



2023年 4-6月期 四半期見通し

2023年4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 13

先進国金利 14

エージェンシーMBS 15

ESG 16

証券化商品 17

投資適格社債 18

グローバル・レバレッジド・ファイナンス 20

エマージング債券 22

地方債 25

5 サマリー 26

見通し一覧 & 資産クラス別の見解 27

パフォーマンス一覧 28

トータル・リターン (%)

個別セクター	Q1 23	2022	2021	2020	2019
米国長期国債	6.17	-29.26	-1.13	17.7	14.8
米国投資適格長期社債	5.45	-25.62	-4.65	13.94	23.9
欧州レバレッジド・ローン	3.88	-3.36	4.87	2.4	4.38
米国ハイールド債	3.57	-11.19	5.36	6.2	14.4
米国投資適格社債	3.50	-15.76	-1.04	9.89	14.5
エマージング通貨	3.13	-7.14	-3.09	1.73	5.2
米国レバレッジド・ローン	3.11	-1.06	5.40	2.8	8.17
米国国債	3.01	-12.46	-2.32	8.00	6.86
欧州ハイールド債	2.89	-11.13	3.32	2.9	11.4
地方債	2.78	-8.53	1.52	5.21	7.54
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	2.53	-11.81	-1.04	3.87	6.35
エマージング債 (現地通貨建)	2.31	-8.85	-5.52	6.07	9.14
エマージング債 (ハードカレンシー建)	1.86	-17.78	-1.80	5.26	15.04
CMBS	1.81	-10.91	-0.64	8.11	8.29
欧州投資適格社債	1.75	-13.65	-0.97	2.77	6.24

マルチセクター

グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	3.01	-16.25	-1.54	9.2	6.84
米国総合	2.96	-13.01	-1.39	7.51	8.72
グローバル総合(ヘッジあり)	2.90	-11.22	-0.15	5.58	8.22
円総合	2.36	-5.30	-2.85	-0.8	1.64
ユーロ総合 (米ドルヘッジなし)	2.09	-17.18	-4.71	4.05	5.98

その他セクター

S&P 500 指標	7.50	-18.11	28.71	18.4	32.6
3か月 SOFR	1.14	1.66	0.03	-1.5	-0.85
米ドル (DXYインデックス)	-0.98	8.21	6.37	-6.69	1.35

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスの正式名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投資には元本損失のリスクがあります。出所：ブルームバーグ。ただし、エマージング債はJPMorgan、ハイールド債は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3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

主要な市場トレンド & 投資テーマ

- 1 金融不安の高まりが当面のリスクに：**米国経済は、中央銀行の利上げによって既にリスクに晒されていたが、これに銀行の経営不安という新たなリスクが加わった。こうした中、米国経済は、インフレ抑制のための金融引き締めと金融システムの安定との間で長期に亘って板挟みとなると考えられる。グローバルな覇権競争の激化や米国の債務上限問題など、様々なリスクに直面していることを踏まえると、米国経済が景気後退に陥る可能性（および、それが世界経済に波及する可能性）はより高まっている。
- 2 投資妙味が増す債券市場：**ネガティブな経済イベントが、市場にとって「プラス材料」となる場合がある。これまでの利上げの累積的な影響、および1-3月期におけるリスクの高まりは、経済成長にとっては「マイナス材料」となすが、昨年のベアマーケットを背景に利回りは高水準に達しており、経済が減速し始めるにつれ、債券市場の投資妙味が大きく増す可能性がある。このように、今後も債券市場には魅力的な投資機会が存在している。
- 3 一連の長期的な構造変化：**混乱とボラティリティによって市場の不透明感が増す中、長期的な視点に立った投資の重要性が改めて浮き彫りとなっている。各セクターにおいては大きな価値の乖離が生じており、セクター配分、銘柄選択、期間構造のポジショニング、通貨のエクスポージャーなどを通じた超過収益の獲得機会が高まっている。



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

利上げサイクル終了の兆し

1-3月期の債券市場では混乱が深まったが、一方でコロナ禍後の弱気相場に代わり、新たに強気相場が形成されつつあることが一段と明確化しつつある。**債券にとって利回りは宿命であり、**昨年の債券相場の下落による利回りの上昇は、今後の債券市場にとって明るい材料を提供していると言える。

こうした新たに形成された強気相場が2四半期連続する中で1-3月期を終えている。銀行を巡る経営不安により、不確実性が高まったことは確かだが、一方で今回の**銀行危機は、景気と市場の双方にとって大きなプラス材料**

となる中央銀行の慎重姿勢をもたらした可能性がある。

FRBはその兆候を見逃した

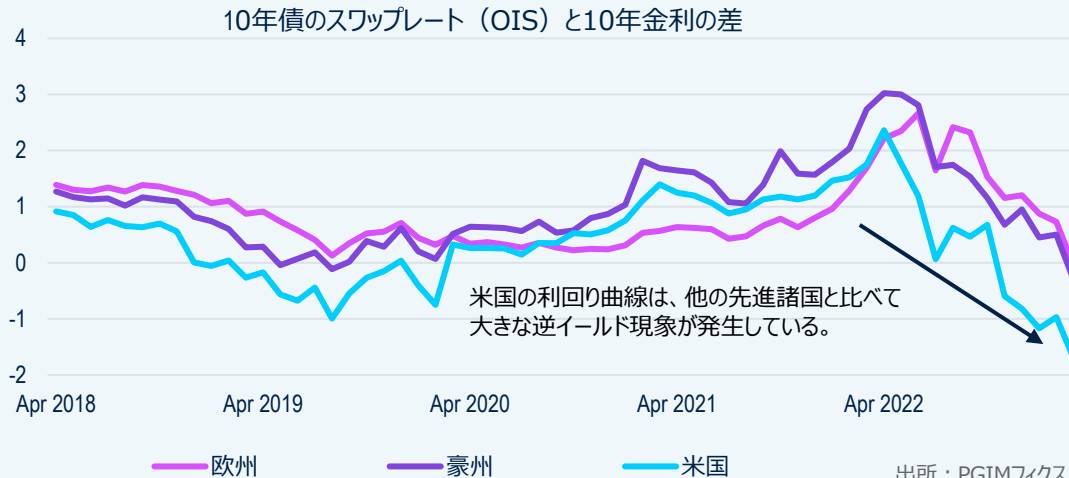
大半の先進国中央銀行が利上げを進めており、イールドカーブのフラット化は珍しくない現象になっているが、逆イールドとなると話は別である。逆イールドは基本的に政策が景気抑制的であることを示し、景気後退や金融危機の前兆だと言われる。米国の逆イールド化が他の先進国よりも大幅に進行している中（図1）、米連邦準備制度理事会（FRB）は逆イールドが発する警告に耳を傾け、利上げのペースを緩めるべきだったと言える。

もつとも、多少の動揺は悪いことばかりではなく、特に債券市場にとって支援材料になることもある

シリコンバレー銀行（SVB）の経営破綻前、中央銀行による利上げは景気拡大に対する大きな脅威だというのが大方の見方であった。インフレ抑制こそが中央銀行の最優先事項だった。しかし、銀行危機を受け、予期しなかったリスクを認識したことで、中央銀行はインフレ抑制に対処する上で、よりバランス重視の姿勢に転じた可能性がある。インフレとの闘いにおいて慎重姿勢を強めることで、結果的にインフレ率が目標水準に回帰するまでにより時間を要することになろうとも、市場はこれを好感すると考えられる。

図1：各国中央銀行は何らかの支障が生じるまで利上げを継続

確かに、先進国中央銀行の利上げによってイールドカーブがフラット化した。しかし、FRBは、こうしたリスクの高まりを示す典型的な兆候を無視し、過去数十年間見られなかった水準の逆イールドが発生した。（%）



1-3月期の相場の急転換から、4-6月期はレンジ内での推移に移行する見通し

1-3月期には相場が急変した。1月31日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）を踏まえて利上げが継続されると織り込んでいた市場は、その後SVBとクレディ・スイスの経営破綻を受け、反対に利下げが実施されると予想するに至った。FRBと市場は、4-6月期にはSVB破綻後の環境を見極めようとする中で、様子見と熟考の後に利上げを断念するものと予想される。投資家が混乱の収束を見守る中、この間に金利は1-3月期中に観測された（上下二極間の）広いレンジ内で推移する可能性が高い（図2）。

ボラティリティの低下とスプレッド縮小が進む中、リターンの源泉は金利からスプレッドに移行

金融政策が経済の最大の脅威となる中、信用スプレッドの変動が金利ボラティリティと密接に連動しているというのは意外ではない（図3および図4）。我々の予想通り「熟考後の出直し」が図られ、金利がレンジ内で推移することを前提とすれば、今後景気を巡る不透明感が解消に向かう中で金利ボラティリティは低下し、信用スプレッドは横ばいまたは縮小すると予想される。実際、1-3月期末にかけて信用スプレッドが縮小、株式相場は上昇しており、市場がSVBやクレディ・スイスの危機を乗り越えて先に進もうとしていることが伺える。

