



2024年 7-9月期 四半期見通し

2024年7月

PGIMフィクスト・インカムはブルデンシャル・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ーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・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	<u>主要な市場トレンド & 投資テーマ</u>	3
2	<u>債券市場の見通し</u>	5
3	<u>世界経済の見通し</u>	11
4	<u>セクター別見通し</u>	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
	エマーゼンシング債券	28
	地方債	32
5	<u>サマリー</u>	33
	見通し一覧 & 資産クラス別の見解	34
	地政学リスクの見通し	35
	市場パフォーマンス一覧	36

個別セクター	トータル・リターン (%)				
	Q2 24	2024 YTD	2023	2022	2021
欧州レバレッジド・ローン	2.39	4.98	13.53	-3.36	4.87
米国レバレッジド・ローン	1.86	4.44	13.04	-1.06	5.40
欧州投資適格社債	1.49	3.85	8.19	-13.65	-0.97
欧州ハイイールド債	1.39	3.23	12.78	-11.13	3.32
米国ハイイールド債	1.09	2.58	13.45	-11.19	5.36
CMBS	0.67	1.53	5.42	-10.91	-0.64
エマーゼンシング債 (現地通貨建)	0.54	0.74	7.60	-8.85	-5.52
エマーゼンシング債 (ハードカレンシー建)	0.30	2.34	11.09	-17.78	-1.80
米国国債	0.10	-0.86	4.05	-12.46	-2.32
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	0.07	-0.98	5.05	-11.81	-1.04
地方債	-0.02	-0.40	6.40	-8.53	1.52
米国投資適格社債	-0.09	-0.49	8.52	-15.76	-1.04
エマーゼンシング通貨	-0.27	-1.38	8.44	-7.14	-3.09
米国投資適格長期社債	-1.74	-3.39	10.93	-25.62	-4.65
米国長期国債	-1.81	-5.01	3.06	-29.26	-1.13
マルチセクター					
グローバル総合(ヘッジあり)	0.12	0.13	7.15	-11.22	-0.15
米国総合	0.07	-0.71	5.53	-13.01	-1.39
ユーロ総合 (米ドルヘッジなし)	-0.88	-1.21	7.19	-17.18	-4.71
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	-1.12	-3.16	5.72	-16.25	-1.54
円総合	-2.77	-3.14	0.51	-5.30	-2.85
その他セクター					
S&P 500 指標	4.28	15.23	26.29	-18.11	28.71
SOFR	1.35	2.72	5.18	1.66	0.03
米ドル (DXYインデックス)	1.26	4.47	-2.11	8.21	6.37

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスの正式名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投資には元本損失のリスクがあります。出所：ブルームバーグ。ただし、エマーゼンシング債は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2024年6月30日現在。インデックスに直接投資することはできません。

セクション 1

主要な市場トレンド & 投資テーマ

01

主要な市場トレンド & 投資テーマ

- 1 政治的混乱と財政赤字の増大**：今年是世界中で政治的なイベントが予定されているが、これによって今後の地政学的な不確実性が高まるだけでなく、コロナ禍後の環境下で既に顕著となっている財政リスクが増大する恐れもある。金利上昇によって債務負担はさらに増加しており、その結果、米国、日本、イタリア、フランスなど、債務負担が大きく多額の財政赤字を抱える国の国債利回りは、断続的に長期金利の上昇圧力にさらされる可能性がある。
- 2 基本シナリオは「ソフトランディング（緩やかな経済減速）」**：インフレ率は目標に回帰しつつあり、金利は歴史的な「標準値」付近で推移しており、各国中央銀行には金融緩和に向けた政策的な余地が新たに生じているなど、いくつかの「伝統的な」市場構造が復活しており、世界経済はコロナ禍後の混乱から脱却しつつある。こうした市場構造を裏付けている原動力を踏まえ、我々は今後12か月の世界経済見通しの基本シナリオは「ソフトランディング」になるとの見方を強めている。
- 3 安定的な利回りと債券の戦略的な買い場**：我々は、金利がレンジ内で推移すると引き続き考えている。こうした見方は平凡に思えるかもしれないが、債券への戦略的な資産配分面での強気見通しの重要な要素である。過去数年のレティブ・バリューの変化（株式に対して債券が割安化）により、債券のリスク調整後リターンは魅力的な状況にある。加えて、米連邦準備制度理事会（FRB）が金利を据え置く、あるいは利下げを進める中で株式市場が急激な調整局面を迎えた場合、歴史的に債券はポートフォリオにおける堅固な緩衝材として機能してきた。
- 4 高格付債を選好しつつ投資機会を注視**：足元のクレジット・サイクルでは、イベントリスクの頻発、消費のより生活必需品を重視する姿勢、クレジット指標の軟化（およびディストレスト・エクステンジの増加）を踏まえ、我々は高格付債を選好している。とは言え、市場の混乱が解消する局面や、セクター間のばらつきによってレティブ・バリューに基づく投資機会が生じる状況においては、リスクの積み増しを検討している。



セクション 2

債券市場の見通し

ロバート・ティップ, CFA, チーフ・インベストメント・ストラテジスト兼グローバル債券責任者

02

膠着した市場の陰に潜む財政を巡る懸念

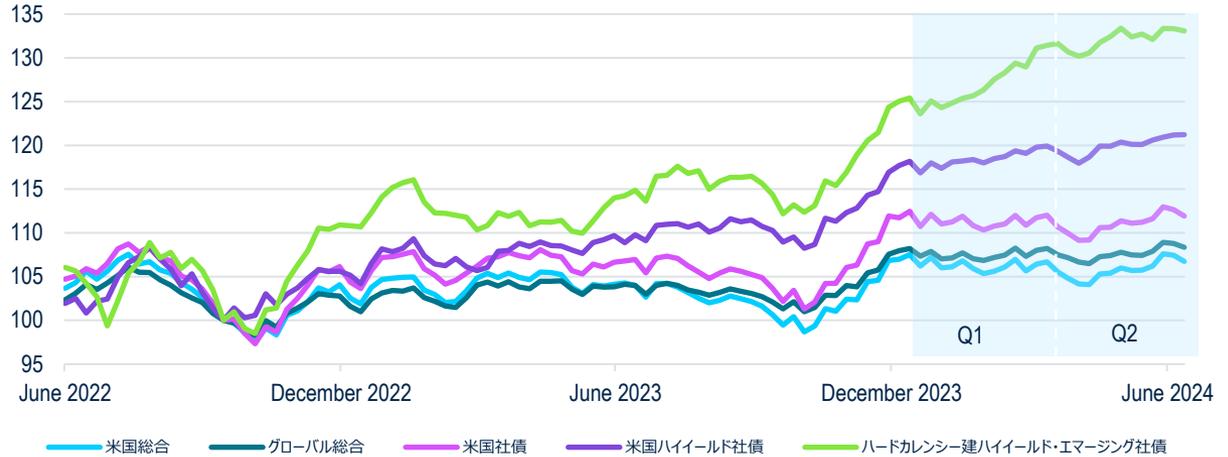
今年に入り、債券市場では景気指標の大幅な振れに連動して、悲観的な見方と楽観的な見方が交互に浮上している。インフレ見直しをはじめ景気の先行きを巡る懸念が目まぐるしく変化する中、長期金利も同様に変動した。年初にインフレ指標とともに上昇した長期金利は、その後インフレの鈍化に伴って低下した。

差し引きすると利回りの変化はほとんど見られず、上半期に高格付債のリターンについては一服感が広がった。一方で、ハイイールド社債やハードカレンシー建エマーシング債などの高利回り債は、2023年よりペースは減速したもののプラスのリターンを記録し続けた（図1）。

長期金利の高止まりを根拠とする債券強気論

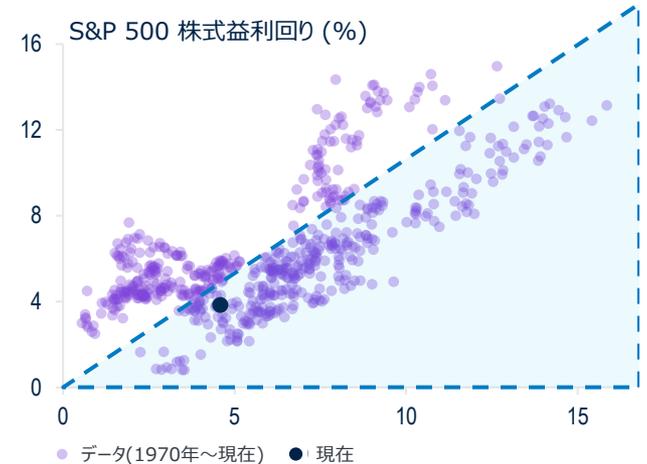
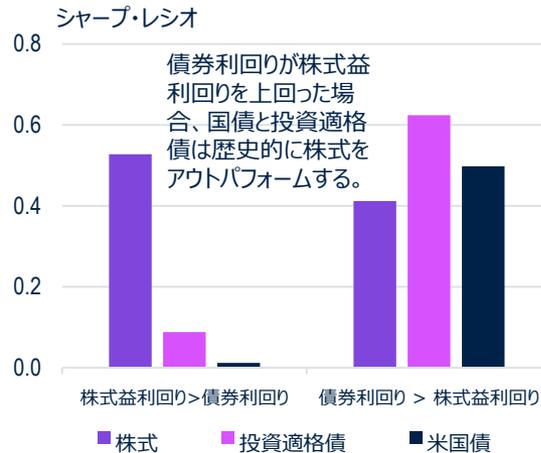
利回りの急速な低下を期待している投資家にとっては、期待外れの相場になるだろう。利下げが実施される見込みではあるが、長期利回りは次の理由から足元の水準付近で推移する可能性が高い。（1）かなりの利下げ幅が既に織り込まれている、（2）緩和的な財政政策とそれに伴う大量の国債発行が、長期金利の持続的かつ大幅な低下を妨げることになる。

図1：「高利回り環境」の陰に隠れた強気相場が続く（トータルリターン、%）



出所：ブルームバーグ

図2：債券のリスク調整後リターンは、歴史的に債券利回りが株式益利回りを上回る場合に良好となる。



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ、ハーバーアナリティクス

債券市場の見通し

つまり、イールドカーブの正常化（すなわち、逆イールドの解消）が緩やかに進み、その結果短期金利が低下しても長期金利のレンジにはほとんど変化がないことが予想される。（財政の考察については次ページの「注目の市場動向」を参照）。

戦略的価値が訴求点になる

長期金利がレンジ推移する状況は、「債券強気論」としては面白みを欠いている。しかしながら、この安定性が、今後状況が変化する中で、いくつかの戦略的視点を提供する。第一に、我々が発行した「[債券へのリアクションの意義を考察する](#)」でも指摘した通り、これまでのバリュエーションの変化と景気サイクルにおける現在の位置を踏まえると、資産配分の観点から見た債券の価値を軽視すべきではない。この数年における相対価値の変動、特に株式に対する債券の割安化を受けて、

債券のリスク調整後リターンは相対的に高まっている（図2）。

第二に、景気サイクルの現段階において、債券のディフェンシブな特徴は魅力的である。FRBが政策金利を据え置く、あるいは利下げを進める中で株価が急速に調整局面を迎えた場合、債券は歴史的に投資家のポートフォリオにおける堅固な緩衝材としての役割を果たしてきた（図3）。

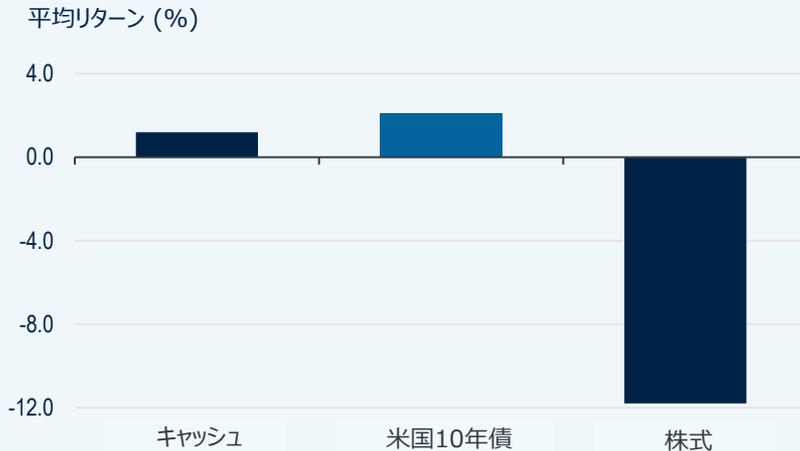
クレジットセクターに関する我々の慎重ながらも建設的な長期見通しも、債券市場のリターンにとっての好材料である。クレジットの超過リターンの見通しは、現行のスプレッド水準に照らし合わせるとその勢いは低下が見込まれるものの、依然として明るい。背景には堅調なファンダメンタルズ、発行体の抑制的な姿勢、および投資家が金利サイクルのピーク時に高いリターンを確定させるべく債券へ資金を振り向ける中での好ましい需給環境な

