



2024年 1-3月期 四半期見通し

2024年1月

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

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

目次

1	主要な市場トレンド & 投資テーマ	3
2	債券市場の見通し	5
3	世界経済の見通し	10
4	セクター別見通し	15
	先進国金利	16
	エージェンシーMBS	18
	ESG	19
	証券化商品	21
	投資適格社債	23
	グローバル・レバレッジド・ファイナンス	25
	エマージング債券	27
	地方債	30
5	サマリー	31
	見通し一覧 & 資産クラス別の見解	32
	パフォーマンス一覧	33
	主要国・地域の経済見通し	34

個別セクター	トータル・リターン (%)				
	Q4 23	2023	2022	2021	2020
欧州レバレッジド・ローン	1.68	13.53	-3.36	4.87	2.4
米国レバレッジド・ローン	2.85	13.04	-1.06	5.40	2.8
欧州ハイイールド債	5.63	12.78	-11.13	3.32	2.9
米国ハイイールド債	7.16	13.45	-11.19	5.36	6.2
欧州投資適格社債	5.52	8.19	-13.65	-0.97	2.77
エマージング通貨	5.28	8.44	-7.14	-3.09	1.73
CMBS	5.25	5.42	-10.91	-0.64	8.11
エマージング債 (現地通貨建)	3.13	7.60	-8.85	-5.52	6.07
エマージング債 (ハードカレンシー建)	9.16	11.09	-17.78	-1.80	5.26
米国国債	5.66	4.05	-12.46	-2.32	8.00
米国投資適格社債	8.50	8.52	-15.76	-1.04	9.89
地方債	7.89	6.40	-8.53	1.52	5.21
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	7.48	5.05	-11.81	-1.04	3.87
米国投資適格長期社債	14.01	10.93	-25.62	-4.65	13.94
米国長期国債	12.70	3.06	-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)	6.57	7.19	-17.18	-4.71	4.05
グローバル総合(ヘッジあり)	5.99	7.15	-11.22	-0.15	5.58
円総合	0.92	0.51	-5.30	-2.85	-0.8
米国総合	6.82	5.53	-13.01	-1.39	7.51
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	8.10	5.72	-16.25	-1.54	9.2

その他セクター					
3か月 SOFR	1.35	5.18	1.66	0.03	-1.5
米ドル (DXYインデックス)	-4.56	-2.11	8.21	6.37	-6.69
S&P 500 指標	11.69	26.29	-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JPモルガン、ハイイールド債はICE BofA、担保付シニアローンはクレディ・スイス。欧州のリターンは、特に断りのない限りヘッジなし。パフォーマンスは2023年12月31日現在。インデックスに直接投資することはできません。

セクション 1

主要な市場トレンド & 投資テーマ

01

一旦停止、方向転換、そして宴は続く

経済指標の軟化と米国連邦準備制度理事会（FRB）の利下げに向けた方向転換を受け、金利およびリスク市場には大きな変動が生じた。2023年末にかけて投資家が市場に押し寄せたため、金利は大幅に低下してスプレッドも縮小した。今後、より緩やかなペースながらも強気相場が再開すると考えられるが、その前に一旦停止して調整することになるだろう。

引き続き債券には戦略的な投資機会がある

特にハイイールド債を中心に、信用スプレッドは縮小している。しかし、投資適格債の利回りは2022年末と同水準にある一方、恐らく中央銀行の利上げは終了

したと考えられる。つまり、**引き続き債券は戦略的な投資機会を提供している。**

現実的な影響をもたらし得る懸念

地政学的関係の悪化を背景に、痛ましい地域紛争が頻発するようになってきている。現時点において主要国は大きな影響を受けていないかも知れないが、少なくともエネルギー価格の高騰が2024年のリスクとなり得る。また、米国の政治リスク（政府機関閉鎖の可能性、強制的な歳出削減、および大統領選挙）が2016年当時と同様に再び注目を集める可能性がある。「米国債の格下げの中で引き起こされるテーパリング懸念（テーパー・タントラム）」に留意する必要がある。

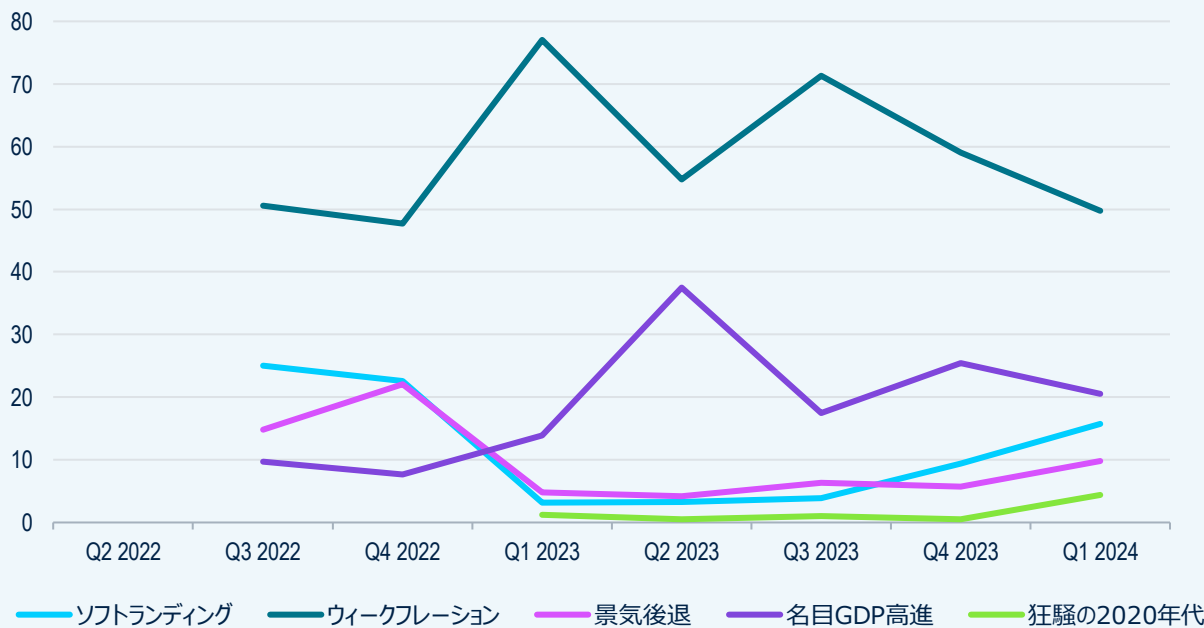
努力を重ねて収益を稼ぐ

結局のところ、2023年と同様に2024年も強気相場によって堅調なリターンがもたらされるかも知れない。しかし、2023年の相場も単純ではなかった。スプレッド、金利、通貨に大きな変動が生じ、これによってリスクが生じるとともに、丹念なアクティブ運用を通じた投資機会も提供された。引き続き不確実性が高く、大きな市場変動が繰り返される可能性も高い中、市場には**多様かつ大幅な超過収益獲得機会が見出されるだろう**。このように、**2024年は投資家にとって苦難を伴いつつも、最終的には実りの多い年となると考えられる。**

過去7四半期にわたり、PGIMフィクスト・インカムでは社内の専門家に対して米国の経済見通しに関するヒアリング調査を行った（今後12か月、回答者に占める割合、%）

最新の調査でも、引き続き多くの回答者が最も発生確率の高いシナリオとして「ウィークフレーション」を挙げた。一方、「名目GDP高進」以外の他のシナリオの予想発生確率も上昇しており、調査開始以降で最もばらつきが見られる結果の一つとなった。

これは個別セクターのスプレッド分布だけでなく、全体的な経済見通しに関する見方にばらつきが生じていることを浮き彫りにするものである。



出所：PGIMフィクスト・インカム。



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強気市場の始まり

強気相場が進行中かどうかを疑っていた人々は、10-12月期のFRBの方向転換および債券市場の好転を受けて、そうした疑念を一掃したはずだ。米欧の長期金利は、2023年10月に今サイクルの最高値に達してピークを打ち、債券の弱気相場は終焉を迎えたように見える。こうした中、今後の展望を検証する。

幸いなことに、利回りがレンジの上限に達し、中央銀行の利上げサイクルが終了（欧米の主要市場では既にこうした状況にあると我々は考えている）すれば、次の展開を予想することは困難ではない。我々が1年前に発行した「[利回り上昇を受けて投資妙味が増す債券市場](#)」で示唆したように、利回りが妥当な水準に達すると、債券にとっては「[混乱を受け入れ、リターンを獲得する](#)」環境が生じる。確かに、四半期ごとのボラティリティはあるだろうが、長期的な債券投資家には、利回り水準の上昇が今後10年間にわたってリターンの増加という形で還元されるはずだ。要するに、我々は依然として債券の戦略的な買い場にいると考える。

但し、後述の「先進国金利」でも強調されているように、短期的には最近の金利の大幅な低下（**図1**）を踏まえて、何らかの調整または反転が起こる可能性がある。

図1：FRBの政策転換のメッセージを受け、10-12月期に長期金利は急落した（上図）。また、地域毎の経済状況の違いを問わず、西側諸国の主要市場では同様の動きが見られた（下図）。これらは、短期金利市場では今後12～24か月に約200bpsの利下げが実施されることが織り込まれていることを示している。すなわち、現物スポット金利がそれぞれのフォワード金利より約200bps高い水準にある（%）



出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ。

債券市場の見通し

今後12～24ヵ月にわたって大幅な利下げ（米国とユーロ圏の双方で200bps程度）が実施されることを足元の市場が織り込んでいることから、予想を上回る経済成長やインフレに対して市場は脆弱である。但し、12月の雇用統計を受けて米国の利下げ予想は下げ幅縮小の傾向にある。

同様に、信用スプレッドは2023年末にかけて大幅に縮小（図2）したため、**2024年初頭は市場参加者が利益確定を図る中でスプレッドが拡大する可能性がある。**

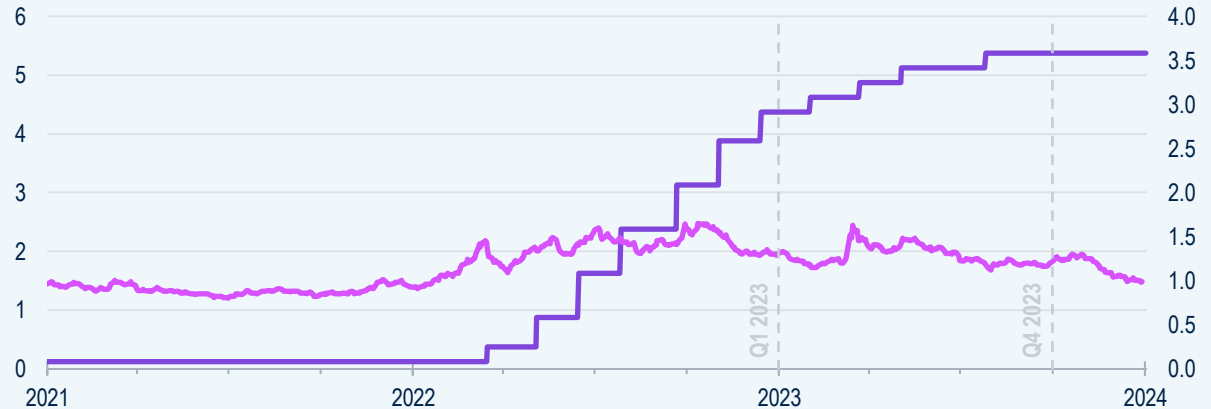
2024年には、政府や企業による多額の債券発行が市場の重石になるかも知れない。しかし、中央銀行が年内に利下げを実施するにつれ、市場の需給環境は改善するはずだ。逆イールドと高いキャッシュ利回りを受けて、2023年にはマネーフンド残高が急増した。加えて、債券価格の下落と資金流出によって債券への資金フローが細り、その一方で株価上昇によって株式への資産配分が押し上げられた。

要するに、中央銀行が利下げに踏み切れば、株式と現金の両方から債券に資金を振り向けることによってポートフォリオの構成を正常化しようとする投資家にとって、最強のお膳立てが整うことになるはずだ。