図2：

銀行の経営不安が表面化する中、これを踏まえた経済および政策の動向が明確になるまでは、金利は1-3月期の上下二極間の広いレンジ内で推移すると思われる。（%）

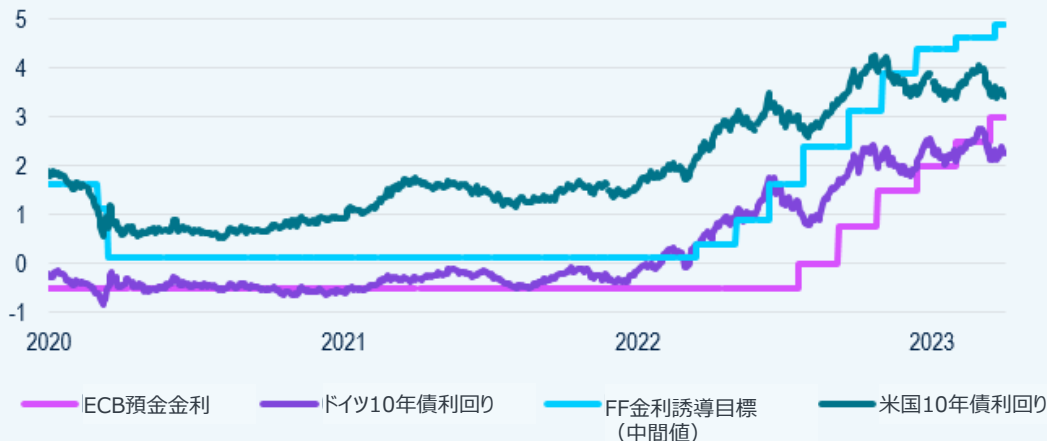
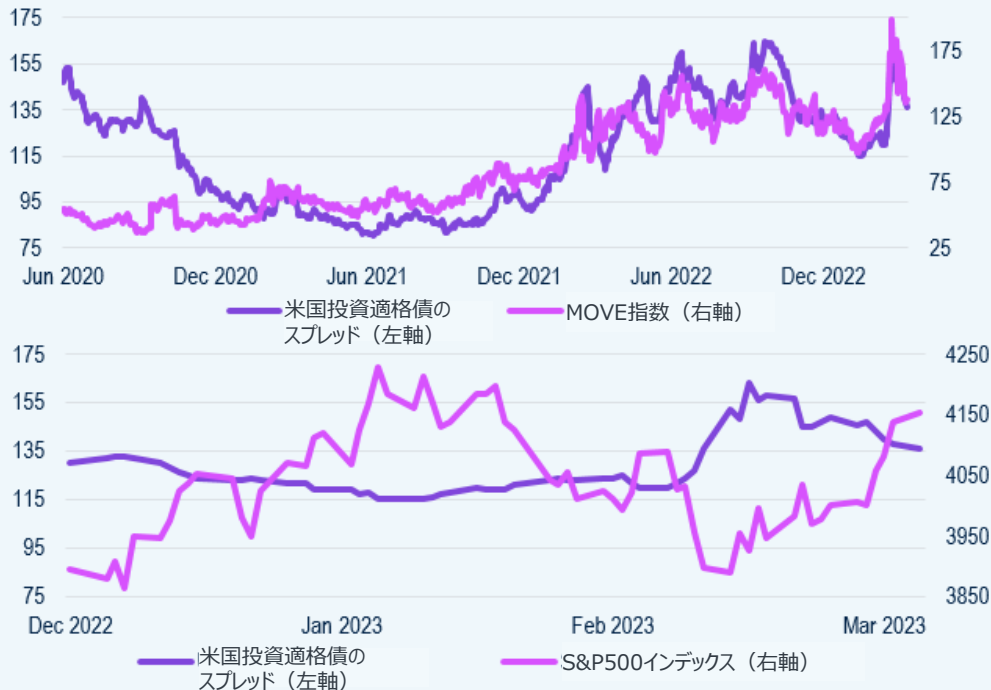


図3および図4：ボラティリティの上昇とともに、信用スプレッドも拡大

もし、市場の混乱が鎮静化して金利がレンジ内で推移するようになれば、金利ボラティリティは低下し、信用スプレッドも縮小すると思われる。（左軸:bps、右軸:指数）



細かいことはさて置き、そもそも投資家にとっては債券は魅力的：利回りがあまりにも高過ぎる！

2022年が終わり、債券利回りの著しい上昇が落ち着きを取り戻し始めると、債券への資金フローは流出超から大幅な流入超に転じた（図5）。過去数年に亘る債券への資金フローを振り返ると、金利またはボラティリティが上昇していない局面においては、資金フローは流入超となる傾向にある（図6）。利回りが極端に低かった2020年ですら、この状況は当てはまる。足元の利回りが高いことを踏まえると、ボラティリティが低下し始めるにつれて資金が大幅に流入し、これが市場の強い追い風になる可能性がある。

リスクに目をつぶっている時間はない

市場全体を俯瞰すると、利回りの高さが債券全般にとって好材料を提供している。とは言え、先行きにリスクがないとは言えず、地政学的な緊張が更なる市場リスクとして燻っている。長引くロシア・ウクライナ紛争を受けて国際的な分断が拡大している。また、今後1～2四半期に亘って市場は米国国債の債務不履行の可能性という難題に向き合わなくてはならないだろう。現時点ではこれらのリスクは深刻化しないと見ているが、状況は急変する可能性もあり予断を許さない。

結論：債券の投資妙味は依然として高い状況にあるが、金利低下が主導した1-3月期の上昇相場に代わり、4-6月期はスプレッド縮小と各セクター間および銘柄間のスプレッド水準の調整が主なリターンの源泉になると考えられる。

図5：

債券利回りが安定したことにより、年初来の資金フローは流入超に転じた。（億米ドル）

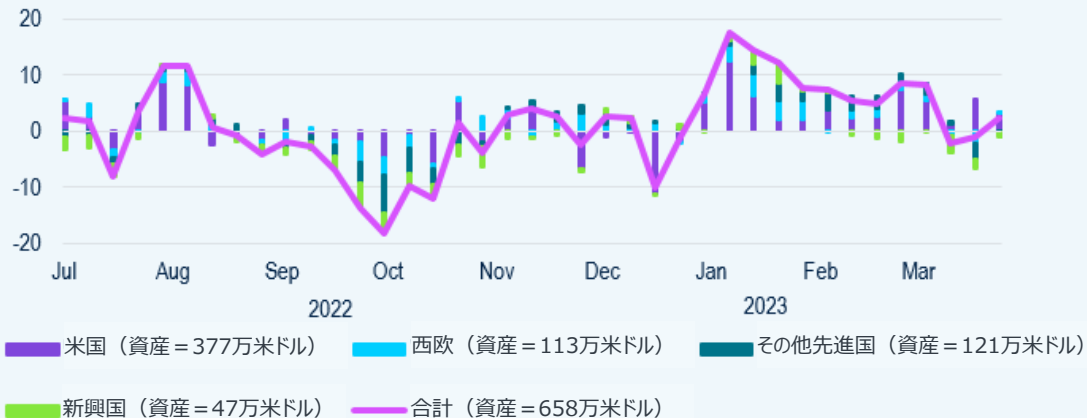
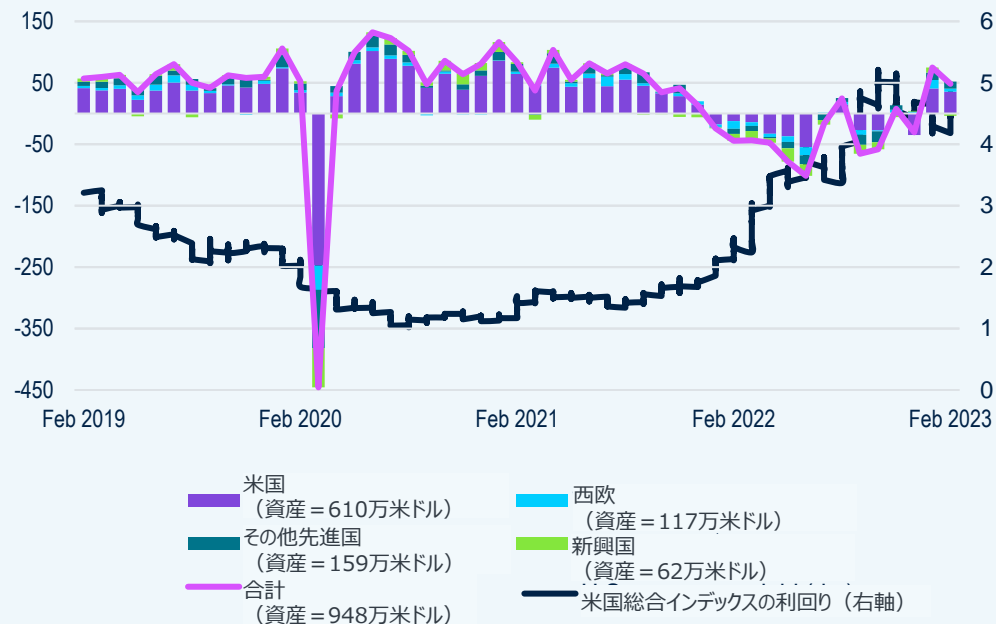


図6：

実際、利回り上昇やパンデミックを背景としたボラティリティ上昇がないような局面では、資金フローは流入超となっており、これは人口動態に起因する債券への根強い需要を反映したものだと考えられる。（左軸：10億米ドル、右軸：%）





セクション 3

世界経済の見通し

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

03

銀行の経営不安は長期に亘る見込み

1月に発行した「**四半期見通し**」では、世界的な金融引き締めが前例のないペースで進んでいることに加え、地政学的な緊張が歴史的な不確実性と複雑性をもたらす可能性があることから、世界経済の動向を幅広く見極めることが重要であることを強調した。