どがある。

夏場は不透明感が漂う

債券の長期見通し、および現在のようにボラティリティの高い局面での収益機会に関して、我々は強気な見方をしているが、短期的な見通しの判断は非常に難しい。長期的には比較的安定した長期金利推移を予想するものの、夏場は流動性が低下し、衝撃に対する市場の反応が過敏になる傾向がある。ユーロ圏や米国の債務を巡る懸念、中東、南シナ海、さらにはロシアが軍事的存在感を高めている西半球における地政学リスクの高まりなど、数多くの衝撃の可能性が考えられる。我々は、夏場に差し掛かる中、リスクと収益機会の両方を引き続き注視する方針である。まずは、フランスについて注視している（次ページの「注目の市場動向」を参照）。

図3：株式が5%超下落した四半期におけるキャッシュと債券のリターン比較（1962年～現在）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ハーバーアナリティクス

FRBの政策局面ごとのリターン (%)

	利上げ	据え置き	利下げ
キャッシュ (%)	1.3	0.7	1.5
債券 (%)	-1.2	4.6	4.0
株式 (%)	-7.9	-12.5	-14.9
サンプル数	15	10	14

注目の市場動向：フランスの財政動向が先例に

米国の選挙後に実施され得る財政出動の規模について推測するのは時期尚早だが、足元のフランスの国民議会選挙を例にして、既に緩和的な財政政策が政変によって一段と緩和される恐れがある状況を類推することができる。

欧州の信用スプレッドは解散総選挙の発表を受けて拡大したが、フランスの国債および政府機関債の信用スプレッドの拡大が最も顕著で、イタリア国債や欧州の社債スプレッド全般よりも大幅に拡大した（図4）。今後数週間にわたる政局と政策の見通しが不透明な中、欧州クレジット市場における投資家の不安と市場のボラティリティが高まる可能性を過小評価すべきではない。しかしながら、我々は長期的には慎重ながらも楽観的な見方をしており、社債の発行体とイタリアやフランスなどのソブリン発行体のスプレッドが制御不能なまでに拡大することはなく、むしろ足元の

水準またはそれ以下の水準に収束すると見込んでいる。その理由は以下の通りである。

第一に、2012年以前の状況とは異なり、今日のユーロ圏には財政規則を加盟国に強制する集団的な政治的影響力と意思がある（過剰財政赤字の是正手続に関しては、我々が発行した「[イタリア債務の持続可能性について考察する](#)」を参照）。第二に、欧州中央銀行（ECB）は、「不当な」外部要因を原因とする債券市場の緊張を緩和する伝達保護措置（TPI）などの手段を有している。

TPIに基づくECBの国債買い入れが認められるためには、フランス政府は控え目ながらも一定の財政緊縮措置（7年にわたり年間GDP比0.5%の構造調整、または4年にわたり同1%の構造調整）を講じる必要がある。言うまでもなく、これは左派政党が掲げる財政赤字拡大のリスクを伴う政策と真っ向から対立する。今後市場の懸念が拡大した場合には、政府に対してTPIの発動に向けた必要な予算調整

や交渉準備をするよう一層強い圧力がかかることになろう。

また、ECBは現在の金融政策を維持、あるいは若干緩和させたいと考えている。こうした中、フランスや周縁国の利回りが大幅に上昇すると、意図する金融政策の伝達が阻害されることになるため、理論的にもTPIに基づくECBの買い入れによって、これを押しとどめようとする可能性がある。

もともと、フランスは、政権が発足し、ECの指針に則った調整計画について合意が形成され、そしてその調整計画が進んでいると政府が十分に証明するまでは、TPIを受ける資格を得られない。通常であれば、フランスがTPIの適格性を満たすには優に6か月を要する可能性がある。しかし、利回りが急速かつ不当に上昇した場合には、フランスに対してTPIをより迅速に実行できるように、必要な措置を断固として講じるよう政府は急き立てられることになろう。

図4：フランスの国民議会選挙はフランス国債に最も大きな影響を及ぼし、イタリア国債、欧州の投資適格ならびにハイイールドの社債よりもスプレッドが相対的に拡大した。（2023年7月を100として指数化）



フランス10年債 vs ドイツ10年債 イタリア10年債 vs ドイツ10年債 欧州投資適格社債 マークイット iTraxx 欧州

出所：ブルームバーグ

結論：四半期毎の上下動の先を見据えると、債券の戦略的価値は依然として高い。我々の基本シナリオでは、隠れた強気相場が続くとみている。すなわち、利回りの低下により生まれる強気相場ではなく、単に利回り自体の積み上がりによりもたらされる強気相場である。その一方、変動の激しい市場において引き続き超過収益を獲得する機会もあるとみている。また、資産配分の観点では、足元の相対的なバリュエーションと、現状の市場サイクルの局面におけるその緩衝材としての潜在能力を考慮すると、債券の投資妙味は高い。

我々の短期見通しは長期見通しとは一線を画している。政治リスク、景気リスク、地政学リスクが引き続き短期見通しを不確実にしており、夏場は懸念含みの市場となることも予想される。長期的には、資産クラスとしての債券の見通しは絶対および相対ベースのいずれにおいても明るいと見られ、変動の大きな市場にお

いてセクターローテーションおよび銘柄選定を通して超過収益を得る機会が豊富に存在する。

注目の市場動向：緩和的な財政政策と政府債務の増大は断続的に市場に影響を及ぼしつつ、長期的にも有害な要因。

時折り、とは言っても**英国の予算案が英国債市場を急落させた2022年**など最近では頻度が増えているが、投資家の関心は緩和的な財政政策と債務水準の増加に向かう。

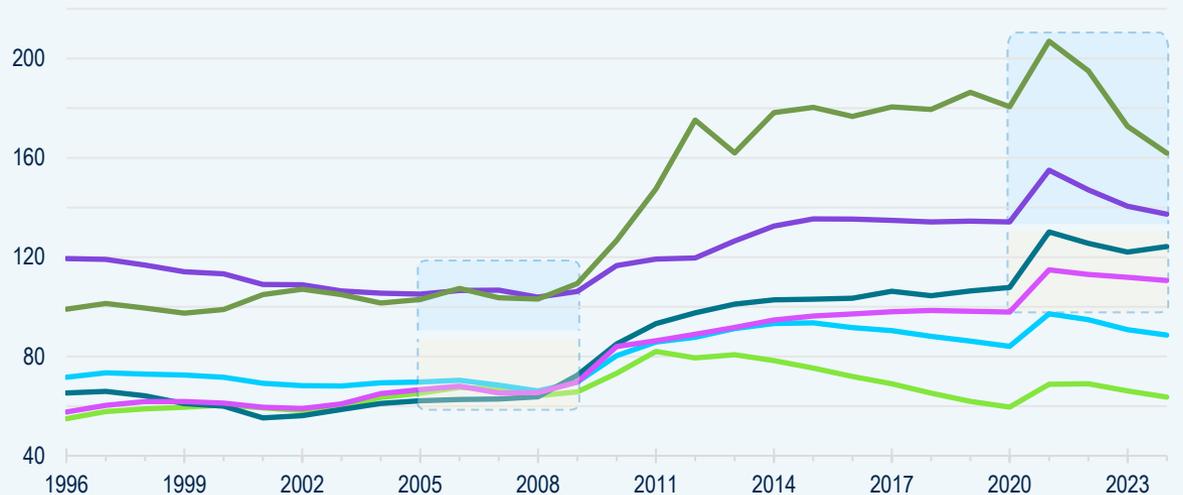
投資家はインフレ収束と利下げについて楽観的な見方をしている間は、債務負担や財政赤字、国債発行について心配している様子はない。しかし、実際問題として、米国やフランスなどの国の債務負担は拡大傾向にある。すでに長年にわたって多額の財政赤字を計上している中、世界金融危機や新型コロナウイルスなどの危機を理由とする景気刺激策が追加的に

出動されてきた。

その結果、米国とフランスの債務負担は、2006年当時のイタリアやギリシャと同じ水準にまで積み上がっている。この間に、イタリアとギリシャの債務残高も急増しており、さらに高い水準にまで積み上がっている（図5）。つまり、先進諸国においては対GDP比で90%超の債務水準はもはや珍しいことではなく、むしろ通常になりつつある。こうした債務負担拡大は、二重の影響を及ぼす。第一に、債務負担が増加すると市場はボラティリティに晒されやすくなる。直近みられたフランスの国民議会選挙を巡る市場の反応がその好例である。

図5：債務が現在の米国とフランスのような水準にまで積み上がる国は、以前はギリシャやイタリアなど極めて深刻な高債務国に限られていた。これら諸国の現在の債務水準も以前の水準から一段階さらに増加している（対GDP債務比率）。

ドイツ ユーロ圏 イタリア
 ギリシャ 米国 フランス



債券市場の見通し

第二に、より重要なことであるが、債務負担の増加が影響して、政府による元利払いの長期的な平均コストが慢性的に増加する。昨年8月、米国財務省が予想よりも多額の国債発行スケジュールが盛り込まれた資金調達計画を発表すると、市場のボラティリティが高まったほか、米国債利回りも4%を下回る水準から9月末までに5%近くにまで急速かつ大幅に上昇した。

多額の国債発行に起因する元利払い費用の長期的な増加は、供給面での影響を受けないスワップレートなどの金利指標に対する国債利回りの上乘せ幅、すなわちスワップスプレッドの推移を用いて確認できる。

この数十年、米国債利回りは政府の債務水準の拡

大に伴い、対スワップで上昇してきた。米国30年債利回りは今世紀初頭は同年限のスワップレートよりも1.5%近く低かったのに対し、現在ではスワップレートよりも約0.75%高い(図6)。米国政府が財政黒字を計上し債務を減らしていた状態から、多額の赤字を計上し対GDP債務比率が著しく高い状態へと移行する中、米財務省の発行コストは供給面での影響を受けない金利指標に対して約2%上昇したことになる¹。

ユーロ圏においては、政府債務の影響には両面性が見られる。例えばドイツに関しては、同国の相対的に低い債務水準のおかげでドイツ国債はスワップレートよりも低い利回り水準で取引されている。他方、フランスやイタリアなど米国と並ぶ高債務国のクレジットに

ついては、債務水準が高いためそれらの国債はスワップレートよりも高い利回りを課せられている(図7)。

要するに、コロナ禍後の環境において政府債務が市場にとって重要な要因の一つになりつつある。対スワップ比の国債利回りは今後も債務水準の推移に大きく左右され、債券投資家にとってはリスクと収益機会の両方を生み出すことが見込まれる。

1. スワップスプレッドの計算をLIBORからSOFRへシフトさせたことによる約0.25%の影響を加味。

図6：米国債のスワップ比スプレッドは、赤字が拡大し、米国債の発行増加が必要になる時に拡大する傾向がある(左軸はbps、右軸は比率)



図7：ドイツ国債利回りはスワップよりも低い水準で推移している一方、フランス国債はより高い水準で推移している(%)



セクション 3

世界経済の見通し

グローバル・マクロ経済リサーチ・チーム

03

世界経済は表面上は底堅いものの、表面下では逆流が渦巻いている

仮に投資家が2024年上半期の世界経済の特徴について問われた場合、多くが持続的な底堅さを挙げるだろう。とりわけ、コロナ禍後の景気拡大に伴いテールリスクが高まる中でも底堅さを発揮してきた。それらのリスクによって断続的に懸念が高まる局面があったものの、世界経済の安定した成長の腰折れをもたらすにはまだ至っていない。

実際、今後12ヵ月における米国、欧州、中国、および新興国の経済見通しについて、我々は基本シナリオとして「ソフトランディング」を想定しており、いずれの国・地域でも同様に、中央銀行が利下げに踏み切るという前提と足元で広く受け入れられている気前のよい財政政策に支えられて成長が続くと予想している。その一方で、政情不安や債務の持続可能性を巡る懸念の再燃、中国の不透明な先行き、現在進行中

の地政学的衝突といった逆流が表面下で渦巻いている。その影響で2024年下半年は上下に大きく揺れる可能性があるが、持続的な景気拡大の腰折れには繋がらないと考えている。

全ての政治イベントは各国固有のものではあるが、その影響は世界的に波及する可能性がある

最近実施されたの欧州議会選挙で、周縁国よりも中核国で極右政党が躍進するといった政治的变化は、大きく分けて二つの意味合いがある。第一に、コロナ禍以降はEUの団結力が強まっており、EU離脱をちらつかせることで変化を要求するのではなく、内部から改革を行うとの主張がなされる可能性が高い。

