



# 2024年 10-12月期 四半期見通し

2024年10月

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

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

# 目次

## 1 主要な市場トレンド & 投資テーマ 3

## 2 債券市場の見通し 5

## 3 世界経済の見通し 9

## 4 セクター別見通し 14

先進国金利 15

エージェンシーMBS 17

証券化商品 18

投資適格社債 20

グローバル・レバレッジド・ファイナンス 22

エマージング債券 24

地方債 26

## 5 サマリー 27

見通し一覧 & 資産クラス別の見解 28

市場パフォーマンス一覧 29

個別セクター	トータル・リターン (%)				
	Q3 24	2024 YTD	2023	2022	2021
米国投資適格長期社債	8.21	4.53	10.93	-25.62	-4.65
米国長期国債	7.82	2.42	3.06	-29.26	-1.13
エマージング債 (ハードカレンシー建)	6.15	8.64	11.09	-17.78	-1.80
米国投資適格社債	5.84	5.32	8.52	-15.76	-1.04
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	5.53	4.50	5.05	-11.81	-1.04
米国ハイイールド債	5.28	8.00	13.45	-11.19	5.36
エマージング通貨	5.24	3.78	8.44	-7.14	-3.09
米国国債	4.74	3.84	4.05	-12.46	-2.32
CMBS	4.65	6.25	5.42	-10.91	-0.64
エマージング債 (現地通貨建)	3.78	4.55	7.60	-8.85	-5.52
欧州ハイイールド債	3.65	7.00	12.78	-11.13	3.32
欧州投資適格社債	3.27	3.83	8.19	-13.65	-0.97
地方債	2.71	2.30	6.40	-8.53	1.52
米国レバレッジド・ローン	2.08	6.61	13.04	-1.06	5.40
欧州レバレッジド・ローン	1.95	7.02	13.53	-3.36	4.87

### マルチセクター

グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	6.98	3.60	5.72	-16.25	-1.54
米国総合	5.20	4.45	5.53	-13.01	-1.39
グローバル総合(ヘッジあり)	4.24	4.38	7.15	-11.22	-0.15
ユーロ総合 (米ドルヘッジなし)	3.74	2.49	7.19	-17.18	-4.71
円総合	1.47	-1.72	0.51	-5.30	-2.85

### その他セクター

S&P 500 指標	5.89	22.08	26.29	-18.11	28.71
SOFR	1.39	4.15	5.18	1.66	0.03
米ドル (DXYインデックス)	-4.81	-0.55	-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2024年9月30日現在。インデックスに直接投資することはできません。

セクション 1

# 主要な市場トレンド & 投資テーマ

# 01

## 主要な市場トレンド & 投資テーマ

- 1 債券の強気相場は依然として序盤から中盤：**金利がピークを打つ中、既に始まっている債券の強気相場にはさらなる勢いをもたらされつつある。四半期ごとの変動はあるとは言え、今後は利回りが安定もしくは低下する可能性が高く、キャリアによる収益あるいはトータル・リターンを問わず、債券にとって良い兆候となる。
- 2 不確実性は収益機会でもある：**過去数年にわたり、政治、地政学、経済環境に関する不確実性は一貫して高い水準にあるが、足元でその不確実性はさらに高まっている。こうした不確実性は混乱を招く要因となり得るが、アクティブ運用によって付加価値を得るための機会も提供する。
- 3 パラダイムシフトの波に乗る：**長期にわたって停滞していたインフレが歴史的な水準まで高騰するなど、通常は市場サイクルの全体を通じて見られるパラダイムシフトや市場変動が、わずか数四半期の間に起きている。常に変化を続ける市場を乗り切るためには、敏捷性と先見性が重要となるが、さらに次なるパラダイムシフトが発生する兆候が見られるような場合はなおさらである。
- 4 キャッシュ利回りの低下により、大規模な資産配分が促される可能性：**株価高騰が間違いなく投資家の株式への配分を押し上げたが、マネーフンドの残高も増加を続けている。キャッシュ利回りが低下し、株価バリュエーションに対する懸念が高まり、インカム収入の追求が重要視される中、債券への力強い資金流入は今後も増加し続けるのだろうか？もしそうであれば、こうした資金流入が利回りの低下圧力となり続け、スプレッドは引き続き過去最低水準付近で推移する可能性が高い。



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

# 夢のような

債券は7-9月期も引き続き堅調なリターンを記録し、**2022年の弱気相場からの再生を果たした先進国債券の強気相場が持続した<sup>1</sup>**。債券市場全般の見通しについて我々は楽観的な見方をしているが、現時点においても引き続き次の疑問が残っている。

1. 金利はピークを打ったが、今後どこまで低下するか？
2. 景気減速とインフレ鈍化を受けて各国中央銀行は金融緩和に転換したが、成長鈍化はクレジット商品の見通しにとって脅威となるか？

## 通常では見られない強気相場が持続

これまでのところ、利回り低下が債券の強気相場の原動力だった訳ではない（ドイツ国債や米国債の利回りは、強気相場が始まった2022年秋と同等の水準にとどまっている）。むしろ、**力強いリターンは、主に利回り水準それ自体と、スプレッドが縮小する中でクレジット商品が高い超過収益を獲得したことによる**ところが多い。

## 金利はどこまで低下するか？

今後も引き続き各国中央銀行は政策金利を引き下げる意向である。足元で景気が減速傾向にある中、短期金利はコロナ禍前の長期的な停滞水準に回帰する可能性がある。

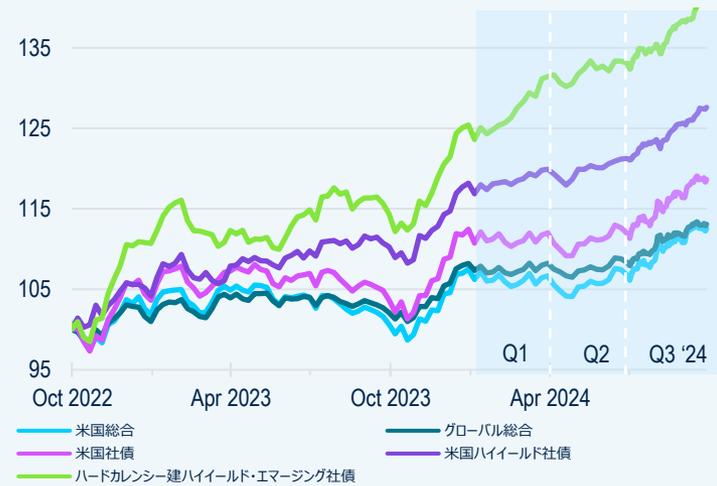
大幅な逆イールド（米国10年債とドイツ10年債の利回りは、それぞれの短期金利より少なくとも1%ポイント低い）を考慮すると、**景気減速と利下げに対する期待はすでに長期金利に相当程度織り込まれていると見られる（図2）**。こうしたことから、さらなる長期金利の低下余地は当面限定的にとどまると考えられる。

その結果、先進国中央銀行の今回の利下げサイクルの収束水準が明確化するまでは、長期金利は現在の水準付近で調整を続けることが予想される。各国中央銀行の金融政策緩和により短期金利が低下する一方、長期金利は安定的に推移することから、イールドカーブは徐々にスティープ化すると見られる。

## 強気相場を示唆する要注意点

ここで考慮すべき点として、先進諸国は、金利の急上昇にもかかわらず、今回の利上げサイクルで景気後退を回避している。このことから、次の重要な疑問が浮かび上がる。先進国経済が、各国中央銀行による大幅な利上げにも大きな反応を示さずに景気拡大し続けて来たのであれば、景気の下局面でも同じことが言えるのではないか。

図1：「高利回り環境」の陰に隠れた強気相場が本格化（2022年9月30日を100として指数化）



出所：ブルームバーグ

図2：足元で長期金利は大幅に低下しており、短期金利が低下するまでの間、当面は横ばいの推移となる可能性がある（%）



出所：ブルームバーグ

1. ここで我々が引用する先進国債券市場には、唯一利上げサイクルを進行中の日本は含まれない。

つまり、欧州中央銀行（ECB）が最低1%以上の成長率への回復を目指し、米連邦準備制度理事会（FRB）が少なくとも労働市場のさらなる悪化を抑制するのに十分な成長の加速を目標とした場合、これらの達成には予想を大幅に上回る利下げが必要になる可能性がある。その場合、今回の利下げサイクルでの利下げ幅は、コンセンサス予想を上回ることになるかもしれない。

### スプレッド：「完全に織り込まれている」ことによる課題

スプレッドは記録的な低水準近くにあり、さらなる縮小による債券価格の上昇余地はほとんどない。このことは、スプレッド商品の強気相場が一服したことを意味するのだろうか。我々はそうは考えていないが、**今後の超過リターンは、スプレッドのさらなる縮小ではなく、スプレッドによる超過利回りによってもたらされ、比較的抑制されたものととどまる可能性が高い。**

### 強弱入り混じる要因により、タイトなスプレッドが持続する可能性が高い

タイトなスプレッド水準および経済・地政学的情勢に対する懸念が投資家を躊躇させていることは間違いない。それでもスプレッドはタイトな水準を維持している（図3）。なぜだろうか？