米国の銀行セクターの混乱は、結果的に見通しのリスクバランスを再調整することとなった。今回の経営破綻によって米国の銀行セクターの脆弱性が露呈し、それが2023年における米国のGDP成長率予想を1%ポイント押し下げる可能性がある。我々は、GDP成長率予想をゼロ付近に引き下げたほか、政策当局がインフレ対策のみに注力できる余地は狭まったと考えている。特に、銀行セクターが抱える課題は流動性の問題のみにとどまらないと思われる。

米国の銀行を巡る経営不安は、銀行融資の減少やそれに伴う景況感の悪化を通じて、直接的かつ長期的に景気の重石となるだろう。

直接的な影響として、無保険預金者が、預金を地方銀行から大手金融機関に移動することが挙げられる。全体の約85%を占める地方銀行が預金という低コストの資金を失うことで、金融危機以前は年率15%、大手銀行

の貸出増加率の約2倍のペースで拡大してきた融資が縮小に転じる可能性がある。地方銀行の融資の縮小は、中小企業や商業用不動産など、小規模金融機関が信用創造を担っているセクターにとって最も直接的な脅威となる。

だが、その影響は地方銀行だけにとどまらない。預金逃避の動きは、金融機関の規模の大小に拘わらず、ほとんどの預金者にとって金利がほぼゼロであるという状況を浮き彫りにするものである。一方、預金者は、マネーマーケットファンド（MMF）などの流動性の高い現金代替物に預金を移したり、国債を直接オークションで購入するなどして容易に4%超の利回りを得ることができる。実際、銀行預金は既に昨年からの減少し始めていた（図1）。とは言え、現時点では、銀行危機によって銀行からMMFに対して資金逃避が加速したにとどまっている。（図2）

図1：米国の預金は大幅に減少。
（左軸：億米ドル、右軸：兆米ドル）

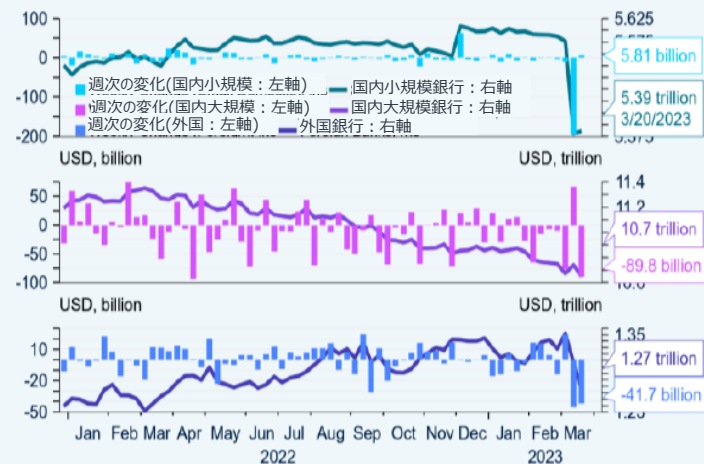
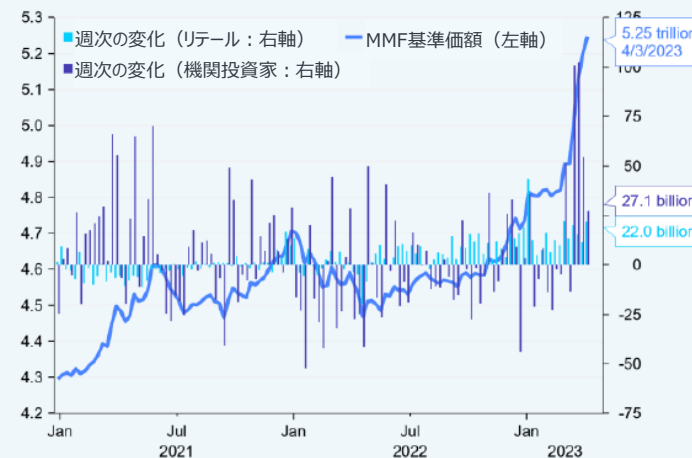


図2：一方、短期金融市場の資金フローは急増。
（左軸：兆米ドル、右軸：億米ドル）



出所：PGIMフィクスト・インカム、マクロボンド。

預金流出による資金調達上の損失を補うため、足元で銀行はレポ市場やFF市場から大幅に高いコストでの短期資金確保を余儀なくされている。資金調達コストの上昇は銀行の利益率を圧迫し、貸出意欲を更に低下させる可能性がある。

現在の状況では、マクロ経済を安定させる政策と金融システムの安定を維持する政策の間で矛盾が生じている。ビジネスモデルに致命的な欠陥を抱えた銀行の更なる取り付けを阻止するのに十分な流動性を用意できない可能性もある。

直近の金融不安とFRBの危機管理能力の限界を考慮し、我々は米国の景気後退の確率を30%から40%に引き上げた。また、FRBが更なる金融不安を防ぐために、利上げを時期尚早に中止しなければならない可能性があるため、スタグフレーションの発生確率を5%から15%に引き上げた。

今回の金融不安によって、ソフトランディング（緩やかな成長とインフレ）または狂騒の20年代の再来（高成長と低インフレ）が実現する可能性は低下した。FRBについては、3月のFOMCで政策金利のレンジ上限を5%に引き上げたことで、恐らく**引き締めサイクルを終了**させたと我々は考える。今般の信用収縮は2023年後半の経済収縮につながる可能性があり、FRBは10-12月期に50-75bpsの利下げを余儀なくされるだろう。

また、金融市場や景気拡大に影響を及ぼし得る未解決のリスクが存在することも、我々の冴えない経済見通しの背景となっている。今回の債務上限問題は、経済と金融市場にダメージを与える可能性が高まっている。米財務省の債務履行能力がいつ枯渇するかについては、市場では早ければ6月にも到来すると考えられている。一部の議員は、その期限までに解決策を見出すのではなく、財務省に債務返済の優先順位付けをさせたいようである。土壇場での解決という相対的には悪くないシナリオであっても、2011年当時よりも厳しい足元の状況を考慮すれば、経済的打撃は深刻になる可能性がある。政府債務は2倍以上に拡大、政党内や政党間の対立が激化、地政学的緊張が高まる中で米国国債に対する外需が不透明であることを踏まえると、過去の事例と比較してマクロ経済に対する影響が増幅する可能性が高まっている。

世界経済に目を向けると、引き続き地政学的リスクが高まっている。これには、ロシア・ウクライナ紛争の継続、米国と中国の大国間競争の激化、輸出規制や制裁措置などの経済的な国家戦略の利用拡大、地政学的な同盟関係に基づいた製品や技術を巡る重要なサプライチェーンの見直し、化石燃料から再生可能エネルギーへの必要だが困難な転換などがこれに含まれる。

欧州では、足元の市場の混乱がもたらす影響は、金融危機の伝播と波及の程度に左右されるであろう。しかし、財政統合や銀行同盟の欠如など既

存の問題を抱えている一方で、ユーロ圏の銀行への影響は限定的に留まるだろう。例えば、規制・監督上の監視はユーロ圏の銀行間で一貫しており、英国ではバーゼル3の適用を極めて重視しているように見受けられる。

しかし、銀行への波及リスクが限定的だったとしても、市場の関心はソブリン債に向かう可能性がある。そのようなシナリオでは、対GDP比債務残高が高く、銀行のソブリン債へのエクスポージャーが高いイタリアに対する圧力が高まると予想される（図3）。このようなリスクが顕在化した場合、欧州中央銀行（ECB）が伝達保護措置（TPI）の利用を余儀なくされる可能性がある。

金融危機の伝播を免れた場合でも、米国発の銀行危機からの波及効果は欧州全域の信用収縮や需要の減衰をもたらす、その結果インフレ目標への回帰が早まる可能性がある。さらに、英国やユーロ圏は貿易開放度が高く、主要貿易相手国としての米国の重要性が高いことから、米国の経済活動の減速はこれらのマクロ経済見通しに影響を与えると予想される。

我々は、こうした懸念を背景にECBの利上げ余地は狭まり、政策金利の最終到達点は3.5%を下回る可能性があると予想する。

直近の動向を踏まえ、我々はユーロ圏の景気後退の可能性を20%から30%に引き上げ、スタグフレーションの発生確率は45%に据え置いた。全体として、最近の情勢を背景に、今後12カ月に亘り欧州の経済環境は軟化するとの見通しを強めている。

中国については、景気循環と構造的な観点からの見通しの間に明確な乖離が引き続き見られる。2023年のGDP成長率予想について、我々は市場コンセンサスを上回る5.7%に達すると予想しており、堅調に推移する可能性は高まっている。

2022年末におけるゼロコロナ政策の解除に続き、幅広い分野で大幅な政策緩和が実施された。足元の経済指標によると、都市封鎖によって落ち込んでいたサービス需要に一定の回復が見られるほか、政策主導のインフラ投資が引き続き堅調で、不動産セクターにも復調の兆しが見られ始めている。特に、若年層を中心に雇用情勢が依然として厳しい状況にある（図4）ことを背景に、新政権は少なくとも4-6月期を通じて政策支援を実施すると予想される。