第二に、選挙結果はその国固有の問題に波及している（例えば、ベルギーではフラマン地方の分離独立問

題に繋がる可能性がある）一方、これをきっかけに国レベルの総選挙が実施されただけでなく、債務の持続可能性を巡る懸念がどれだけ急速かつ突然再浮上し得るかということが示された（欧州の金利動向に関する詳細は、「先進国金利」を参照）。

これに類する状況が世界各地で浮上している。メキシコのシェインバウム新政権は憲法改正を追求する可能性があるが、同憲法改正はメキシコの財政赤字を著しく拡大させ得るほか、国内のビジネス環境に影響を及ぼす可能性もある。よって、世界全体での債務水準の増加（図1）を踏まえると、債務の持続可能性を巡る懸念は特定の地域や国に限定されないと考えられ、移民から金融政策に至るまで各種項目について国ごとの分析が必要である点が鮮明になっている。

図1：世界の財政赤字はコロナ禍後も長期にわたり続く公算が大きい（政府の基礎的財政収支、対GDP比、%）



出所：マクロポンド

* EAはユーロ圏を指します。

現時点で、11月の大統領選に繋がる選挙活動は、第1回目の不均衡な候補者討論会、今夏後半の党大会、明らかになってきている政策分析を踏まえると、答えよりも多くの疑問を生み出している。すぐに思い浮かぶ疑問として、地政学的状況が就任式までにさらに緊迫化するのか、そして次の政権が欧州と中近東の情勢にどう対応するのかということが挙げられる。

二つの持続可能性

フランスの国民議会選挙の発表に伴う懸念は、2022年の[英国のミニ・バジェットによる混乱](#)を連想させるものであり、今秋には国債の市場選好度を測るイベントが集中する[イタリアに関心が移る可能性](#)がある。しかし、直近の不確実性に対して、欧州は過去の混乱期（2015年のギリシャなど）に実施した政策を拡大して対処している。

欧州委員会（EC）の過剰財政赤字の是正手続（EDP）の対象であるフランス、イタリア、ベルギーを含む複数の欧州諸国は、財政赤字を短期間にGDP比3%未満に改善させることについて、緊縮以上に柔軟性が強調されており、その恩恵を享受することができる。ECBの別のツールである伝達保護措置（詳細は曖昧かつ、現時点での活用実績はない）は、ある国の国債利回りが予期せぬ事象によって急上昇する場合に有効に活用され得る（これらツールの詳細は、「債券市場の見通し」を参照）。

EDPの対象となった国々は別の側面も示している。イタリアを例外として、新型コロナウイルス発生前の状況とは対照的に、欧州周縁国（スベ

イン、ギリシャなど）の経済成長は中核国（フランス、ドイツなど）を上回っている（図2）。

もう一つの持続可能性は相対的に好調な米国経済に関連しており、その一因として大規模な財政刺激策が挙げられてきた。米国の財政状態は引き続き悪化しているが、共和党または民主党のどちらからも、また両大統領候補者からも財政拡大に対する反対意見はほぼ皆無で、最終的には市場の抵抗に遭うのではとの懸念を高めている。他の先進国と比べ、好調な米国経済の持続可能性は、近年の労働人口を大きく嵩上げてきた移民にその影響が出れば下押し圧力に直面することになるだろう。

過去にもあった金融政策の乖離

冒頭に述べた景気の底堅さは、インフレにも関連している。欧州では総合インフレ率が2023年に急低下したが、年初からは目標をやや上回る水準で停滞しているように見える。しかし、ここ数カ月のインフレ動向と低調な内需によって、我々は利下げに対する確信を強めている。

図2：欧州周縁国のGDP成長率が欧州中核国を上回り、パフォーマンスが反転（欧州中核国と欧州周縁国の四半期GDP成長率、%）。



FRBの緩和サイクルに先行して6月に利下げを実施したECBは、追加利下げのタイミングに関する選択肢を残している。我々は引き続き年内にあと2回の利下げを想定しており、政策金利は年末までに3.25%まで低下すると予想している。条件が同じであれば、ECBによる今後の利下げはより小幅となり、最終的な金利水準は前回の緩和サイクルよりも高くとどまるだろう。

英国のインフレ率は年末まで小幅に上昇すると見られる中、政策金利を5.25%に据え置いた6月でのイングランド銀行の決定は「絶妙なバランス」と評された。イングランド銀行が緩和サイクルを開始するには、最終的にあと3名の政策委員会メンバーが8月での利下げを支持する必要があり、次回理事会までのメンバーの発言に注目が集まる。

米国のインフレ率は、ベース効果の影響もあり今後数か月にわたって2.5%前後で推移すると見られる。FRBはこれが利下げの障害とならない理由について多くの時間を割いて説明することになるだろう。我々は、年内に少なくとも1回の25bps利下げを想定しており、その決定は12月中旬の会合になる可能性が高い。とは言え、6月の雇用統計では労働市場に減速が見られたことから、状況によっては今年下半期に2回の利下げを実施する可能性がある。年内に利下げが実施できなければ、2025年に先送りとなり、来年末までに合計150bpsの利下げを予想する。これはFRBが6月に示したガイダンスを1回上回る。

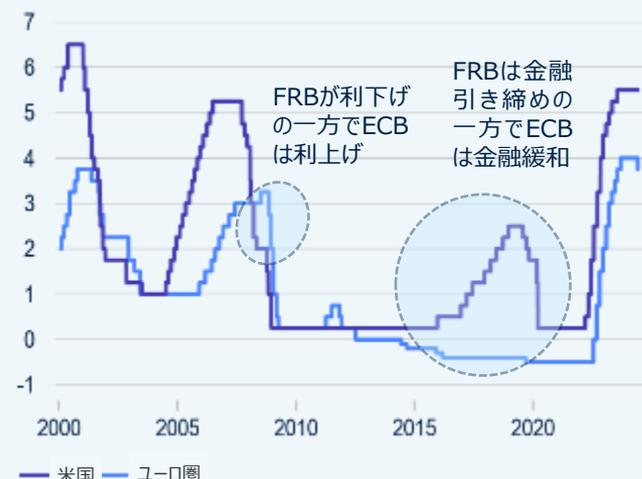
FRBに先行したECBとイングランド銀行の緩和

サイクルによって、金融政策の乖離がもたらす影響が懸念された。しかし、最近の実例を踏まえると、今のところ政策の乖離は対応可能なように見える。しかし、こうした金融政策の乖離は日本銀行と日本円を引き続き圧迫するだろう。日本銀行が利上げにより政策金利をマイナス圏から引き上げて以降、日本円は一貫して売り圧力に直面している(図3)。日本銀行は緩やかなペースでの金融引き締めを目指しているが、日本円に対する下押し圧力とそれがインフレに反映されるリスクを考慮すれば、1年に複数回の利上げと2024年下半期に開始予定の量的引き締めによって、より迅速なアプローチが促される可能性がある。

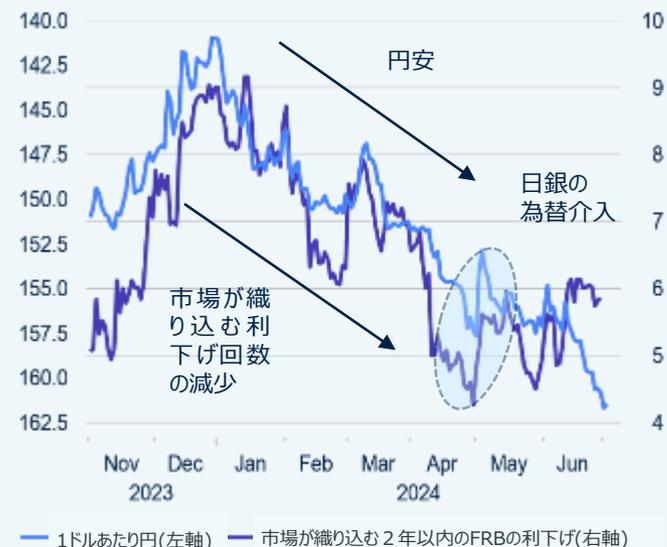
中国が世界の経済成長を牽引する可能性は低い

世界的な経済成長の牽引役を担うほどの強力な中国経済の復活を望む人々は、辛抱強く待つ必要がある。中国当局は不動産市場の調整を受けて緩やかな景気刺激策を実施しており、その迅速で大規模な施策は中国人民元の下落と過剰生産能力の問題を容認している。

図3：過去に政策分岐の先例はあるが... (中央銀行の政策金利、%)



...日本円/米ドルのような特定の市場には依然として圧力がかかる可能性がある。



出所：マクロポンド

しかし、特に、「必要となる財政出動強化」の維持に狙いを定めた長期国債と地方債の発行加速を考慮すれば、緩やかなペースの景気刺激策は継続するだろう。

ソフトランディングが基本シナリオ

緩やかな刺激策にもかかわらず、世界第2の経済大国である中国に対する我々の基本シナリオは「ソフトランディング」であり、主要地域では最も高い75%の発生確率と、4-6月期当初の70%から引き上げた。不動産セクターに対する中国政府の確固たる支援は経済成長の足枷を軽減し、市場センチメントも徐々に回復すると思われる。また、中国当局は引き続き、人民元の過度な軟化とボラティリティをコントロールするだろう。しかし、さまざまな政策課題や制約、ならびに財政問題に起因す

る景気減速からの脱出には経験則的に時間を要することから、リスクは下方に傾いている。

我々は、ユーロ圏に対する基本シナリオを「ウィークフレージョン」から「ソフトランディング」に変更し、その発生確率を4-6月期の25%から40%に引き上げた。一方、「ウィークフレージョン」、「スタグフレージョン」、そして「景気後退」の発生確率を引き下げた。基本シナリオは、インフレ率の低下と実質所得の増加によって、景気モメンタムが潜在成長率に向けて力強く推移することを想定する。エネルギー価格の低下も、家計支出を押し上げるだろう。

米国でも、我々は基本シナリオを「ウィークフレージョン」から「ソフトランディング」に変更した。発生確率を4-6月期の25%から35%に引き上げ、その分「ウィークフレージョン」と「狂騒の2020年代」の発生確率を引き下げた。米国の基本シナリオは

2.0%の力強い成長率を前提としており、PCEインフレ率はFRBの2%目標に収斂する。労働市場が緩やかに減速したとしても、家計支出は堅調で十分に景気を牽引するだろう。

上記の3つの地域は新興国全体のウエイトの3分の1を占めているが、我々の新興国に対する基本シナリオも「ソフトランディング」であり、発生確率は50%程度としている。これに続いて「景気後退」と「ウィークフレージョン」の発生確率はともに20%程度を想定している。

図4：地域別の基本シナリオとその他のシナリオ、および発生確率の変化（%）

シナリオ	米国		欧州		中国		新興国	
	Q2	Q3	Q2	Q3	Q2	Q3	Q2	Q3
ソフトランディング	25	35	25	40	70	75	39	49
ウィークフレージョン	30	25	40	30	--	--	25	19
名目GDP高進	15	15	5	5	5	5	9	10
狂騒の2020年代	10	5	--	5	5	5	5	3
景気後退	20	20	25	20	20	15	24	19
スタグフレージョン	--	--	5	--	--	--	--	--

出所：PGIMフィクスト・インカム

セクション 4

セクター別見通し

04

先進国金利

見通し：財政懸念が長引き、イールドカーブの再スティープ化の兆候が見られることから、機動的なアプローチを維持。金利差が特定の地域を圧迫するため、市場構造は引き続き変動。

■ 四半期比の観点では、7-9月期の多くの先進国金利は4-6月期と同様の動きで始まった。それでも、小さな変化が見られ、これらは今年下半期やそれ以降も続く可能性のある一連の目立った展開を裏付けている。

■ 我々が経済および市場見通し全体を通じて意識しているのは、財政規律の明らかな欠如である。米国大統領候補者討論会を含めた4-6月期後半の政治イベントが消化されるにつれ、先進国イールドカーブは長期ゾーンから再スティープ化し始め、通常の期末の買いパターンとは異なる動きがみられた。

下図は米国のイールドカーブ（2年から30年にかけてのカーブ）の変化を示しているが、現在の状況が続けば、財政赤字と債務の持続可能性を巡る懸念の中でカーブの「逆イールドからの脱却」が進みそうである。

■ スティープ化は長期債のデリバティブに対するアンダーパフォーマンスを示唆しており、米国や欧州のスワップスプレッドや、対スワップで値決めされる一部のクレジット証券に影響を及ぼす。また、従来から予想されている中央銀行による利下げは、短期ゾーンのスティープ化にモメンタムを加える可能性がある。

■ さらに、前四半期末の市場は、金融引き締めが一般的に定着する中で、バランスシート余力低下の影響も受けた。実際、フランス10年債利回りが急上昇しドイツ10年債利回りが低下するにつれ、拡