**信用ファンダメンタルズは比較的堅調に推移しており（図4）、成長は鈍化しつつあるが、各国中央銀行は景気の下支えに軸足を移しており、ソフトランディングの達成に向けて順調に進んでいるように見受けられる。**

強弱それぞれの要因が拮抗する中、スプレッドは当面史上最低水準付近でレンジ推移を続ける可能性が高いと考えられる。

### 大規模な資産配分が到来？

株価上昇に伴い、一部の投資家の株式資産配分が拡大したことは間違いないが、キャッシュ残高も増加を続けている（図5）。株式市場のバリエーションに関する懸念がいつ表面化するかという別の懸念がある一方で、各国中央銀行の利下げがキャッシュの魅力にとってリスクとなることは明らかだ。**短期金利が低下すると、投資家は長期にわたる高い利回りを確保しようと、より長期の債券やスプレッド商品に資金を振り向けることを促されるだろう。**

債券ファンドへの資金流入は現在も堅調に推移しているが、キャッシュの利回りが低下し、利回り追求の動きが広がれば、さらに資金が流入する可能性が高い。これにより、**利回りには全般的に下押し圧力がかかり、スプレッドは記録的なタイト水準近辺にとどまり続けると考えられる。**

### 債券の強気相場への確信度が高まる

7-9月期の大幅な金利低下を受け、当面は調整局面となる可能性があるが、**我々は市場の見方を変えていない。利回りとスプレッドはレンジ推移が続き、投資家は債券から堅調なリターンを得られると予想する。10-12月期見通しに関する修正点としては、**経済が減速しつつあり、利下げサイクルが本格化したことから、中長期的に金利低下による更なるリターンの改善見通しが高まったことがあげられる。****

図3：地政学的な不確実性の高まりにもかかわらず、スプレッドは依然としてタイトな水準にある（パーセンテージ・ポイント）

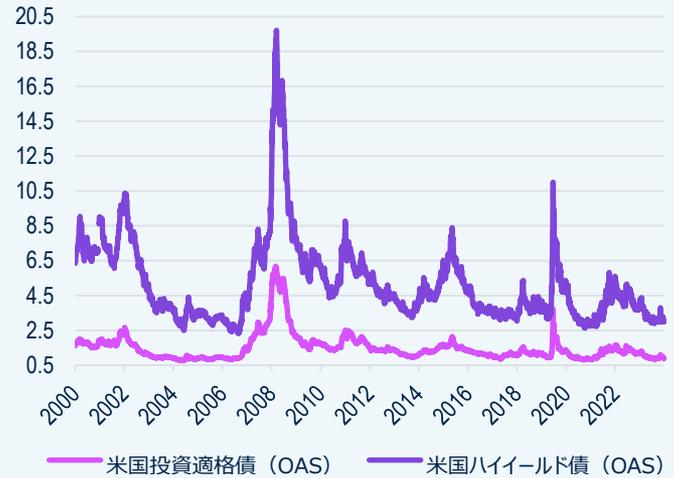


図4：根本的なファンダメンタルズと旺盛な需要が支援材料となっている（フォールンエンジェルに対するライジングスターのネットでの累計差額、十億米ドル、2024年8月31日現在）

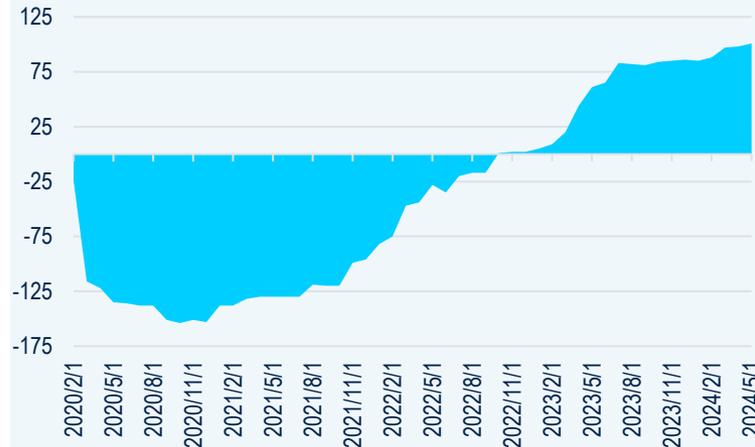


図3の出所：ブルームバーグ、図4の出所：J.P.モルガン

## 債券市場の見通し

一方で、政治、地政学、経済環境に関する**不確実性**は一貫して高い水準にある。こうした**不確実性は混乱を招く要因となり得る一方、アクティブ運用による超過収益の機会も提供し続ける可能性が高い。**

**結論**：市場は短期的には調整局面となる可能性がある。しかし、最終的に金利およびスプレッドはレンジでの推移あるいは現行水準から低下すると見込まれ、中長期的な債券リターンの見通しは引き続き良好である。

**図5**：マネーファンドの残高は、絶対値および名目GDPに対する相対値のどちらの側面で見ても高水準または逼迫した状況にある。キャッシュ利回りが低下するにつれて、長期にわたる高い利回りを確保するために、これら資産への配分はより長期の資産にシフトされる可能性がある。



出所：ブルームバーグ

**図6**：マネーファンドの資金が、長期にわたる高い利回りを確保するためにより長期の資産に振り向けられる場合には、債券への力強い資金流入はさらに増加する可能性がある（百万米ドル）。



出所：EPFR

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

# テールリスクが顕在化する時

パンデミック発生時の経済環境では、テールリスクは高まっているものの、その存在は曖昧であり、各シナリオの発生確率は横並びの状態にあった。また、それぞれのテールリスクが抱える正確な特性の大部分は不明瞭なままだった。

ネガティブなシナリオから生じる特定のリスクが顕在化する場合、それらのリスクは一見して解決困難な問題の組み合わせになることは注目に値する。また、我々は世界経済の「ソフトランディング」を基本シナリオとする一方で「景気後退」の確率を幾分高めたように、景気サイクルの進展にも注目が集まる。

多くのグローバル・マーケットは、欧州と中東で続いている紛争や米中の大国間競争に対して、これまで決定的な反応を見せていない。しかし、これらの紛争は、先を見通すにあたって、世界経済における突出したリスクである。こうした中、本章では地政学的リスクの生起確率とリスクシナリオの要約から始めたい（右図）。

経済の視点では、ロシアや中東などの産油国・地域が関わる武力衝突は、原油価格の上昇やその結果として起こるインフレ期待の上昇をもたらす場合が多い。

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
<b>ロシア・ウクライナ紛争の激化</b> 紛争激化がさらなる消耗戦をもたらす <b>(80%から70%に下方修正)</b> 仮定：米国で新政権が誕生。米国とドイツがロシアでの長距離兵器使用を認めない。ロシアが兵器を増産。軍事支援に対する西側諸国の懐疑的な見方によりウクライナはロシアとの和平交渉を検討せざるを得なくなる。	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。米国の次期大統領。	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 <b>(5%)</b>	↓ 上昇/高
<b>イスラエル・ハマス紛争の拡大</b> 紛争はガザ地域にとどまる <b>(50%から45%に下方修正)</b> 仮定：イスラエルが軸足をヒズボラに移した狙いは、6万人の避難民の帰還にある。イランと米国を巻き込んだより広範囲な戦争のリスクが高まる。	ヒズボラの攻撃とガザ地区停戦の関連性の排除。ヒズボラとイランが行動を調整。イランの代理勢力としての役割。紛争をエスカレートさせないように圧力をかけることに対するイランの意識。	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か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休戦が破綻する <b>(40%から45%に上方修正)</b>	↓ 上昇/高
<b>朝鮮半島の軍事的緊張の高まり</b> 北朝鮮の核による威圧的な外交 <b>(80%)</b> 仮定：核保有国であることを外交的に承認させるための軍備増強。	核開発の進展。米国/同盟国の抑止力に対する認識。中国とロシアとの関係性。	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じタイミングで攻撃開始 <b>(15%)</b>	↓ 上昇/高
<b>中国とフィリピンの緊張の高まり</b> 偶発的な軍事衝突のリスクを伴う不安定な現状維持 <b>(65%)</b> 仮定：フィリピンは米国との連携を強化、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 <b>(25%)</b>	↓ 上昇/高
<b>中国の台湾への軍事侵攻</b> 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 <b>(85%)</b> 仮定：中国は米国の関与に対して、抑止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 <b>(5%)</b>	↔ 横ばい/高

エネルギー価格は、イスラエルとイランとの間での代理戦争の初期段階では大きく反応しなかった。しかし、イランによるイスラエルへの直接攻撃を受け、原油価格は高騰した。イランの攻撃は、需給動向の変化によるコモディティ価格の上昇がインフレ高騰をもたらすという関係性を改めて浮き彫りにした。

一部の主要先進国では、今後の地政学的展開が各国における政治情勢の分断を煽るだろう。米国では、特に世界の地政学で果たすべき同国の役割について、政策内容よりも舌戦が繰り返されており、これまでの大統領選と同様に緊迫した状況が続いている。欧州の政治情勢では分断が2024年を通して継続するテーマであり、最近ではドイツの州議会選挙における極右政党AfDの躍進がこれを強調している。

