



2024年 4-6月期 四半期見通し

2024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	<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	18
	ESG	19
	証券化商品	21
	投資適格社債	23
	グローバル・レバレッジド・ファイナンス	24
	エマージング債券	26
	地方債	29
5	<u>サマリー</u>	30
	見通し一覧 & 資産クラス別の見解	31
	パフォーマンス一覧	32
	主要国・地域の経済見通し	33

	トータル・リターン (%)				
個別セクター	Q1 24	2023	2022	2021	2020
欧州レバレッジド・ローン	2.53	13.53	-3.36	4.87	2.4
米国レバレッジド・ローン	2.52	13.04	-1.06	5.40	2.8
エマージング債 (ハードカレンシー建)	2.04	11.09	-17.78	-1.80	5.3
欧州ハイイールド債	1.81	12.78	-11.13	3.32	2.9
米国ハイイールド債	1.47	13.45	-11.19	5.36	6.2
CMBS	0.84	5.42	-10.91	-0.64	8.1
欧州投資適格社債	0.47	8.19	-13.65	-0.97	2.8
エマージング債 (現地通貨建)	0.20	7.60	-8.85	-5.52	6.1
地方債	-0.39	6.40	-8.53	1.52	5.21
米国投資適格社債	-0.40	8.52	-15.76	-1.04	9.9
米国国債	-0.96	4.05	-12.46	-2.32	8.0
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	-1.04	5.05	-11.81	-1.04	3.9
エマージング通貨	-1.12	8.44	-7.14	-3.09	1.7
米国投資適格長期社債	-1.69	10.93	-25.62	-4.65	13.9
米国長期国債	-3.26	3.06	-29.26	-1.13	17.7
マルチセクター					
グローバル総合(ヘッジあり)	0.02	7.15	-11.22	-0.15	5.58
ユーロ総合 (米ドルヘッジなし)	-0.33	7.19	-17.18	-4.71	4.05
円総合	-0.38	0.51	-5.30	-2.85	-0.8
米国総合	-0.78	5.53	-13.01	-1.39	7.51
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	-2.07	5.72	-16.25	-1.54	9.2
その他セクター					
S&P 500 指標	10.56	26.29	-18.11	28.71	18.4
米ドル (DXYインデックス)	10.39	-2.11	8.21	6.37	-6.69
SOFR	1.35	5.18	1.66	0.03	0.38

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 各国中央銀行の方向転換を受け、調整する市場セグメントと活況が続く市場セグメントが混在：**各国中央銀行は政策転換を示唆している。実際の政策転換はこれからだが、この間にも高利回り債セグメントでは局地的なサイクルが継続した。1-3月期には投資適格債の相場は一旦停止して調整が進んだ一方、ハイイールド債およびエマージング債の相場は活況が続いた。
- 2 高い水準で推移する利回りによって債券の戦略的投資機会が続く：**信用スプレッドは縮小しているものの、過去20年で見ると、利回りは依然として非常に高い水準にある。また、各国当局による利上げは終了したと見られ、長期金利も今サイクルのピークを打ったと考えられる。利回りが高水準での推移を続ける中、利回りそのものがリターンのもとなり債券の強気相場が継続すると考えられる。
- 3 最善の攻撃がより優れた防御にもなる：**[地政学リスク](#)は高まっているが、現時点ではマクロ経済や市場に大きな影響を与えるには至っていない。信用スプレッドがタイト化した環境において、特にこうした地政学リスクの高まりは、潜在的なショックに対するポートフォリオの耐性を維持するための銘柄選択の重要性を浮き彫りにする。
- 4 利回りに宿命付けられた債券市場における超過収益機会：**不確実性が持続していることにより、銘柄およびセクター選別、期間構造、通貨ポジションなどから付加価値をもたらす大きな投資機会が引き続き生まれている。高水準の利回りによって良好なリターンがもたらされる可能性が高まることに加え、潤沢な超過収益機会も期待されることから、我々は2024年末までの債券市場に対して概ね前向きな見方を維持している。