大したスプレッドが投資家にポジションの手仕舞いを迫り、バランスシート制約がさらなるスプレッド拡大圧力をもたらした。

■ フランスで国民議会選挙実施が発表される前、フランス10年債とドイツ10年債のスプレッド較差は約45bpsだったが、発表後には80bpsに拡大した。このスプレッド較差は決選投票前に最大65bpsまで縮小したが、フランス国債の外国人保有は約60%と高止まりしており、依然として脆弱性の源泉となっている。

図：米国2年債から30年債にかけてイールドカーブがスティープ化（%）



出所：ブルームバーグ

セクター別見通し

- ECBの利下げ（我々は年末までに25bps利下げが2回実施されて政策金利は3.25%になると想定）とTPI（伝達保護措置）は潜在的な支援材料になると考えられているが、ラガルドECB総裁の4-6月期後半のコメントは財政枠組み遵守を強調したものだ。これは、ファンダメンタルズ主導のスプレッド拡大に対するECBの一定の容認姿勢を示している。
- 日本市場の動向も、今後は注目を集めそうだ。日本銀行は緩やかな利上げを選好することで、2%のインフレ率が持続可能であることを示し、足元の金利差は日本円への持続的な圧力となって輸入コストを高めている。これは日本銀行に利上げの加速を促す（おそらく年2回の利上げペース）ものであり、2024年下半年に向けての量的引き締めを開始を促している。
- 日本円を安定化させるための為替介入はこれまでのところ600億米ドルと試算されており、市場に影響を与える規模である。米ドルを売り日本円を買うため米国債が売却されれば、カーブの短期ゾーンでの現物債券の売り圧力になる可能性がある。
- 米国の金融政策に目を向ければ、インフレ率が前年比2.5-2.6%の範囲で落ち着くとメッセージをFRBが伝達できれば、FRBは年内に少なくとも1回の利下げに踏み切り、そのタイミングは12月中旬の可能性が高いと見ている。また、FRBは状況が許すようであれば、2024年下半年に2回の利下げを実施する可能性がある。我々は、2025年末までに合計150bpsの利下げが実施されると予想している。

エージェンシーMBS

見通し： 足元のバリュエーション、限定的な供給、潜在的な国内銀行の需要を考えると短期的には前向きな見方。ただし、コンベキシティが悪化している現行クーポン（6%以上）はアンダーウェイト。

■ MBSセクターに対する前向きな見方は、足元のバリュエーション、限定的な供給、そして潜在的な国内銀行の需要などの要因を背景としている。一般的には、FRBが年末までに利下げに踏み切り、インプライド・ボラティリティがさらに低下すれば、MBSはその恩恵を受けるだろう。

■ 需給面では、住宅ローン金利は低下しているが、住宅の不足はローン組成には引き続き逆風である。年初来のMBSの正味供給額は600億米ドルを下

回っており、依然として低水準である。しかし、季節的に組成活動は活発で、ローン経過期間のある債券は良好な繰上償還スピードを示している。

■ 需要面では、利下げサイクルの中で預金流出圧力が緩和すれば、銀行からの購入が増える可能性がある。また、FRBは、バーゼル III最終規則は当初の提案ほど制約的にはならないとの見方を示した。

■ 最近の米国債の下落はMBSのデレーションに一定の圧力をかけたが、その後は改善した。今後については、MBSインデックスの大半のクーポン債の動きは、足元の金利水準下で予想される動きと一致するだろう。

■ 我々の見通しに対する潜在的なリスクとして、

FRBが市場予想に反して緩和政策を実施しないケースが挙げられる。さらに、FRBが量的引き締めを調整する場合、バランスシートからのMBS削減は止められそうになく、量的緩和プログラムが復活した場合でもMBSの追加は考えにくい。また、利下げ期待はMBSセクターの投資機会も制限している。コンベキシティ・リスクが現行クーポンで積み上がり、相対的に低クーポンの債券に投資の選択肢が狭められている。

図： 住宅ローン金利は高止まりし、MBS発行額は依然として低水準。利下げ期待の中で、コンベキシティ・リスクが現行クーポンで積み上がる（30年固定金利住宅ローン金利、%）



出所：ブルームバーグ

バイオ燃料の生産者：ブラジルにおける投資機会

国際エネルギー機関（IEA）によれば、2023年～2028年の世界のバイオ燃料需要は380億リットル拡大する見通しで、その前の5年間と比較して30%近く増加する。実際、IEAの基本シナリオでは、全体的なバイオ燃料需要は2028年までに23%増加して2,000億リットルに達し、こうした成長の3分の2以上をバイオディーゼルとエタノールが占める¹。このバイオ燃料需要は主に世界各地の確固たるバイオ燃料基準によってもたらされると考えられ、特に経済の発展とともに自動車の使用台数と燃料需要が拡大しているブラジル、インドネシア、インドなどの新興国が牽引役となる見込みである。

予想される需要を考えると、トウモロコシを原料とするブラジルのエタノール生産者の投資機会は特に魅力的である。サトウキビを原料とするエタノール生産者とは異なり、トウモロコシを原料とするエタノール生産者は一般的に自ら原料を生産せず、第三者から調達し

ている。そうすることで、主にトウモロコシやその他の穀物栽培に必要な土地の所有と管理に伴う膨大な設備投資費用を回避できるという利点がある。

ブラジルのトウモロコシ由来のエタノール生産は2014年の4,000万リットルから2023年には44億リットルに急増し、今後はさらなる生産拡大が予想される。トウモロコシを原料とするエタノール生産が全てのエタノール生産に占める割合は、現在の23%から2032年には34%に上昇すると予想されている^{2,3}。

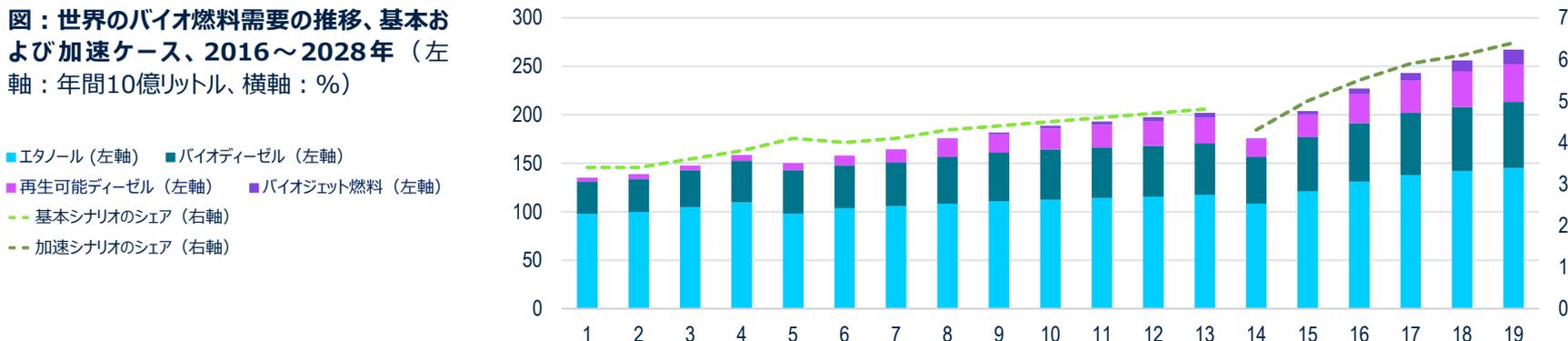
これに加え、多くのトウモロコシを原料としたエタノール生産者は、家畜用栄養製品の販売から二次的な収益を得ている。エタノールの精製プロセスで得られる、タンパク質を豊富に含む貴重な副産物を、家畜用栄養製品として販売することにより、エタノール生産に関連するコストを吸収することができる。その結果、トウモロコシ由来のエタノールは、よりコスト効率が高い。

ブラジルではバイオ燃料の生産が拡大しつつある

ブラジルの輸送セクターで使われるバイオ燃料の割合は、1973年の1%以下から2022年には21%近くまで拡大した⁴。こうした成長の大部分は、ブラジルが様々な混合率のバイオ燃料で走るフレックス燃料車（FFV）の導入を推進し始めた直近20年以内に起こっている。また、ブラジル政府はガソリンスタンドでガソリン/エタノール配合と純正エタノールを供給できる燃料分配インフラの拡大も推奨し、ドライバーは価格差に基づいて購入する燃料を決めることができる。

1 IEAの「再生可能エネルギー2023、バイオ燃料の輸送」による。
 2 ブラジルのバイオ燃料生産大手4社の開示資料による。
 3 Farmdoc Dailyによる「第2穀物トウモロコシの拡大により、ブラジルがトウモロコシ由来のエタノール生産者として台頭」、2023年6月30日。
 4 「ブラジル：バイオ燃料年次報告書」、USDA 海外農業局。

図：世界のバイオ燃料需要の推移、基本および加速ケース、2016～2028年（左軸：年間10億リットル、横軸：%）



出所：IEA

また、ブラジル政府は、国家として利益の上がる国内バイオ燃料産業を育成しつつ、エネルギー安全保障を確保するという2つの目的から、燃料混合義務化を通じてエタノールとバイオディーゼルの生産を奨励し始めている。ブラジルの現在の基準では、全てのガソリンに27%のエタノールの混合が義務付けられている⁵。なお、鉱山エネルギー省はこの混合比率を30%に高める協議を始めている⁶。

また、ブラジルはディーゼルにおけるバイオディーゼルの混合比率14%を義務付けているが、ブラジル議会が2024年3月に承認した新たな法案によって混合比率は2025年に15%に引き上げられる⁷。これらの基準は、ブラジルのバイオ燃料生産を促進する上で重要な役割を果たしており、世界でも最も意欲的なバイオ燃料使用義務となっている。

ブラジルのネットゼロに向けた取り組みは、バイオ燃料の生産者にとっても追い風

2021年、ブラジルは最新の「自国が決定する貢献（NDC）」を提出し、2005年対比で温室効果ガスの排出総量を2025年までに37%、2030年までに50%無条件に削減することを表明した。長期的には、ブラジルは2050年までのネットゼロ実現を表明している⁸。

ブラジルの国家バイオ燃料政策（RenovaBio）は、パリ協定下での同国の取り組みを支援する目

的で2017年12月に導入された。ブラジルでは、全てのエネルギー供給の32%をバイオ燃料が占めており、同国のエネルギーセクターはすでに世界で最もカーボンインテンシティが低い。しかし、さらなる脱炭素化の余地は十分に残されており、優先的な政策としてRenovaBioが掲げられることで、バイオ燃料の生産者は恩恵を受けるだろう。

RenovaBioは3つの主要なツールに基づいている。まず、ブラジル政府は10年の時間軸で、個別の燃料販売企業に対して年間のカーボンインテンシティ削減目標を設定する。次に、バイオ燃料の生産者は製品の排出量削減が十分であることを確保するために、生産する燃料の認証手続きを行う必要がある。最後に、製品が認証されれば、生産者は1メートル・トンの二酸化炭素と同等の脱炭素クレジット（CBios）を発行することができ、これを取引所で販売することができる⁹。ブラジル政府が定めた脱炭素化目標を実現するには、燃料販売企業はバイオ燃料の生産者からCBiosを購入することになる。よって、バイオ燃料の生産者によるCBiosは、新たな収益源をもたらすことになる。

5 この種の燃料は、最も一般的にE27として知られる。

6 USDA、「バイオ燃料年次報告書」、2023年9月5日。

7 Fastmarkets、「ブラジル連邦議会下院は、2030年にバイオディーゼル混合義務を20%に引き上げる法案を承認」、2024年3月18日。

8 ブラジル連邦共和国、2022年3月21日。

9 USDA、「バイオ燃料年次報告書」、2023年9月5日。

証券化商品

見直し：魅力的な相対価値とリスク調整後の期待リターンを考慮し、資本構造の最上位またはそれに準ずるトランシェを引き続き選好する。歴史的な平均値かそれを下回る水準にあるスプレッドは、今後もレンジ推移を続け、2024年を通じて「キャリア」が主要なテーマとなるだろう。需給が好調なため、さらなるスプレッド縮小やクレジットカーブのフラット化に繋がる可能性はあるものの、資本構造の最上位またはそれに準ずるスプレッド・デュレーションの短い投資を主体とし、よりクレジットに敏感な投資については機会を捉えて極めて選別的かつ機動的に行う方針である。クレジットカーブはフラット化し過ぎており、資本構成の下方への投資を無闇に推し進めることによる下振れリスクは、現段階では潜在的なリターンを上回ると考えられる。そのため、我々は依然として、ファンダメンタルズが魅力的な債券のみを購入し、信用力や格付面での積極投資は控える方針に徹している。

■ **CMBS：**長期間にわたって金利が高止まりする状況が続き、キャップレートとともにバリュエーションにも依然として軟化圧力がかかっている。一方、現在のCREバリュエーションは既に高金利環境を十分に反映しており、バリュエーションの底入れに近づいている。我々の予測では、不動産価格は概ねピークから20%程度下落すると予想されるが、バラつきも大きく、オフィス不動産の価格が最も下落する可能性が高い。2024年下半期にはCRE取引活動が回復に転じると思われるが、金利上昇や厳しい資金調達環境が取引活動を抑制し続ける可能性がある。取