短期的には、広範な先進国において追加的な財政政策が実施される可能性が示唆されている。財政出動は、それが生産性向上に寄与した場合には非常に重要だったと評価され得るが、市場は英国やフランスで起きたように特定の財政動向を直ちに織り込む動きを示し、市場参加者にとってはこれまで何度もサプライズとなってきた。米国も財政赤字拡大に対処すべく、財政の方向性や計画（財政支援を行わないという計画も含む）に関する様々な懸念に直面する可能性がある（詳細は、先進国金利のパートを参照）。

債務の持続可能性に関する長期的な懸念は、米国やイタリアといった先進国に限らず、現在は

低迷が続くものの経済回復の期待がかかる中国でも高まっている。財政ファンダメンタルズの観点では、世界的に債務増加が続く中、中国を除く新興国では堅調な財務状況が浮き彫りとなりつつある（図2）。

中国の長期化する景気停滞はリスク・シナリオにも表れており、中国政府がこれまで小出しにしてきた効果の薄い景気刺激策を踏まえると、リスクはさらに深刻化するだろう。一方、中国は年率5%の成長率目標を掲げており、7-9月期までの不十分な政府の対応によって、より迅速な行動の必要性が喚起されている。

経済の供給面での支援を目的とした金融刺激策や信用供与に過度に依存していたことを踏まえ、足元、中国で発表された政策パッケージには、GDP比で約2%に相当する複数の需要刺激策が盛り込まれている。若年層の失業率が記録的な高水準となる中、失業給付金、児童手当、年金改革などの施策は、社会的安全体制の初期段階になり得る。直近の景気刺激策の発表前の中国のGDP成長率は約3%ペースとなっていたが、今般の刺激策によって、2025年にかけては5%目標に近い成長率を実現すると我々は見ている。

図2：G7および中国の債務水準は、新興国とは非常に対照的（GDPに占める割合、%）



出所：マクロボンド

中国の輸出セクターは比較的好調だが、追加的な貿易関税または貿易干渉の悪影響を受ける可能性があり、中国やユーロ圏の貿易相手国に経済のさらなる不確実性をもたらす可能性がある（図3）。例えば、最近のECBによる分析によると、中国の過剰生産によって30%の価格下落（図4）がもたらされた場合、これが潜在的なデスインフレ要因となり、EUの物価を約1%ポイント押し下げていることが示された。

欧州の輸出に対する新たな、あるいは追加的な関税は欧州経済の成長をさらに抑制する可能性がある。これは、欧州が経済競争力を重視していることを考えればなおさらである<sup>1</sup>。9月の購買担当者景況感指数（PMI）速報値は、フランスとドイツでは需要が急激に落ち込み続けていることを示し、貿易動向は欧州

全体の循環的なモメンタムの減速を示唆している。一方、イタリアの対GDP比債務残高は、7-9月期GDPの上方修正によって低下し、周縁国の経済が依然として堅調であることが示された。

欧州の中核国における景気低迷は、インフレ率がECBの2%目標を下回って推移する要因にもなっている。加えて、現行の3.5%の政策金利は、ECBが考える中立金利を100~150bps上回っており、引き続き景気制約的である。我々は10月会合でも25bps利下げが実施され、その後は2025年6月までの会合毎に利下げが行われ、中銀預金金利は、ECBが中立水準と想定する2.25%まで低下すると予想する。

労働市場は引き続き米国の重要課題となっている。FRBが今サイクルで初めてとなる50bpsの利下げを発表した直後の経済指標は、今後の大規模な政策緩和を正当化する内容だった。例えば、「雇用の確保は容易、あるいは困難か？」という質問に対する回答の差異は、8月も引き続き縮小している。この労働指標は、失業率との高い逆相関を示している（図5）。一方、最近の消費者に関する経済指標や9月の労働賃金は予想よりも堅調に推移し、我々の基本シナリオである「ソフトランディング」に沿った内容である。すなわち、これは景気拡大が続く可能性を裏付けている。

1 欧州委員会：「欧州の競争力：マリオ・ドラギによる報告書」、2024年9月9日。

図3：世界の貿易関税および貿易干渉は急激な増加が続いている（各年の新たな貿易干渉の数）



出所：グローバル・トレード・アラート、2024年6月現在。

図4：中国における生産者物価の下落は、内需の低迷とデフレが波及するリスクを反映している（対前年、パーセンテージポイント）



出所：マクロボンド

## 世界経済の見通し

FRBは現行の景気サイクルの延長に必要な措置を講じる意向であり、今後の注目点は中立金利に至るまでの利下げペースとなる。FRBは年内に25bps利下げを2回実施し、2025年は合計100bpsの利下げを実施すると我々は想定しているが、それでもFRBが想定する中立金利である2.9%を大きく上回ることになる。FRBは2026年前半までに中立金利に到達すると見ているが、労働市場がさらなる軟化を示せば、2025年後半にも中立金利に到達する可能性もある。

米国の金融政策に関する留意点の一つは、米国経済の金利変動に対する感応度である。米国経済は500bps以上の利上げに持ちこたえてきた。金利に対する感応度の低下が続けば、金融緩和がどれだけ経済活動を促進するのか、経済が活性化しない場合には緩和をどれだけ続けるのかは依然として不透明である（[我々が過去に発行したレポート「金融引き締めが信用スプレッドにもたらす影響と今後の投資機会を考察する」](#)を参照）。

また、FRBによる追加緩和は、日本銀行による為替介入の圧力を緩和している。7-9月期に日本銀行は予想外の利上げを実施したが、これを受けて我々は当面の追加利上げに対する障壁は相対的に高いと見ている。日本では賃金上昇が見られるが、依然として持続的な消費拡大や国内要因による物価上昇には繋がっていない。石破茂氏が日本の次期首相として就任し、経済に対する考え方が明らかになるのを待ちたいが、

国防面ではタカ派と見られ、日本の国防費は今後も増加すると見られる。

また、我々が想定する経済シナリオにおけるポジティブなテールシナリオが発生する可能性にも注目している。10-12月期の経済見通しでは、米国、欧州、中国における「名目GDP高進」の生起確率を、低位ながらも据え置いた（図6）。ポジティブなテールシナリオから考えられる今後の展開には、財政主導型の生産性向上、AIの飛躍的進歩、そして、再生に向けた取り組みがもたらされる紛争の持続的な停戦が含まれる。

このような展開は依然として顕在化していないが、今後も程度の差こそあれ、「ソフトランディング」が基本シナリオとして据え置かることになるだろう。我々のシナリオにとっての大きな変化は、ネガティブなテールリスクへの回帰であり、図8が示す通り、我々は「景気後退」シナリオの発生確率を全ての地域で引き上げている。

図5：米国では雇用の確保がより困難になり、失業率のさらなる上昇が予想される（左軸：%、バランス、右軸：%）

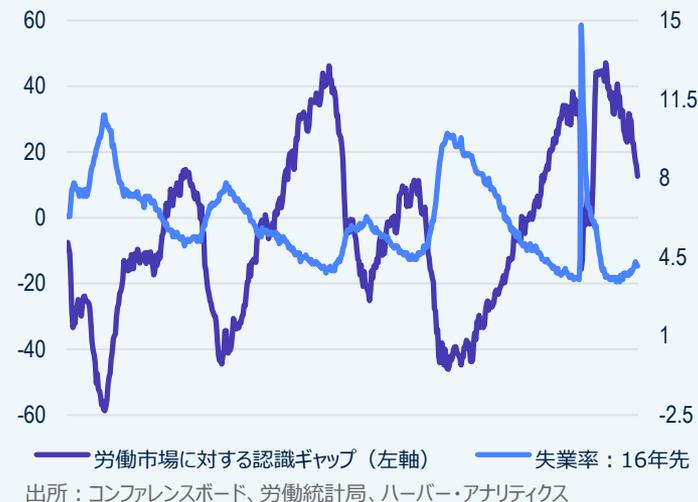


図6：全ての地域に関して、引き続き基本シナリオは「ソフトランディング」としているが、「景気後退」の生起確率を上方修正（%）

シナリオ	米国		欧州		中国		新興国*	
	Q3	Q4	Q3	Q4	Q3	Q4	Q3	Q4
ソフトランディング	35	35	40	35	75	70	49	46
ウィークフレーション	25	25	30	30	0	0	19	19
名目GDP高進	15	10	5	5	5	5	10	7
狂騒の20年代	5	5	5	5	5	5	3	5
景気後退	20	25	20	25	15	20	19	24

出所：PGIMフィクスト・インカム。\*新興国は、米国（35%）、欧州（35%）、中国（30%）の加重平均。四捨五入により、新興国の確率の合計が100%にならない場合があります。

セクション 4

# セクター別見通し

# 04

# 先進国金利

**見通し**：機動的かつ警戒的なスタンスを維持。引き続き、市場が織り込む金融政策の軌道と我々の予想との乖離がデレーションに係るポジションを方向づける。また、財政悪化懸念の再浮上を含め、市場のサプライズ要因にも警戒。

■ 2024年の大半にわたり、予想される中央銀行の様々な動きに市場参加者の関心が集まっている。各国中央銀行のさまざまな政策が相次いで打ち出された7-9月期を経て、市場の関心は今後の利下げのタイミングと利下げ幅を巡る予想、ならびにその過程で生じ得る市場イベントに移っている。

■ FRBによる利下げサイクルに対して大きな期待が寄せられている米国に目を向けると、現時点で市場はFRBの想定よりも積極的な利下げを織り込んでいるものの、その差はそれほど大きくない。利下げ幅に関して