大局的な考察

ここで少し寄り道をして、より構造的な転換点となり得る幾つかのイベントに焦点を当てながら、より大局的な考察（および推測）を試みることにする。

図2：各国中央銀行が利上げペースを減速させたことから、スプレッド拡大は2022年に終息した。その後、2023年1-3月期からスプレッドは縮小傾向に転じ、先進国債相場の上昇とFRBの政策転換を背景に10-12月期にスプレッド縮小が加速した。このように急速にスプレッド縮小が進んだことから、投資適格社債のスプレッドは短期的に拡大する可能性がある。しかし、長期的には、堅調なファンダメンタルズと需給バランスが支援材料となって良好なパフォーマンスが期待できる。



— FF金利の中央値 (左軸) — 米国投資適格社債のOAS (パーセンテージ・ポイント、右軸)



— ECB預金金利 (左軸) — 欧州投資適格社債のOAS (パーセンテージ・ポイント、右軸)

出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ。

1. マイナス金利の解消は近い

日本銀行は2024年の早い段階でマイナス金利政策を解除すると予想されており、これにより世界の債券投資家と経済にとっての暗黒時代が終了することになる。これまで政策当局は、経済センチメントへの刺激を通じて消費と投資が促されることを期待して、皮肉にも貯蓄者および投資家の資金を台無しにし続けてきた¹。将来の危機に際して、中央銀行は金利の下限をゼロに止め置き、マイナス金利による意図せざる破壊的な副作用を回避できるだろうか？

2. ユーロ危機の終焉

自らに課した財政ルールを無視したことにより、ユーロ圏の試みは10年前に苦境に陥った。ギリシャのデフォルトを受け、各国政府は財政引き締めが悪循環に陥

り、これによって欧州各国は逆風に晒されることになった。我々は、ユーロ圏が崩壊するとの予測に対しては懐疑的な見方をしていたが、それでも長期にわたって低成長が続き、持続的な超低金利と金融緩和が必要になると考えていた²。

足元の2024年1-3月期に目を転じると、欧州中央銀行（ECB）の政策金利は4%に上昇している一方、欧州では財政ルール、いわゆる安定・成長協定（Stability and Growth Pact）が改正され、これにより、長期的に財政ルールを維持する上での柔軟性が高まり、当初の協定のような非現実的な基準や景気循環的（プロシクリカル）なメカニズムは排除された。加えて、ギリシャの財政状況は飛躍的に改善した。以前は財政難に苦しむ代表例だった同国は、2023年10-12月期には投資適格に復帰している。

現在のユーロ圏のシステムは決して完璧ではないが、2009年から2012年にかけて表面化した下振れリスクを軽減するための仕組みが構築されたことで、ユーロ圏の金融・財政政策は大きく前進した。

3. 化石燃料を巡る課題その1：天然ガス需給の逼迫は終わったか？

天然ガスに関しては、ロシア・ウクライナ紛争、対ロシア制裁、天然ガス価格の高騰を受けて、欧州各国は天然ガスの供給元を多角化し、これによって高水準の貯蔵率が維持されている。エネルギー価格は依然として2022年以前の水準を上回っているが、2022年の高騰の大部分は巻き戻されている（図3）。結論を出すのは時期尚早かもしれないが、天然ガス需給の逼迫は終わったのかと設問する価値はあるだろう。

¹ この動きの詳細については、PGIMフィクスト・インカムが2023年8月22日に発行した「[低利回りから高利回り環境へのパラダイムシフト](#)」を参照。

² この期間に関する詳細については、PGIMフィクスト・インカムが2014年10月に発行した「Europe: Into the Void」を参照。

図3：天然ガス価格は、欧州が供給元を多様化させ、高い貯蔵率を維持していることから、今後も緩やかに推移する可能性がある（ユーロ/MWh）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ。

4. 化石燃料を巡る課題その2：将来性が見込めなかった化石燃料の将来性が復活

近年、再生可能エネルギーによる発電は自然現象によって断続的に、しかし明確に阻害されている。これには、干ばつによる水力発電量の低下、風の弱まりによる風力発電タービンの停止、日照不足による太陽光発電量の低下などが含まれる。こうした事象の発生により、経済活動に悪影響が及び、エネルギー価格が高騰し、化石燃料への投資家には利益がもたらされた。

COP28は化石燃料時代の「終わりの始まり」を告げるものとされ、その通りとなるかもしれないが、（石油産出国である中東のドバイが議長となり、化石燃料のロビイストや主要なエネルギー国の首脳が多く出席した）会議自体はより現実的な印象を与えるものとなった。化石燃料の生産量は長期的には減少すると予測されるものの、新興国経済の急成長を可能にする重要な要素であることから、短中期的には需要は堅調に推移すると見られる。さらに、例えば再生可能エネルギーが主要なエネルギー源になったとしても、再生可能エネルギー発電の補完やバックアップとして、大規模な化石燃料生産能力が必要であり続けるだろう。

債券市場の見通し

逆イールドカーブ下における債券投資の優位性

現時点において依然として預金金利は高い水準にあり、多くの投資家にとっては[前回の四半期見通し](#)で取り上げた疑問が未解決となっている。つまり、

イールドカーブの形状はフラット化、あるいは逆イールドになっていることに加え、市場のボラティリティも高い中、なぜ債券を買う必要があるのだろうか？

■ **アルファ**：昨年と同様、債券市場は期間構造上のポジション、セクター配分、現地通貨建エマーシング債、通貨など、債券のあらゆる分野でアクティブ運用による超過収益獲得機会を提供し続けている。

■ **クレジットベータ**：中央銀行が政策金利を引き下げる方向に転換しているため、2023年10-12月期のクレジットスプレッド縮小後も、引き続きクレジットベータへのエクスポージャーは超過収益をもたらすと考えられる。

■ **長期的なインカムのヘッジ**：過去にも見られたように、予想外の市場へのショックで中央銀行が金利をゼロまで引き下げざるを得なくなり、今世紀に入ってから長らく喧伝されていた「現金は無駄」な状況が復活した場合、債券を通じてより高い金利インカムを確保できていない投資家は、長期的には損をすることになる。

■ **潜在的なリスクヘッジ**：さらに、2023年春のシリコンバレー銀行危機のようなリスクオフのイベントが発生すると、国債利回りが低下する可能性があり、ポートフォリオ全体のトータル・リターンを安定させる役割を果たすことになる。

■ **相対的なバリュエーション**：コロナ禍以後の中央銀行の利上げサイクルを経て、長期利回りは魅力的な水準に回帰しており、債券価格は十分に調整されている。一方、株価収益率のような株式評価

指標からはやや割高感が見て取れる。バリュエーションが相対的に割高化しているため、景気減速や金利上昇に伴って株価は調整されやすい可能性がある。

結論

欧米では政策金利がピークに達しており、債券の強気相場が始まっている。2023年10-12月期の相場急騰を受け、債券市場は一旦は調整を迫られる可能性があるが、アクティブ運用によって超過収益を追及する広範な投資機会や魅力的な利回り水準が支援材料となり、長期的に力強いリターンが期待できると考えられる。

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

インフレ抑制の進展が明かす新しいパラダイムの次の段階

各国中央銀行がインフレ率をそれぞれの目標値に回帰させることを喫緊の課題としたことが2023年の世界経済の根本的なテーマだったとすれば、2024年はこの課題に対する足元までの成否を評価することから始まる。今こそ、各国の現状を把握する絶好の機会である。過去数年間にわたり、一過性だと考えられてきたインフレに各国が一丸となって闘ってきたが、今になって振り返れば、こうした中で世界の経済大国間の政策方針、経済動向、財政的役割が分断されようとしているように見える。

グローバル経済を形作っているパラダイムが次の段階に移行すれば、特定の地域や国に利益がもたらされる。しかし、足元生じている新たな政策の乖離によって、ボラティリティの高まりが誘発される可能性もある。

FRBの政策と底堅い米国経済がこうした乖離の主な原因となっている可能性があるが、インフレの実

的な進展によって、こうしたFRBの方向転換が可能になった。FRBが重視するインフレ指標は2020年4月以来となるペースまで鈍化し、3か月年率換算のインフレ率は2.9%に減速した。これはコロナ禍前のレンジ内の水準である。コア・インフレ率がいつFRBの目標である2%に回帰するか注目される中、コアPCEが対前月平均0.2%で推移すれば、2024年半ばまでに目標に達する可能性がある（図1）。これは、賃料の鈍化の影響がデータに完全に反映される前のタイミングでの目標到達となる。

FRBは2023年12月のFOMCで、2024年と2025年に25bpsの利下げ回数をそれぞれ2回ずつ追加し、FF金利中央値はそれぞれ4.6%、3.6%となる見通しを示したが、2026年と長期金利の見通しは維持することで、インフレに対する警戒感を維持した。FRBは恐らく、将来的にはジャクソンホール会議の中で、長期金利の見通しを3.0%付近まで引き上げる

ことを発表するのではと我々は引き続き考えている。

これまで通り、市場はFRBの見通しに反し、好調な12月雇用統計を受けて2024年6月までの約75bpsの利下げを織り込んだ。とはいえ、FRBがこれほど急速に政策転換するとは我々は考えていない。2023年半ば以降から変わらず、我々は引き続き、2024年4-6月期に利下げが開始され、通年では25bpsの利下げが3回実施されるという予想を維持している。

インフレの脅威が後退すれば、米国労働市場の均衡に焦点が当たるのは間違いない。例えば、2021年には労働需要が供給を8倍近く上回っていた。

図1：米国のインフレ率がFRBの目標に近づく中、「一過性」と考えられた今後のインフレの推移について考察する（対前年比コアPCEの推移は、対前月比年率換算の予想値に基づく）



出所：PGIMフィクスト・インカム、マクロボンド、2024年1月2日現在。

それ以降、移民と女性の労働参加によって労働力人口が増加し、労働供給が需要を大きく上回るようになった。経済成長が鈍化し、企業の価格決定力が低下する中、賃金上昇圧力は今後1年にわたって、労働市場にますます大きなリスクをもたらす。

一方、労働コストの上昇は、雇用主が競争力向上のために取り組む技術革新や生産性向上を促す可能性もあると見ている。さらに、様々なセクターにおける設備投資に対する公的支援の増加は、供給面における構造的な生産性向上を促すと考えられ、これはテクノロジー関連産業全体の実質ベースでの建設費の増加という形で顕著に表れている。米国政府が政治的な停滞に直面する中で、こうした生産性改善のトレンドは今後12カ月間で鈍化するかも知れない。しかし、関連する政策が慎重に決定されていけば、今後3～5年の間に上昇トレンドが再開すると我々は見ている。

今年はまだ、米国で常態化しつつあるリスクが拡大する政治動向も多く見受けられる。1月末から2月初旬にかけて、暫定的な予算措置が期限切れとなり、米国は再び政府機関の閉鎖の危機に直面する。過去の経験に基づくと、政府閉鎖が発生すれば、1週間ごとに実質GDPは20bps縮小することとなる。但し、政府機関の再開後の四半期にGDPの落ち込み分が回復する可能性を考慮して、恐らく、市場は土壇場までこの危機の見通しについて楽観的であり続けるかも知れない。しかし、新たな政治的対立が起これば、米国政府の機能不全が再び同盟国、敵対国、格付機関にも露呈することになるだろう。

今年世界的に大統領選が控えており、これが世界的に影響をもたらすことは言うまでもない。現時点では、米国大統領選挙に加え、インド、EU、インドネシア、メキシコ、英国、および台湾などで大統領選が予定されており、今後数カ月にわたり、それらから得られる示唆に焦点が当てられるだろう。大統領選が及ぼす経済への潜在的な影響については、次号以降の四半期レポートで取り上げる予定である。

これらの点を踏まえると、2024年に考慮すべきことは数多く残されているが、我々が予想する米国経済のシナリオは2023年10-12月期から変化しておらず、引き続き「ウィークフレーション」が基本シナリオ（35%）、次いで「景気後退」が25%と見ている。我々のシナリオは、金融、財政、および信用状況が逼迫することが前提にあり、成長見通しは2023年の2.1%に対して、1.6%程度とトレンドを下回る水準に鈍化すると見ている（世界経済シナリオの詳細については「主要国・地域の経済見通し」を参照）。