引活動の低迷にもかかわらず、CMBSの発行は2023年の水準から回復しており、特にシングルアセット・シングルボロワーの発行の回復が顕著である。5年物のコンデュイットAAA証券に関して、同様の残存期間の投資適格社債と比較してスプレッドが特に魅力的であるため、引き続き投資価値があると考えられる。資本構成下位の証券に関しては、引続き一部のシングルアセット・シングルボロワー証券に投資価値があると考え、選別的にエクスポージャーを増やしている。

■ **RMBS：**住宅市場のファンダメンタルズは引き続き堅調であり、住宅ローンクレジットへの投資を下支えすると考えられる。住宅ローン金利の上昇が住宅購入の負担となり需要を冷え込ませている一方、中古住宅の供給は（増加傾向にあるが）長期平均を下回っており、住宅市場の逼迫を反映している。厳格な審査基準は今後も継続されるだろう。こうした中、安定した住宅市場を背景に、モーゲージクレジット商品に対して引き続き前向きな見方を維持している。ただし、FHA（連邦住宅局）およびnon-QM（非適格）住宅ローンプールでは、住宅ローンの延滞率が若干上昇していることも認識される。現在、社債やその他の非エージェンシー証券化商品よりも大幅なスプレッドを提供しているRPL（リパフォーミングローン）および第2抵当順位債にも投資妙味があると考えられる。一方、住宅ローンクレジットに対する前向きな見方にもかかわらず、クレジット・リスク・トランスファー（CRT）債（ファニーメイとフレディマックの住宅ローンが主体）のバリュエーションは、過去1年

間の大幅なスプレッド縮小により、割高化していると考えられる。

■ **CLO：**CLOのトランシェは、依然として他の多くの債券資産クラスと比較して魅力的な相対価値を提供している。しかし、CLOの裏付けとなるバンクローン市場はファンダメンタルズ面で逆風（信用力懸念）下にあり、こうした懸念が目下の需給面での好環境を上書きしてしまう可能性があるため、潜在的な下落シナリオの可能性も認識している。バンクローンのスプレッドは、ローンの純供給量が少なく需要が旺盛なことにより下支えされてきたが、CLOの担保資産に関しては、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、今後クレジットの悪化がある程度進むことが見込まれる。このため、米国および欧州のCLOに関しては引き続きシニアトランシェを全般に選好しているが、一方で新規発行メザニン・トランシェのトータル・リターンでの投資機会にも注目している。米国では、額面を上回る高価格債券を売却し、スプレッドの大きい新発債への乗り替え取引に投資妙味を見出している。欧州では、ディスカウント価格で債券を購入できる機会があり、ある程度のトータル・リターンが見込める。

セクター別見通し

■ **ABS** : プライム消費者クレジットは依然として底堅さを維持している。それにもかかわらず、インフレと可処分所得の減少の影響は、最も脆弱な消費者層を引き続き圧迫しており、ニアプライム層にも影響が出始めている。こうした中、消費者信用がより広範囲にわたって弱体化している兆候がないか、引き続き警戒している。当面はスプレッドにポジティブな見方を維持しているが、供給過剰という逆風には注意している。担保パフォーマンスも良好で相対価値も魅力的であるため、大手の無担保消費者ローンおよびサブプライム自動車ローンを選好している。また、外部への信用リスク移転（SRT）債も、優良な消費者関連資産へのエクスポージャーを得る機会を提供している。今後、銀行規制の強化により、資産売却や規制取引を通じてより多くの投資機会が生まれると見込んでいる。

投資適格社債

見通し：株価上昇と比較的低いボラティリティを背景に、投資適格社債市場ではタイトなバリュエーションが顕著となっている。スプレッド水準が相対的にタイトであること、および以下に挙げる潜在的なリスクを考慮すると、7-9月期末のスプレッドは現在の水準よりも若干拡大することを見込む。この結果、現在の魅力的な利回り水準は今後も続いていくだろう。

■ 米国投資適格債市場を下支えする主な要因は、歴史的に高い利回り水準である。そのため、5月下旬に米国10年債利回りが4.60%台半ばから4.30%まで低下し始めた際、スプレッドが小幅に拡大しても驚くには当たらなかった。

■ それでも、7-9月期の投資適格社債市場を下支えする好材料はいくつかある。何よりもまず、根本的な経済情勢がある。我々は、米国に対してインフレの

鈍化と景気後退の可能性の低下を基本シナリオとしている。さらに、FRBの2%目標に向けて着実に鈍化しているインフレ率は、金利低下にも寄与しているが、依然として利回りは歴史的に魅力的な水準にある。

■ もう一つの強みとして、年金基金や保険会社からの安定した資金流入を背景とした、堅調な需給環境が挙げられる。供給面では、年初来の総発行額は高水準となっている。しかし、多くの発行体が潜在的なボラティリティに備え、先行して資金を調達している可能性があり、2024年下半年には純発行額は減少すると予想される。

■ 加えて、M&A活動が活発となっているものの、多くは株式で資金調達されており、社債権者にとって概ね影響のないものとなっている。

■ 潜在的な市場リスクとして、企業の業績悪化を示

す兆候が現れ始めたことが挙げられる。収益は堅調で、信用ファンダメンタルズは依然として良好であるが、信用指標はピーク時よりも確実に低下している。

■ 米国の消費活動は引き続き活発だが、足元では生活必需品を優先させており、嗜好品への支出を減らす、あるいはより安価な商品に買い替える傾向にある。これは、高止まりするインフレ、以前よりも高い借入コスト、さらにコロナ禍に積み上げた貯蓄が底をついたことによるものである。

図：BBB格とA格スプレッド較差が歴史的にタイトな水準にあることを踏まえ、信用力が高く、流動性の高い資産配分を 선호（%）



出所：パークレイズ（2024年5月現在）

セクター別見通し

■ イベントリスクも増している。足元までM&Aは比較的落ち着いているが、経営陣の景気後退に対する懸念が後退し、長期化する高金利に慣れていくにつれ、より積極的に外部資源による成長機会を求めようになるかもしれない。

■ 2024年は世界各国で選挙が予定されている。すでにメキシコ、インド、フランスでは実施され、これらの市場ではボラティリティが急上昇した。11月の米国大統領選挙を目前に控えた米国市場は、より不安定になる可能性がある。

■ ポジションについて、市場全般のスプレッド水準、BB格のスプレッド、BBB格/A格のスプレッド較差、そして10年/30年のスプレッドカーブのいずれにおいてもバリュエーションはタイトなことから、相対的な投資妙味が高まるまで、ポートフォリオの信用力の向上、流動性の向上、スプレッド・デューレーションの短縮に努める。引き続き、銀行、公益事業、そしてパイプラインを嗜好している。

■ ECBは初回の利下げを実施したが、経済成長が大幅に下振れする可能性は依然としてテールリスクとして残る。欧州市場のスプレッドは現在、米国よりも30bps拡大した水準と割安ではあるが、フランスの政治情勢の不透明を背景に、当面スプレッドは拡大するだろう。

■ 欧州市場のスプレッドは、年初来で17bps縮小している。6月中旬にフランスの選挙に対する不安が市場を席卷するまで、スプレッドはタイトな水準で推移していたが、その後9bps拡大した。目先、フランスの政治的不確実性が市場の焦点となるだろう。こうした状況にもかかわらず、フランスの銀行は、国債保有が少

なく市場価値ではなく簿価評価で計上していることもあり、ファンダメンタルズは底堅く、スプレッドの拡大にも耐えられる。フランスの銀行は、選挙の発表を受けて25~30bpsほどスプレッドが拡大したが、7月1日時点でその拡大幅の50~60%程度を戻している。

■ 7月7日におけるフランス国民議会選挙の2回目の投票結果で、極右や極左が議席の過半数を獲得するリスクやマクロン大統領辞任の可能性は排除された。左派と中道派が連合を組んで右派の台頭を食い止めようとする中、極右が単独で過半数を占めるリスクはさらに遠のいた。

■ 年初からのリスクは依然として存在している。例えば、エネルギー価格の高騰とそれがインフレに与える影響、ロシア・ウクライナ紛争、経済活動の停滞とインフレ（ただし、インフレ率は急速に低下）などが挙げられる。しかし、これらはテールリスク化しており、リスクプレミアムの必要性は低下している。

■ ポジションについて、ユーロ建のポートフォリオではクレジット・リスクをロング、スプレッド・デューレーションを中立としている。スプレッドがタイト化する中で、リスクは削減され、我々のポートフォリオにおけるユーロのリスクは過去数年間の最低水準にある。グローバルのポートフォリオでも、同様のポジションを取りつつ、スプレッド・デューレーションを若干アンダーウェイトとし、ユーロのリスクを幾分多めに取っている。

■ フランス国債の対ドイツ国債の利回り較差が65~100bpsの範囲内に収まると想定すると、フランスの銀行の短期社債（米ドル建、中立的なスプレッド・デューレーションは維持）に対して、アクティブ・リスクを積み増す余地がある。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス

見直し：市場の需給環境は依然として下支えされており、利回りは高止まりしているが、スプレッドはフェアバリューに近い水準にあり、主な収益源泉はキャリアにある。地政学的な緊張の高まりは、リスクを積み増す機会をもたらす可能性がある。積極的に正確なクレジット選定が今後も重要になる。

■ 米国ハイイールド債のスプレッドは世界金融危機後の最タイト付近で推移しており、我々はスプレッドがフェアバリューに近い水準にあると考えていることから、2024年7-9月期の超過収益の大部分はキャリアからもたらされると予想している。経済情勢や発行体のファンダメンタルズは、タイトなスプレッドを後押ししているが、我々は、市場が世界的な地政学的リスクや米国大統領選挙に関する不確実性を過小評価していると考えている。こうした中、我々はやや慎重な見直しを維持している。とはいえ、地政学的緊張によるスプレッド拡大は一時的なものとなることが多く、リス

クを積み増す機会ともなり得る。

■ ハイイールド債全体の信用格付は、歴史的に見て非常に良好であり、発行体のバランスシートも健全な状態を維持しているが、収益の伸びが鈍化していることから、ファンダメンタルズに改善余地は乏しい。発行体の利益率は全体では改善しており、コスト上昇分を価格転嫁できているものの、一部のセクターでは悪化が見られる。

■ 政策金利の上昇と銀行による融資基準の厳格化の影響は依然として経済成長の逆風となっている。失業率は歴史的な低水準にとどまっており、継続的な消費を後押ししている。しかし、労働市場が軟化し、消費者が購買を控えるようになれば、企業収益と利益率に対する圧力が強まるだろう。さらに、ハイイールド債の発行体はより高い金利での借り換えを余儀なくされるため、金利コストの上昇により、高水準にあるカバレッジレシオは、今後悪化することが予想される。

■ 多くの発行体のバランスシートが良好であること、2024年には大規模な償還が到来しないこと、また2025年と2026年の償還は対処可能な水準であり、さらには景気後退の可能性が低下していることから、今後12か月間はデフォルト率は横ばい、あるいは低下すると予想している。とはいえ、2024年のハイイールド債およびローンのデフォルトはすでに217億米ドルに達している。これは年間のデフォルト額としては過去3番目の高水準であり、スポンサー発行体による積極的な負債管理やディストレス・エクステンションが増加していることは注目に値する。

図：ハイイールド債およびレバレッジド・ローンにおけるディストレス・エクステンション（10億米ドル）



セクター別見直し

■ 一方、限定的な新規供給など、さまざまな要因が依然として需給環境の追い風となっている。市場が引き続き良好な需給環境によって下支えされていることを考えると、当面はスプレッドが横ばいかやや縮小傾向で推移すると予想されるが、外生的な要因によるテールリスクは依然として大きい。より長期的な観点では、長期にわたる実質金利の高止まりが経済に及ぼすリスクを懸念している。

■ 住宅建設、電力および独立系エネルギーセクター銘柄についてはオーバーウェイトを維持する一方、テクノロジー、小売、消費循環型サービス、メディア・エンターテインメント、損害保険などはアンダーウェイトを維持する。ケーブル・衛星は引き続きオーバーウェイトだがエクスポージャーは削減している。現在、デュレーションの短い銘柄を中心に、高格付の現物債券を追加することを検討している。また、CCC格以下の個別銘柄を慎重に選別することで、超過収益を獲得できる可能性がある。