は、米国債の先物金利によると、FRBの最終金利は2.9%の水準になると織り込まれており、その後は同水準から30～40bpsのレンジ内で推移すると見込まれている。

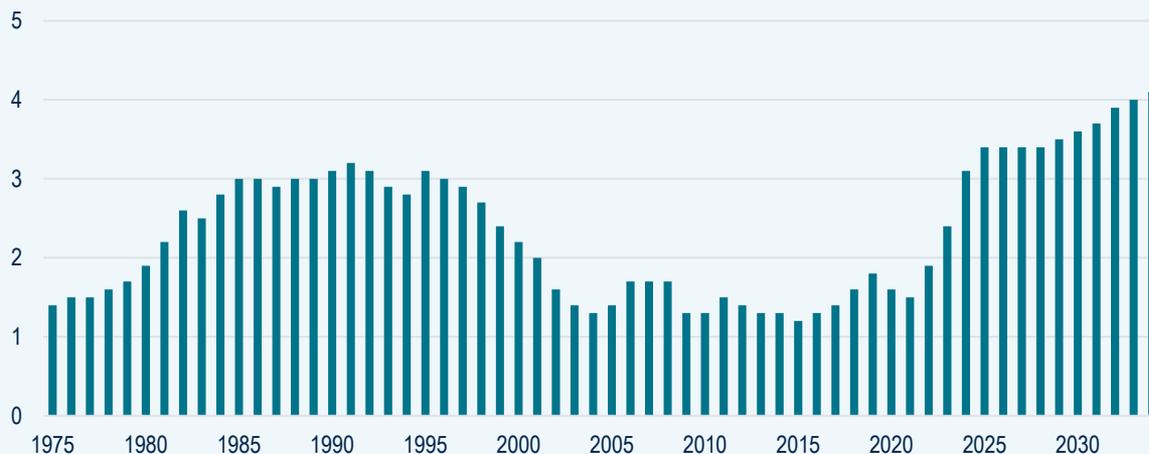
■ タイミングに関しては、FRBは2026年初旬までに2.9%の水準に到達すると予想している一方、市場はそれよりも若干早く同水準まで引き下げると織り込んでいる。我々は、2025年中旬に同水準に達する可能性があると予想している。今後予定されている政策決定会合に目を向けると、11月会合では25bps利下げが大方の市場予想である一方、12月会合での利下げ幅は25bpsと50bpsで見方が分かれている。

■ 緩やかな成長鈍化という我々の基本シナリオのもと、短期名目金利の見通しについては、2019年当時の利下げサイクルが参考になる。同サイクルが終了した

時点では、米国2年債利回りはFF金利近傍で推移し、10年債利回りはそれより100bps弱高い水準で推移していた。これを踏まえて基本シナリオを推定すると、2年債利回りは3.40%程度、10年債利回りは3.80%付近に落ち着くと考えられる。

■ 投資家が相対的に魅力的な長期利回りを確定しようとする中、比較的フラットな2年債と10年債の金利カーブ形状が続く可能性がある。また、フォワードを含む金利カーブの安定は、米国債全体にわたるボラティリティ低下に寄与することが見込まれる。例えば、市場は1日当たり約5bpsの変動を織り込んでいる。しかし、長期利回りについては、米国大統領選挙が近づくにつれて財政出動の拡大観測（下図参照）を材料に、場合によっては上昇するかもしれない。ただし、その後もインフレ鈍化が続く限りは、おそらく低下に転じるだろう。

**図：今後10年間で純利払費がGDPの4.5%に向けて上昇する中、米国の財政状況に注目が集まる可能性がある（GDPに占める純利払費の割合）**



出所：ブルームバーグ

## セクター別見通し

■ 欧州ではさらなる成長減速が予想される中、ECBによる利下げ観測も高まっている。我々は、依然として10月についてはECBは政策金利を3.5%に据え置くと見ている一方、市場は年末に約3.0%を織り込んでおり、10月の会合後に緩和プロセスが加速する可能性がある。よって、ECBが12月は25bpsの利下げにとどめる場合、2025年始めに緩和プロセスは加速するかもしれない。基本的に、欧州のデフレーションについて我々は中立的なスタンスを維持しており、ECBの量的引き締めが進むにつれて市場全体に買い疲れの兆しが広がらないか注視する方針である。

■ 日本のデフレーションについては、日本銀行が7月に実施した予想を上回る利上げの後、我々は中立的な見方を維持している。FRBの緩和サイクルが円安圧力を引き続き抑制すると考えられ、自民党の総裁選を経て日本銀行は再び据え置き姿勢に戻ると我々は見ている。

■ 今後の市場のサプライズ要因に関しては、予想外のインフレ加速が挙げられる。とりわけ、各種コアインフレ率が上昇し、市場参加者の予想とは異なる展開となる可能性がある。また、雇用が力強さを取り戻した場合も、市場参加者は明らかに利下げのタイミングと幅に関する見直しを見直すよう迫られる。

■ 最後に、無計画な財政を背景にさまざまな懸念が生じている。実際、英国とフランスにおいて最近生じた急速な価格調整を踏まえると、米国の財政悪化を受けて、米国債市場においても同

様の価格調整が起こるとの警戒感が高まっている。表面的な債務水準ではなく、正味支払利息に対する懸念が高まると我々は見ている。正味支払利息はGDPの約4.5%の水準に向けて膨らみつつある。また、追加借入に係る利払・償還財源を巡る不透明感も浮き彫りになっている。よって、今後も米国債入札の結果を注視する必要がある。

# エージェンシーMBS

**見通し：**タイトなスプレッドを踏まえ、短期的には慎重な見方。一方、FRBが利下げに踏み切ったものの供給は正味ベースで限定的にとどまると見込まれ、長期的には金利に比して強気な見方。30年物の既発債を用いてコンバクシティのロングの継続を選好する。

■ MBSインデックスのスプレッドは2023年初め以降で最もタイトな水準にあるというバリュエーション上の理由から、我々は目先については慎重な見方をしている。しかし、米国債は今後も大量発行が予想される一方、MBSの供給は正味ベースで限定的にとどまると見込まれ、長期的には金利と比較して強気な見方をしている。FRBが予想通り追加利下げを進めることができればMBSは概ね恩恵を受けられるだろう。

■ 住宅ローン金利は直近のピークから低下しているが、手頃な価格の住宅不足が引き続きローン申請の逆

風となっている。借り換え時期が近づきつつある銘柄がMBSインデックスに占める割合は増えているが、借り換えによるローン組成の増加は正味供給量を増加させない。一方、ETFへの安定した資金流入が支援材料になっている。

■ プライマリーディーラーの保有高が2020年以來の水準にまで膨れ上がっており、恐らくポジションを減らす必要がある。一方で、REITはこの数年より良好な状態にあり、投げ売りが再び生じる確率は低いと見られる。また、FRBは最終的な銀行資本規制は当初提案よりも遥かに緩和的な内容になるとの見方を示しており、銀行のMBS保有に対して必要な資本は当初提案よりも少なくなる公算が大きい。

■ 我々の見通しに対する潜在的なリスクは、FRBが市場観測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でも、MBSをそのまま満期償還させることを止める可能性は低いことに加え、量的緩和プログラムを復活させた場合でもMBSを買い入れるとは考えにくい。また、利下げ期待がMBSセクターでの投資機会を制限している。その理由として、現行クーポン債においてコンバクシティ・リスクが高まっていることが挙げられる。住宅金利が低下する中、高クーポンMBSにおいて借り換えが急増する可能性がある。

■ 我々は、コンバクシティが有利な点とデュレーション感応度がより低いという理由から、TBAよりも特定プールを選好している。出遅れ感のあるGNMA債や15年債、大きく経年した債券などへ資金を振り向ける方針である。

図：MBSインデックスのスプレッドは2023年初め以来のタイトな水準 (bps)



出所：ブルームバーグ

# 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踏まえ、資本構成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。スプレッドは過去の平均水準近辺でのレンジ推移を予想することから、キャリア重視の姿勢で臨む。良好な需給によりスプレッド縮小やクレジットカーブのフラット化が一段と進む可能性もあるが、我々は資本構成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に資金を振り向けている。一方、資本構成全般にわたるよりクレジットに敏感な投資については、戦術的かつ極めて選別的な姿勢を維持する。クレジットカーブは過度にフラット化していると見られ、資本構成の下位へ無差別に資金を振り向けることに伴う下振れリスクは、潜在的なリターンに見合わない。

■ **CMBS**では、高金利がキャップレートとバリュエーションを引き続き圧迫している。一方、足元の商業用不動産（CRE）のバリュエーションは高金利環境を適正に反映しており、底入れが近い。我々はピークから底入れまでの資産価値の下落幅は概ね20%と見積っているが、ばらつきも大きく、中でもオフィスが最も大きな打撃を受けると見られる。CREの取引活動は2024年下半期に反発すると見られるが、引き続き高金利と厳しい資金調達環境が取引を抑制する可能性がある。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魅力的であるため、引き続き投資価値があると考え。資本構成下位の証券に関しては、引き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。