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

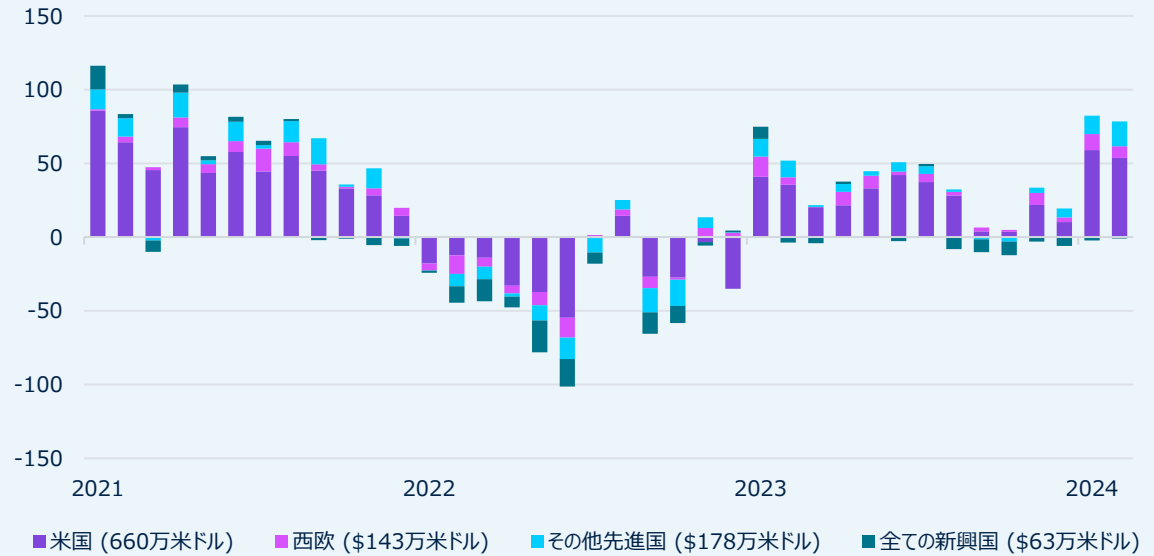
前四半期同様に 明るい見通し

2023年10-12月期における大幅な金利低下を経て、予想通り市場には一服感が広がり、債券市場では長期債と高格付債が2024年1-3月期にマイナスのリターンとなった。その一方で、クレジット市場は、安定したファンダメンタルズと、幅広い投資家層からの旺盛な需要（図1）を背景に、引き続き買い進まれた。ハイールド社債やハードカレンシー建エマージング債など、リスクの高いセグメントは国債利回りの上昇にもかかわらず力強いプラスのリターンを記録した（[1-3月期のリターンについてはP2を参照](#)）。一方、投資適格債のスプレッド縮小は遥かに小幅にとどまったものの、記録的な供給量があった中でもスプレッドが縮小した点は注目に値する。

予想利下げ幅は半減、長期金利の変動は比較的小幅にとどまる

1-3月期に投資家の利下げ期待が大幅に後退し、予想利下げ幅は欧州では3分の1、米国では半分程度に縮小する中（図2）、短期債利回りは大幅に上昇した。一方、長期利回りの上昇は比較的緩やかで、前四半期の利回り低下を部分的に返上（30~40bps）するにとどまった。その背景には、投資家が引き続き長期にわたり利回りを確定させたいと考えていることが

図1：資金流入は広範な債券への需要の高まりを示唆する（EPFRによる月次の資金フロー、10億米ドル）



出所：EPFR

図2：短期金利は、より現実的な利下げ予想を織り込んで修正（2024年中の利下げ予想、bps）

中央銀行	2023年12月31日時点	2024年3月31日時点	四半期での変化
FRB	-165	-80	+85
欧州中央銀行	-194	-123	+71
イングランド銀行	-190	-111	+79