■ 好調な上半期のパフォーマンスを受け、2024年の米国レバレッジド・ローンのトータル・リターン予測を8.0～8.5%に引き上げた。これは、現在のクーポンと利回りの高さ、CLOの堅調な組成、ローンファンドへの継続的な資金流入、部分償還、そして借り換えと条件変更が発行の大部分を占める中で限定的な新規供給などの要因を背景としている。具体的には、年初来の堅調なトータル・リターン、高止まりするSOFR（担保付翌日物調達金利）、そしてマクロ経済に予期せぬ事態が発生しない限り、ローン価格は現在の水準で推移するという想定が組み込まれている。

■ ここ数か月、ローンのデフォルト率は低下しているが、

発行体に対する逆風の高まりや金利上昇により、長期平均をわずかに上回る水準で推移している。資本コストの上昇により、格付の低いプライベート企業のフリーキャッシュフローは2024年を通して圧迫され続けると予想される。しかし、2024年末にかけてデフォルト率が大幅に上昇することはないと見ている。ローンのデフォルト率（ディストレス・エクステンジを含む）は、2024年末まで3～5.5%の範囲で推移し、2025年までの累積デフォルト率は10%程度になると予想している。

■ 我々は、プライベート企業の低位シングルB格やCCC格ローンよりも、公開企業の、BB格や高位シングルB格ローンを今後も選好する。その理由として、低格付のローンは、ファンダメンタルズ悪化の影響が最も大きいと予想されることが挙げられる。我々は、銘柄選択と綿密な信用力調査/モデリングがますます重要性を増しており、今後12～24か月間の超過収益の最大の要因はデフォルト回避になると考えている。

■ 2024年上半期、欧州ハイイールド債と欧州バンクローンのスプレッドは大幅に縮小した。これは、今後数か月の景気後退の可能性が低下したことを市場が織り込み、需給要因も相場を下支えたためである。7-9月期は、予期せぬショックがない限り、スプレッドはレンジ内で推移すると見込んでいる。利回りは絶対ベースで魅力的な水準にあり、今後12か月間、さまざまな経済シナリオの確率加重ベースで、ハイイールド債市場とローン市場の両方でプラスの超過収益が期待できる。

■ 今後12か月間は、デフォルト件数は現在の水準で推移すると見込んでいる。市場の大部分を占める

のは信頼性の高い優良企業であり、デフォルトは比較的低下水準で管理可能なレベルに抑えられている。とはいえ、個別銘柄のテールリスクは依然として残っているため、オーバーウェイトとアンダーウェイトを慎重に選別することは、パフォーマンス向上の重要な原動力となるだろう。

■ ポジションに関しては、スプレッドがフェアバリューまたはそれに近い水準にあるという見方に基づき、中立的なリスク水準としている。我々は、超過収益を生み出すために、相対的価値の高い銘柄を重視している。フランスにおける国民議会選挙などのマクロ経済イベントによる短期的なボラティリティの高まりは、リスクを積み増す好機となる可能性がある。最終的には、アクティブ運用と適切な銘柄選択が引き続き重要になるだろう。

エマージング債券

見通し：ハード・カレンシー建エマージング債券に対して前向きの見方をしつつ、グローバルの選挙動向や政策面の逆風に注意を払っていく方針。投資家心理が悪化する局面では、短期的に市場が混乱する可能性もある。現地通貨建債券やエマージング通貨については、米ドル高が持続し、FRBの利下げ期待が後退しているため、相対価値を重視した戦略的なポジショニングが必要だと考える。

■ 我々は、引き続きエマージング債券市場のポジティブなファンダメンタルズを評価している。しかし、短期的には、市場参加者がエマージング債券の高いキャリーという魅力以上に注目している要因に対して、我々も注意を払っている。具体的には、米国経済が減速する可能性、世界的な財政への圧力、選挙に絡んだ各国の政治動向、地政学的な同盟関係の変化などである。エマージング債投信の資金フローは流出超が続いているが、これとは反対の動きとして、(1) 多額

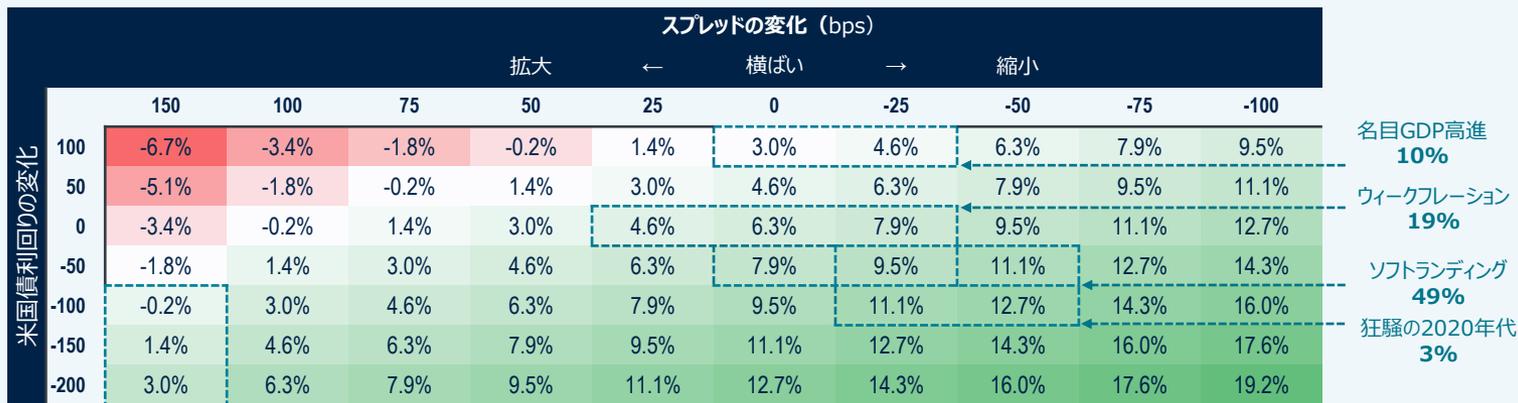
の債券供給が順調に消化されており、状況が悪化したとしても信用マネーの調達に支障がでる程のショックが発生する可能性は低いこと、(2) ポートフォリオ・フローやFDI（海外からの直接投資）は引き続き流入超となっている状況が見られる。

■ 長期的な視点に立てば、エマージング市場への戦略的配分には、依然としていくつかの大前提がある。これには、サプライ・チェーンの再編成でエマージング市場が果たす重要な役割、エネルギー転換やより広範な地政学的決定要因との関連でのコモディティ需給、「大国間競争」の中でのエマージング市場の役割の効果的活用方法（すなわち、先進国や中国が融資、提携、同盟などを積極的に構築しようとしている動きをエマージング市場の利益に最大限つなげる方法）などが含まれる。

ハードカレンシー建エマージング国債

■ エマージング市場の国債に対する見通しは良好であるが、慎重なポジショニングが求められる逆風もあり、投資機会もバリュエーションとともに変化している。米国や欧州の経済状況が穏やかに減速する公算が高まっている上、エマージング市場の堅調な成長とハードカレンシー建国債の高いキャリーとが相まって、そうした国々の国債には大きな投資妙味が生まれている。中国の成長率は驚異的に上昇したが、不動産市場の十分な安定化と追加的な刺激策がなければ、中期的な消費や成長のリバランスにつながる程の景況感の回復は見込みにくい。さらに、地政学的な逆風も続いている。ウクライナ紛争は解決には程遠く、米中の緊張も高まる公算が大きくなっている。イスラエルの停戦も依然として目途が立っていない。エマージング市場の選挙も波乱含みの展開が続き、11月の米国大統領選も新たな不安要因となっている。

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

景気後退 19%

セクター別見通し

■ BBB格とBB格の発行体のスプレッドは、先進国の社債やソブリン債を大幅に上回っており、非常に魅力的なキャリーを提供している。しかし、多くのエマージング国債が、長期レンジの下限（スプレッドが最も縮小した水準）で取引されているため、ボトムアップによる個別銘柄の分析が、これまで以上に重要になっている。本年6月の選挙では予想外の結果が多かった（メキシコではモレナ党が議会で過半数を大幅に上回る議席を獲得した一方、インドのBJP党や南アフリカのANC（アフリカ民族会議）は予想外の議席減のため、政権維持のための連立を余儀なくされた）ため、特に各国の国内政治リスクが懸念される。

■ メキシコでは、与党モレナ党が憲法を改正できる議席を有しており、「チェックアンドバランス」の働きが弱まって、政府の力が強まる恐れがある。そうなれば、海外からの直接投資もリスクにさらされ、将来的にはメキシコの投資格付にも悪影響が及びかねない。また、元エネルギー・エンジニアで気候変動のアクティビストでもあるシェインバウム新大統領はESGに重点を置いており、Pemex社のバランスシートを今後の負債管理を通じて強化することを目指している。これにより、Pemex社には利益がもたらされる可能性がある。我々は、Pemex社、メキシコの準ソブリン債や社債などに投資機会があると見ており、ソブリン債は今後もアンダーウエイトする方針である。インドや南アフリカの選挙も予想外の結果となったが、先進国通貨建国債に与える影響はメキシコほど大きくはないと見ており、インドの経済成長は鈍化する可能性があるとはいえ、引き続き高成長が続き、我々が保有する社債と準ソブリン債のポジションにとっては下支えとなるだろう。南アフリカの政策には注視が必要だが、GNU（国民統一政府）の成立は、今のところ市場の期待に沿ったものであると思われ、準ソブリン債には引き続き投資妙味がある。

■ その他では、サウジアラビアとルーマニアの投資適格ソブリン債、カタール、インドネシア、UAEなどの準ソブリン債に多くの投資機会がある。ブラジル、セルビア、コートジボワール、コロンビア、グアテマラ、コスタリカ、モロッコのソブリン債や準ソブリン債のスプレッドは魅力的であり、BB格の発行体にもチャンスは広がっている。

■ 低格付の発行体の中では、従来から懸念されていたいくつかの債務不履行銘柄に改善が見られる。エジプトでは外貨準備が大幅に増加し、トルコは適切な政策修正を行い、エクアドルでは国際通貨基金（IMF）の支援もあり、財政調整の信頼性が高まっている。また、パキスタンはIMFの求める条件を遵守しながら安定した政権運営が行われ、ナイジェリアは政府にとって負担の大きい補助金を廃止し、アルゼンチンにおいても改善傾向が見られる。ただし、このまま改善が続くとは限らず、政治は多くの場面で気まぐれである。米国の大統領・議会選挙の結果次第では、過去4年間にわたり拡充されてきた多国間融資に影響を与える可能性があるため、これらの新興国が改革を持続させることは重要である。デストレスト国の中で、エクアドル、エジプト、アンゴラ、セネガル、パキスタンには、リスクを考慮しても大きな魅力があると考えられる。

■ 債務不履行に陥っている国では、ザンビアが債務再編を完了したばかりで、ガーナとスリランカは債務再編が間近だと見られる。ザンビアとガーナはともに経済成長が見込まれ、債務再編後に債券保有者が恩恵を受ける可能性があるため、有望な投資機会だと見ている。スリランカについては、肥大化した国営企業部門を債務再編後に縮小し、持続可能な成果を上げられるかは疑わしい。ウクライナとベネズエラやPDVSA（ベネズエラ国営石油公社）の情勢は引き続き非常に流動的である。両国の一部の債券は、現状の価格から見るとリスク・リターン特性が魅力的と判断できるが、ポジ

ションのサイズが鍵となる。

■ 長期的には、先進国建エマージング債を後押しする追い風がいくつもある。具体的には、新興国と先進国との成長率較差が大きく、今後さらに拡大する見通しであること、負債の構造、地政学的な重要性、GDP成長率の点で新興国が成熟し、先進国にキャッチアップしていること、米中競争を背景とした西側諸国によるサプライチェーンの再構築と新興国への金融支援競争、人口動態の優位性から新興国経済が恩恵を受けることが挙げられる。

ハードカレンシー建エマージング社債

■ エマージング社債のスプレッドは縮小し、長期平均を大きく下回っており、いくつかの銘柄のスプレッドはフェアバリューに近い水準まで縮小している。しかし、エマージング社債の利回りが7%程度と高いこと、底堅いファンダメンタルズ、ネットの供給がマイナスであること、底堅いマクロ経済環境などを踏まえると、引き続きエマージング社債市場の見通しは良好だと考えている。2025～26年に大量の償還が予定されていたが、順調に借り換えが進んでいる。新興国ハイイールド社債のデフォルト率は、長期的なレンジである3～4%にとどまり、先進国のハイイールド社債並みで推移すると予想される。その他にも、個別発行体に関わる予想外のネガティブな事象が減少していること、新興国に特化した投資家以外からの投資意欲も回復していること、総発行額は予想以上に多いものの、償還などを考慮したネットの発行額はマイナスであることは、当市場にとってポジティブな要因である。