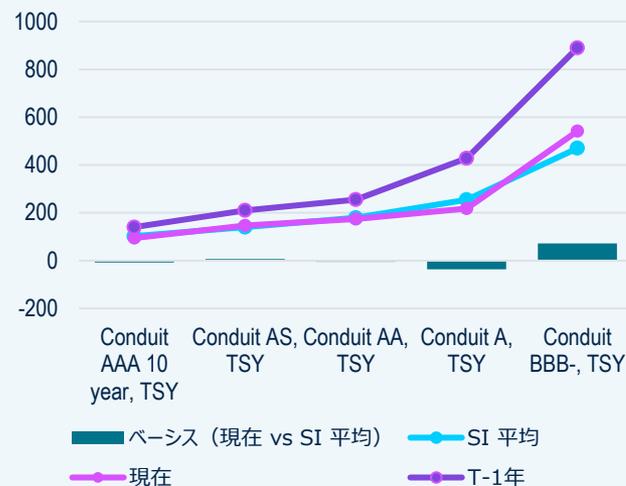
■ **RMBS**については、住宅ローン金利の高止まりが住宅の取得可能性と需要の阻害要因となり得る一方、中古住宅の供給は増加傾向にあるものの依然として長期的な平均水準を下回っており、結果として住宅市場は安定推移している。依然として住宅ローンの引き受け基準が強固な中、我々はモーゲージクレジット商品について引き続き強気な見方をしていく。ただし、連邦住宅局（FHA）ローンおよび非適格住宅ローンプールでは、延滞率が上昇している。リパフォーミングローンと第2抵当順位債は、その他の非エージェンシー証券化商品や社債よりも大幅にワイドなスプレッド水準にあり、投資妙味があると見ている。モーゲージクレジットに関しては強気な見方ながら、クレジットリスクトランスファー債（主としてファニーメイとフレディマックの住宅ローンを原資産とする）のバリュエーションは、この1年間の大幅なスプレッド縮小により割高感が強いと考える。

■ **CLO**のシニアトランシェは、依然として他の多くの債券資産クラスと比較して割安感がある。CLOに関する足元の需給面での支援材料を打ち消しかねない原資産のバンクローンに関する潜在的な信用懸念については、我々も留意している。バンクローンのスプレッドは、正味ベースでの限定的な供給と旺盛な需要により支えられてきたが、今後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、CLOの担保資産についてある程度の信用悪化が進むことが予想される。

図：CLOのクレジットカーブ（OAS、bps、SOFR）



図：CMBSのクレジットカーブ（OAS、bps、Tsy）



出所：J.P.モルガン ABS、CMBSインデックス。日付は2012年1月3日～2024年9月16日。RMBSのクレジットカーブ：J.P.モルガンRMBSインデックス。SIの日付は異なる：CRT M1/M2は2017年1月3日、CRT B1は2017年2月28日、CRT B2は2021年1月4日。

## セクター別見通し

■ 米国および欧州のCLOに関しては、引き続きシニア・トランシェを全般的に選好しているが、一方で新発のメザニン・トランシェのトータル・リターン面での投資機会にも注目している。米国では、高価格の既発債を売って、スプレッドの大きい新発債に乗り換える取引に投資妙味があると見ている。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。

■ **ABS**では、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一方、インフレと可処分所得の減少の影響が、最も脆弱な消費者層を引き続き圧迫しており、その傾向はニアプライム層でも見られつつある。インフレ率の低下と金融緩和は有効だろうが、その効果には時間を要するだろう。よって、消費者の信用力低下が一段と拡大する兆候が生じないか、引き続き警戒している。当面のスプレッドについては強気に見ているが、大量供給という逆風には注意している。我々はトップティアの無担保消費者クレジットやサブプライム自動車ローン、ならびに質の高い消費者クレジット資産へのエクスポージャーを提供する重要リスクトランスファー債（SRT：Significant Risk Transfers）を選好している。今後については、銀行規制の強化により、資産売却や規制対応の取引を通じてより多くの投資機会が生まれると期待している。

# 投資適格社債

**見直し：**米国および欧州の投資適格社債の利回りは、金融政策の緩和見通しが織り込まれた結果、年初来のピーク水準から低下している。引き続き安定した需要が見込まれるが、利回りの低下、全般的にタイトなスプレッド、そして大量発行などが需要の重石となる可能性もある。今後も経済は緩やかな減速にとどまることが予想され、短期的には当セクターに対するやや楽観的な見方を維持しているが、引き続き下振れリスクにも注意している。

■ 7-9月期、**米国投資適格社債**はプラスの超過リターンとなった。電力、たばこ、生命保険が特に好調だった一方、住宅建設、独立系エネルギー、自動車は出遅れ、景気循環銘柄は非循環銘柄に劣後した。

■ 4-6月期の企業売上高は前年比で1.1%増加、コモディティ・セクターを除いたEBITDA（支払利息、減価償却前の経常利益）は7.1%増加と、過去8四半期で最も力強い伸びを示した。しかし、2024年に入って以降、信用力指標は小幅に軟化している。企業が増加する金利コストを吸収する過程で、インタレスト・カバレッジ比率は低下し続けている。ネット・レバレッジは2.9倍とやや高止まりしているが、格付によって状況は異なる。Baa3格の発行体ではレバレッジの低下が見られる一方、A2格の発行体では上昇している。年初来で格上げが格下げを大幅に上回っており、格下げリスクのある債券はほんの一部にとどまっている。

■ **発行額の急増：**当初1.2兆米ドルと予想されていた2024年の発行総額は、年初来で既に上回っている。こうした中、年間の発行額は1.5～1.6兆米ドルに達する見込みである。2025年および2026年には多くの債券が満期を迎えるため、引き続き高水準の供給が続くだろう。さらに、利回りが一段と低下すれば、追加発行が前倒しで行われる可能性もある。

■ これまでのところ、こうした発行は順調に市場で消化されている。これは、ヘッジコストの低下によって米国市場に対する海外投資家からの需要が高まっていることに加え、投信への旺盛な資金流入も続いていることが背景である。イールドカーブがスティープ化する中、特に保険会社による長期社債への需要が増しており、短期債を上回る好調なパフォーマンスを示している。

■ **ポジショニング：**基本シナリオとして「ソフトランディング」を想定しているが、今後12か月の米国経済のシナリオに基づく超過リターンの見直しについては下振れリスクが大きいと考えている。このため、ポートフォリオではスプレッド・デューレーションを低めに抑えることを基本方針としている。また、現在のバリュエーションはフェアバリューに比べやや割高と見られるため、キャリー収益を重視しつつ、特に魅力的な投資機会があれば資金を振り向けることを検討する。投資適格社債のポートフォリオはBBB格をオーバーウェイトしているが、スプレッドはA格と比較してもタイトな水準に

あるため、キャリー重視の観点からオーバーウェイトの多くは短期債に配分している。ハイイールド債から投資適格債への格上げ候補は限られると見ており、そのためハイイールド債へのポジションは抑制的な水準にとどめている。業種別では、銀行、電力、パイプラインを選好している。

■ **主な下振れリスク：**経済の減速、消費の低迷、高水準の株価バリュエーション、金利の変動、再燃しつつあるM&Aや自社株買いなどのレバレッジ・イベント（自社株買いの承認額が増加している点は留意が必要）、地政学的リスク、そして次期米国大統領選などが主な下振れリスクとして挙げられる。

■ **欧州投資適格社債**の5年および10年スワップ・スプレッドは、ロシアによるウクライナ侵攻とそれがもたらした欧州経済への逆風によって高止まりしていた。しかし、投資家のリスク許容度が改善するにつれてスワップ・スプレッドは縮小し、歴史的なタイト水準に近づきつつある。信用スプレッドには多少の変動はあったものの、依然として過去のレンジの下限近くにとどまっており、我々は通常よりもより慎重なポジションを取っている。

## セクター別見通し

■ 欧州市場は、8月と9月に過去最高の発行額を記録したものの、その規模は米国には及ばなかった。概して利回りは依然として魅力的な水準にあり、資金流入も続いているが、スプレッド面での魅力度は明らかに低下している。

■ **欧州投資適格社債のポジショニング**：市場動向に対する感応度の高い業種/銘柄のスプレッドは低下しているが、これは金融セクターが大幅にアウトパフォーマンスした結果である。我々の欧州のポートフォリオでは通常よりも銀行に対するリスク配分を抑制し、主にイールドカーブの短期部分にリスクを集中させている。

■ 企業ファンダメンタルズは依然として堅調であるが、自動車など一部の業種ではやや陰りが見られる。我々は、市場リスクに対するポジショニングよりも、個別銘柄に注力したボトムアップ・アプローチでリターンを狙っている。欧州のポートフォリオではリスクを積極的に取りつつも、スプレッド・デュレーションは中立を保ち、短期のキャリー収益とイールドカーブの長期部分でのリスクに重点を置いている。

■ **グローバル投資適格社債のポジショニング**：グローバル投資適格社債のポートフォリオでは、スプレッド・デュレーションを小幅にアンダーウェイト（米国の長期債のアンダーウェイトも含む）させ、引き続き、欧州社債を小幅にオーバーウェイトさせている。欧州市場のスプレッドが急激に縮小したことを受け、全般的にエクスポージャーは削減しているものの、個別の銘柄選択には依然として魅力的な投資機会があると見ている。