しかし、こうした景気刺激策だけでは過剰設備や債務問題に対処することは難しく、中国の長期見通しについては相対的に厳しい見方を維持している。成長の原動力という観点からは、債務水準が既に非常に高く、資金調達が徐々に困難になりつつあること、高齢化が急速に進み労働力人口が減少していることから、更なる大幅な資本蓄積は見込めない。しかし、中国の長期的な成長シナリオで最も懸念されるのは、全要素生産性（TFP）の伸びが急激に鈍化していることである。歴史を振り返れば、中国のTFP成長率は、中所得国の罅から抜け出すには不十分と思われるペースにまで減速している（図5）。

最後に、米国の銀行危機は、金利上昇を受けて米国経済の多くの分野が苦境に立たされていることを示す、最初の兆候に過ぎないと思われる。世界経済を動かす既知と未知の力を理解しようとする際には、常に謙虚で広い視野を持つことが必要だと考えている。

図3：双方の脆弱性になり得ることを示す、国内銀行による同国ソブリン債の保有割合。(%)

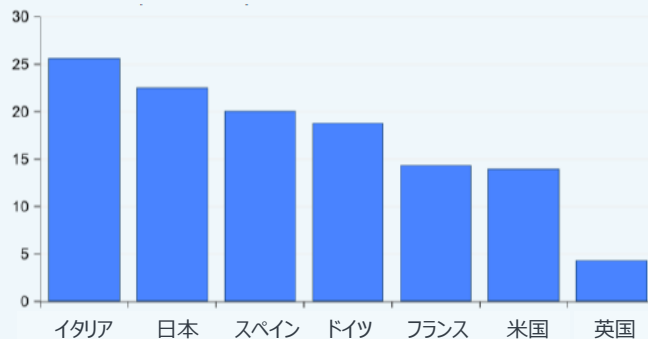


図4：厳しい労働環境の中、中国政府による新たな政策は引き続き景気刺激的である必要がある。(%)

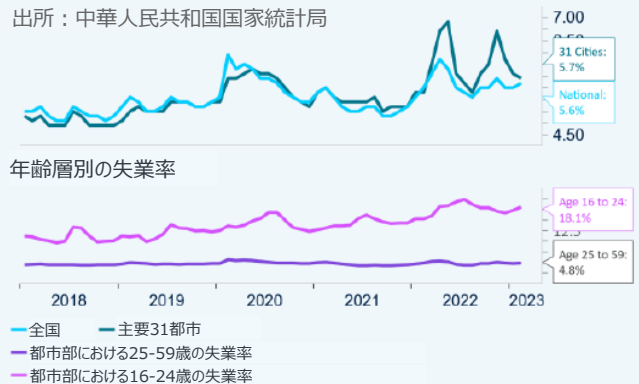
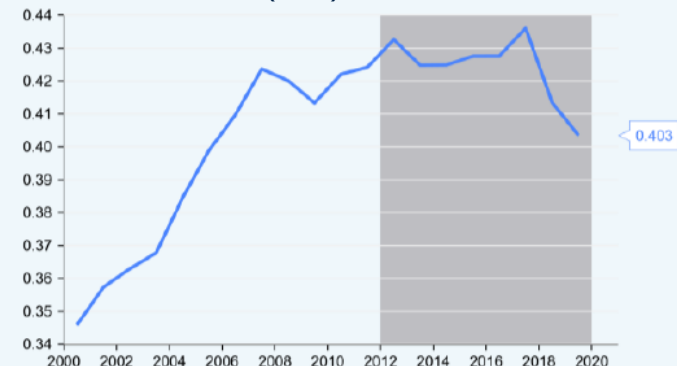


図5：中所得国の罅から抜け出すことを目指す中国の全要素生産性は低下している。(比率)



出所：PGIMフィクスト・インカム、マクロポンド。



セクション 4

セクター別見通し

04

先進国金利

見通し：引き続き機動的なスタンスを維持する。ボラティリティが低下するにつれ、先進国金利は徐々に上昇する可能性がある。従って、我々は概ね中立的かつ戦術的なスタンスを維持する。なお、米国の債務上限問題が解決しないようであれば、市場や経済が危機に晒されると見ている。

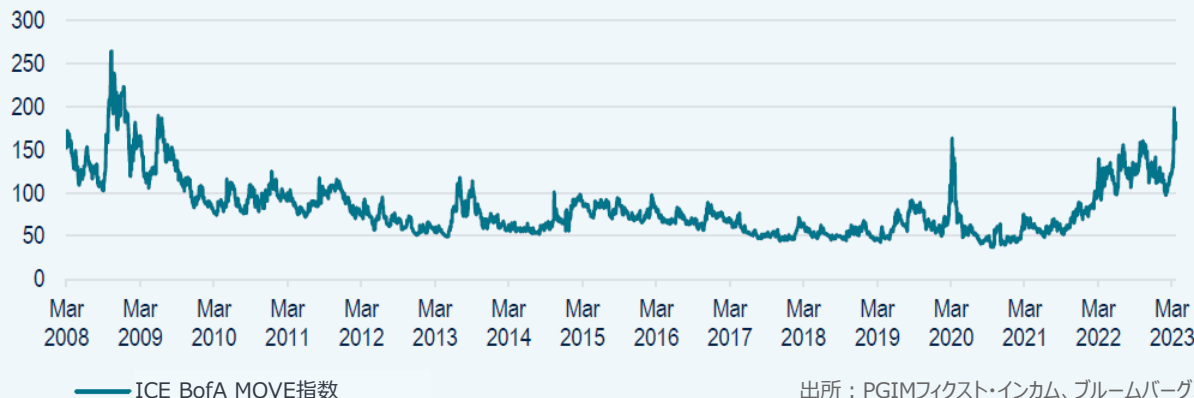
- 1-3月期終盤に、世界的に銀行の経営不安が高まり、先進国の金利市場では再びボラティリティが大幅に高まった。最も顕著だったのが短期ゾーンの金利であり、不透明感から急落したが、市況が落ち着くと再び上昇した。ボラティリティがピークに達する中、2023年末までに約80bpsの利下げが織り込まれたことで、2週間間に米国の2年債と30年債の利回り較差は100bpsスティーブ化した。ドイツ国債市場も同様の動きを示した。
- 混乱によって市場機能は圧迫されたが、市場は以

前よりも高い回復力を示している。例えば、2019年9月とは異なり、米国レポ市場は引き続き機能し、2020年3月のコロナ禍によるショック時とは異なり、オフザラン銘柄も取引を継続した。

- 我々は、個別の投資機会では戦術的な取引を行う一方、先進国金利全般におけるポジショニングは、概ね中立を維持している。銀行セクターを巡る現在の状況が継続または悪化する場合、先進国金利には低下圧力が続くと予想される。しかし、危機が過ぎ去ればボラティリティが低下し、欧米金利には上昇圧力がかかると予想している。
- 我々は、引き続き20年国債の（超）長期国債先物に対するロング、7年スワップ・スプレッドの10年スワップ・スプレッドに対するロング、そしてオンザラン7年・10年債に対するオフザラン10年債のショート・ポジションを選好している。

■ 米国債務上限問題を巡る不透明感は増しており、市場にもこの状況が織り込まれ始めている。債務上限引き上げ、一部債務の優先化、デフォルトのいずれかが迫られる期日は、早ければ6月にも到来する可能性がある。債務残高の増加、政治的対立の激化、海外からの国債需要の不確実性を考えると、今回のリスクは以前にも増して高い。

図：銀行の経営不安が高まった際のインプライド・ボラティリティは、世界金融危機の水準を僅かに下回ったものの、コロナ禍の水準を上回った。



エージェンシーMBS

見通し：長期的には楽観的な見方。最近のバリュエーションの改善は長期的な見通しを支持するものだが、イベントリスクとボラティリティ再上昇の可能性は依然として主要な懸念事項である。30年物4.5-5.5%クーポン銘柄、特定MBSプール、GNMA債を選好する。

■ 米国MBSセクターの長期的な支援材料は、全般的な金融政策および金利情勢によるものだと考えられる。例えば、最近の金利変動はバリュエーションの割安化をもたらしている一方、歴史的に見て高水準にある住宅ローン金利と住宅取得能力の逼迫は、ローン組成と借り換えを制約する可能性が高い。住宅ローン金利は短期的には低下する可能性があるが、ここ数か月の組成活動は限定的であったため、

期限前償還のペースは引き続き抑制されると思われる。MBSのデュレーションは既に長期化しており（図を参照）、市場全体のコンベクシティ・リスクは極小化されている。

■ 今後に関して、FRBはMBSセクターへの売り圧力を高めることを避けたいと考えていると思われることから、同行バランスシートからのMBS売却の可能性はこれまで以上に低下している。しかし、量的引き締め終了後は、FRBはその長期目標に沿って、保有するMBSの償還資金を国債に振り向けると予想される。

■ 先行きのインフレ見通しに関する市場の最近の変化からは、このセクターが抱えるリスクも見えてくる。現在、市場は今後のインフレ圧力の低下を織り込

んでいるが、インフレ率が再び上昇すれば、FRBの利上げサイクルが延長され、市場のボラティリティが再び高まる可能性がある。

■ 銀行にとってMBS保有はリスク管理上優遇されているにも関わらず、最近の地方銀行の経営不安は、今後のMBS需要に不透明感をもたらしている。投資家の選好が、足元でアンダーパフォームしているCMBSセクターに移った場合にも、MBSに対する需要が減退する可能性がある。MBSのTBAダラールールはキャリーコストに近い水準で取引されており、特定のプールを購入できない投資家にとっては、同資産の魅力は限定的となっている。