欧州に目を転じると、FRBによる政策転換が様々な影響を及ぼすと予想されるのに対し、これとは対照的に、欧州では特に2024年は低調な成長が予想される中で、ECBは今後の政策の選択肢を維持しようとしている。ラガルド総裁は直近の政策決定会で、理事会が利下げを議論するのは時期尚早であり、現状維持の意向を明確に示したが、ECBが発表したパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）の調整は、従前の声明に反するものだった。

表面的には、この計画は2024年後半にバランスシートの縮小を加速させ、これによりユーロ圏の金融

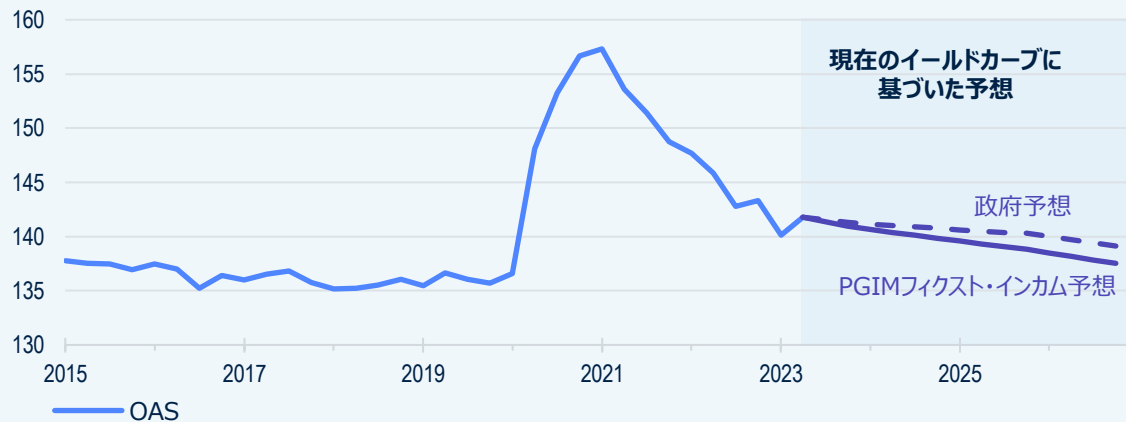
環境は逼迫するだろう。しかし、今回のPEPPを巡る発表は、状況が変われば、政策金利を調整し、機敏に対応できることを示唆している。こうした状況を踏まえると、ECBは利下げの議論を公にする前に、減速が見られる特定のサービス部門以外でのインフレ低下、娯楽といった賃金に敏感な部門での軟化の兆し、そして企業の利益率成長の鈍化を確認する意向だろう。ラガルド総裁が強調したように、こうした確証が得られるのは2024年上半年期以降であり、我々は基本シナリオとして、利下げによって預金金利が3.5%（現在は4.0%）に回帰するのは2024年10-12月期以降になると想定している。

財政刺激策の見通しは、米国と欧州のもう一つの相違点である。実際、ユーロ圏の将来の成長は不確定要素であると考えている。懸案となっている欧州の新しい財政ルールの導入では、ルールの実施に関してある程度の裁量を与えられているように見受けられ、新たな懲罰的措置の適用は、枠組みを取り決めた各国政府ではなく、将来の各国政府に委ねられることになる。ユーロ圏内で最も脆弱であるイタリア経済は、今回の新たな措置によって、対GDP比債務残高の低下基調が（僅かではあるが）持続することになり、「次世代のEU（NGEU）」基金からの着実な支援を通じて、恐らく同国の成長を押し上げるために2～3年の猶予が与えられる可能性がある（図2）。

ECBの政策上の選択肢が維持され、財政支援が大きな役割を担うことを考慮すると、2024年のGDP成長率は0.5%と予想する。また、我々はユーロ圏の基本シナリオを「ウィークレーション」（40%で変更なし）で維持している。ユーロ圏の「景気後退」（2023年10-12月期の25%から30%へ上昇）は我々の基本シナリオではないが、このシナリオは経済活動の急激な悪化を織り込んだものであり、仮に実現した場合、ECBは2024年内に政策金利を2%台まで引き下げると見ている。

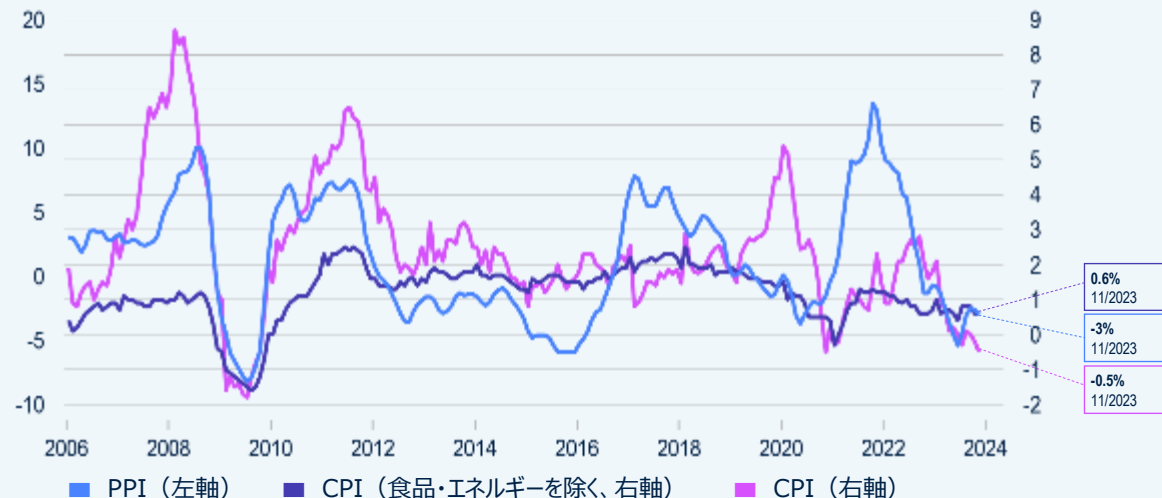
中国は、デフレが続く中で安定的な成長を達成するという短期目標と、不動産など脆弱なセクターのレバレッジを低下させるという長期目標の狭間で政策当局は難しい舵取りを強いられており、2024年も財政出動が重要な役割を果たすと予想される。実際、中国の11月のインフレ率は、消費者レベルでも生産者レベルでもデフレが進行していることが示された（図3）。これは、企業や家計への低調な貸出状況を示す経済指標とも一致する。こうした中、当局は地方政府への景気刺激策を目的に債券発行を行った結果、2023年後半には5ヵ月連続で社会融資総量が増加した。今回は、中央銀行による資金調達が始めて利用されたが、これは当局がインフレ基調を再び高めようとする中で、2024年前半まで拡大する可能性がある。こうした刺激策の効果が薄れるにつれて、不動産セクターにおける経済活動の活性化がこれを補う可能性がある。

図2：「次世代のEU」の資金から着実な支援を得られれば、イタリアの対GDP比債務残高は低下する可能性がある（イタリアの対GDP比債務残高、%）



出所：PGIMフィクスト・インカム、マクロボンド、イタリア経済財務省、2024年1月4日現在。

図3：中国では、インフレが求められる一方でデフレ基調が長引いている（中国のCPIとPPI、前年比）



出所：マクロボンド、2023年11月現在。

今後に関しては、中国の長期的な力学と短期的な力学を組み合わせると、注視すべき重要な点3つ浮き彫りになる。1つ目は、当局の政策は需要面よりも供給面を刺激する内容となっていることは明らかであり、これにより中国では物価が下落している。2つ目として、前述の要因により世界経済に対する中国の需要の刺激効果は今後も低下することが見込まれ（中国は世界の製造業生産高の30%を占めており、追加的な投資刺激策によりさらに拡大する可能性がある）、欧州など主要な輸出国にとっては逆風になると見られる。とは言え、中央銀行による資金供給が増える見通しであり、少なくとも、世界各国/地域における財のデフレが落ち着くと見込まれる。3つ目は、中国経済の不均衡が解消されていない点である。例えば、GDPに占める投資の割合は世界の主要国の中で最も高く（生産性や収益性を確保するには高すぎる）、レバレッジ解消、人口動態、およびデリスキングが今後も長期的な成長の足枷になると考えられる。

その結果、中国の成長率は2023年の5.3%予想から、2024年は約4.5%への減速が見込まれる中、我々は中国に対する基本シナリオは「ソフトランディング」を想定している。なお、この基本シナリオの発生確率を45%から55%に引き上げ、代わりに低成長シナリオの確率を引き下げた。しかし、2025年以降の成長率は一段と鈍化し、中期的な成長率は3%程度が上限になると予想している。

中国が短期的および長期的な課題に挟まれながら舵を進める中、中国経済の動向は今後も**新興国**に大きな影響を及ぼすと考えられる（影響の詳細

は「エマージング債券」、新興国の経済見通しについては「主要国・地域別の経済見通し」を参照）。

今年はまだ、**日本銀行**が政策を修正する可能性もあり、日本銀行の政策金利がマイナス圏を脱し、他の主要先進国の政策金利に近づくかどうかという点にも注目が集まる。我々の基本シナリオでは、日本銀行は慎重な姿勢を維持し、インフレ率が2%で推移しているという証拠がデータ上で確認されるまでは金融政策の正常化に舵を切らないと見ている。よって、日本銀行は2024年下半年まではマイナス金利を解除しない可能性があり、解除するに当たっても、ゼロを超えて金利を引き上げていきそうにはない。

こうした展望を踏まえると、2024年に各国中央銀行と経済が歩む新たな別々の道筋が見えてくる。各国がこうした新しいパラダイムに適応する中、先述した世界経済の構造的な転換がもたらす影響に各国は晒されている。よって、世界経済におけるそれら構造的要因の役割を見落としてはならない。