図：2024年9月20日までの米国の自社株買いの承認に関する発表（10億米ドル、対前年増減率）



出所：ゴールドマン・サックスによるグローバル投資調査（2024年10月2日現在）

# グローバル・レバレッジド・ファイナンス

**見通し**：堅調な需給環境、安定したファンダメンタルズ、景気後退リスクの低下により、スプレッドは一定のレンジ内で推移し、新規発行に対する需要も引き続き堅調と見ている。また、地政学的リスクが高まる中、優良発行体の短期債を中心に銘柄を物色している。慎重な銘柄選択と相対価値に基づく投資機会の追求が、良好なリターンをもたらすと考える。

■ ハイイールド債のスプレッドは縮小しており、今後も一段のタイト化はあり得るが、その余地は限られる。米国経済は現在、ハイイールド債のスプレッド水準を支えるのに十分な成長を続けている。しかし、ラッセル2000構成銘柄の4-6月期業績が軟調だったことが示す通り、労働需要の軟化によって成長期待は低下し続けている。とは言え、発行体のバランスシートは全体的に健全であり、米国ハイイールド債市場は歴史的に見ても高い信用力を維持している。

■ 企業の収益性は引き続き堅調であり、コスト削減が奏功して利益率も安定している。さらに、今年の新規発行により、債務の満期到来も先延ばしされた。我々の基本シナリオでは、今後12か月でデフォルト率は低下すると見込んでいる。

図：FRBの利下げに伴うハイイールド債のスプレッドおよびデフォルト率の変化



出所：J.P.モルガン

## セクター別見通し

■ 景気後退シナリオが現実となった場合でも、デフォルトの増加は対応可能な範囲にとどまると考えている。また、発行体が債務返済を進めていること、投資適格への格上げ、他市場からの資金調達などによって、需給環境は引き続き良好である。

■ とは言え、現在のスプレッドには足元の地政学的リスクや米国選挙に関連するリスクは十分に織り込まれていない。これらの状況によっては、スプレッドが突然拡大する可能性も残されている。また、発行体による無理な債務再編やディストレスト・エクスチェンジが増えており、これらが年初来のデフォルトの約半数を占めていることにも注意が必要である。実際、ハイイールド債の借り換えが高い金利で行われると、金利負担が増加し、信用リスクの悪化を招くことにもなりかねない。

■ イールドカーブのスティープ化が続いて長期債のスプレッドが縮小した結果、短期債の相対価値が向上している。米国債先物を活用することで金利エクスポージャーを維持しつつ、この相対価値の機会を捉えることができる。同様に、変動金利のAAA格CLOも保有しているが、これはBB格ハイイールド債と比較して魅力的なスプレッド水準にあることによる。業種別では、住宅建設、電力および独立系発電事業者を引き続きオーバーウェイトとしている。カジノはオーバーウェイトを積み増し、建築資材はポジションを削減したが依然としてオーバーウェイトとしている。ケーブル、衛星テレビは中立方向へ削減し、テクノロジー、小売、メディア・エンターテインメントは、引き続きアンダーウェイトとしている。

■ 米国レバレッジド・ローンは、堅調な需給環境に加え、ファンダメンタルズが懸念されていた程には悪化しなかったことから、年初来で期待を上回るパフォーマンスを示している。ローンのデフォルト率は足元で上昇しておりリスク要因ではあるが、今後3～6か月間では市場に大きな影響を与えないと見ている。また、今年の市場を牽引してきた要因であるCLO組成に伴う需要や、限定的なネットでの新規供給などは、年末にかけても持続すると見られる。

■ 年初来の堅調なリターンを踏まえ、我々は2024年のレバレッジド・ローンのトータル・リターン予想を8.0～8.5%に据え置いている。この予想は、高いクーポンと利回り、活発なCLO組成、ローン投信への継続的な資金流入、ローンの一部弁済、借り換えや条件変更を除くと限定的な新規資金調達などが背景となっている。加えて、これまでの堅調なトータル・リターン、SOFR金利の高止まり、ローン価格が現行水準で推移するとの想定も背景にある。

■ レバレッジド・ローンのデフォルト率は、企業への逆風が強まった影響で長期平均を上回っているが、2024年末までに大幅に上昇することはないと見ている。スポンサー傘下の低格付発行体では、資本コストの上昇によってフリーキャッシュフローには引き続き圧力がかかると考えているが、デフォルト率（ディストレスト・エクスチェンジを含む）は2024年末まで3～3.5%の範囲にとどまるものと予想している。

■ 我々は引き続きBB格やB格高位の公開企業のローンを選好する一方、ファンド傘下の発行体のB格低位やCCC格のローンは回避している。これらの

低格付ローンは、厳しいファンダメンタルズの影響を最も受けやすいと考えられる。今後12～24か月には、綿密なファンダメンタルズ分析やモデル化による銘柄選択がますます重要となり、デフォルトの回避が超過収益を高める最大の鍵になると見ている。

■ 7-9月期に欧州ハイイールド債や欧州レバレッジド・ローンのスプレッドはさらに縮小した。米国の労働市場の悪化も大きな影響を及ぼさず、年末までに景気後退が始まる可能性は依然として低いと見ているため、予期しないショックがない限り、10-12月期のスプレッドは一定の範囲内にとどまると予想している。絶対利回りは引き続き魅力的であり、今後12か月間において、ハイイールド債やローンは、さまざまな経済シナリオの確率加重ベースでは超過リターンを生み出すと見ている。さらに、市場の大半が信用力の高い堅調な業績を維持している企業で構成されており、当面は現在のデフォルト率が続くと考えられる。

■ ポジショニングについては、スプレッドが概ねフェアバリュールーにあると見て、中立的なリスク水準を維持している。景気後退や地政学的リスクが高まる中で、景気循環に敏感な企業は引き続きアンダーウェイトとしている。また、個別の信用リスクやスプレッドには依然として大きなばらつきがあるため、今後も相対価値による投資機会に注目している。

# エマージング債券

**見通し**：前向きの見方を維持するが、米国の選挙とその後の政策運営に関する不確実性に留意する。新興国債券の各資産クラス内および資産クラス間のパフォーマンスのばらつきが、今後も超過収益の獲得機会を提供すると考えている。グローバル金利の低下という追い風と緩やかな景気減速という当社の基本シナリオでは、ハードカレンシー建債券とエマージング通貨のリスクを適度に抑える一方、現地通貨建債券にはより強い確信度を持つことが適切だと見ている。

## ハードカレンシー建エマージング国債

■ 当社の基本シナリオでは、新興国市場において強弱材料が交錯する中、10-12月期のハードカレンシー建債券のспレッドはレンジ内で推移すると見ている。そのため、ハードカレンシー建債のリスクは引き続き抑制する方針としている。ハードカレンシー建債のспレッドは、信用力の最も低い発行体を除いて、長期的な平均水準近辺にあるが、新興国市場は全

体として、米国の金融緩和サイクルや穏やかなマクロ経済見通しから恩恵を受けると見ている。

■ 新興国市場の投資家は、長年、地政学的な不確実性や武力紛争に対処してきたが、足元では米大統領選が接戦となる中、米国の外交・国内政策に関する不透明感が高まっている。両候補は通商政策、税制、移民・労働力供給、物価対策について大きく異なる公約を掲げており、いずれの要因も新興国に影響を及ぼす可能性がある。

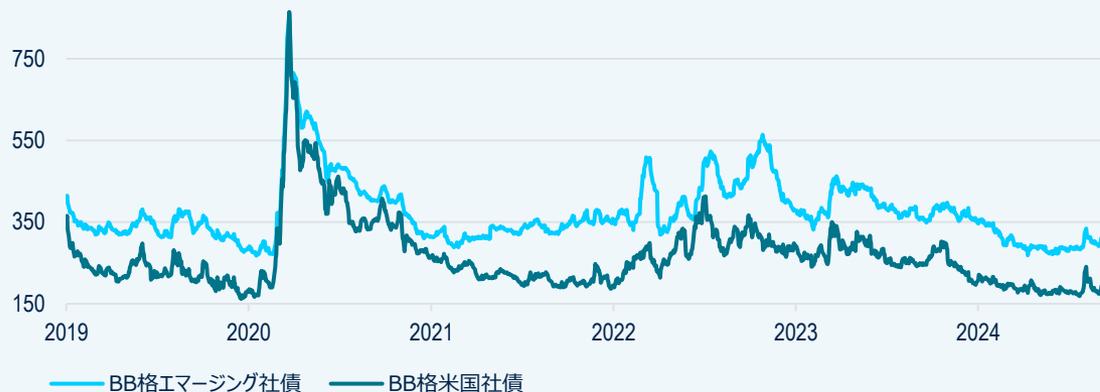
■ 重要なのは、仮に再びトランプ政権となり、中国に対して60%、その他の国々に対して10%の関税を課すことを検討した場合、経済成長への影響が最も深刻となるのは中国、米国自身、および欧州だという点である。このシナリオでは、新興国市場に対する市場心理が損なわれる可能性がある。もっとも、第1次トランプ政権下での貿易戦争の際には、新興国のファンダメンタルズとспレッドは良好に推移した。しか

し、前回と今回では主要国の状況が異なっており（特に中国）、前回とは異なる結果となる可能性もある。

■ 逆に貿易戦争が回避される場合は、想定よりも上振れする可能性がある。民主党は関税引き上げを目指しておらず、共和党も経済成長を重視する観点から、極端な貿易戦争は回避する可能性がある。さらに、新興国間の貿易は増加傾向にあり、米欧がサプライチェーンの再編（ニアショアリング）を継続することで、新興国への恩恵は今後も続く見込まれる。