セクター別見直し

■ エマージング社債の中では、スプレッドがおよそ320bpsとなっているBB格社債や、スプレッドがおよそ175bpsとなっている一部のBBB格長期社債が最も魅力的だと見ている。我々のポートフォリオでは、引き続きブラジル、メキシコ、インドの発行体が主要なオーバーウェイトとなっている。年初から一部のトルコの社債を非常に割安な水準で購入し、その後、良好なコモディティ市場の見直しに基づいて、厳選した銅・亜鉛関連の銘柄を買増した。また、ペルー、コロンビア、タイのティア2銀行銘柄にも注目している。化学セクターや中南米の通信セクターの一部の準ディストレスト銘柄はすでに安値から大きく回復しているが、ファンダメンタルズが安定化していることから、もう一段上昇する可能性があるとしている。中国に対しては非常に慎重な見方を維持しているが、我々のポートフォリオではハイイールド社債のアンダーウェイトを一部削減している。リスク要因として、資金調達コストの上昇、景気減速、地政学的リスクに起因する発行体の信用力への悪影響に注意を払っている。

現地通貨建エマージング債

■ 年初来、現地通貨建エマージング債は先進国国債に対してアンダーパフォームしている。米ドル高、サービス部門のインフレ高止まり、財政赤字の拡大、最近の選挙結果は、現地通貨建エマージング債のパフォーマンスの圧力となっただけでなく、ブラジル、メキシコ、コロンビア、インドネシア、ハンガリーなど多くの新興国においては金融緩和サイクルを中断させることにつながった。

■ 我々は、トップダウンの観点から、現地通貨建エマージング債券に対して前向きな見方を持っている。米国経済が減速の兆しを見せ、FRBが想定している利下げが徐々に実現しつつある。このため、3月から4月にかけての米国金利の急上昇が再び起こる可能性は小さいと見ている。現地通貨建エマージング債指数の指標利回りは現在6.60%程度であり、年初来のレンジ（6.10～6.65%）の上限にある。FRBが9月に利下げに踏み切れば、割安に放置されている現地通貨建エマージング債の追い風となるだろう。

■ ボトムアップの観点からは、多くの新興国での財政赤字の拡大や、南アフリカ、メキシコ、インドでの予想外の選挙結果が、社債の銘柄選択の前段階となる国別選択を難しくしている。国ごとのインフレ率の動向によって、各新興国の中央銀行の金融スタンスが大きな異なっている。ブラジル、チリ、チェコ、ハンガリーでは緩和サイクルの終了が近い一方、メキシコ、コロンビア、ペルーでは金融緩和を継続する余地が残っている。アジアや南アフリカの中央銀行は、FRBの動向を待ってから利下げを開始する可能性が高い。インドネシアではさらなる利上げの可能性も否定できない。

■ 年初来の現地通貨建エマージング債の低調なパフォーマンスから考えて、市場は懸念材料の多くを織り込んだと思われ、7-9月期はオーバーウェイトのポジショニングで臨むことが適当だと考えている。我々はバーベル型のポートフォリオ戦略に基づいて、市場感応度の高い（高ベータの）ブラジル、メキシコ、ハンガリーなどの銘柄と、市場感応度の低い

（低ベータの）インド、チェコ、タイなどをオーバーウェイトしている。年限別では5年から10年ゾーンを選好している。我々の前向きな見直しに対する主なリスクとして、米国でのインフレ再燃による米国債の急落（金利上昇）の可能性と、ブラジル、メキシコ、コロンビア、南アフリカ、インドネシアで財政赤字解消が進まないことに注意を払っている。そのため、現地通貨建エマージング債のポジションの大きさを注意深く調整している。

エマージング通貨

■ 各国の選挙結果や財政懸念（メキシコ、ブラジル、コロンビア、インドネシア）と世界経済の成長鈍化というトップダウンとボトムアップ両面からの観点で、年初から投資家はより多くのリスクプレミアを求めている結果、エマージング通貨は下落している。FRBは利下げを急ぐ姿勢を見せておらず、今のところ「高金利の長期化」に問題を感じる様子も見られない。7-9月期に入っても、各国中央銀行の政策の乖離（FRBが利下げを急がない一方、新興国が利下げを継続している）を背景に、米ドル高となりやすい環境が続いている。

■ 米ドル高、名目成長率の鈍化、一部の国での選挙結果や財政への懸念という状況は、エマージング通貨にとって逆風の環境のように見えるが、今後、前向きな見直しにつながる材料も存在している。

セクター別見通し

■ まず、エマージング通貨はすでに悪材料を織り込んできており、特にメキシコ・ペソ、ブラジル・リアル、コロンビア・ペソ、インドネシア・ルピア、アジア通貨は、悪材料の多くを織り込んでいる。さらに、最近の米国の消費者物価指数が順調に低下し、経済成長も減速していることから、FRBの利下げが、今後より小幅にとどまるというよりは、むしろずっと大幅になるという非対称的な可能性も増している。加えて、キャリアが高く、ファンダメンタルズが改善している一部の通貨の投資機会（トルコ・リラ、エジプト・ポンド）や、ファンダメンタルズが安定した魅力的な国別の投資機会（インド・ルピー、ポーランド・ズロチなど）がある。

■ 2024年前半に見られたエマージング通貨の低調なパフォーマンスとFRBの利下げ見通しの進展を考慮すれば、最終的には年後半にアウトパフォーマンスに転じる可能性が十分期待できる。市場では、トップダウンとボトムアップ両面から懸念が広がっているが、たとえ今後、もう一段のエマージング通貨の下落やFRBがよりハト派的なスタンスに変わったとしても、9月末に向けてエマージング通貨を巡る市場環境が改善する可能性がある。当面は相対価値によるポジション構築を重視し、米ドルについては小幅なロングを基本としたポジションとする方針である。我々は、引き続き低キャリアの通貨よりも高キャリアの通貨を選好している。トルコ・リラ、エジプト・ポンド、ブラジル・リアル、インド・ルピー、インドネシア・ルピアをロングとし、中国人民元、タイ・バーツ、韓国ウォン、チェコ・コルナ、台湾ドルをショートとしている。

地方債

見通し：米国地方債市場は引き続き底堅く、安定推移すると予想。絶対利回りの水準は過去平均に照らして魅力的であり、地方債と国債の利回り比率の観点でも投資妙味がある。よって、今後も投資家の需要は強く、スプレッドが縮小した状況が続くと見ている。加えて、大統領・議会選挙が近づくにつれて供給が減少し、BAB（ビルド・アメリカ債）の借り換えも一段落すると予想されることが、地方債のパフォーマンスを下支えするだろう。投資家が「高金利の長期化」という市場環境に慣れ、米国債がレンジ内で推移すると見込まれることも支援材料となる。

■ 4-6月期には、市場で当初織り込まれていたFRBによる積極的な利下げは実施されないとの見方が広がった。金利が再び上昇したにもかかわらず、スプレッドは大幅に縮小した。その結果、ハイールド債のパフォーマンスは堅調だったが、投資適格債は低迷した。

■ 現在までのところ、地方債の発行額は昨年を約35%上回っている。今年の供給量の増加は、次の要因によるものである。(1) 金利変動の低下（MOVE指数は年初来で約25%低下）と発行体の高金利環境への慣れ、(2) インフレ率低下により、延期されていたメンテナンスの認識とプロジェクト費用の安定化（輸送事業は昨年比75%増、ヘルスケア事業は同127%増）、(3) BABの期限前償還による課税対象債から非課税債への資金シフト（約120億米ドル）、(4) 大統領選挙の年には、年下半期に比べ上半期の発行が増えるという特有の傾向。とはい

え、再投資額は1,200億米ドルと推定され、夏場の市場を押し上げるだろう。

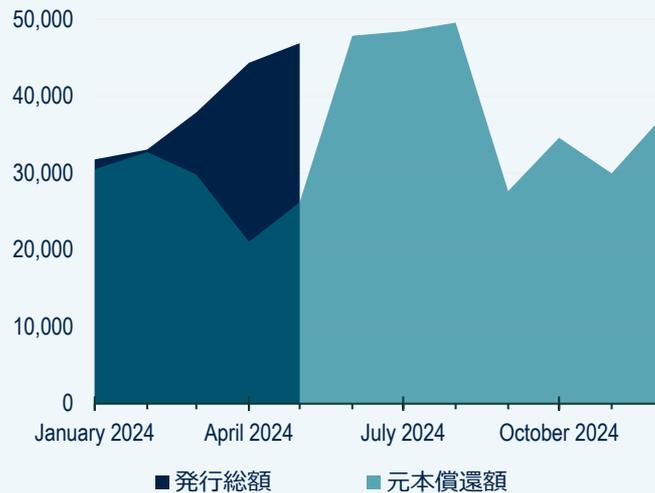
■ **税収**は引き続き堅調であり、非常時用資金も潤沢である。メリーランド州とカリフォルニア州の2州の格付見通しはネガティブだが、コネチカット州についてはポジティブに格上げされた。格下げ数に対する格上げ数の比率は約1.3倍であり、依然として格上げが格下げを上回っているが、2007年、2009年以来の高水準となった2023年の約3.6倍に比べれば比率が低下している。

■ **ポジショニング**：我々は各州の信用力の質について楽観的な見方をしており、スプレッドが拡大している特定の銘柄を選好している。格付会社が最も慎重な見方をしているセクターは、高等教育と医療である。全体として、我々は引き続き信用力の質が高い銘柄を選好しつつ、信用リスクを増加させることなくより高い利回りが期待できるオフザラン銘柄にも注目している。

■ **税制政策**：2025年に現在の減税措置が終了すると、11月の選挙結果次第で、地方債に対する需要の見通しが大きく変わる可能性がある。例えば、二人の大統領候補者はいずれも他の支出事項を優先する代償として、免税措置をターゲットにするかどうかを明らかにしていない。

■ **課税地方債**：BABによる資金調達の結果、課税債は市場が縮小している。今年は発行も限定的な中、社債市場が活発なため、課税債には注目が集まっていない。

図：地方債の発行額と償還額（額面価格、百万米ドル）



Source: Bloomberg as of June 2024.

図：政府補助金の削減（年別、%）



出所：パークレイズ・リサーチ、IRS、2024年3月

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



セクター	短期的な見通し	長期的な見通し ¹	
先進国金利	財政懸念が長引き、イールドカーブの再スティーピングの兆候が見られることから、機動的なアプローチを維持。金利差が特定の地域を圧迫するため、市場構造は引き続き変動。	米国 欧州	英国 日本
エージェンシーMBS	足元のバリュエーション、限定的な供給、潜在的な国内銀行の需要を考えると短期的には前向きな見方。ただし、コンベキシティが悪化している現行クーポン（6%以上）はアンダーウェイト。		
証券化商品	魅力的な相対価値とリスク調整後の期待リターンを考慮し、資本構造の最上位またはそれに準ずるトランシェを引き続き選好する。歴史的な平均値かそれを下回る水準にあるスプレッドは、今後もレンジ推移を続け、2024年を通じて「キャリア」が主要なテーマとなるだろう。需給が好調なため、さらなるスプレッド縮小やクレジットカーブのフラット化に繋がる可能性はあるものの、資本構造の最上位またはそれに準ずるスプレッド・デューレーションの短い投資を主体とし、よりクレジットに敏感な投資については機会を捉えて極めて選別的かつ機動的に行う方針である。クレジットカーブはフラット化し過ぎており、資本構成の下方への投資を無闇に推し進めることによる下振れリスクは、現段階では潜在的なリターンを上回ると考えられる。そのため、我々は依然として、ファンダメンタルズが魅力的な債券のみを購入し、信用力や格付面での積極投資は控える方針に徹している。	CMBS CLOs	ABS
投資適格社債	株価上昇と比較的低いボラティリティを背景に、投資適格社債市場ではタイトなバリュエーションが顕著となっている。スプレッド水準が相対的にタイトであること、および以下に挙げる潜在的なリスクを考慮すると、7-9月期末のスプレッドは現在の水準よりも若干拡大することを見込む。この結果、現在の魅力的な利回り水準は今後も続いていくだろう。	米国投資適格債（1-10年） 米国投資適格債（10年超）	欧州投資適格債（1-5年） 欧州投資適格債（5年超）
グローバル・レバレッジド・ファイナンス	市場の需給環境は依然として下支えされており、利回りは高止まりしているが、スプレッドはフェアバリューに近い水準にあり、主な収益源泉はキャリアにある。地政学的な緊張の高まりは、リスクを積み増す機会をもたらす可能性がある。積極的に正確なクレジット選定が今後も重要になる。	米国ハイイールド（1-5年） 米国ハイイールド（5年超） 米国レバレッジド・ローン	欧州ハイイールド（BB格） 欧州ハイイールド（B格以下） 欧州レバレッジド・ローン
エマージング債券	ハード・カレンシー・建エマージング債券に対して前向きな見方をしつつ、グローバルの選挙動向や政策面の逆風に注意を払っていく方針。投資家心理が悪化する局面では、短期的に市場が混乱する可能性もある。現地通貨建債券やエマージング通貨については、米ドル高が持続し、FRBの利下げ期待が後退しているため、相対価値を重視した戦略的なポジショニングが必要だと考える。	ハードカレンシー建投資適格ソブリン債 ハードカレンシー建ハイイールド・ソブリン債 現地通貨建エマージング債 ²	エマージング通貨 ² 投資適格エマージング社債 ハイイールド・エマージング社債
地方債	米国地方債市場は引き続き底堅く、安定推移すると予想。絶対利回りの水準は過去平均に照らして魅力的であり、地方債と国債の利回り比率の観点でも投資妙味がある。よって、今後も投資家の需要は強く、スプレッドが縮小した状況が続くと見ている。加えて、大統領・議会選挙が近づくにつれて供給が減少し、BAB（ビルド・アメリカ債）の借り換えも一段落すると予想されることが、地方債のパフォーマンスを下支えするだろう。投資家が「高金利の長期化」という市場環境に慣れ、米国債がレンジ内で推移すると見込まれることも支援材料となる。	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。