出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ

債券市場の見通し

見て取れ、また逆イールドが続いていることから、その目的のために投資家は若干であれば利回りを犠牲にすることも厭わないことがうかがえる。

2022年以降でスプレッドは半分に縮小、これが利回りに対する需要をさらに証明している

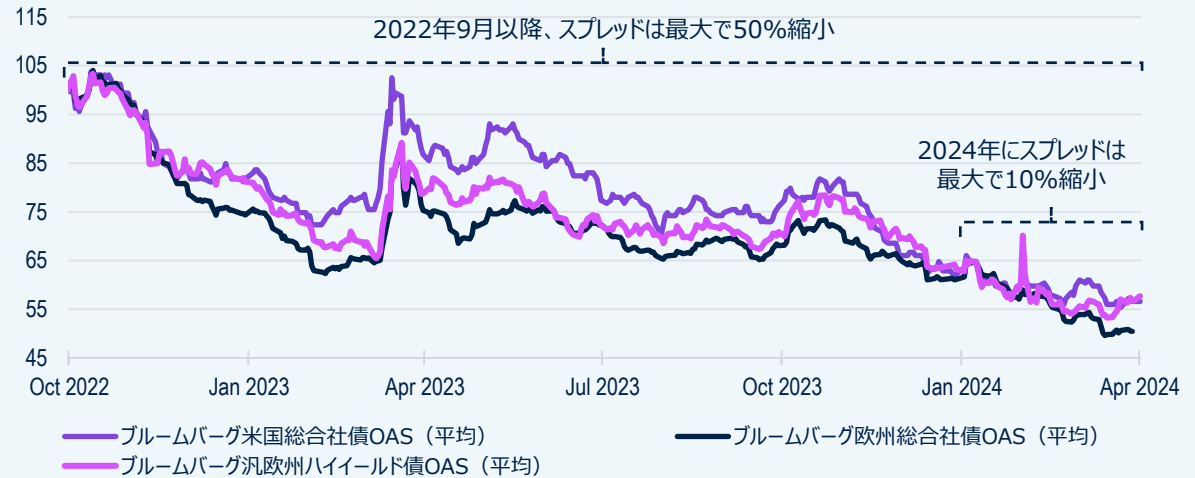
利回り確定に投資家が躍起になっている様子は、特にスプレッド商品において明らかである。利下げ見通しの大幅な修正にもかかわらず、投資家の利回り追求需要によりスプレッドは年初来で全般に10%程度縮小しており、ロシアによるウクライナ侵攻後のスプレッドが最も拡大した水準からは50%縮小している（図3）。

キャッシュが潤沢すぎるのか？

債券への力強い資金流入および高リスク債券の急激な相場上昇は、当該資産クラスに限って見られる特異な現象ではなく、金から暗号通貨、そしてAI関連株に至るまでの幅広い資産クラスの価格も上昇している（次ページの「[価格高騰](#)」を参照）。それぞれ個別に説明付けも可能であろうが、共通する強力な要因として投資家の手元資金が潤沢すぎるという点を挙げるができるだろう（図4）。

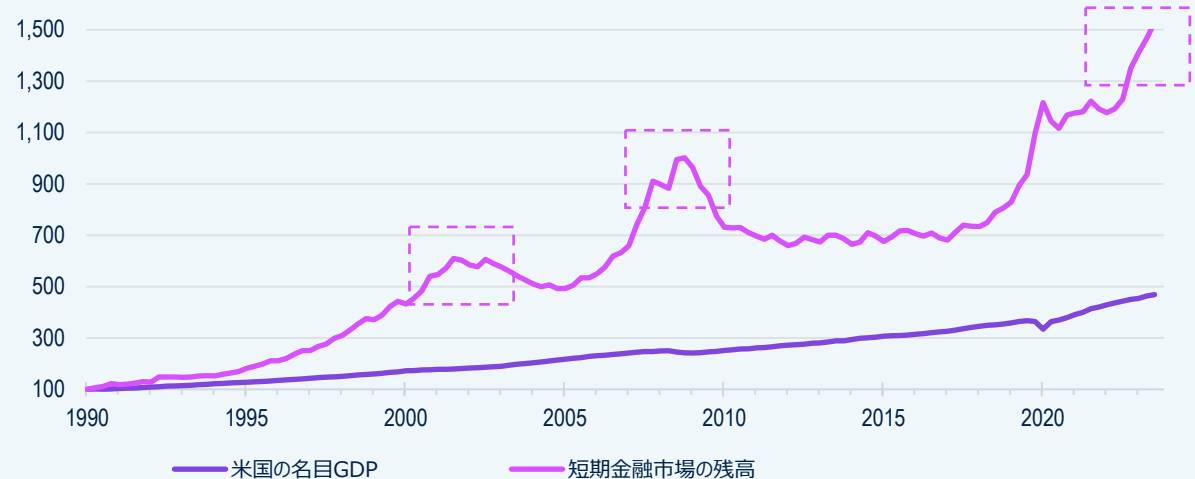
絶対額で見ると、MMF残高はコロナ禍中に急増した後、シリコンバレー銀行（SVB）の経営破綻を受けて預金者がまずは安全資産を求め、さらにより高い利回りの預け先を求めてMMFに押し寄せると再び急拡大した。**平常時におけるMMF残高の名目GDP比は約15%だが、足元では21%まで上昇しており、2002年および**