図：デュレーション（調整済み）は、MBSクーポン全体で歴史的な水準まで長期化している。（年）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ。ブルームバーグ米国MBSエージェンシー債インデックスによる。

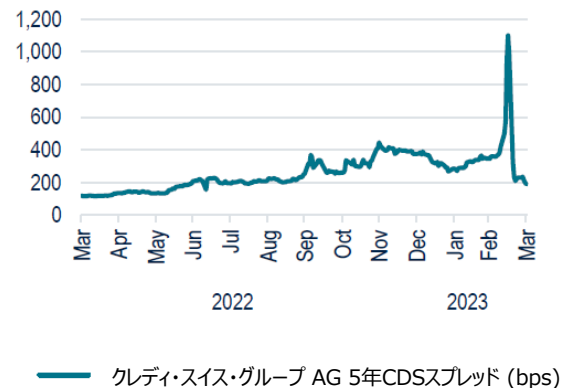
ENVIRONMENTAL, SOCIAL, AND GOVERNANCE

- ESGでは、環境と社会問題、中でも気候変動に注目が集まることが多い。しかし、足元で世界中の銀行が直面した不安の高まりは、ESGにおけるガバナンスの要素の重要性を浮き彫りにするものだった。
- 企業におけるガバナンスは、組織の経営陣、規則、慣行、プロセス、所有形態など、様々な要素を含んでいる。特に、経営陣の質と彼らの判断が、ビジネスの成功には欠かせない。
- ガバナンスの失敗は、銀行のような人的資本に大きく依存するビジネスモデルに特にダメージを与える可能性があり、こうした組織ではトップの企業体質上の弱点が、組織全体に連鎖的に波及しやすい。
- 近年、クレディ・スイスは一連の倫理的疑惑に直面していた。その中には、元役員に対するスパイ行為や、上級管理職の秘書によるコンプライアンス研修の代理受講などが含まれる。
- 経営トップ層の組織文化が脆弱だと、組織全体の不祥事や過剰なリスクテイクの可能性が大幅に高まる。クレディ・スイスのような銀行の場合、これは特に大きな代償となり得る。クレディ・スイスの汚職スキャンダルは、英国、米国、スイスの規制当局による総額数億米ドルの罰金につながった。また、同行は

適切なリスク管理体制確立に繰り返し失敗し、不適切なエクスポージャーにより、数十億米ドルの損失を招いている。

- クレディ・スイスの不祥事の頻度と深刻さは、不十分なガバナンス体制を示唆するものである。当社の投資リサーチチームは、2022年3月にSFDRグッドガバナンス評価の枠組みにおいてクレディ・スイスを「不合格」と評価し、Article8準拠ESG戦略の全てで不適格とした。
- より良いガバナンスに関連する要素を個別に満たしていたとしても、それは企業が良いガバナンスを実践していることを限定的に保証するものに過ぎない。クレディ・スイスの場合、多くの第三者機関によるESG評価で高得点を得ていたが、多様性のある独立した取締役会など、ガバナンスのベストプラクティスとされる要件を満たしていたことがその背景にあった。これは、ガバナンス評価において、単純な「チェック・シート式」アプローチに頼ることの落とし穴を示唆している。
- 不十分なガバナンスを事前に特定することは非常に難しい。投資家は、しばしば不完全で非対称な情報に直面しており、SVBはその典型的な例である。

SVBの場合、通常とは異なるリスク管理体制や同業他社に比べた急成長など、幾つかの懸念が存在していたが、投資家は同行のリスクの高い取引については限られた情報しか持たず、事実を知った時には既に遅すぎた。一方で、ある企業が複数の不祥事を起こした場合、それはガバナンスにおける組織的な失敗を強く示唆するものであると考える。



証券化商品

見直し：安全地帯に避難。シニア債に価値があるが、ジュニア債は時期尚早である。流動性プレミアムの上昇、市場のボラティリティ上昇、マクロ環境の悪化がスプレッド拡大圧力となっている。資本構造間のクレジットカーブはスティープ化しているが、クレジット環境の悪化とともに更なるスティープ化が予想される。健全な資産（RMBS）のメザニン債や上位メザニンCLOには価値が生まれるが、問題のある資産（CRE）のメザニン債は苦境に立たされることが示唆されている。シニア債は年初の価格上昇の大部分を消しており、リスク調整ベースでは魅力的である。ただし、ボラティリティは高止まりする可能性もある。銀行セクターへの圧力は、スプレッドの更なる拡大圧力になる可能性がある。

■ **ABS：**プライム層の消費者クレジットは引き続き好調。サブプライム層では、特に積極的な引受基準の発行体で信用力の低下が加速している。銀行、特に中小の金融機関は消費者ローンの組成を手控えており、信用創造が縮小している。大手銀行がバランスシートを縮小するために資産を証券化することで、ABSの発行が促進される可能性がある。メザニンABSのパフォーマンスは個性が高くなることが予想され、高度な管理体制を持つ発行体の債券がアウトパフォームすると思われる。






■ **CLO：**担保ローンのデフォルトやCCC格への格下げの増加が続き、CLOのメザニンやエクイ

ティのパフォーマンスにばらつきが生じると予想する。AAA/AA格債は、構造的に保護され続けると予想される。低位のメザニンCLOの動向は、バンクローンのデフォルトやCCC格への格下げ動向に連動すると見られる。これまでは波乱はないものの、足元では悪化傾向にある。我々は、AAA/AA格債を選好している。

■ **CMBS：**キャップスプレッドの拡大が運行しているために、キャップレート、ひいては商業用不動産の評価を引き続き圧迫すると思われる。営業利益は、ばらつきはあるものの、特にオフィスビルにおいて厳しい状況が続くと思われる。デフォルトは、特に事業目的に合致していない物件や変動金利の債務を持つ物件で増加している。地方銀行や中小銀行はCREの主要な貸し手であり、こうした銀行が撤退する可能性が高いため、信用供与が制約されることになるだろう。AAAコンデュイット債は魅力的だが、CREクレジット債への投資は時期尚早と考えられる。

■ **RMBS：**住宅ローン金利が上昇し、住宅価格が最近のピークから引き続き下落しているにも拘わらず、住宅ローン貸出は安定的に推移している。住宅供給は依然として逼迫しており、バリュエーションの支援材料になっている。信用状況が良好であるにも拘わらず、市場のボラティリティによりスプレッドが拡大する可能性があるが、我々はこれを購入の機会と捉える。2021年以前の住宅ローンを参照するCRT債に投資妙味があると考えられる。

図：CREの足元の価格変化と今後の予想

セクター	ピークから底までの 価格変動予想 (%)	備考	短期 見直し
 オフィス	-20% to -50%	企業の規模適正化に伴い、リーシング活動は減少し、稼働率は上昇が続いている。	↓
 集合住宅	-12.5% to -17.5%	リスクプレミアムが過去最高水準にあることから、賃料/NOIの伸びは鈍化、キャップレートは拡大を予想。エージェンシーは引き続き積極的な融資を実施。	↓
 小売	-10% to -15%	統合の恩恵を受けるA+/A++のモールに引き続き前向きな見方を維持する。	↓
 ホスピタリティ	-7.5% to -12.5%	RevParはコロナ禍前の水準を上回るが、景気後退リスクを背景に慎重な見方。	↓
 インダストリアル	-7.5% to -12.5%	Eコマースや供給パイプラインによる需要拡大の減少により、成長の鈍化を見込む。	↓

出所：PGIMフィクスト・インカム。

投資適格社債

見直し：米国投資適格債には慎重な見方をする一方、欧州投資適格債にはやや前向きな見方。米国の地方銀行を巡る不確実性を考慮し、信用スプレッドは短期的には横ばいから拡大を見込む。欧州では、クレディ・スイスを巡る問題の解決によって主要な市場リスクが排除されたことから、スプレッドはレンジ相場から縮小すると予想する。

■ **米国投資適格社債**のマクロ経済情勢は、1-3月期の混乱を底堅く乗り越えたとは言え、ますます厳しさを増している。地政学的な不確実性が高まり、債務上限問題の期限が迫り、信用収縮が景気後退リスクを高める可能性がある。一方、FRBの利上げサイクルは、終了に近づきつつある可能性がある。

■ 企業ファンダメンタルズは引き続き堅調だが、徐々に悪化の兆しが見られる。売上高の伸びは鈍化し、EBITDAはピークを迎えたと思われ、利益率は低下傾向にあり、1株当たり利益は今後5%~10%低下すると見られる。これは、当初予想されていた0~5%の低下よりも幾分の悪化となる。また、低水準にある財務レバレッジも上昇傾向にある。

■ 経済環境がより厳しくなり、景気後退のリスクが高まったことに加え、テールリスクも高まったと考えられ、我々はより慎重な見方をしている。スプレッドは短期的には横ばいから拡大が見込まれるものの、FRBの