セクション 4

セクター別見通し

04

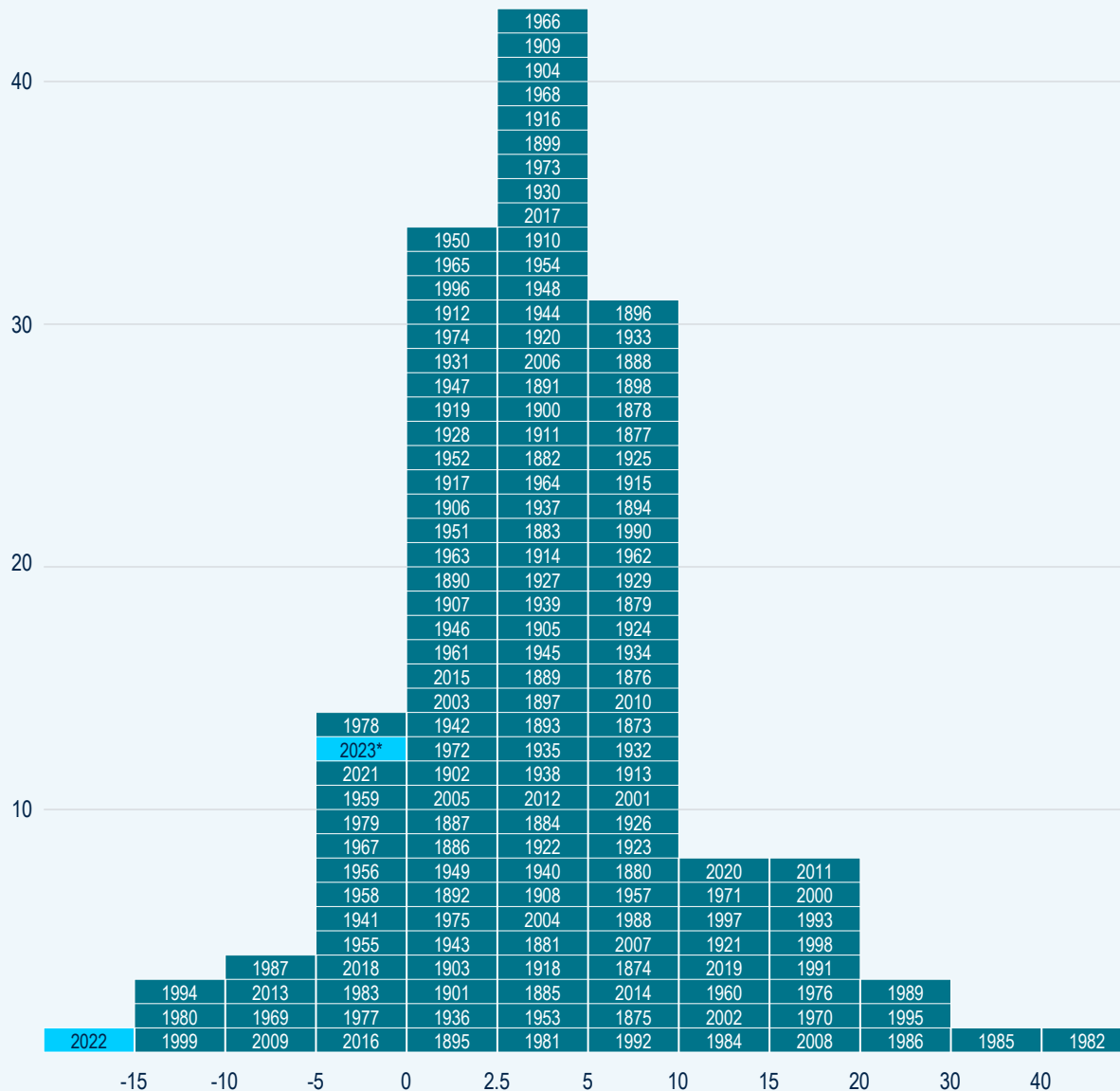
先進国金利

見通し：歴史的に見ても広い取引レンジが形成される中、豊富な投資機会が存在している。10-12月期の金利低下モメンタムが後退するにつれ、米国金利は再び上昇する可能性がある。一方、ユーロ圏と英国の金利は相対的に狭いレンジ内で推移するだろう。日本銀行がマイナス金利政策を解除するか否かについては、春闘がカギを握ると考えられる。

■ 先進国金利の変動幅は大きいものの、一定の取引レンジを想定して長期的な視点に立てば、機動的な超過収益獲得機会を豊富に見出すことができる。「世界経済の見通し」および「債券市場の見通し」で取り上げた個別の要因を踏まえ、先進国金利が今後数カ月の間に直近レンジの上限を突破する可能性は低いと見ながら、引き続き市場動向を注視している。

■ 米国10年債利回りを僅か数週間で5.0%から3%台に押し下げた今回の相場変動によって、非常に広い取引レンジが形成されたと見ている。2023年終盤における動きの大部分は、投資家による年末のポジション調整の結果であり、ファンダメンタルズをオーバーシュートするという市場の傾向を踏まえると、金利低下は間もなく息切れする可能性がある。

図：米国10年債のトータル・リターン分布（%、実現した年の数）



出所：アルパイン・マクロ、2023年12月1日現在。

セクター別見通し

■ 2023年末の金利低下局面では、我々はデュレーションのエクスポージャーをほぼ中立まで削減した。2024年のFRBによる利下げを市場が大幅に織り込んだ結果、イールドカーブは大きく下に凸型の形状となり、短期ゾーンと比較して3年ゾーンに割高感が生じている。そうしたバリュエーション環境にあるため、今後数カ月は、ショートからポジション構築する可能性が高まっている。

■ 我々は戦術的な投資方針を踏まえ、金利がいずれの方向にも急速に動く契機になり得る要因を注視している。例えば、米国議会の機能不全が解消され、景気刺激的な財政出動が行なわれれば、国債の売り相場が生じる可能性がある。あるいは、FRBの量的引き締め最中に大規模な国債が発行され、これが市場で十分に消化されない場合にも金利が押し上げられる可能性があるため、今後の入札では買い疲れの兆候を注視している。また、中東情勢が悪化し、それに伴い原油価格が上昇した場合も、インフレに対する警戒感が再び高まる可能性がある。

■ 反対に、インフレを伴わない新たな経済ショックや予想よりも軟調な経済を受けて、FRBが足元で市場が織り込んでいる水準、あるいはそれを超える緩和策を講じる事態になれば、今回の金利低下はさらに持続する可能性がある。

■ また、2024年に入り、米国では我々が何度となく指摘してきた市場構造改革も着手されている。証券取引委員会（SEC）が新たに採択した、一定の主体による米国債取引および全てのレポ取引について中央清算を義務付けるという規制により、米国債の取引コストが高くなることを見込まれるほか、レポ取

引の清算基盤の構築も必要になるだろう。なお、同規制の重要性と実施に必要な準備を考慮すれば、2026年半ばまで時間をかけて段階的に実施するという経過期間は適当であると我々は考えている。

■ 欧州では、ECBとイングランド銀行が自らの政策の選択肢を残すことでFRBと異なる道筋を歩み始めたように、金利動向にも似たような乖離が生じている。欧州全域および英国の金利は各々のファンダメンタルズを超えて低下したと考えられるものの、足元の水準にとどまる可能性があり、必ずしも顕著な調整が生じて上昇するとは限らない。

■ 一方、日本の金利見通しは、市場の物価見通しと日銀の政策路線に大きな影響を与える日本円の動向次第となっている。春闘の結果によっては、日本銀行はマイナス金利政策を解除する可能性がある（おそらく2024年4-6月期）。よって、現時点では、利回り上昇リスクに照らすと日本国債市場も若干割高である可能性がある。

エージェンシーMBS

見通し：10-12月期におけるスプレッドの急速な縮小を受けて足元は慎重な見方。一方、**超過リターン**の可能性に関して長期的には前向きな見方をしている。特定プールを引き続き選好する一方、**現行クーポン債**（期間30年、6%以上）については**アンダーウェイト**。足元で組成されている債券の**コンバクシテ**は、**適格ローン**の**上限額**が再び引き上げられたことで、一段と悪化している。

- 2023年10-12月期の急速な相場上昇に伴い、MBSセクターは大幅な**超過リターン**を記録した。長期的なバリュエーションは依然として割安だが、同セクターの足元の反発の程度とペースを踏まえ、2024年に入って我々は慎重な見方をしている。また、FRBによる利上げサイクルの終了と今後の政策動向（「先進国金利」のセクションを参照）により、短期的には金利変動が大きくなる可能性がある。とは言え、長期的には、FRBがある程度の期間にわたり政策金利を据え置く、あるいは微調整をする段階に入ればボラティリティは落ち着き、MBSセクターはその恩恵を受けると

見られる。

- また、金利低下によって23年ぶりの高水準で推移していた住宅ローン金利も押し下げられたが、季節要因の範囲を超えるほど直ちに供給量が増加するとは予想していない。長期的な視点から見ると、米国における手頃な価格の住宅不足が、住宅ローン申請件数の伸びを抑制している。

- 2024年初めの時点におけるその他の強気材料として、預金流出圧力の後退に伴う銀行の需要回復の可能性と、財務省による大規模な米国債発行が挙げられる。後者については、需給要因がMBSセクターのさらなる**超過リターン**実現に寄与する可能性がある。

- 繰上返済は落ち着いているが、2023年終盤における金利の大幅低下によって、今後は注視する必要がある。仮に金利が足元の水準付近で落ち着く場合には、金利の高い住宅ローンの借手は低い金利に乗り換えようとするため、それらのローンでは繰上返済の

ペースが速まると考えられる。

- こうした展開によって、同セクターの投資機会はやや限定的となっている。現行クーポン債での**コンバクシテ**・**リスク**の高まりに伴い、投資家は、より低いクーポンに関心を移すだろう。また、TBAの**ダラーロール**の水準も特定プールの保有に劣後しており、投資妙味は限定的と見ている。

- 最後に考えられる逆風はFRBである。仮に高いクーポンにおいて繰上返済が急増しても、FRBがMBSの量的緩和を再開する可能性は低く、FRBの**バランスシート**が繰上返済を吸収するとは期待できない。さらに、FRBが自身の利下げ予想を修正した場合は、その影響で**リスク資産**では**ボラティリティ**が再び高まることが見込まれる。

図：MBSのスプレッドは2023年末に大幅に縮小し、足元では2023年1-3月期の水準まで回帰している（bps）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ。

「2050年までにネットゼロ」を巡る誤った理解

ESGの目標を掲げている投資家は、地球温暖化を2℃未満に抑えるというパリ協定の目標に合致したポートフォリオの構築に努めるだろう。そのために、ポートフォリオにおけるカーボン・フットプリント、加重平均炭素強度、その他これらに類する指標に基づいてネットゼロ達成に向けた目標を設定するのが一般的な手法である。表面的にはパフォーマンスを追跡しつつ、容易にポートフォリオ間の比較が可能な単一指標を使用できる単純さから、投資家はこうした手法が好ましいと考えている。しかし、ESGが抱える他の多くの課題と同様に、単純化された手法では、発行体が気候変動に及ぼす影響を評価するような複雑なプロセスにおいて不可欠な重要な側面を捉えることができない。

単一の指標を用いてポートフォリオを構築すると、漸進的に脱炭素化を進める取り組みではなく、低排出セクターへの重点投資が志向されがちであるが、これは脱炭素化には極めて逆効果となる可能性がある。すなわち、現時点で脱炭素化のために最も多額の投資を必要とする鉄鋼や電力などの排出集約型産業の企業がより高い資本コストに直面する一方、金融やソフトウェアといった実際の脱炭素化に大きく貢献しない企業が低い資本コストの恩恵を受ける可能性がある。これにより、排出集約型の企業は、現時点で多額の資本を必要としない「ブラウン（環境への負荷が大きい）」事業を強化させることになり、結果的にそれらの企業による脱炭素化投資が先送りされることになる。

全ての資産クラス共通の「標準的な」指標を策定するという取り組みも、同じような問題を孕んでいる。ソブリン債や証券化商品など多くの資産クラスにおいて、脱炭素化の達成状況のある程度正確に評価するために不可欠な検討事項を無視するようなカーボン・フットプリントに基づく評価手法が採用されている。

例えば、ソブリン債に関する「カーボン・フットプリント」を計算する最も一般的な手法は、国内総生産（GDP）単位当たりの温室効果ガス（GHG）排出量を計算するというものであるが、この指標は極めて不十分である。第一に、簡単な分析をしてみると、GDP単位当たりのGHG排出量が少ない国の多くは、人口一人当たりの排出量が最も多い国に分類されることが分かり、この指標の有効性について早くも疑問が生じる。さらに重要なのは、国連は1990年代初めの気候変動を巡る交渉の開始時から、各国にはそれぞれ異なる責任があるという点を明確に示してきたことである。各国が迎えるべき適切な脱炭素化の道筋は、地球温暖化に対する各国の歴史的責任（その年の排出量だけでなく、これまでの累積的な排出量）と能力（資金面、技術面、天然資源の有無）の両方に依存する。

また、GDP単位当たりのGHG排出量は、各国が国境を越えて地球の気候変動に及ぼしている重大な影響も無視している。例えば、気候変動に対する先進国の責任として非常に重要なのは、発展途上国が脱炭素化するための資金を提供すべく、多額の「極めて優遇された条件による融資」を行うことだと専門家は

極めて明確に述べている。これは、先進国自身の国内の排出量削減努力と実質的に同程度の重要性を持っている。こうした優遇された条件による融資が現在の何倍もの水準にまで増加しない限り、地球温暖化を2℃近くに抑えることは不可能である。ここで指摘した側面は、数多くある側面の一部に過ぎない。各国が及ぼす気候への影響を深く掘り下げて検証するほど、GDP単位当たりのGHG排出量は目的に全く合致しないことが明らかである。

証券化商品についても、単一の指標には問題がある。多くの証券化商品では、建物のエネルギー効率や自動車ローンのプールのエネルギー格付に関するものなど、気候変動のパフォーマンスを評価するために使用され得る評価指標（KPI）が設定されている。しかし、こうしたKPIを単純にそのまま評価するのではなく、それらを「カーボン・フットプリント」に「変換」しようとする動きが見られる。これは、カーボン・フットプリントの代用値を創り出すKPIへの恣意的な変換によってなされる（例えば、エネルギー効率格付に、エネルギーの使用量および排出原単位に関する標準的な推定値を表す2つの定数を掛け合わせるなど）。これにより、巧妙に「カーボン・フットプリント」が創り出される一方、本来的なKPIとしての精度が薄められ、多くの場合には誤解を招くほど不正確となる（こうした推定値に基づく誤差は、小さな文字で注釈される以外は、開示あるいは議論されることはほとんどない）。