図3：利回りを重視する動きが拡大し、スプレッドの縮小が続いている（2022年10月を100として指数化）



出所：ブルームバーグ

図4：おそらく、株式、債券、金、暗号通貨など、さまざまな資産の上昇の理由の一つとして、過度に膨れ上がったキャッシュを振り向けたことが挙げられる（1990年を100として指数化）



出所：ブルームバーグ

2008年の景気後退期に近い高水準にある。なお、いずれの景気後退時でも、その後は株価が複数年にわたって力強く上昇したほか、クレジット市場にとっても総じて好ましい環境が続いた¹。

本格的な資産配分変更の到来はまだか？

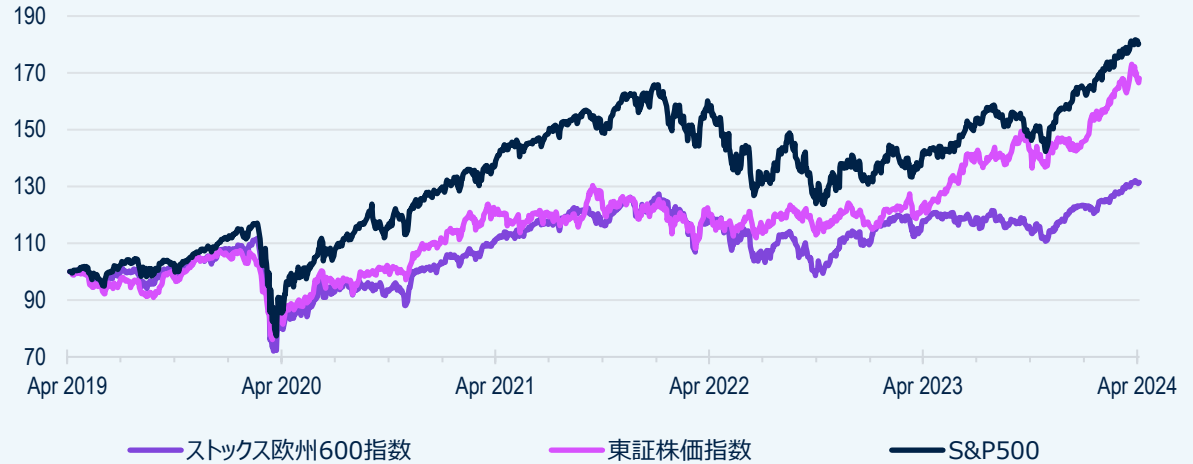
価格上昇により株式と不動産への配分比率が上昇し、資金流入によりキャッシュ比率も上昇する一方、投資家の債券への配分比率は過去数年にわたる利回り上昇により減少した可能性がある。人口の高齢化にも逆行する現状のこうした資産配分の不均衡は、今後投資家が債券への配分比率をより正常化する/高める方向でバランスを図る中で、債券市場が力強く下支えされる可能性を示唆する。

価格高騰：それぞれの市場固有の要因があるのか、もしくは潤沢すぎるキャッシュがテーマを追い求めているのか、あるいはその両方か？

「間もなく金利低下局面に突入、経済のソフトランディングは確実で、AIが世界経済の原動力となり、地政学リスクは気にする程ではない」とみなされ、株式市場はコロナ禍の底値から約2倍近く上昇し、その上昇の半分は最近数か月の間に一気に生じた。一方、「地政学リスクに対するヘッジ」とみなされる金価格も最高値を更新し、中東で緊張が高まった10月始め以降で25%上昇している。