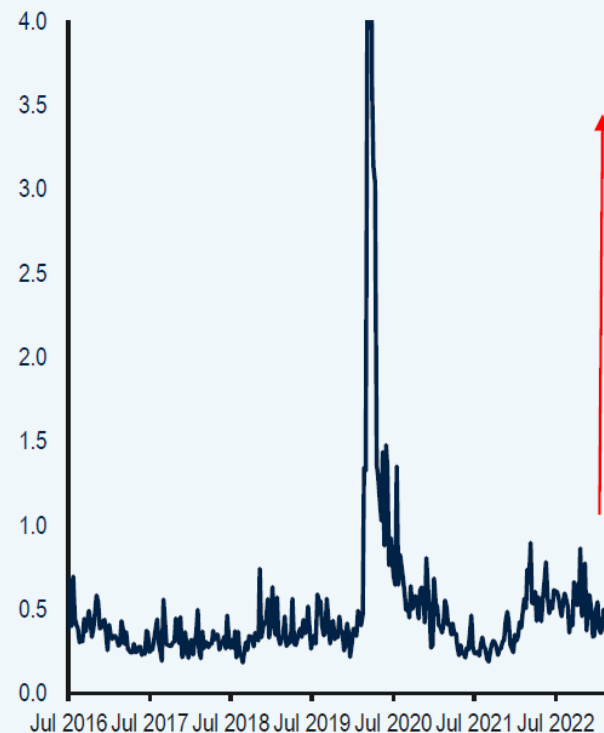
利上げサイクルが終焉してインフレが沈静化し、投資家がより力強い成長を視野に入れ始めるにつれ、長期的には縮小すると見ている。

■ 市場のボラティリティと銘柄間のリターンのばらつきは2009年の金融危機時に匹敵する水準まで上昇している（図を参照）。ボトムアップ分析に基づく銘柄選択による超過収益の獲得機会が生じる兆候が見え始めている。

■ ボラティリティが高く、スプレッドがレンジ内で推移する市場環境において、スプレッドが150bpsより拡大する局面はリスクの積み増し、120bpsより縮小する局面は削減の機会だと考えている。（なお、過去12カ月のスプレッドのレンジは115-163bps）

■ 短期的には新発債の増加を投資機会として注目しており、これらは既発債に対して相応に割安な水準で発行されると見ている。想定される発行体は、資本バッファを再構築し、預金以外の負債調達を増やしたいと考える米国の地方銀行や、銀行融資の引き締めを背景に流動性を高めたいと考える事業会社などが挙げられる。発行体は、足元の金利低下を利用し、債務上限問題に伴う潜在的なボラティリティの上昇に先手を打ちたいと考えていると思われる。

図：ティッカー別の週次超過リターンの標準偏差。（%）



出所：PGIMフィクスト・インカム、パークレイズ・リサーチ。

■ 個別の投資機会として、足元のスプレッド水準を考慮すれば、銀行債が魅力的な投資対象であり、その筆頭は大手銀行6行だと考える。これらの銀行は、歴史的に産業セクターよりもタイトなスプレッド水準で取引されてきたが、現在はややスプレッドが拡大しており、預金者が小規模な金融機関から資金を移動させることによる恩恵を受けると見られる。また、大手の地方銀行や米国外の大手銀行も選好する。金融セクター以外では、BBB格はA格と比べて割安感が低下しており、より高格付の債券を選好する可能性がある。また、米国投資適格債の金利カーブがフラット化しているため、長期債よりも相対的にキャリーが魅力的な短期債を選好する。

■ **欧州投資適格社債**は、米国とは対照的に、UBSによるクレディ・スイスの買収によって重要な問題が解決され、既に大きく拡大していたスプレッドの更なる拡大が抑制された。ドイツ銀行を巡りボラティリティは大きく上昇したが、欧州の投資家は、米国の地方銀行に関するリスクが燻っていることに依然として警戒している。

■ 欧州投資適格社債のスプレッドは3月に拡大したが、1-3月期前半にスプレッドが縮小したことを考慮すれば、おそらく妥当な値動きだと思われる。4-6月期の企業収益は底堅く推移し、直ちに景気減速する兆候は見られないと思われる。欧州の地政学的緊張は織り込み済みだと考え

られ、スプレッドは長期的には緩やかに縮小すると予想する。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス

見通し：景気後退リスクが高まっており、短期的には引き続き慎重な見方。我々は、短期的にはスプレッドが拡大すると見ているが、長期的には前向きな見方をしており、リスク選好を転換させるシグナルを注視している。ボラティリティが継続する可能性があるため、アクティブ運用と適切な銘柄選択が重要になる。

■ 我々は、銀行セクターでの信用収縮による経済への影響を懸念している。FRBのシニア・ローン・オフィサー調査（SLOOS）で見る貸出基準の引締めは、歴史的にデフォルト率上昇と相関が高い。よって、我々は景気後退に陥る確率を引き上げ、短期的には慎重な見方を維持している。

■ 需給環境は、限定的な新規発行などの要因によ

り引き続き良好だが、企業の利益成長の鈍化と業績見通しの低下を背景に、**米国ハイイールド債**のスプレッドは拡大すると見ている。但し、発行体の多くは財務が健全であり、目先に満期を迎える債務が限定的であることから、デフォルトは過去の景気後退期ほど深刻化しないと見ている。

■ さらに、足元の米国ハイイールド債市場はこれまでのサイクルに比べて高格付となっている。コロナ禍で脆弱な発行体の多くが淘汰されたことに加え、小規模発行体がローン市場に移行したため、BB格およびB格上位が市場の大半を占めるようになってきている。とは言え、格上げのペースは引き続き鈍化しており、現在では格下げの件数が格上げの件数をやや上回っている。

■ 我々の基本シナリオの景気後退に陥った場合、ハ

イールド債のデフォルト率は今後9ヵ月で3.5%、今後12ヵ月で5%に上昇すると見ているが、これは対処可能な水準だと考えている。目先はディフェンシブなポジションを維持しているが、我々の長期（1年先）見通しは良好であり、今後相場下落の局面があれば高格付債や短期債のポジションを慎重かつ選別的に積み増すことを検討する。我々は、独立系掘削事業者、独立系発電事業者へのオーバーウェイトを維持する一方、住宅建設関連のオーバーウェイトと客船関連のアンダーウェイトをそれぞれ削減し、テクノロジー、メディア/エンターテインメントのアンダーウェイトを維持している。

図：貸出基準が厳格化されることで、一般的にデフォルトが増加する。



出所：連邦準備制度理事会、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、2023年3月現在。

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

■ 景気後退と価格変動の影響を受けるものの、ローンは2023年に6.0～6.5%のトータル・リターンを記録すると我々は予想している。ローン価格の下落は、現在8.5%と高い水準にあるクーポンと満期までの利回り約10.0%によって相殺されると見ている。

■ 低格付ローンはより厳しいマクロ環境の影響を最も受けると考えられるため、非公開企業のB格下位/CCC格ローンよりも、公開企業のBB格/B格上位のローンを選好する。こうした中、銘柄選択と信用力評価がますます重要になり、今後12～24か月はデフォルトの回避が最大の超過収益の源泉になると我々は考えている。

■ 欧州が景気後退に陥ることを基本シナリオとする中、**欧州ハイイールド債**と**欧州レバレッジド・ローン**には引き続き慎重な見方をしており、今後3～6か月に亘ってスプレッドが拡大すると予想している。インフレが高止まりする中、経済の正常

化に向けたペースは不透明な状況にあり、ロシア・ウクライナ紛争が再び激化すれば、経済状況は更に複雑化する可能性がある。しかし、これらの要因が市場に十分に織り込まれれば、より積極的な見方に転じることができると考えており、2023年にはローンが債券をアウトパフォームすると見ている。企業業績の減速や金利コストの上昇はファンダメンタルズを急速に悪化させるが、目先に大きな満期償還が予定されていないことから、今後12か月でデフォルトが大きく増加することはないと考えている。ただし、2024年と2025年は、特に低格付ローン発行体のデフォルトが増加すると予想される。

■ ポジションに関しては、現金残高を増やし、景気循環銘柄、確信度の低い銘柄、金利上昇に敏感な銘柄などのポジションを削減することで、市場を下回る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、魅力的なレバティブ・バリューの投資機会を提供している銘柄を慎重かつ選別的に追加している。ボラティリティが継続する中、最終的にはアクティブ運用と適切な銘柄選択が重要になると考えている。

エマージング債券

見通し：脆弱性を最小限に抑えつつ、引き続き投資機会に焦点を当てる。健全なファンダメンタルズと政府支援を有するハードカレンシー建ソブリン債および準ソブリン債を選好。経済的に安定した新興国のBBB/BB格社債をオーバーウエイトとする。利下げ局面が近づく中、現地通貨建エマージング債への確信度が増している。成長鈍化リスクから、エマージング通貨には慎重姿勢。

■ **リスクと投資機会**：「世界経済の見通し」で述べた状況は、エマージング債券市場に関する幾つかの重要な疑問を提起している。例えば、エマージング債券市場は、グローバルな経済成長、資金調達環境、米ドル高による影響を強く受けることから、エマージング債券市場の中で最も脆弱なセクターはどこなのか、これらのリスクが組み合わせることでデフォルトが起きる確率が上昇するのか、ひいては投資家のリスク回避姿勢が継続するか、といった疑問が生じる。

■ 投資機会の面では、バリュエーション、投資家のポジショニング、需給環境が支援材料になると見ている。エマージング債券の利回り水準は高く、魅力的なキャリーをもたらす。米国経済がソフトランディングすれば、債券価格の上昇も期待できる。中国の景気見通しも、米国による（限定的