単一指標を使うことの利点として、資産クラス間の比較や追跡が可能になるという点が考えられる。しかし、前述の通り、多くの資産クラスで使用されているカーボン・フットプリントの代用値は非常に不正確であり、恣意的な推定値への依存により重要な検討事項が薄められてしまっている。よって、こうした単一指標は、実際には比較の用途には全く適していない。例えば、鉄鋼会社、ソフトウェア会社、新興国、自動車ローンのプールによるカーボン・フットプリントの10%削減が実際に気候変動に及ぼす影響は、全て同じだと言えるのだろうか？単一指標が、気候変動のパフォーマンスを評価する上で非常に重要となる幾つかの検討事項を考慮していないという点を踏まえると、実際の脱炭素化を評価する上でその有効性には疑問が生じる。

これと比較すると、定性的評価を含む多様な指標および評価ツールを使用する我々の手法は、こうした重要な側面をより考慮できるよう設計されている。我々の手法は、単なる数値ではなく、温度チャーター・アライメント（各企業のネットゼロのコミットメントが、地球温暖化を1.5℃以下に抑えるために必要とされるものと一致しているかどうか）の категорияあるいは格付の特定を主眼としている。

特定の発行体による将来的な温室効果ガス排出量の想定も我々の手法が考慮している側面の一つであり、これを正しく認識することは、発行体のコミットメントを額面通りに受け取る以上の意味を持つ。実際に我々の手法では、発行体のコミットメントの信頼性を評価するだけでなく、こうした公約が地球温暖化の抑制目標と整合するものであるかについて

も評価している。ポートフォリオに関して言えば、各発行体が実際の気候変動に及ぼす影響が同じでないと考えられる場合には、ポートフォリオ内の全ての発行体を等しい重要度で扱うのではなく、各発行体の温室効果ガス排出の影響度について考慮している。

我々は、各発行体にとって単に「2050年ネットゼロ」の目標は適切とは言えず、今から10年、20年、あるいは30年後に行動を起こすのではなく、有意な取り組みを直ちに強化しない限り、1.5℃どころか2.0℃の温度上昇という目標の達成は不可能であるという点を認識した上で、こうした手法を採用している。

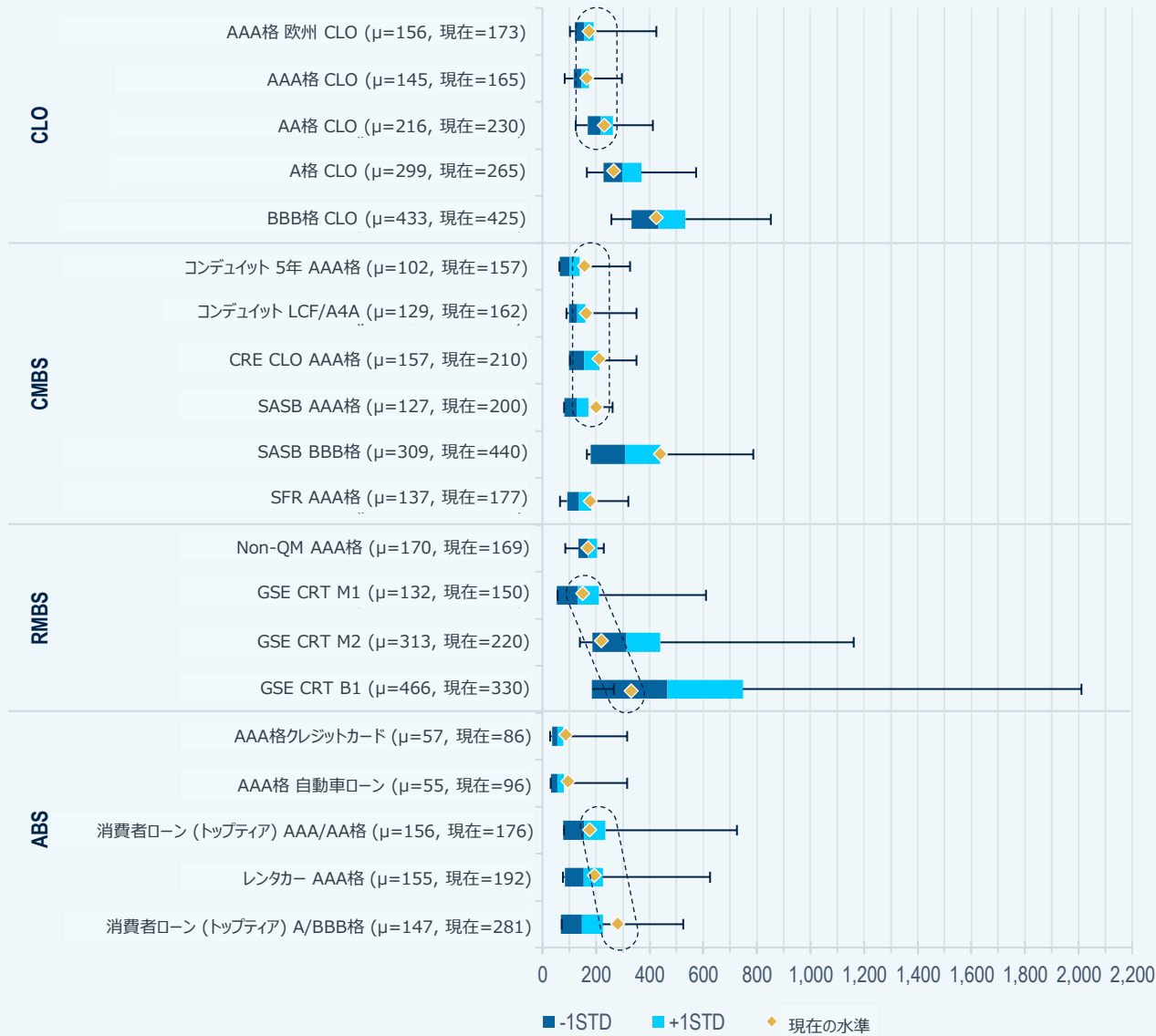
理論的な手法と現実的な手法が異なる可能性がある中、我々は現実的な手法を重視しており、これには単一指標は適していない。こうした中、温度チャーター・アライメントに対する我々の手法は、ますます複雑化するESGの問題に対して包括的な見解を提供するものである。このような複雑化したESGの問題への解決策は、現実の様々な側面に対処できてはじめて進歩していくものである。

証券化商品

見通し：シニア・トランシェは、銘柄にもよるが依然として割安感がある。魅力的なリスク調整後の期待リターンと、構造的な信用補完の堅牢性を踏まえ、シニア・トランシェを引き続き選好する。但し、資本構造上で上位のトランシェのспレッドはレンジ推移が予想されることから、2024年はキャリーが最大のテーマになるだろう。資本構造下位の部分では、足元のспレッド縮小とファンダメンタルズ悪化が高レバレッジのトランシェにとって悪材料となり、спレッドは拡大すると見ている。我々は慎重な姿勢を維持し、資本構造上位にあるспレッド・デュレーションの短い資産でポジションを構築している一方、信用リスクへの感応度がより高い投資については極めて選別的かつ機動的に運用している。

■ **CMBS**：2023年には金利上昇の影響でキャップレートの上昇が進み、その結果バリュエーションに下押し圧力が加かったが、2024年もこうした状況が続くと予想する。今後に関しては、不動産価格は全般的に約20%下落するが、格差が鮮明になり、オフィス不動産の価格が最も下落する可能性が高いと見ている。こうした逆風にも拘わらず、足元で社債よりもワイドなспレッド水準で取引されているコンデュイット型のAAA格債や、一部のシングルアセット・シングルボロワー型の証券には投資妙味があると見ている。金利上昇と厳しい資金調達環境により、新規発行は抑制される見通しである。

図：証券化商品のバリュエーションに対する見方（сп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は標準偏差-1、+1STDは標準偏差+1

セクター別見通し

■ **RMBS** : 低金利で住宅ローンを組成している既存の住宅所有者が住宅を手放さない中、住宅価格は引き続き良好な需給環境の恩恵を受けている。我々はRMBSについて引き続き前向きな見方をしている。特に、質の高いGSEの経年化した住宅ローンを裏付けとするクレジット・リスク・トランスファー債を選好している。但し、モーゲージ市場の最も信用の質が低いセグメントに当たるFHA住宅ローンと非適格住宅ローンプールでは、延滞率が若干上昇している。

■ **CLO** : バンクローンのスプレッドは限定的なローン組成と旺盛な需要が支援材料となっている一方、CCC格への格下げやデフォルト率の上昇、回収率の低下を通じてCLOの担保資産ではクレジットの悪化がある程度進むと予想している。金利コストの上昇がローンの借手企業のフリーキャッシュフローを押し下げ、その影響で格下げと価格のボラティリティ上昇がもたらされると予想する。よって、米国と欧州のCLOに関しては引き続きシニアトランシェ（AAA格とAA格）を選好している。

■ **ABS** : プライム消費者クレジットが底堅さを維持する一方、インフレと可処分所得の減少による影響が、引き続き信用力の最も低い消費者セグメントの重石になっている。特定分野に特化したABSにおける貸手の一部は急速な金利上昇や想定外の高いデフォルト率に対し脆弱性を露呈し、オリジネーターやサービサーのデューデリジェンスの重要性が浮き彫りになった。ABSのスプレッドに関して、当面はその他の市場に対する

出遅れ感を取り戻す一方、新規発行の減少が引き続き証券会社の在庫削減に寄与することから、我々は前向きな見方を維持している。今後については、銀行規制の強化が影響し、資産売却や規制絡みの取引（重要なリスクの移転）を通じて、より多くの投資機会が生じると予想する。

投資適格社債

見通し：2024年の米国投資適格社債のスプレッドは、引き続き95~125bpsのボックス圏で推移する見込み。パフォーマンスはスプレッド縮小よりもキャリアが牽引役になると考えられる。こうした環境下では銘柄選択の重要性が増し、超過収益は銘柄の保有、非保有の見極めからもたらされるだろう。魅力的な利回り、堅固なファンダメンタルズ、良好な需給環境が今後の投資適格社債を下支えする。

■ インフレ率は依然としてFRBの2%目標を上回っているが、徐々に低下傾向にある。我々は米国の経済成長が2024年1-6月に鈍化すると見ているが、現時点では借入コストが上昇する中でも経済は底堅く推移している。世界経済がさらに鈍化すれば、海外事業比率が高い企業にとっては逆風となるだろう。

■ 我々の経済見通しと企業の慎重な行動を踏まえると、2024年に投機的格付に格下げされる企業数は多くないだろう。しかし、売上と収益は伸び悩む可能性がある。米国の消費支出は金利上昇と高物価の中でも底堅く、市場の見方は楽観的だが、鈍化の兆候も見られる。力強い労働市場が堅調な個人消費を牽引しているが、労働需要はピークを打っている。そのため、企業は価格決定力を失いつつある一方、依然として人件費の上昇を吸収する必要性が続いている。

■ 銀行システム（特に地方銀行）の健全性は、2023年3月のシリコンバレー銀行破綻以降の主要なテーマとなっている。その後、2度の決算発表シーズンを経て、預金の流出はほぼ落ち着き、預金コストは上昇しているが、懸念される程でもない。危機

が去ったと言うのは時期尚早だが、銀行は今後数年で徐々に資本を再構築することができるだろう。

■ 我々は市場の需給バランスが今年も良好に維持されると見ている。2024年の発行総額は前年比横ばいを想定するが、ネットの発行額は償還債の増加によりやや減少するだろう。よって、金利が高止まりし、企業の信用力が維持されれば、旺盛な需要が見込まれることになる。

■ 米国の信用スプレッドは歴史的に見て魅力的ではないが、利回りは足元で金融危機以降の最高水準に達している。その結果、投資適格社債は機関投資家やアセットアロケーターにとって引き続き魅力的であると考えられる。

図：米国投資適格社債にとって、歴史的に高水準の利回りが最大のプラス要因の一つとなっている（%）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ。