地政学的なイベントが多発する中、以下の表は、今後数ヵ月および数四半期にわたって注視すべき兆候と、それぞれのシナリオに関する我々の分析についてまとめたものである。

主要な地政学的リスク (基本シナリオおよび仮定)	鍵となる要素	楽観シナリオ	悲観シナリオ	方向性と影響度
ロシア・ウクライナ紛争の激化 消耗戦によってリスクが高まる (80%) 仮定：長期化な局地戦、前線では大きな変化がない	欧米からの継続的支援。戦場における打開策（あるいはその欠如）。二次的制裁。米国の時期大統領。	勝利は不可能と両陣営が理解。外部が参入し、停戦が不安定に。西側とロシアの安保対話。	敗戦に危機感を募らせたロシアが大量破壊兵器で対抗、NATOの介入でリスクが激化 (5%)	↓ 中～高
イスラエル・ハマス紛争の拡大 紛争はガザ地域にとどまる (50%) 仮定：紛争拡大に対して地域の主要国が反対。サウジアラビアとイランの紛争に発展せず。イスラエルとイランは、「これまでの方程式」を覆して直接的な報復攻撃を行ったが、代理戦争を継続	外交的な進展。イスラエルと米国の政治的関係。イランの行動と中国の関与。	長期間の停戦。人質外交が成功。パレスチナ主導の政権が継承。イスラエルが2ヵ国間協議とガザの再建を受け入れ。	湾岸地域の中東紛争が米国とイランを巻き込んで拡大、サウジアラビアとイランとの間での休戦が破綻 (40%)	↔ 中～高
朝鮮半島の軍事的緊張の高まり 北朝鮮の核による威圧的な外交 (80%) 仮定：従来型戦力と核兵器の増強により現状の安全保障体制は弱体化、核保有国であることを外交的に承認させる	核開発の進展。米国/同盟国の抑止力に対する認識。北朝鮮の中国とロシアとの関係。	現状維持への回帰。制裁解除を条件に非核化交渉の再開。	核兵器使用の可能性を含む韓国との戦争。最悪のシナリオとして、中国の台湾進攻と同時に攻撃開始 (15%)	↓ 高
中国とフィリピンの緊張の高まり 偶発的な軍事衝突のリスクを伴う不安定な現状維持 (65%) 仮定：フィリピンは米国との軍事的連携を強化、南シナ海で影響力を強める中国に異議を申し立てる	フィリピンに対する中国の継続的な威圧的行動。二国間の地域協定交渉の再開。	マルコス政権以前の現状を維持。フィリピンと中国が交渉を開始し、紛争対応のため協力関係を構築。	軍事衝突、信頼欠如の拡大に対する懸念が米国の介入を強いる (25%)	↓ 高
中国の台湾への軍事侵攻 中国は戦争以外による占領への準備として、引き続き現状が毀損 (85%) 仮定：中国は米国の関与を阻止し、強制力を伴う方法で再統一への素地を作る	米国の継続的な支援と「戦略的に曖昧」な外交政策。台湾の頼新総統が独立へのシグナルを示すか否か。	概して現状維持が持続される。	台湾に対する軍事進攻、台湾は米国が独立を支持するよう強く求め、誤解が中国の侵攻を招く (5%)	↔ 高

出所：PGIMフィクスト・インカム

市場パフォーマンス一覧

セクター	サブセクター	スプレッドの変化 (bps) Q2	SOFR OAS 6/30/2024	
CMBS	CMBS:コンデュイット型 AAA	利子先払い10年債	10	135
	CMBS:コンデュイット型 BBB-	BBB-	-112	666
	CMBS:SASB - シニア	AAA	20	170
	CMBS:SASB - メザニン	BBB-	10	300
	CMBS:イーージェンシー集合住宅	シニア	3	87
非イーージェンシー RMBS	レガシー	RPL シニア	4	147
	レガシー	2006/2007年のオルトA	5	240
	GSEリスクシェアリング	M2	-20	160
CLOs	CLO 2.0	AAA	-15	135
	CLO 2.0	AA	-25	170
	CLO 2.0	BBB	-50	295
ABS	無担保消費者ローンABS	シニア	15	136
	無担保消費者ローンABS	B クラス	0	171
	民間学生借り換えローン	シニア	5	141
	クレジットカード ABS	AAA	8	69

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)
	Q2	年初来	Q2	年初来	6/30/24
米国投資適格社債	-0.09	-0.49	4	5	94
欧州投資適格社債	0.08	0.54	6	-18	120

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）

	トータル・リターン (%)		スプレッド / 利回り変化 (bps)		OAS (bps)/ 利回り % 6/30/24
	Q2	年初来	Q2	年初来	
エマーゼンシング債券 (ハードカレンシー建)	0.30	2.34	49	7	391
エマーゼンシング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	0.54	0.74	33	41	6.60
エマーゼンシング通貨	-0.27	-1.38	-31	-118	7.75
エマーゼンシング社債	1.49	3.85	-9	-46	267

出所：J.P.モルガン

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS/ DM (bps) 6/30/24
	Q2	年初来	Q2	年初来	
米国ハイイールド債	1.09	2.58	10	-14	309
欧州ハイイールド債	1.39	3.23	12	-29	370
米国レバレッジド・ローン	1.86	4.44	4	-22	524
欧州レバレッジド・ローン	2.39	4.98	-19	-37	497

出所：ICE BofAML、クレディ・スイス

	トータル・リターン (%)	
	Q2	年初来
高格付非課税債	-0.02	-0.40
ハイイールド非課税債	2.59	4.14
長期課税地方債	-0.64	-0.90

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。

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。2024年6月30日現在。

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年現在

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V.、(iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点のPGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点のPGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルデンシャル・アシアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているものではありません。特定の投資ニーズに関する情報が必要なお客様は、金融の専門家にご確認ください。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでもなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものでもなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反：PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A 部をご覧ください。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁（FCA）の認可および規制を受けています。（企業参照番号：193418）欧州経済領域（EEA）では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁（Autoriteit Financiële Markten - AFM）によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU（MiFID II）で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。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. 2024-5464

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、エマーゼン市場は含まれません。このインデックスに組み入れられている証券は、最終満期まで少なくとも1年の期間を有し、ムーディーズ社、S&P社、フィッチの各ミドル・レーティングにて投資適格(Baa3/BB-/BBB-)未満でなければなりません。

欧州ハイイールド債

ICEバンクオブアメリカ欧州通貨ハイイールド・インデックス：このインデックスは、ICEバンクオブアメリカ欧州ハイイールド・インデックスの値を表しており、ユーロ建の国内債またはユーロ債市場で公募された、ユーロ建の、投資適格に満たない社債のパフォーマンスを参照しています。対象となる証券は、(ムーディーズ社、S&P社、フィッチの平均で)投資適格未満である必要があり、また、満期までの残存期間が1年以上、クーポン・スケジュールが固定されており、最低残高が1億ユーロでなければなりません。ICEデータ・インデックスLLCは、許可を得た上で使用されています。ICEデータ・インデックスLLCは、ICEデータ・インデックス及び関連データである「AS IS」の使用を認めるにとどまり、同インデックス及び関連データの適切性、品質、正確性、経済性、完全性について保証するものではありません。また、これに含まれる、あるいは関連するデータについて保証するものではなく、その利用についていかなる責任も負いません。ICEデータ・インデックスLLCは、PGIMフィクスト・インカム、並びにPGIMフィクスト・インカムが提供する商品やサービスを協賛、承認、推奨するものではありません。

米国シニア・セキュアード・ローン

クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデックス：クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデックスは、売買可能な米ドル建て変動金利型シニア担保ローンを対象とする代表的なアンマネーゼド・インデックスであり、米ドル建てレバレッジド・ローン市場の投資可能ユニバースを反映するように設計されています。このインデックスのリターンは当月の元本返済による影響を反映していません。

欧州シニア・セキュアード・ローン

クレディ・スイス西欧レバレッジド・ローン・インデックス(ユーロ・ヘッジ)：このインデックスは、ユーロに対して通貨ヘッジしています。売買可能な変動金利型シニア担保ローンを対象とする代表的なアンマネーゼド・インデックスであり、欧州レバレッジド・ローン市場の投資可能ユニバースを反映するように設計されています。このインデックスのリターンは当月の元本返済による影響を反映していません。

エマーゼン債券

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・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。

エマーゼン通貨

JPMorgan ELMIプラス・インデックス：JPモルガンELMIプラス(JPM ELMI+)は、現地通貨建ての短期金融市場商品のトータル・リターンを参照しています。

地方債

ブルームバーグ地方債インデックス：当インデックスは、米ドル建て、免税長期債市場をカバーしています。このインデックスは、4つの主要セクターを有します：州および一般財源保証債、レベニュー債、保証債、事前借換債。固定利付またはステップアップの1990年12月13日付以降の債券で、償還日まで少なくとも1年を有する債券で構成されます。クレジットのない債券(保証のない地方債)は、ムーディーズ社、S&P社、フィッチ社による中央格付けが投資適格(Baa3/BBB-/BBB-以上)でなければなりません。

米国債

ブルームバーグ米国債インデックス：ブルームバーグ米国債インデックスは、米国財務省によって発行された米ドル建ての固定金利の名目国債を参照しています。財務省短期証券は満期上の制約により除外されていますが、別の短期国債インデックスの一部となっています。

モーゲージ証券(MBS)

ブルームバーグMBSエージェンシー固定金利インデックス：ブルームバーグ米国MBSインデックスは、ジニーメイ(GNMA)、ファニーメイ(FNMA)、フレディマック(FHLMC)が保証するエージェンシー不動産担保パスルー証券(固定金利型、およびハイブリッド・アーム型)を参照しています。このインデックスは、個々のTBA受渡適格MBSプールを、プログラム、クーポン、ウィンテージに基づいて、アグリゲートもしくはジェネリックにグループ分けすることによって構築されています。

商業用モーゲージ証券(CMBS)

ブルームバーグCMBSエリサ適格インデックス：このインデックスは、商業用モーゲージ・プールの株式を代表する証券クラスである、投資適格商業用モーゲージ証券のパフォーマンスを参照しています。このインデックスには、1974年従業員退職所得保障法(エリサ)のCMBSのみが含まれており、フィッチ、ムーディーズ社、またはS&P社の格付け分類において、上位3分類のいずれかに格付けされるという要件を含む一定の条件が満たされている限り、元本返済の最優先順位を有するエリサ適格証券と見なされます。

米国総合インデックス

ブルームバーグ米国総合インデックス：ブルームバーグ米国総合インデックスは、SEC登録証券で構成される、米ドル建て・投資適格の固定利付またはステップアップ課税債市場をカバーしており、米国債、政府機関債、社債、MBS(固定金利型およびハイブリッドARM型エージェンシー・パスルー証券)、ABSおよびCMBSの各セクターの債券を含んでいます。このインデックスに含まれる債券は、最終満期までの期間が1年以上で、ムーディーズ社、S&P社、フィッチ社の各格付けの中央の格付けが投資適格(Baa3/BBB-/BBB-)以上でなければなりません。

S&P 500®は、米国大型株の唯一最良の指標として広く認識されています。この指標をインデックス、もしくはベンチマークとする資産は9.9兆米ドルを超えており、そのうち約3.4兆米ドルが当指標をインデックスとしています。この指標には500の主要企業が含まれており、時価総額の約80%をカバーしています。

留意事項 2

- 本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した“Q3 24 Quarterly Outlook / Published July 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。
- 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
- 本資料は情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。
- 記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。
- 本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。
- 本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料に掲載された各インデックスに関する知的財産権及びその他の一切の権利は、各インデックスの開発、算出、公表を行う各社に帰属します。
- 本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。
- PGIMジャパン株式会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。
- “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

PGIMJ110406

3725994-20240718

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。