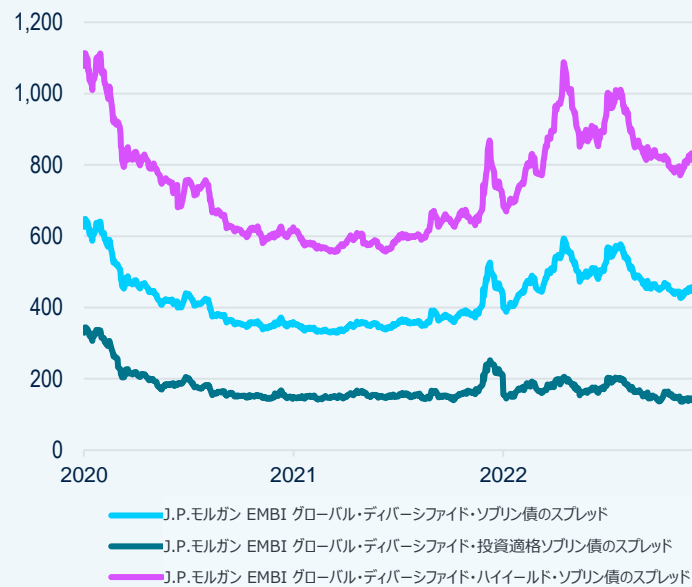
な）制裁があっても引き続き良好となる可能性がある。生産拠点の自国回帰の動きは、アジアと中南米に投資機会をもたらすと思われる。

■ 地政学的緊張にも拘わらず、多国籍機関や開発銀行は引き続き脆弱な新興国への支援の必要性を認識しており、これはエマージング国債の債務再編の支えとなり、デフォルトの長期化を防ぐだろう。

■ インフレ鈍化またはデイスインフレの状況にある国々の現地通貨建債券は魅力的だと思われる。エマージング通貨に対する我々の確信度は低いですが、レタティブ・バリューに基づく投資機会は存在する。リスク回避姿勢が高まった状況が続けば、米ドルをオーバーウエイトとする戦術的な投資機会が発生する。

■ **ハードカレンシー建エマージング国債**を巡る不確実性は高いものの、投資機会も存在する。市場では、2023年初めから前向きな地合いが続いたが、2月のインフレ指標と3月の金融危機によって、センチメントが悪化している。その結果、ハードカレンシー建エマージング国債のスプレッドは500bps超に拡大し、高格付銘柄と低格付銘柄の格差も拡大した（図を参照）。

図：足元のボラティリティは、ハードカレンシー建ソブリン債インデックスのセグメント間スプレッド分布を上昇させた (bps)



出所：PGIMフィクスト・インカム、J.P.モルガン。

■ テールリスクの高まりと、悪影響が伝播する懸念を踏まえると、投資家心理の回復には時間がかかり、クレジット・スプレッドが3月に大きなリスクを織り込んだ後で急速に縮小する可能性は低い。EMBIグローバル・ディバーシファイド・インデックスのスプレッドは50bps近く拡大し、過去15年のスプレッド水準の90パーセントailを上回っている。同インデックスにおけるハイイールド債のスプレッドは、2008年の金融危機時に最も拡大した水準から僅か250bps下回っているだけである

■ 我々は様々な市場圧力を考慮し、最近2年は保守的なポジションを維持している。こうした戦略の下、我々はB格ソブリン債をアンダーウェイトしている。スプレッドは足元で拡大しているが、現在のポジションを維持する方針である。

■ 健全なファンダメンタルズを備え、資金調達ニーズの低いソブリン債および準ソブリン債、あるいは政府支援を受けている準ソブリン債には、最も魅力的な投資機会があると見ている。投資適格債では、潤沢な外貨準備を保有する中東諸国、強固なファンダメンタルズと割安なバリュエーションを持つインドネシア、本年の資金調達ニーズを1月にほぼ全て手当てしたルーマニアに魅力がある。

■ 我々の最大のエクスポージャーは、BB格の発行体となっている。ドミニカ共和国とセルビアは、ともに

今年の資金調達ニーズを年初に手当てし終わっており魅力的である。

■ 我々のB格および高ベータ銘柄へのエクスポージャーは、コートジボワール、アンゴラ、ガボンなどの発行体に限られている。コートジボワールとガボンは多様な輸出品を有しており、IMFの支援により負債問題を解決している。アンゴラは石油輸出国であり、債務を大幅に削減し、IMFの支援も得ている。

■ 政府支援を受けている準ソブリン債には大きな投資妙味がある。南アフリカの電力事業者であるEskomは、政府による債務の一部肩代わりと金利支援により財務問題が大きく解消され、引き続き我々の中心的な保有銘柄である。

■ **エマージング社債**の魅力度は低下したが、まだ魅力は残っている。CEMBIブロード・ディバーシファイド(Baa2/BBB-格平均)の米国国債対比のスプレッドは、2月のタイトな水準から景気減速を織り込んで60bps拡大し、380bpsとなった。堅調な中国の不動産銘柄の影響を除外すれば、スプレッドは更に拡大している。

■ エマージング社債のエマージング国債に対するスプレッドは約110bpsで、魅力的な水準である。また、エマージング社債の先進国社債に対するスプレッドは大きく拡大している。例えば、BB格エマージング社債のスプレッドは455bpsであり、同じ格付の米国

社債のスプレッドを135bps上回っている。BB格米国社債とBBB格エマージング社債のスプレッド較差も縮小しており、米国社債が僅か35bps程度上回っている水準となっている。

■ エマージング企業の収益と今後の見直しは、(複数のブラジル企業の問題など) 予期せぬ困難にも拘わらず、引き続き底堅い。企業の利益率は、投入コストの上昇、米ドル高、製品価格の低下によって圧迫されている。しかし、バランスシートは借入金が増加しているものの、引き続き健全であり、償還・借換スケジュールは概ね対応可能な状況にある。コモディティ価格あるいは経済活動が急低下しない限り、デフォルト率は今後も過去平均を下回るだろう。

■ メキシコ、インド、イスラエル、ペルーなど、経済的に安定した国のBB/BBB格社債や、南アフリカの輸送会社Transnetを含む準ソブリン債を、引き続き主要なオーバーウェイト・ポジションとしている。

■ 景気減速の見直しは、厳選した**現地通貨建債券**の長期債に有利に働く。年初から新興国金利は変動が大きく、先進国金利と同方向に動いている。インフレ指標は年初から強弱入り交じっており、インフレが高止まりする国と低下する国が混在している。

■ 銀行セクターの混乱と原油などのコモディティ価格が下落を続けていることを踏まえ、我々は次の点に確信を抱いている：すなわち、(1) 一部の中央銀行は利下げ局面に近づいている、(2) インフレ懸念よりも景気減速懸念が焦点になってくる。

■ 我々はデレーションをネット・ロングとし、多くの国でイールドカーブのスティープ化を想定している。地域的には、中南米とアジアを嗜好している。また、ブラジル、メキシコ、韓国などの高格付国のデレーションをロングとしている。これら3か国は、利下げ局面に近づいている（ブラジル、韓国）、もしくは利上げサイクルの最終局面にある（メキシコ）。一方、利下げが当面見込めないコロンビアとマレーシアでショート・デレーションのポジションとしている。

■ **エマージング通貨**の方向性について、我々は強い確信を持っていないが、レラティブ・バリュエに基づく投資機会があると見ている。2023年初

は、3つの理由からエマージング通貨に対して強気な見方をしていた：すなわち、(1) 経済は堅調で、成長率は予想を上回っていた、(2) 中国政府は経済活動を再開し、不動産市場の安定化を図りインフラ投資を行っている、(3) FRBとその他中銀は利上げの動きを弱め、利上げサイクルの終盤に向かっている。

■ 足元の銀行セクターの混乱を踏まえ、成長率が予想を下回るリスクが高まっているため、我々は慎重な姿勢を強めている。今後、景気後退に陥る可能性が高まれば、レラティブ・バリュエによるエマージング通貨のポジションを継続しつつ、全体としてエマージング通貨をショートとしていく。

■ 我々は、エマージング通貨のベータを引き続き中立としている。低キャリー通貨（人民元、韓国ウォン）に対して、高キャリー通貨（コロンビア・ペソ、ハンガリー・フォリント、南アフリカ・ランド）をロングとしている。

地方債

見通し： 中立的な見方。4-6月期に向けて一定の不確実性を想定するが、ファンダメンタルズは依然として強固であり、長期的な投資機会が存在する。

- 信用力は引き続き良好である。州政府の税収は高水準が続き、財政安定化基金は過去最高水準に近い。他方、今後数カ月間は需給面で圧力がかかる可能性がある。例年、再投資の動きが減少し、新規発行は増加する傾向があるため、地方債にとっては弱含みややすい季節を迎えつつある。年初は大規模な資金流入が続いたが、足元の数週間はやや流出超となっている。
- 最近の米国の銀行の混乱を受けて金融セクター