セクター別見通し

■ ポジションに関しては、銀行、公益、短期ゾーンをオーバーウエイトとする。金融会社（特にサブプライム層へのエクスポージャーを抱える企業）に対しては慎重な見方をしている。

■ インフレの再燃、予想を上回る経済成長の鈍化、地政学的な混乱など、我々の見通しに対するリスクは他の債券セクターと同様だが、その他では、企業ファンダメンタルズの脆弱性につながるM&Aの増加の可能性も挙げられる。

■ **欧州**経済は良く持ち堪えているが、エネルギー価格の上昇（および、これがインフレに及ぼす影響）、低調な経済成長、鈍化しつつあるとはいえ高水準のインフレ率、ロシア・ウクライナ紛争などに対する経済の感応度は高く、依然として逆風に晒されている。ロシア・ウクライナ紛争が終結すれば、経済は大幅に好転する可能性がある。全体として、景気の著しい下振れリスクは基本シナリオではなくテールリスクである。

■ 欧州投資適格社債のポジションに関しては、ベンチマークに対してリスクを取り、スプレッド・デュレーションを中立としている。グローバル投資適格社債では、スプレッド・デュレーションをややアンダーウエイトとしつつ、リスクの取り方は欧州とほぼ同様であり、地域別では米国に対して、幾分欧州に多くのリスクを配分している。業種別では、銀行、エネルギー、公益をオーバーウエイトとし、米ドル建の産業をアンダーウエイトとしている。

■ 2024年の総発行額は昨年を若干上回るが、引き続き吸収可能な水準であり、ネットベースでも供給量はやや増加するだろう。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス

見通し：トータル・リターンに対して前向きな見方をしているが、超過リターンに関してはそれ程ではない。市場は経済への逆風の可能性を適切に織り込んでいないと見ている。それを別にすれば、短期的には需給環境は良好で、銘柄間の較差拡大がより多くの超過収益創出機会をもたらすだろう。

■ 米国経済は景気後退からは程遠い状況にあるが、ハイールド債市場には多くの潜在的な逆風が適切に織り込まれていないと見ている。金融引締めの一時的な効果、貸出基準の厳格化、財政引締めの可能性は2024年の経済成長にとっての逆風である。貯蓄の減少や雇用の伸びの鈍化は、消費者信頼感と個人消費に悪影響を及ぼすだろう。消費者の買い控えが続けば、企業収益と利益率への下押し圧力が高まる。

■ 経済のソフトランディングとFRBの方向転換に対する市場の確信の高まりによって、ハイールド債のスプレッドは2022年4月以降で最もタイトな水準まで縮小しており、良好な需給環境の中でスプレッドは一段と縮小する可能性がある。しかし、25~50bps程度のスプレッド縮小は、2024年の下振れリスクの見返りとしては不十分である。

■ ハイールド発行体の業績と手元流動性は引き続き良好で、レバレッジは長期平均を大きく下回っているが、クレジット指標には悪化の兆候が見られており、7-9月期の売上は2四半期連続で前年を下回り、EBITDAマージンは6四半期

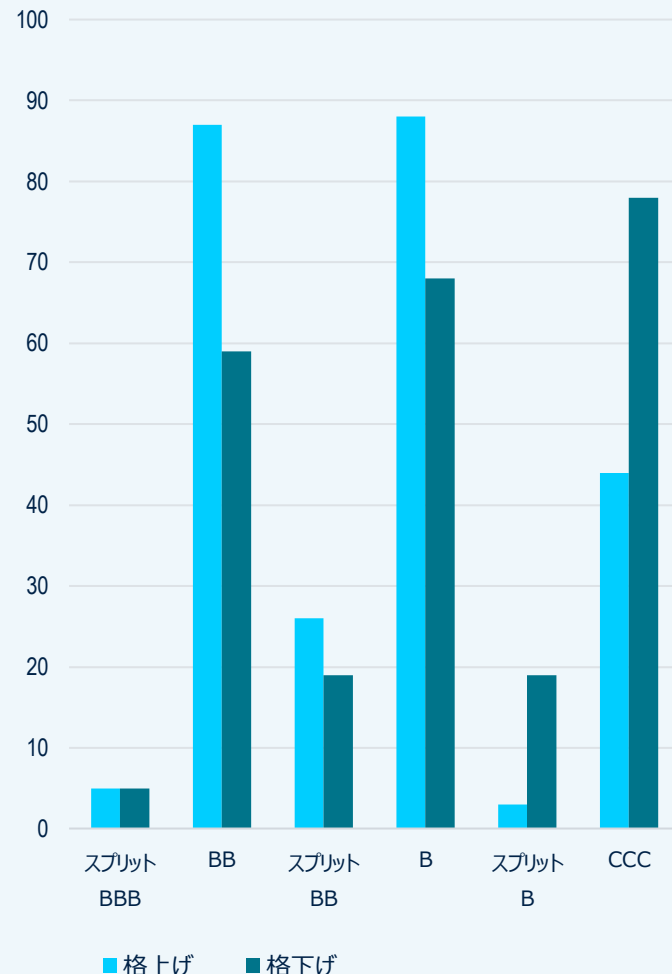
ぶりの低水準に落ち込んだ。

■ 多くの発行体のバランスシートは健全であり、2024年は大きな償還はなく2025年は償還額は増加するが対処可能な水準であるため、我々はデフォルト率の急上昇を想定していない。しかし、信用格付の格下げペースは引き続き加速しており、2023年のB格低位とCCC格発行体の格下げ数は格上げ数を大きく上回っている。但し、経済が我々の基本シナリオ通りとなれば、デフォルト率は今後12カ月で5.0%に上昇するが対処可能な水準である。

■ 一方、新規発行の減少、大手発行体の投資適格への格上げ、プライベート市場での資金調達を選択する発行体の増加などで、需給環境は引き続き良好である。これによって供給不足とハイールド債市場全体の収縮がもたらされており、年初来のスプレッド縮小に寄与している。

■ 良好な需給が維持されていることから、我々の短期見通しはやや前向きだが、起債増加などで需給バランスが崩れる局面では、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、電力および独立エネルギー銘柄のオーバーウエイトと、テクノロジー、消費サービス、メディア/エンターテインメント、固定通信のアンダーウエイトを維持している。

図：格付別の格上げ/格下げ（2023年に格上げ/格下げとなった発行体の数）



出所：J.P. モルガン。

セクター別見通し

■ 2023年の力強いリターンを受け、我々は2024年の米国レバレッジド・ローンは7.0%~7.5%のトータル・リターンを実現すると見ている。これは、高水準のクーポンと利回り、バンクローン投信からの資金流出の鈍化、小幅増にとどまる新規発行、私募またはハイイールド債市場で借り換えられるローンの比率の増加などによって下支えされる。我々のリターン予想には、デフォルトや格下げまたはリプライシングによって見込まれる1~2ポイントの価格下落が含まれる。従って、現在の市場モメンタムが予想よりも長期化し、ローン価格が安定あるいはさらに上昇すれば、我々の予想には上振れリスクが生じる。

■ 金利が上昇し企業業績への逆風が強まる中でローンのデフォルト率は上昇し、過去数か月で長期平均に近付きつつある。2024年は資本コストの上昇が、特にローンのみの資本構成となっている低格付のプライベート企業のフリーキャッシュフローを圧迫すると見ている。現在、これらの発行体は従来よりも市場で大きな比率を占めており、ローンのデフォルト率（ディストレスト・エクステンジンを含む）は2024年末までに4~4.5%に上昇し、今後24か月で9~10%の累積デフォルト率に達すると見ている。

■ 我々は、引き続き非公開企業の低位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。その理由として、これらの低格付ローンはファンダメンタルズの悪化によって最も打撃を受けることが挙げられる。銘柄選択と徹底したファンダメンタルズの調査/モデリングがますます重要になっており、デフォルトの回避が今後12~24か月の超過収益の最大の源泉になると確信している。

■ 我々は引き続き欧州ハイイールド債とレバレッジド・ローンのトータル・リターン見通しに対しては前向きな見方をしているが、超過リターンにはより慎重である。2023年は新規発行が限定的で、景気後退に陥るリスクが低いことを市場が織り込んだため、スプレッドは大幅に縮小した。限定的な発行によりスプレッドは短期的にボックス圏で推移、あるいは縮小すると見ているが、欧州経済が引き続き鈍化すれば拡大する可能性が高い。

■ 業績悪化や金利コストの上昇はファンダメンタルズの圧力となり、デフォルト率は今後12か月で上昇すると見ているが、目先は償還が少ないこと、発行体の潤沢な手元流動性、全般的に高い信用格付を踏まえると、デフォルト率上昇は比較的穏やかになるだろう。こうした状況を考えると、極めて深刻な景気後退に陥らない限り、同セクターの2024年のトータルリターンは、我々が予想する多くのシナリオにおいてプラスになると見ている（深刻な景気後退に陥るリスクは低いと考えている）。

■ ポジションに関しては、我々は景気循環業種、確信度の低い銘柄、そして金利コストの上昇に敏感な銘柄のリスクを引き下げ、市場に対して中立程度のリスク水準を維持している。また、フェアバリューから乖離して魅力的な相対価値を提供する銘柄を慎重かつ選別的に積み増している。最終的には、銘柄間の較差が拡大する中で、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：現在進行中の幾つかの動きが、2024年の新興国市場にとって追い風となるだろう。現在、エマージング債は高いキャリアによって魅力的なリターンをもたらす水準にある。ハードカレンシー建のソブリン債と準ソブリン債を組み合わせた我々のクレジット・バベル戦略は、現在の市場環境によく適している。現地通貨建エマージング債市場は、最近の米国金融政策の転換と多くの国での健全なインフレ鎮静化基調を背景に、2024年前半に堅調に推移すると見ている。通貨では相対価値を重視するスタンスであり、米ドルについては中立ポジションとしている。

エマージング債券市場の状況

■ 過去4年間、市場は相次ぐショックに晒されたが、インフレと金利上昇による逆風が2024年には解消されると考えている。足元では強気と弱気の成長見通し

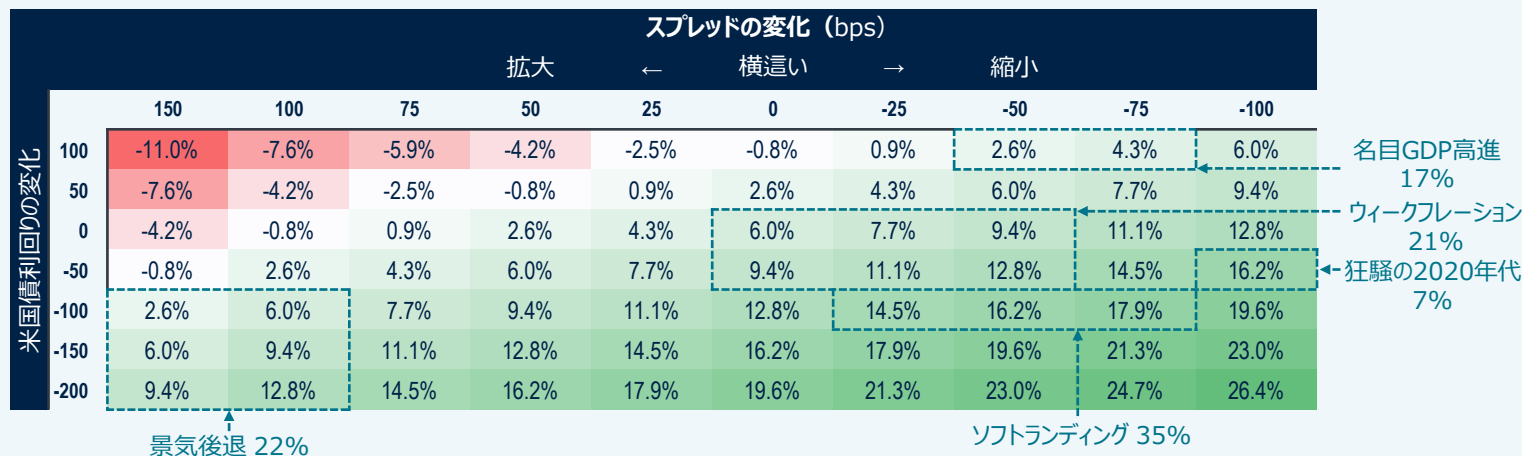
が交錯しているが、経済は減速しながらもプラス成長を実現すると我々は見ている。地政学面では、米中が覇権を競う中、ウクライナとイスラエルを中心に引き続きリスクが存在している。