■ 米国で拡張的な財政政策が予想される一方、欧州経済の回復力の弱さ、中国の不動産セクターと消費者の落ち込みを考慮すると、米国経済の一人勝ちの状況が当面続く可能性が高い。最近、中国では低迷する消費者心理の改善や不動産価格の下支えを目的とした財政、追加金融措置が発表され、これは大きな景気刺激効果をもたらす可能性がある。

図：BB格エマージング社債とBB格米国社債のспレッド（最悪ケースのспレッド、bps）



出所：J.P.モルガン、ブルームバーグ、2024年6月12日現在。

## セクター別見直し

■ 重要なのは、中国以外の新興国の経済成長は引き続き先進国経済を大きく上回っており、中期的にも先進国の経済成長が債務増大やその他の要因（高齢化など）によって抑制される中、新興国との経済成長率の較差が拡大する可能性があることだ。

■ 我々は、バーベル型のポートフォリオ戦略が有効だとの考えを維持している。短期的な不確実性はあるものの、エマージング市場の各アセットクラス、国、発行体が、明白なショックや潜在的なショック（例えば貿易、資源、経済成長など）に対して異なる感応度を示すことは、多様な投資機会を提供する。投資適格ソブリン債の中では、ドバイとサウジアラビアに注目している。準ソブリン債では、特にメキシコ、カザフスタン、サウジアラビア、アラブ首長国連邦に価値を見出している。BB格では、ブラジル、セルビア、コートジボワール、ドミニカ共和国、コロンビア、グアテマラ、コスタリカ、そしてモロッコのソブリン債・準ソブリン債のファンダメンタルズが改善し、スプレッドに魅力があることから、投資機会が拡大している。主要な新興国の選挙が終わり、市場は選挙結果がもたらす個別政策と経済成長への影響に焦点を当てるだろう。

■ ベータ値の高い発行体では、財務面にストレスがかかっていたり、現在、デフォルト状況にある発行体の中に、引き続き投資機会が存在している。エジプト、エクアドル、ザンビア、アンゴラ、トルコ、セネガル、パキスタンには各国固有のポジティブな要因があり、デフォルトしていたザンビア、ウクライナ、そして（間もなく）ガーナは、デフォルトからの脱却がポジティブな材料である。仮にグローバル経済が軽度の景気後退に陥った場合でも、現在市場が織り込んでいないようなソブリン債のデフォルトの大幅な増加は発生しないと予想している。エマージング債市場の資金フローは流出超であるが、大半の新興国発行体の資金調達状況は依然として問題はないと見ている（大きな資金調達ギャップはなく、債券需要は良好である）。新興国に対する海外直

接投資（FDI）と海外証券投資は継続しており、多国籍機関および二国間の資金提供も十分にある。

## エマージング社債

■ エマージング社債の利回りおよびスプレッドは適正水準に接近しているが、ファンダメンタルズは依然として底堅い。年初来の社債の総発行額は予想を上回っているが、純発行額は依然として大幅なマイナスとなっている。新興国の銀行セクターの貸倒引当金は増加しているが、長期的には依然として低水準であり、リスクコスト（保険料など、企業活動に伴うリスクの管理にかかる費用）はコロナ禍前の平均水準に低下しつつある。2026年、27年に満期を迎える債券のいわゆる「満期の壁」は借り換えなどにより先延ばしされている。新興国ハイイールド社債のデフォルト率は、長期平均水準である3～4%の範囲内で推移し、先進国ハイイールド社債市場と同水準にとどまると予想している。個別発行体のネガティブサプライズはこれまでの所多くなく、また、高いスプレッドを求めるクロスオーバー投資家からの投資意欲は高まっている。

■ エマージング社債の中では、BB格と、一部の長期のBBB格発行体が最も魅力的だと見ている。我々は、最近、メキシコとブラジルの準ソブリン新発債、および低格付のインド社債を追加購入した。トルコの新発社債は、バリュエーションが割安ではないため、選別的な姿勢としている。アルゼンチン社債は、発行が多いため警戒的に見ている。ブラジルの社債は、金利上昇のリスクと通貨安により、一部削減した。

■ ハードカレンシー建エマージング債に対するリスクとしては、米国の選挙後にエマージング通貨安が続くことや、世界経済の成長鈍化による資源価格のさらなる下落などが挙げられる。

## 現地通貨建エマージング債

■ 当面、主としてトップダウン要因が、現地通貨建エマージング債市場に影響を及ぼす可能性が高い。

■ 我々は引き続き現地通貨建エマージング債を選択しているが、7-9月期に利回りが50bps低下したことを受け、前四半期初よりは魅力が低下したと認識している。9月のFRBによる50bps利下げは、新興国中央銀行の緩和姿勢を後押しし、2023年10-12月期から見られたような市場環境につながる可能性が高い。

■ 我々のバーベル型ポートフォリオでは、メキシコ、南アフリカ、インドネシアなどの高ベータ銘柄と、ペルー、インド、中国、タイなどの低ベータ銘柄をオーバーウェイトしている。年限別では、ネガティブなキャリー/ロール効果が大きいことから、5年から7年のゾーンを選好している。多くの国の現地通貨建エマージング債市場のバリュエーションが割高で、モメンタムの影響を受けやすい市場であることを踏まえ、我々は戦術的に取引を行いつつ、11月の米国選挙後に投資方針を再検討する予定である。

## エマージング通貨

■ FRBの積極的な利下げを市場がすでに織り込んでいること、世界経済の成長鈍化、米国選挙を巡る不透明感、そして現在、過去数年間の米ドル・サポート水準にあることから、最近の米ドル安は継続しないと予想する。そのため、相対価値を重視しつつ、米ドルの小幅なロングポジションを維持する方針である。我々は、ブラジル・レアル（利上げサイクルに入った可能性）、トルコ・リラ（ファンダメンタルズの改善）、エジプト・ポンド（ファンダメンタルズの改善）、そしてメキシコ・ペソ（司法改革の不透明性はほぼ織り込み済み。ニアショアリングの恩恵は継続）といった高金利通貨を厳選してロングにしている。中国元（低成長。米国選挙に反応しやすい）や台湾ドル（超低金利。米国選挙に反応しやすい）、チェコ・コルナ（開放経済。成長鈍化に反応しやすい）など、一部の低金利通貨をショートにしている。

# 地方債

**見直し：**景気減速のサイクル後期の恩恵を受けることから、地方債市場に対しては年末に向けて前向きな見方をしている。今後のFRBによる利下げが積極的であるか、緩やかであるかにかかわらず、金融緩和の継続は地方債市場にとって追い風となる。過去数四半期にわたる大量発行によって割安度の増した地方債の相対価値は、今後も市場を下支えすると考える。

■ 米国債利回りが低下し、大幅にスティープ化したにもかかわらず、地方債のイールドカーブは年初来でフラット化している。今後は地方債のイールドカーブがスティープ化すると予想される中、年末のロールオーバーが10-12月期のプライス・リターンにさらに貢献するだろう。

■ スプレッドは年初来で約50bps縮小した。オープンエンド型投信への資金流入を中心に資金フローがプラスであったことが背景となった。中でも、ハイイールド地方債ファンドへの資金流入が目立っている。

■ 今年に入り、市場では供給量の増加が大きな材料となっており、これにより地方債はアンダーパフォーマンスし、地方債と米国債の利回り比率は上昇した。歴史的に、米大統領選挙の年には、その年の早い時期に地方債の発行が集中し、年末が近づく11月、12月には供給量が減少する。

■ 課税地方債市場の取引は極めて低調な状況が続いている。主な市場の材料となっているのはビルド・アメリカ債（BAB）の期限前償還で、課税地方債市場から非課税地方債市場に資

金が流出し、BAB市場の価格水準の見直しの動きが生じている。課税地方債は社債と比較すると割安だが、取引の活発化は期待できない。

■ **税制の動き：**減税・雇用法によって制定された減税措置の多くが2025年に期限切れとなる予定であるため、11月の大統領・議会選挙の結果次第で地方債の需給環境は大きく変化する可能性がある。争点となっている主な税制には、法人税、個人所得税、キャピタルゲイン課税、代替ミニマム税の扱い、州および地方税の控除などがある。どちらの大統領候補者が、他の優先支出項目の財源としてどの減税措置を標的にするかは、現時点では明らかではない。さらに先を見れば、恐らくねじれ議会となることが予想される中、超党派による税制改正の多くは可決が難しくなるだろう。そのため、投資家は税控除の恩恵を受ける目的で、地方債市場に注目することになるはずである。

■ **ポジショニング：**地方債の信用ファンダメンタルズは引き続き健全であり、格下げ/格上げ比率は依然として高い（約1.7倍）ものの、昨年よりは低下している。スプレッドはタイトな水準にあるため、信用力の高い銘柄へシフトすることが適切だと考える。我々は、地方債の利回り曲線がスティープ化することに備え、現在はフラット化を想定したポジションを削減している。同時に、利回りの向上に注力している（代替ミニマム税のスプレッドや前払いガス債など）。また、オフザラン銘柄に最も価値を見出している。

