3	年初来	Q3	年初来	
エマーゼンシング債券 (ハードカレンシー建)	-2.23	1.76	-2	-22	431
エマーゼンシング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	-1.18	3.12	+76	-10	6.76%
エマーゼンシング通貨	-0.92	3.00	+123	+117	8.49%
エマーゼンシング社債	-0.26	3.38	-15	-17	329

出所：J.P.モルガン






	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS/ DM (bps) 9/30/23
	Q3	年初来	Q3	年初来	
米国ハイイールド債	0.46	5.86	4	-74	394
欧州ハイイールド債	1.88	6.76	-9	-65	447
米国レバレッジド・ローン	3.37	9.91	-30	-101	551
欧州レバレッジド・ローン	4.10	11.66	-74	-189	521

出所：ICE BofAML、クレディ・スイス

	トータル・リターン (%)	
	Q3	年初来
高格付非課税債	-3.95	-1.38
ハイイールド非課税債	-4.24	0
長期課税地方債	-5.61	-0.15






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	前回 予想	10-12月期 予想
 <p>ウィークレーション 金融、財政、信用状況の引き締めにより景気循環の勢いが鈍化し、実質GDP成長率はトレンドを下回る1.0～1.5%にとどまる。インフレ率は、根強いサービスインフレと構造的要因により、目標の2%よりは幾分高い2.5～3%に低下。それでも、インフレの低下基調とトレンドを下回る成長により、FRBは2024年に50bps程度の利下げで金融政策を「微調整」することが可能になる。リスク資産は相応に良好なパフォーマンスとなる一方、高止まりするインフレを背景に金利は高水準で推移する。</p>	35%	35%
 <p>景気後退 金融環境と信用状況の引締めが同時に高まり始めた矢先に、労働市場が活力を失い、収入と支出が減少する。失業率が上昇し、インフレ率が急速に低下することで、FRBは23年10-12月期から大幅な緩和サイクルを開始する。米国債利回りは上昇し、リスク資産は調整する。</p>	25%	25%
 <p>ソフトランディング 成長率は1.5～2.2%の範囲で堅調に推移し、インフレ率は2%の目標に向かって低下する。労働供給は需要を上回るが、引き続き消費は成長を牽引するのに十分な力強さを維持する。FRBは3%まで利下げし、金利とリスク資産にとって好ましい環境が生まれる。</p>	25%	15%
 <p>名目GDP高進 不安定なエネルギー市場とサービス部門における労働市場の構造的な不均衡によりインフレが再加速する一方、成長率はトレンドを幾分上回る。堅調な労働市場が消費者需要を支える一方、目標を上回るインフレ率によりFRBは約100bpsの追加利上げを実施する。短期金利の上昇がさらなる逆イールドをもたらし、広範な債券市場がマイナスリターンとなる。</p>	10%	15%
 <p>狂騒の2020年代 コロナ禍での公共投資とテクノロジーの普及を背景とした高い生産性の向上が支援材料となり、米国経済はトレンドを上回って成長が加速する。供給混乱、家賃、労働市場の緩和によりインフレは急速に低下することで、最終的にFRBは金融政策の緩和が可能となる。リスク資産は上昇し、金利は低下する。</p>	5%	10%








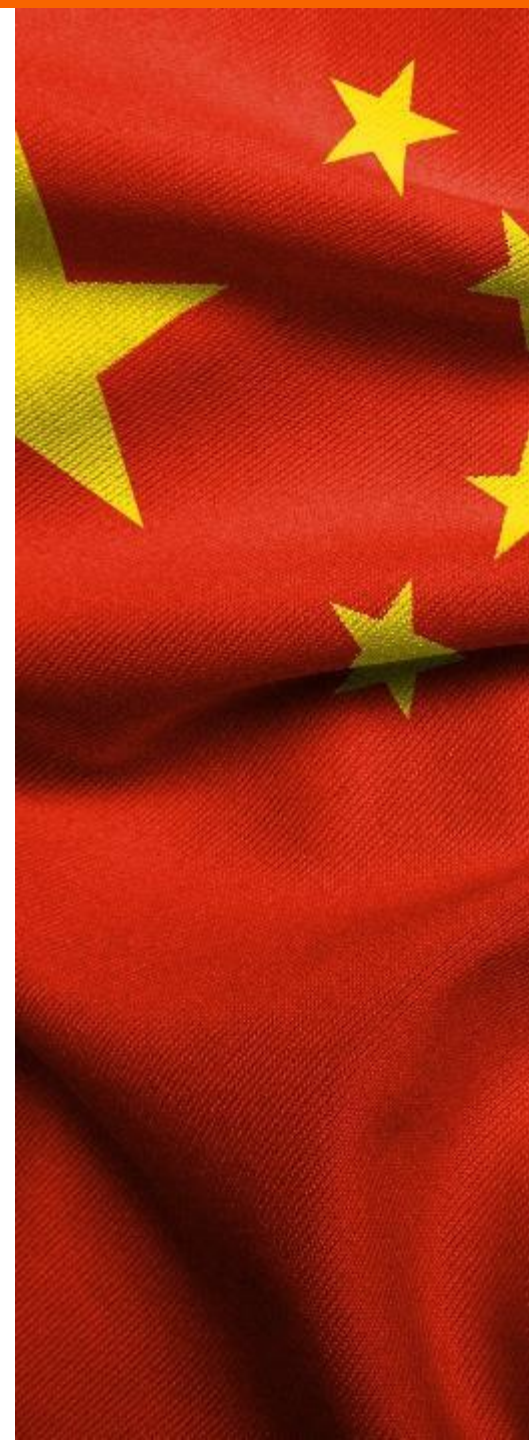
ユーロ圏：想定されるシナリオ

シナリオ	前回 予想	10-12月期 予想
 <p>ウィークフレーション 2023年10-12月期には成長率がゼロ付近まで減速する一方、インフレ率は引き続き目標を大きく上回る。逼迫した財政が経済活動を圧迫し、ロシア・ウクライナ紛争とそれに伴うエネルギー危機に関連した供給制約がさらに深刻化する。こうした中、ECBは2023年に中銀預金金利を3.75%まで引き上げ、これが経済成長と企業収益を押し下げる。リスク資産は堅調に推移し、金利は高い水準で推移する。</p>	40%	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年内の利下げが可能となる。金融資産は一時的に下落するが、その後反発、金利は低下する。</p>	25%	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。中国および堅調な米国経済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3%程度まで利下げが可能となり、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%	10%
 <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はインフレ率の抑制に向けて2023年内は積極的な利上げを実施し、金利カーブは短期主導でフラット化が続き、リスク資産は底堅く推移する。</p>	10%	15%
 <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年内にさら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%	10%



中国：想定されるシナリオ

シナリオ	前回 予想	10-12月期 予想
 <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、中期的な成長に課題はあるものの、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新型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%	45%
 <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%	20%
 <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%	10%
 <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%	20%
 <p>狂騒の2020年代 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%	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10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、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.

© 2023 PFI and its related entities. 2023-7308

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

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“Q4 23 Quarterly Outlook / Published October 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ものです。その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。
- 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

PGIMJ103002

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。