■ エマージング債券のスプレッドは2023年末にかけて大幅に縮小したが、インフレ率の低下、米国金融政策の転換、そして経済の小幅なプラス成長を考えると、スプレッドはさらに縮小すると見ている。ハードカレンシー建エマージング債は、拡大したスプレッド水準により、利回りは8%近辺となっている。相対価値の観点では、低格付発行体のスプレッドは歴史的に見て拡大した水準にあり、また他のクレジット資産対比でも割安であり、8%の領域に入った高い利回りに寄与している。ハードカレンシー建エマージング債はキャリアによるリターンだけでも十分魅力的であるが、これに先進国債券の利回り低下と小幅なスプレッド縮小が加

わった場合には、10%を超えるリターンをあげることが可能である。

■ 新興国市場が過去数年間のショックから正常化しつつある中で、ファンダメンタルズの底堅さと平均回帰の動きが続き、スプレッドが縮小すると予想される。多くの国で財政赤字が減少しており、中央銀行が利下げを先送りしているため、実質金利は高止まりしている。こうしたマクロ環境が続けば、新興国の財政状況はさらに改善すると見ている。加えて、新興国では先進国よりもインフレ鎮静化が早く進んでおり、実質金利がプラスを維持する中、新興国経済は利下げサイクルの恩恵を受けるだろう。過去の経験を踏まえると、新興国経済が底堅い一方、先進国経済が減速することで、両者の成長率格差が再び拡大することは、エマージング債券市場にとってポジティブである。

図：1年物ハードカレンシー建の予想リターン分析



出所：PGIMフィクスト・インカム。

ハードカレンシー建エマージング国債

■ 我々は昨年に続き、今年もエマージング市場の力強い展開を予想しており、ハードカレンシー建エマージング債券市場は深刻な景気後退がなければ、高いトータル・リターンを実現するだろう。また景気後退に陥り、スプレッドが拡大する場合でも、高いキャリーと金利低下の恩恵によって、高いトータル・リターンを実現することが可能だと予想される。新興国の資金調達ニーズは均衡しているため、先進国金利が低下すれば、新興国市場への海外直接投資、証券投資、資金流入が需給を後押しすることになるだろう。

■ 我々のバーベル戦略は、現在の環境においても、変わらず最も優れたアプローチであると我々は確信している。バーベル戦略の中長期ゾーンでは、BB格およびBBB格のソブリン債と準ソブリン債の組み合わせを引き続き選好している。他方、短期ゾーンでは、高利回り、高ベータのB格およびディストレスト債を保有している。B格発行体については全体として中立ポジションとしているが、B格での厳選した銘柄選択が今後の大きなリターン獲得につながると我々は考えている。さらに、リスクの高いディストレスト発行体のうち、多くの下方リスクが債券価格に織り込まれているソブリン発行体をオーバーウエイトとしている。多国籍機関や二国間の貸し手には、デフォルトしたり返済困難に陥っている新興国の問題を解決したいという明確な意欲があるが、我々は引き続きバリュエーションに注意を払い、市場が何を織り込んでいるかを慎重に見極める必要がある。

■ 長期的には、エマージング市場にとって追い風となる多くの動きが存在する。具体的には、米中による

グローバルサウスでの影響力を巡る熾烈な争奪戦、サプライチェーンにおける中国リスクの削減とその他の新興諸国間に対する海外直接投資のシフト、技術革新とグリーンインフラを加速させるコモディティへの需要増大、人口動態の改善傾向、世界の経済と貿易に占める新興国の割合の増大が挙げられる。

ハードカレンシー建エマージング社債

■ 2023年のエマージング社債スプレッドの縮小により、現在のスプレッドは過去の平均水準にあるが、先進国社債市場に対して大幅にアンダーパフォームしてきたため、依然として投資機会は存在する。ハイイールドのエマージング社債は、2023年のスプレッドに起因するリターンが6%近くと高かったにも拘わらず、現在もスプレッド水準が相対的に高止まりしている。良好なマクロ環境においてスプレッドのさらなる縮小が見込まれるが、エマージング社債インデックスの利回りが約7.5%と高いことから、多くの発行体の底堅いファンダメンタルズを考慮すれば、想定されるほとんどのシナリオにおいて魅力的なトータル・リターンを上げるだろう。

■ 我々はBB格（スプレッドが最大で380bps）とBBB格（スプレッドは最大で230bps）のエマージング社債に最大の価値を見出している。ハイイールド・エマージング社債のデフォルト率（ロシアと中国を除く）は長期的なレンジである3~4%にとどまり、先進国とも同水準である。2024年のネットの資金調達額は大幅な減少が予想されており、直近の指標は投資家からの資金流入も支援材料になることを示唆している。リスクとしては、資金調達コストの上昇や景気後退に関連して、信用力にストレスがかかることなどが挙げられる。

■ 我々は引き続き、高成長とサプライチェーンにお

る中国リスク削減トレンドの恩恵を受けるインドやメキシコなどを選好している。低格付のB格発行体のアンダーウエイト銘柄を一部削減しており、化学などの景気敏感セクターについては、債務借り換えの難しさを考慮して引き続き選別的な姿勢である。

現地通貨建エマージング国債

■ 我々は米金融政策の転換と多くの国での健全なインフレ低下トレンドを考慮し、2024年の現地通貨建市場は、2023年に続いて堅調に推移すると見ている。金利については強気だが、2023年10-12月期の大幅な金利低下を受けて、ポジション構築のタイミングについてはやや慎重な姿勢を取っている。よって、足元で我々はポジションを削減しつつ、より有利な参入タイミングを探っている。さらなる金利低下には、エマージング通貨の上昇とコモディティ価格の下落が必要になるだろう。

■ 金利の方向性に関して、我々は全体としてCEEMEA地域の金利をアンダーウエイトし、中南米とアジアの金利をロングとしている。国別ではブラジル、メキシコ、韓国をオーバーウエイトし、南アフリカ、チリ、ハンガリーをアンダーウエイトとしている。ブラジルの政策金利は、市場が織り込む9.5%に対して、我々は9%以下に引き下げられる可能性があると考えている。メキシコでは、2024年1-3月期に利下げが開始されると予想する。米国市場が175bpsの利下げを織り込んでいるのに対して、韓国では今後2年間で織り込まれている利下げは僅か50bpsである。南アフリカのアンダーウエイトは、財政悪化の見通しと2024年の総選挙を控え、中銀が早期利下げに踏み切りづらいとの見方に基づいている。中国とハンガリーでは、それぞれ4.5%と5.0%の利下げの最終到達水準が市場で完全に織り込まれている。

セクター別見通し

■ カーブのポジションでは、キャリア・ロールがネガティブで、発行額が高水準であることを考慮し、スワップカーブの中期ゾーン（5-7年）が短期ゾーンと長期ゾーンをアウトパフォームすると見ている。7年超に関しては、スティープ化を見込んだポジションを維持している。

アジア通貨のアウトパフォームが続く可能性は低いと見ている。

エマージング通貨

■ 我々は2024年初時点で、米ドルを中立に変更し、相対価値を重視する姿勢としている。米国での高金利長期化シナリオや、2023年10-12月期の欧州と中国の景気停滞によっても米ドルが上昇しなかったことから、市場の関心が米国の利下げに集まっている現在、米ドルが上昇する可能性は低いと見ている。米金融政策の転換を踏まえ、経済がハードランディングに陥りボラティリティが急騰した場合にのみ、米ドルが上昇するだろう。但し、欧州の景気回復と中国の循環的な景気改善を確認してから、エマージング通貨に対してより強気に転じる方針である。

■ 地域別では、中近東、北アフリカ、欧州をロング、中南米を中立、アジアをショートとしている。個別通貨では、南アフリカ・ランド（割安なバリュエーション）、インド・ルピー、インドネシア・ルピア、メキシコ・ペソ（高キャリア）、トルコ・リラ（高キャリアと正当的な政策の復活）のロングを選好している。台湾ドル（低キャリア）、フィリピン・ペソ（経常収支の悪化と低キャリア）、ハンガリー・フォリント（ハト派的な中央銀行）、ペルー・ソル（低キャリア）をショートとしている。2024年の米国大幅利下げが市場で織り込まれているため、2023年10-12月のような

地方債

見通し：非課税地方債を中心に、現在、市場は概ね均衡した状況にあるが、ややポジティブに見ている。我々は、同セクターがプラスのリターンを上げる見通しを持っている。足元で市場は高金利環境を織り込んでおり、過去10年程で最も高い利回り水準まで上昇している。非課税の恩恵を受ける米国投資家にとって、非課税地方債の魅力は、2022年3月の米国での利上げ開始以降で最も高まっている。

■ 我々の想定する複数の景気シナリオのうち、大半のシナリオにおいて、地方債市場のファンダメンタルズは下支えされるだろう。景気後退が長期化しない限り、地方債が格下げやスプレッド拡大に見舞われることはないだろう。

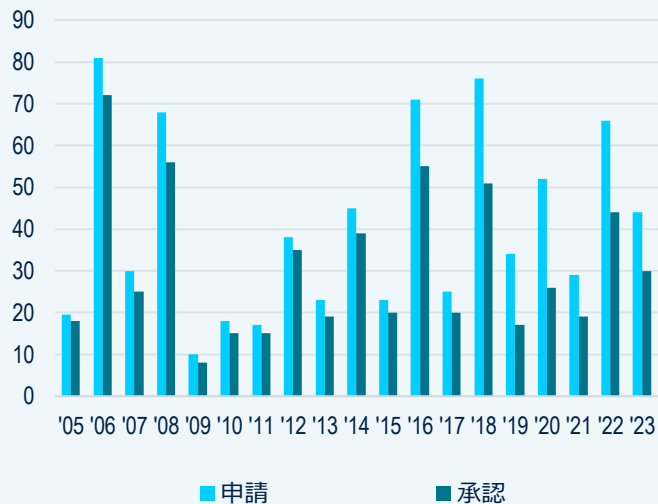
■ 多くの州および地方政府の信用力は依然として健全であり、予算上の問題（米国経済の鈍化や外生的なショックなど）が生じても、過去最高水準の準備金によって下支えされる。州政府は景気後退に備えて、またはインフラ・プロジェクトの建設のために準備金を維持している可能性がある。こうした状況は、2024年の地方債市場を引き続き下支えするだろう。

■ 2017年にトランプ大統領が署名した税制改革法案の幾つか条項は、全ての主要な個人所得税に関わる項目も含めて、2025年末に失効する。個人所得税の引き下げが更新されなければ、地方債に対する個人投資家からの需要はやや増加するだろう。また、選挙期間中は市場のボラティリティが周期的に高まる可能性もある。

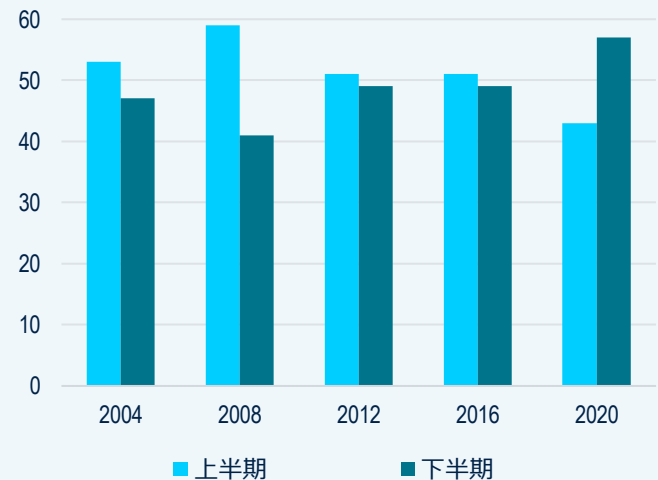
■ 需給面では、2024年の新規発行は、債券利回り低下、2023年からの発行繰り越し分、インフラ建設プロジェクト、進行中の投資案件ニーズによって増加が見込まれる。2024年の予想発行額について、市場が吸収可能な発行額を踏まえ、4,000億米ドル（前年比10%増）と証券会社は予想している。資金フローは予測が難しいが、資金流入の動きが強まるような場合は、需給に大きな影響を与える可能性がある。2023年末の非常に力強い相場上昇時にも資金フローは低調だった。過去2年間で地方債市場から1,150億米ドルの資金が流出したが、流出の動きはピークを過ぎている。主なリスクとしては、予想以上の金利上昇が挙げられ、その場合には再び資金流出圧力が高まる可能性がある。