**図：2024年の発行総額は、平均を大幅に上回る非課税地方債が大部分を占める（十億米ドル）**



出所：ブルームバーグ・ファイナンス LP、J.P. モルガン

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。<sup>1</sup>



### 長期的な市場見通し

米国  
新興国



欧州



セクター	短期的な見通し	長期的な見通し <sup>1</sup>
先進国金利	機動的かつ警戒的なスタンスを維持。引き続き、市場が織り込む金融政策の軌道と我々の予想との乖離がデレレーションに係るポジションを方向づける。また、財政悪化懸念の再浮上を含め、市場のサプライズ要因にも警戒。	米国 欧州
エージェンシーMBS	タイトなスプレッドを踏まえ、短期的には慎重な見方。一方、FRBが利下げに踏み切ったものの供給は正味ベースで限定的にとどまると見込まれ、長期的には金利に比して強気な見方。30年物の既発債を用いてコンバクシティのロングの継続を愛好する。	
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踏まえ、資本構成の最上位またはそれに準ずるトランシェを引き続き愛好する。スプレッドは過去の平均水準近辺でのレンジ推移を予想することから、キャリア重視の姿勢で臨む。良好な需給によりスプレッド縮小やクレジットカーブのフラット化が一段と進む可能性もあるが、我々は資本構成の最上位またはそれに準ずるスプレッド・デレレーションの短い投資に資金を振り向けている。一方、資本構成全般にわたるよりクレジットに敏感な投資については、戦術的かつ極めて選別的な姿勢を維持する。クレジットカーブは過度にフラット化していると見られ、資本構成の下位へ無差別に資金を振り向けるに伴う下振れリスクは、潜在的なリターンに見合わない。	CMBS CLOs ABS
投資適格社債	米国および欧州の投資適格社債の利回りは、金融政策の緩和見通しが織り込まれた結果、年初来のピーク水準から低下している。引き続き安定した需要が見込まれるが、利回りの低下、全般的にタイトなスプレッド、そして大量発行などが需要の重石となる可能性もある。今後も経済は緩やかな減速にとどまることが予想され、短期的には当セクターに対するやや楽観的な見方を維持しているが、引き続き下振れリスクにも注意している。	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	堅調な需給環境、安定したファンダメンタルズ、景気後退リスクの低下により、スプレッドは一定のレンジ内で推移し、新規発行に対する需要も引き続き堅調と見ている。また、地政学的リスクが高まる中、優良発行体の短期債を中心に銘柄を物色している。慎重な銘柄選択と相対価値に基づく投資機会の追求が、良好なリターンをもたらすと考える。	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	前向きな見方を維持するが、米国の選挙とその後の政策運営に関する不確実性に留意する。新興国債券の各資産クラス内および資産クラス間のパフォーマンスのばらつきが、今後も超過収益の獲得機会を提供すると考えている。グローバル金利の低下という追い風と緩やかな景気減速という当社の基本シナリオでは、ハードカレンシー建債券とエマージング通貨のリスクを適度に抑える一方、現地通貨建債券にはより強い確信度を持つことが適切だと見ている。	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 <sup>2</sup> エマージング通貨 <sup>2</sup> 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	景気減速のサイクル後期の恩恵を受けることから、地方債市場に対しては年末に向けて前向きな見方をしていく。今後のFRBによる利下げが積極的であるか、緩やかであるかにかかわらず、金融緩和の継続は地方債市場にとって追い風となる。過去数四半期にわたる大量発行によって割安度の増した地方債の相対価値は、今後も市場を下支えすると考える。	課税債

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 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。

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) Q3	SOFR OAS 9/30/2024
CMBS	CMBS:コンデユイト型 AAA 利子先払い10年債	1	136
	CMBS:コンデユイト型 BBB-	BBB-	-110
	CMBS:SASB - シニア	AAA	-20
	CMBS:SASB - メザニン	BBB-	-20
	CMBS:イーージェンシー集合住宅	シニア	3
非イーージェンシー RMBS	レガシー RPL シニア	2	149
	レガシー 2006/2007年のオルトA	5	245
	GSEリスクシェアリング M2	0	160
CLOs	CLO 2.0 AAA	0	135
	CLO 2.0 AA	-5	165
	CLO 2.0 BBB	-5	290
ABS	無担保消費者ローンABS シニア	3	139
	無担保消費者ローンABS Bクラス	3	174
	民間学生借り換えローン シニア	3	144
	クレジットカード ABS AAA	2	71

出所：PGIMフィクスト・インカム

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS (bps) 9/30/24
	Q3	年初来	Q3	年初来	
米国投資適格社債	5.84	5.32	-5	-10	89
欧州投資適格社債	3.27	3.83	-2	-21	117

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。2024年9月30日現在。

	トータル・リターン (%)		スプレッド / 利回り変化 (bps)		OAS (bps)/ 利回り % 9/30/24
	Q3	年初来	Q3	年初来	
エマーゼンシング債券 (ハードカレンシー建)	6.15	8.64	-30	-22	361
エマーゼンシング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	3.78	4.55	-49	-8	6.11
エマーゼンシング通貨	5.24	3.78	-108	-226	6.67
エマーゼンシング社債	4.48	8.50	-4	-49	263

出所：J.P.モルガン

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS/ DM (bps) 9/30/24
	Q3	年初来	Q3	年初来	
米国ハイイールド債	5.28	8.00	-14	-28	295
欧州ハイイールド債	3.65	7.00	-13	-42	357
米国レバレッジド・ローン	2.08	6.61	-15	-37	509
欧州レバレッジド・ローン	1.95	7.02	-11	-48	486

出所：ICE BofAML、クレディ・スイス

	トータル・リターン (%)	
	Q3	年初来
高格付非課税債	2.71	2.30
ハイイールド非課税債	3.21	7.48
長期課税地方債	6.15	5.19

出所：ブルームバーグ。ブルームバーグ地方債インデックスによります。

## 留意事項 1

データの出所（その他特に断りのない限り）：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ、2024年10月現在

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

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

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これ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. 2024-7812

## インデックスに関する留意事項

### 米国投資適格社債

ブルームバーグ米国社債インデックス：ブルームバーグ米国適格社債インデックスは、産業セクター、公益セクター、金融セクターが発行する、米ドル建、投資適格、固定金利またはステップアップ金利の課税証券を対象としています。これには、特定の満期、流動性、およびクオリティ要件を満たす、米国の公募社債および外国社債と海外の担保付き約束手形が含まれる。このインデックスに組み入れられている証券は、最終満期まで少なくとも1年の期間を有し、ムーディーズ社、S&P社、フィッチのミドル・レーティングにて投資適格(Baa3/BB-/BBB-)以上でなければなりません。

### 欧州投資適格社債

ブルームバーグ欧州社債インデックス：ブルームバーグ欧州総合社債インデックスは、投資適格債、ユーロ建、固定金利、社債のみを測定する、規定に基づいたベンチマークです。満期1年以上の債券のみが対象となっています。

### 米国ハイイールド債

ICEバンクオブアメリカ・メリルリンチ米国ハイイールド・インデックス：ICEバンクオブアメリカ・メリルリンチ米国ハイイールド・インデックスは、米ドル建、投資適格、固定金利またはステップアップ金利の課税社債市場を対象としています。このインデックスには、エマーゼンシング債は含まれません。このインデックスに組み入れられている証券は、最終満期まで少なくとも1年の期間を有し、ムーディーズ社、S&P社、フィッチの各ミドル・レーティングにて投資適格(Baa3/BB-/BBB-)未満でなければなりません。

### 欧州ハイイールド債

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

### 米国シニア・セキュアード・ローン

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

### 欧州シニア・セキュアード・ローン

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

### エマーゼンシング債券

JPモルガンEMBIグローバル・ディバースファイド・インデックス。エマーゼンシング・マーケット・ボンド・インデックス・グローバル・ディバースファイド(EMBIグローバル)は、エマーゼンシング市場の国債および準国債(プレイティ債、ローン、ユーロ債を含む)で構成される米ドル建て債券のトータル・リターンを計測します。このインデックスに含まれるのは、Moody'sまたはS&PからBaa1/BBB+を下回る格付けを付与されている証券です。情報は信頼できると考えられる情報源から入手されていますが、JPモルガンはその完全性や正確性を保

証するものではありません。インデックスの使用には許可が必要です。本インデックスをコピー、使用、または配布するに当たっては、JPモルガンの事前の書面による許可が必要です。Copyright2020, J.P. Morgan Chase & Co.無断転載は禁じられています。

### 現地通貨建てエマーゼンシング債券

JPモルガンGBI-EMグローバル・ディバースファイド・インデックス：JPモルガンGBI-EMグローバル・ディバースファイドは、エマーゼンシング市場の政府が発行する現地通貨建て債券のトータル・リターンを計測します。

### エマーゼンシング社債

JPモルガンCEMBIブロード・ディバースファイド・インデックス：JPモルガンCEMBIブロード・ディバースファイドは、エマーゼンシング市場の企業によって発行された米ドル建て債券のトータル・リターンを計測します。

### エマーゼンシング通貨

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

### 地方債

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

### 米国債

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

### 商業用モーゲージ証券(CMBS)

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

### 米国総合インデックス

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

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

## 留意事項 2

- 本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した“Q4 24 Quarterly Outlook / Published October 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

PGIMJ112824

3948227-20241017

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。