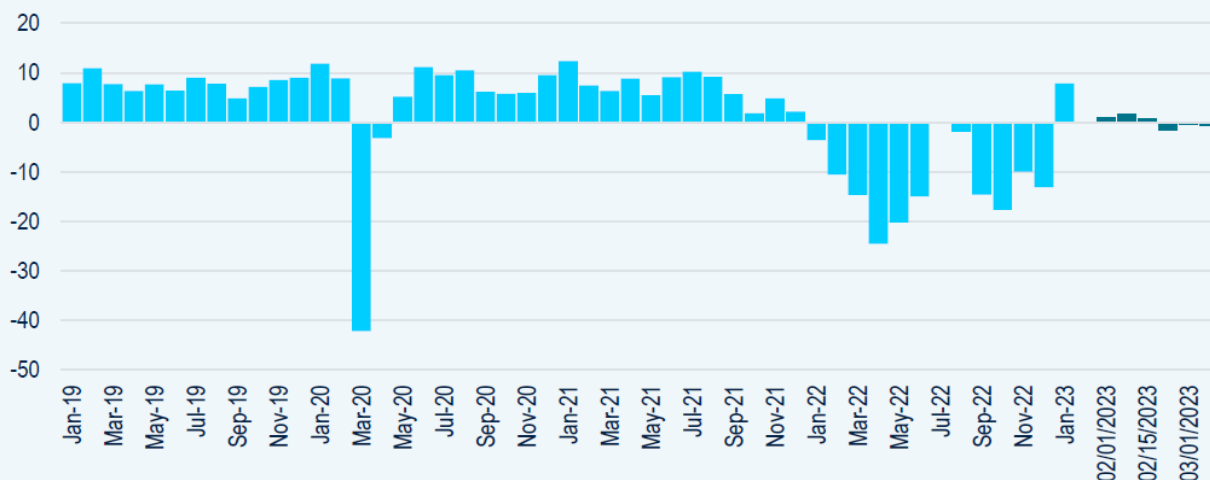
の健全性に圧力がかかる可能性があることが、新たな不確実性をもたらしている。地方銀行が数週間で保有する地方債を大量売却する必要性が生じる場合、また仮に更に多くの銀行が流動性を高める必要性が生じる場合には、売却圧力が一層高まる可能性がある。

- 他方、ハイイールド債とプリペイド・ガス債を中心にスプレッドが拡大した水準にあることは、長期的な投資家に投資価値をもたらしている。最近、地方債が社債に対してアンダーパフォームしていることは、新たな買い手の関心を集めている。2023年の税負担は平年よりも少ないと予想され、これは納税のための地方債売却が少なくなることを意味している。また、

FRBが利上げサイクル終了のシグナルを示せば、金利ボラティリティが低下し、長期的な追い風となる。

- 空港、有料道路、プリペイド・ガスは健全なファンダメンタルズを維持しているセクターであり、長期的な投資機会が存在すると見ている。ヘルスケア・セクターと開発セクターは懸念材料が多く、慎重な見方をしている。
- ここ数週間、課税地方債は社債を僅かにアウトパフォームしており、バリュエーションの観点からは魅力が薄れている。しかし、2023年の課税地方債の新規発行は限定的にとどまると見られる。その背景として、非課税債の償還のための課税債発行の少なさ、金利上昇、FRBの不確実性が挙げられる。

図：地方債投信の資金フローは、最近の数週間で若干の流出超に転じた。(10億米ドル)



出所：PGIMフィクスト・インカム、ICI、2023年3月現在。



セクション 5

見通し一覧 & 資産クラス別の 見解

05

セクター	見通し	資産クラスに対する見解*			
先進国金利	引き続き機動的なスタンスを維持する。ボラティリティが低下するにつれ、先進国金利は徐々に上昇する可能性がある。従って、我々は概ね中立的かつ戦術的なスタンスを維持する。なお、米国の債務上限問題が解決しないようであれば、市場や経済が危機に晒されると見ている。	米国 ドイツ 日本	  	英国 カナダ オーストラリア	  
エージェンシーMBS	長期的には楽観的な見方。最近のバリュエーションの改善は長期的な見通しを支持するものだが、イベントリスクとボラティリティ再上昇の可能性は依然として主要な懸念事項である。30年物4.5-5.5%クーポン銘柄、特定MBSプール、GNMA債を 선호する。				
証券化商品	安全地帯に避難。シニア債に価値があるが、ジュニア債は時期尚早である。流動性プレミアムの上昇、市場のボラティリティ上昇、マクロ環境の悪化がスプレッド拡大圧力となっている。資本構造間のクレジットカーブはスティープ化しているが、クレジット環境の悪化とともに更なるスティープ化が予想される。健全な資産（RMBS）のメザニン債や上位メザニンCLOには価値が生まれるが、問題のある資産（CRE）のメザニン債は苦境に立たされることが示唆されている。シニア債は年初の価格上昇の大部分を消しており、リスク調整ベースでは魅力的である。ただし、ボラティリティは高止まりする可能性もある。銀行セクターへの圧力は、スプレッドの更なる拡大圧力になる可能性がある。	CMBS CLOs	 	ABS	
投資適格社債	米国投資適格債には慎重な見方をする一方、欧州投資適格債にはやや前向きな見方。米国の地方銀行を巡る不確実性を考慮し、信用スプレッドは短期的には横ばいから拡大を見込む。欧州では、クレディ・スイスを巡る問題の解決によって主要な市場リスクが排除されたことから、スプレッドはレンジ相場から縮小すると予想する。	米国投資適格債		欧州投資適格債	
グローバル・レバレッジド・ファイナンス	景気後退リスクが高まっており、短期的には引き続き慎重な見方。我々は、短期的にはスプレッドが拡大すると見ているが、長期的には前向きな見方をしており、リスク選好を転換させるシグナルを注視している。ボラティリティが継続する可能性があるため、アクティブ運用と適切な銘柄選択が重要になる。	米国ハイイールド 米国レバレッジド・ローン	 	欧州ハイイールド 欧州レバレッジド・ローン	 
エマージング債券	脆弱性を最小限に抑えつつ、引き続き投資機会に焦点を当てる。健全なファンダメンタルズと政府支援を有するハードカレンシー建ソブリン債および準ソブリン債を 선호。経済的に安定した新興国のBBB/BB格社債をオーバーウエイトとする。利下げ局面が近づく中、現地通貨建エマージング債への確信度が増している。成長鈍化リスクから、エマージング通貨には慎重姿勢。	ハードカレンシー建エマージング債 エマージング社債	 	現地通貨建エマージング債 エマージング通貨	 
地方債	中立的な見方。4-6月期に向けて一定の不確実性を想定するが、ファンダメンタルズは依然として強固であり、長期的な投資機会が存在する。	非課税債		課税債	

*各セクターの直近の短期見通しに基づく

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) Q1	SOFR OAS 3/31/2023	
CMBS	CMBS:コンデユイト型 AAA	利子先払い10年債	39	204
	CMBS:コンデユイト型 BBB-	BBB-	257	1009
	CMBS:SASB - シニア	AAA	-10	225
	CMBS:SASB - メザニン	BBB-	100	500
	CMBS:イージェンシー集合住宅	シニア	9	104
非イージェンシー RMBS	レガシー	RPL シニア	-3	182
	レガシー	2006/2007年のオルトA	10	300
	GSEリスクシェアリング	M2	15	340
CLOs	CLO 2.0	AAA	-30	190
	CLO 2.0	AA	-50	250
	CLO 2.0	BBB	0	575
ABS	無担保消費者ローンABS	シニア	-20	196
	無担保消費者ローンABS	B クラス	-30	256
	民間学生借り換えローン	シニア	-5	201
	クレジットカード ABS	AAA	0	81

出所：PGIMフィクスト・インカム

	トータル・リターン (%) Q1	スプレッド変化 (bps) Q1	OAS (bps) 3/31/2023
米国投資適格社債	3.50	8	138
欧州投資適格社債	1.75	2	170

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3月31日現在。

	トータル・リターン (%) Q1	スプレッド / 利回り変化 (bps) Q1	OAS (bps)/ 利回り % 3/31/2023
エマーシング債券 (ハードカレンシー建)	1.86	32	484
エマーシング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	2.31	-27	6.59
エマーシング通貨	3.13	159	8.91
エマーシング社債	2.24	25	347

出所：J.P.モルガン

	トータル・リターン (%) Q1	スプレッド変化 (bps) Q1	OAS/ DM (bps) 3/31/2023
米国ハイイールド債	3.57	-14	455
欧州ハイイールド債	2.89	-15	497
米国レバレッジド・ローン	3.11	-44	609
欧州レバレッジド・ローン	3.88	-36	643

出所：ICE BofAML、クレディ・スイス

	トータル・リターン (%) Q1
高格付非課税債	2.78
ハイイールド非課税債	2.73
長期課税地方債	6.21

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（その他特に断りがない限り）：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ、2023年3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、プルデンシャル・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、プルデンシャル・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はありません。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はなく、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おりません。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。南アメリカでは、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、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2023 PFI and its related entities. 2023-2999

インデックスに関する留意事項

米国投資適格社債

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

欧州投資適格社債

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

米国ハイイールド債

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

欧州ハイイールド債

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

米国シニア・セキュアード・ローン

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

欧州シニア・セキュアード・ローン

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

エマーゼンシング債券

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 (ブレイディ債、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。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

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ての固定金利の名目国債を参照しています。財務省短期証券は満期上の制約により除外されていますが、別の短期国債インデックスの一部となっています。

モーゲージ証券(MBS)

ブルームバーグ米国MBSエージェンシー固定金利インデックス：ブルームバーグ米国MBSインデックスは、ジニーメイ(GNMA)、フアンニーメイ(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スルー証券(固定金利型、およびハイブリッド・ARM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、ヴァリエーションに基づいて、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“Q2 23 Quarterly Outlook / Published April 2023”をPGIMジャパン株式会社が監訳したものです。
- 本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。
- 記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。
- 本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したのですが、その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。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、英国プル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

PGIMJ98576

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。