■ 課税地方債に関しては、やや強気な見方をしている。地方債のスプレッドは投資適格社債のスプレッドの動きに追随すると見ている。10-12月期に、課税地方債は投資適格社債のスプレッド縮小についていけなかったことで、相対的にバリュエーションが割安になっている。2023年には発行面で抑制されていたが、1月には新規発行が行われる可能性がある。今年の課税地方債の発行額について、市場は450~500億米ドルと予想している。

図：選挙中の債券発行（10億米ドル）



図：大統領選挙が実施される年における発行（%）



出所：パークレイズ・リサーチ、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

消極的



積極的

米国
新興国



長期的な市場見通し

欧州



セクター	短期的な見通し	長期的な見通し ¹
先進国金利	歴史的に見ても広い取引レンジが形成される中、豊富な投資機会が存在している。10-12月期の金利低下モメンタムが後退するにつれ、米国金利は再び上昇する可能性がある。一方、ユーロ圏と英国の金利は相対的に狭いレンジ内で推移するだろう。日本銀行がマイナス金利政策を解除するか否かについては、春闘がカギを握ると考えられる。	米国 欧州 英国
エーゼンシーMBS	10-12月期におけるスプレッドの急速な縮小を受けて足元は慎重な見方。一方、超過リターンの可能性に関して長期的には前向きな見方をしている。特定プールを引き続き選好する一方、現行クーポン債（期間30年、6%以上）についてはアンダーウェイト。足元で組成されている債券のコンベクシティは、適格ローンの上限額が再び引き上げられたことで、一段と悪化している。	
証券化商品	シニア・トランシェは、銘柄にもよるが依然として割安感がある。魅力的なリスク調整後の期待リターンと、構造的な信用補完の堅牢性を踏まえ、シニア・トランシェを引き続き選好する。但し、資本構造上で上位のトランシェのスプレッドはレンジ推移が予想されることから、2024年はキャリアが最大のテーマになるだろう。資本構造下位の部分では、足元のスプレッド縮小とファンダメンタルズ悪化が高レバレッジのトランシェにとって悪材料となり、スプレッドは拡大すると見ている。我々は慎重な姿勢を維持し、資本構造上位にあるスプレッド・デューレーションの短い資産でポジションを構築している一方、信用リスクへの感応度がより高い投資については極めて選別的かつ機動的に運用している。	CMBS CLOs
投資適格社債	2024年の米国投資適格社債のスプレッドは、引き続き95~125bpsのボックス圏で推移する見込み。パフォーマンスはスプレッド縮小よりもキャリアが牽引役になると考えられる。こうした環境下では銘柄選択の重要性が増し、超過収益は銘柄の保有、非保有の見極めからもたらされるだろう。魅力的な利回り、堅固なファンダメンタルズ、良好な需給環境が今後の投資適格社債を下支えする。	米国投資適格債（1-10年） 米国投資適格債（10年超）
グローバル・レバレッジド・ファイナンス	トータル・リターンに対して前向きな見方をしているが、超過リターンに関してはそれ程ではない。市場は経済への逆風の可能性を適切に織り込んでいないと見ている。それを別にすれば、短期的には需給環境は良好で、銘柄間の較差拡大がより多くの超過収益創出機会をもたらすだろう。	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
エマージング債券	現在進行中の幾つかの動きが、2024年の新興国市場にとって追い風となるだろう。現在、エマージング債は高いキャリアによって魅力的なリターンをもたらす水準にある。ハードカレンシー建のソプリン債と準ソプリン債を組み合わせた我々のクレジット・パーベル戦略は、現在の市場環境によく適している。現地通貨建エマージング債市場は、最近の米国金融政策の転換と多くの国での健全なインフレ鎮静化基調を背景に、2024年前半に堅調に推移すると見ている。通貨では相対価値を重視するスタンスであり、米ドルについては中立ポジションとしている。	ハードカレンシー建投資適格ソプリン債 ハードカレンシー建ハイイールド・ソプリン債 現地通貨建エマージング債 ²
地方債	非課税地方債を中心に、現在、市場は概ね均衡した状況にあるが、ややポジティブに見ている。我々は、同セクターがプラスのリターンを上げる見通しを持っている。足元で市場は高金利環境を織り込んでおり、過去10年程で最も高い利回り水準まで上昇している。非課税の恩恵を受ける米国投資家にとって、非課税地方債の魅力は、2022年3月の米国での利上げ開始以降で最も高まっている。	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) Q4	SOFR OAS 9/30/2023
CMBS	CMBS:コンデュイット型 AAA 利子先払い10年債	-11	157
	CMBS:コンデュイット型 BBB-	-44	917
	CMBS:SASB - シニア AAA	0	200
	CMBS:SASB - メザニン BBB-	0	440
	CMBS:イーージェンシー集合住宅 シニア	-6	96
非イーージェンシー RMBS	レガシー RPL シニア	+14	173
	レガシー 2006/2007年のオルトA	-25	260
	GSEリスクシェアリング M2	-40	210
CLOs	CLO 2.0 AAA	-2	163
	CLO 2.0 AA	+5	230
	CLO 2.0 BBB	+25	425
ABS	無担保消費者ローンABS シニア	+31	182
	無担保消費者ローンABS Bクラス	+41	237
	民間学生借り換えローン シニア	+6	187
	クレジットカード ABS AAA	+18	82

出所：PGIMフィクスト・インカム

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS (bps) 12/31/23
	Q4	年初来	Q4	年初来	
米国投資適格社債	8.50	8.52	-22	-31	99
欧州投資適格社債	5.52	8.19	-16	-30	138

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12月31日現在。

	トータル・リターン (%)		スプレッド / 利回り変化 (bps)		OAS (bps)/ 利回り% 12/31/23
	Q4	年初来	Q4	年初来	
エマーシング債券 (ハードカレンシー建)	9.16	11.09	-47	-68	384
エマーシング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	4.26	7.51	-1	-1	6.19
エマーシング通貨	5.28	8.44	0	2	8.93
エマーシング社債	5.52	9.08	-17	-34	312

出所：J.P.モルガン

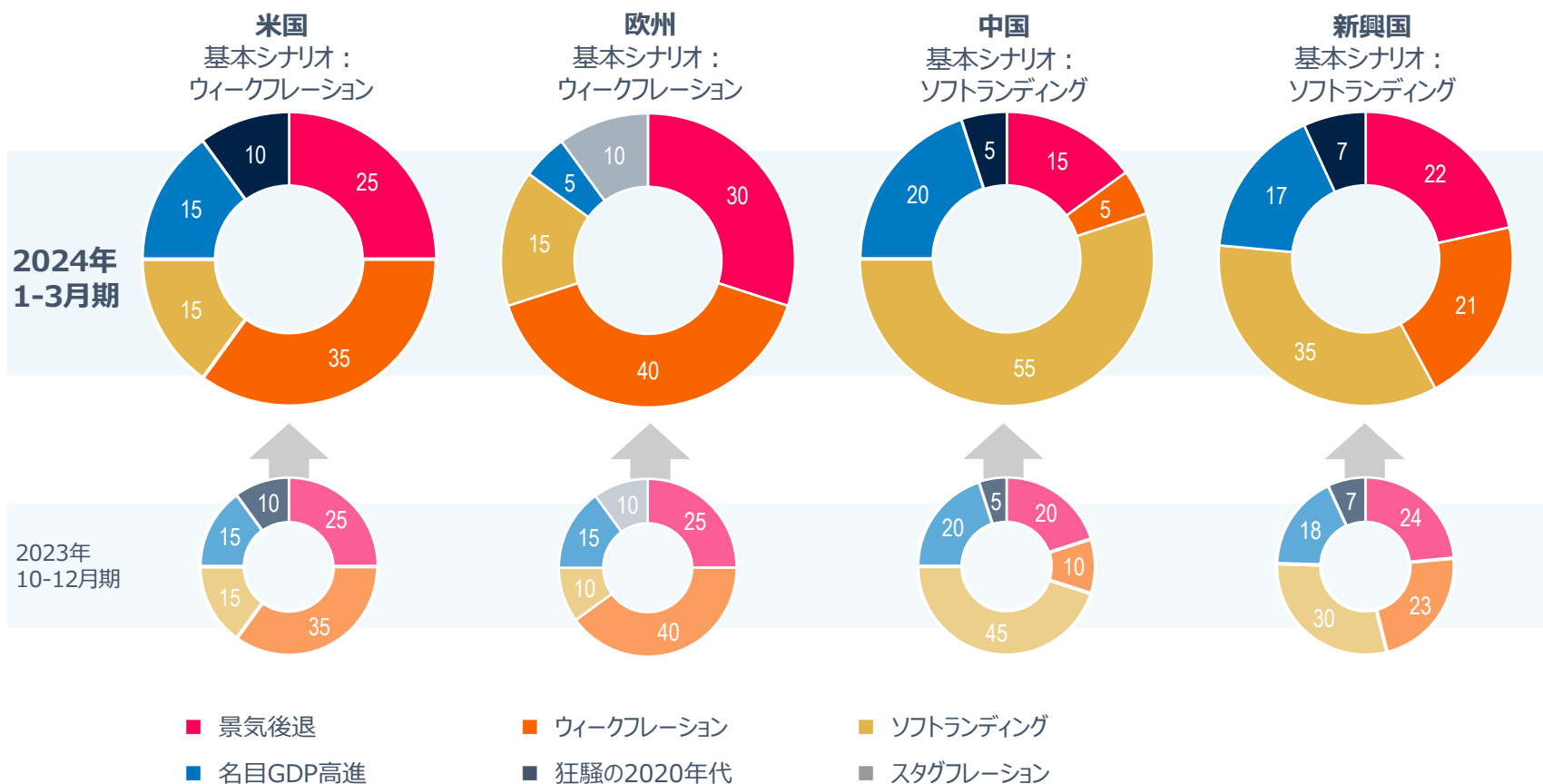
	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS/ DM (bps) 12/31/23
	Q4	年初来	Q4	年初来	
米国ハイイールド債	7.16	13.45	-71	-145	323
欧州ハイイールド債	5.63	12.78	-49	-114	399
米国レバレッジド・ローン	2.85	13.04	-13	-114	538
欧州レバレッジド・ローン	1.68	13.53	-24	-165	545

出所：ICE BofAML、クレディ・スイス

	トータル・リターン (%)	
	Q4	年初来
高格付非課税債	7.89	6.40
ハイイールド非課税債	9.21	9.21
長期課税地方債	10.05	9.88

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。

主要国・地域別の経済見通し (%)



出所：PGIM フィクスト・インカムによる予想。注記：四捨五入のため、新興国の各シナリオ発生確率の合計は100%にならない場合があります。新興国については、米国（40%）、欧州（10%）、中国（50%）の割合で加重平均した「世界経済成長」を前提とした想定シナリオです。

留意事項 1

データの出所（その他特に断りのない限り）：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ、2024年1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.

© 2024 PFI and its related entities. 2024-0213

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・セキユアード・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・セキユアード・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 EMBIGlobal・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(EMBIGlobal)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、JPMorgan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 Morganの事前の書面による許可が必要です。Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co.無断転載は禁じられています。

現地通貨建てエマーゼンシング債券

JPMorgan GBI-EMGローバル・ディバースファイド・インデックス：JPMorgan GBI-EMG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：JPMorgan 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 ELMIBラプラス・インデックス：JPMorgan ELMIBラプラス(JPM ELMIB+)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、ヴ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“Q1 24 Quarterly Outlook / Published January 2024”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

PGIMJ105236

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。