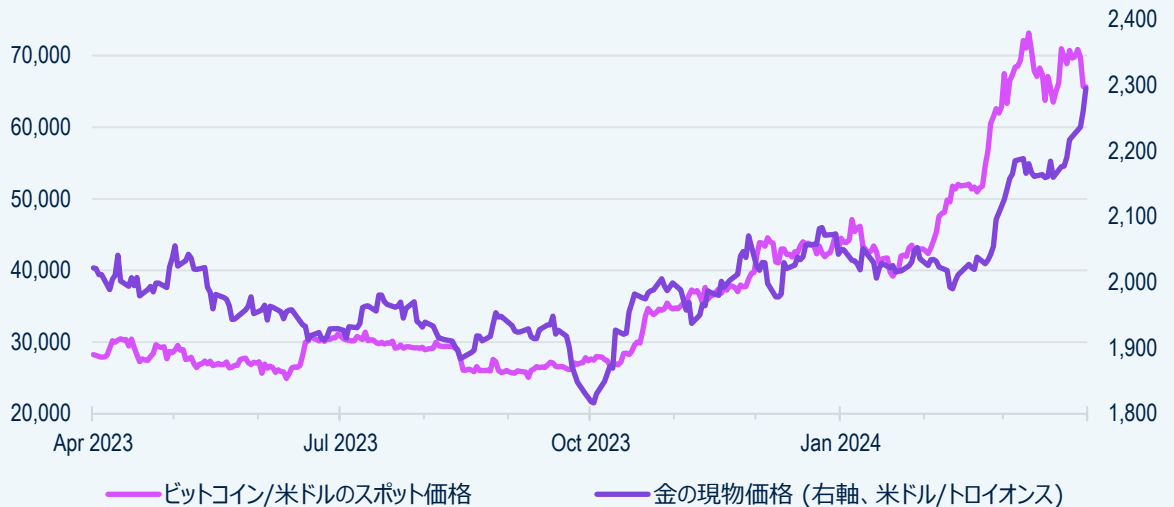
1. 増加の一部は、低金利の銀行預金がマネーマーケット・ミューチュアルファンドに流れたことに起因する。しかし、こうした調整を考慮に入れても、キャッシュ残高はコロナ禍前の水準を大きく上回っている。

図5：いくつかの株式市場は、コロナ禍の安値から2倍となる水準まで上昇しており、その半分以上は2022年のロシアによるウクライナ侵攻の際の安値からの上昇によるものである（2019年を100として指数化）



出所：ブルームバーグ

図6：2023年10月以降、金は史上最高値を更新し、ビットコインの価格は2倍以上になった



出所：ブルームバーグ

債券市場の見通し

また、米国証券取引委員会（SEC）が暗号資産のETFを承認し、暗号資産市場に対する新たな投資家層への扉が開かれた。こうしたETFの取引開始に前後して、ビットコイン価格は足元の6ヵ月で2倍に上昇した。

逆イールドカーブ：投資家は長期にわたり利回りを確定させたい

ドイツおよび米国の10年国債利回りがそれぞれ2%と4%を超えて上昇した2022年の秋以降、投資家需要は長期債利回りの上昇を抑制し続けており、短期金利が上昇を続ける中、イールドカーブの逆転を引き起こしている。多くの市場参加者は、これは景気後退が迫っていることを示す兆候と捉えたが、単に利回りが歴史的な高水準に回帰したという投資家の認識を反映したに過ぎないとも言える（図7および8）。その後、中央銀行による利上げサイクル

がピークに達する中、高齢化する投資家層、年金基金、および金融機関において、利上げサイクルのピークでの債券市場への投資を急ぐ気運が強まった。

今後の見通しは？高い利回り水準が再びリターンを生む。

今後長期的に見ると、債券市場のリターンに関する見通しは引き続き明るい。長期金利の低下は見込まれないものの、足元の高い利回り水準から引き続きリターンを得られると考えられる。同様に、全体的にスプレッドが一段と縮小する可能性は低いものの、スプレッド・セクターは追加的なインカムをもたらすほか、セクターローテーションや銘柄選択を通じてさらなるリターンを獲得する機会を提供する。例えば、クレジットカーブのフラット化による低格付債スプレッドの縮小のように、相場の上昇局面で出遅れた銘柄が後れを取り戻す可能性があげられる。

CCC格のスプレッドが縮小する可能性

ハイイールド債やエマージング債など、高リスクの市場では、中でも出遅れていた低格付債セグメントにより投資家の関心が向かい始めている。特に、エマージング債ではハイイールド債が投資適格債に、米国ハイイールド債市場では、CCC格債がBB格債に、それぞれ出遅れている。このため、格付間のスプレッド縮小を狙うポジションや、クレジット・バーベル型の戦略（[エマージング債券のパートを参照](#)）、さらにはストレスに晒された債券やディストレスト債への選択的な投資を通じてリターンを獲得する余地が生じている。

図7：各国中央銀行の利上げサイクル終了と歴史的に高水準の利回りによって投資家からの資金が流入し、これによって逆イールドが発生している（%）



出所：ブルームバーグ

結論

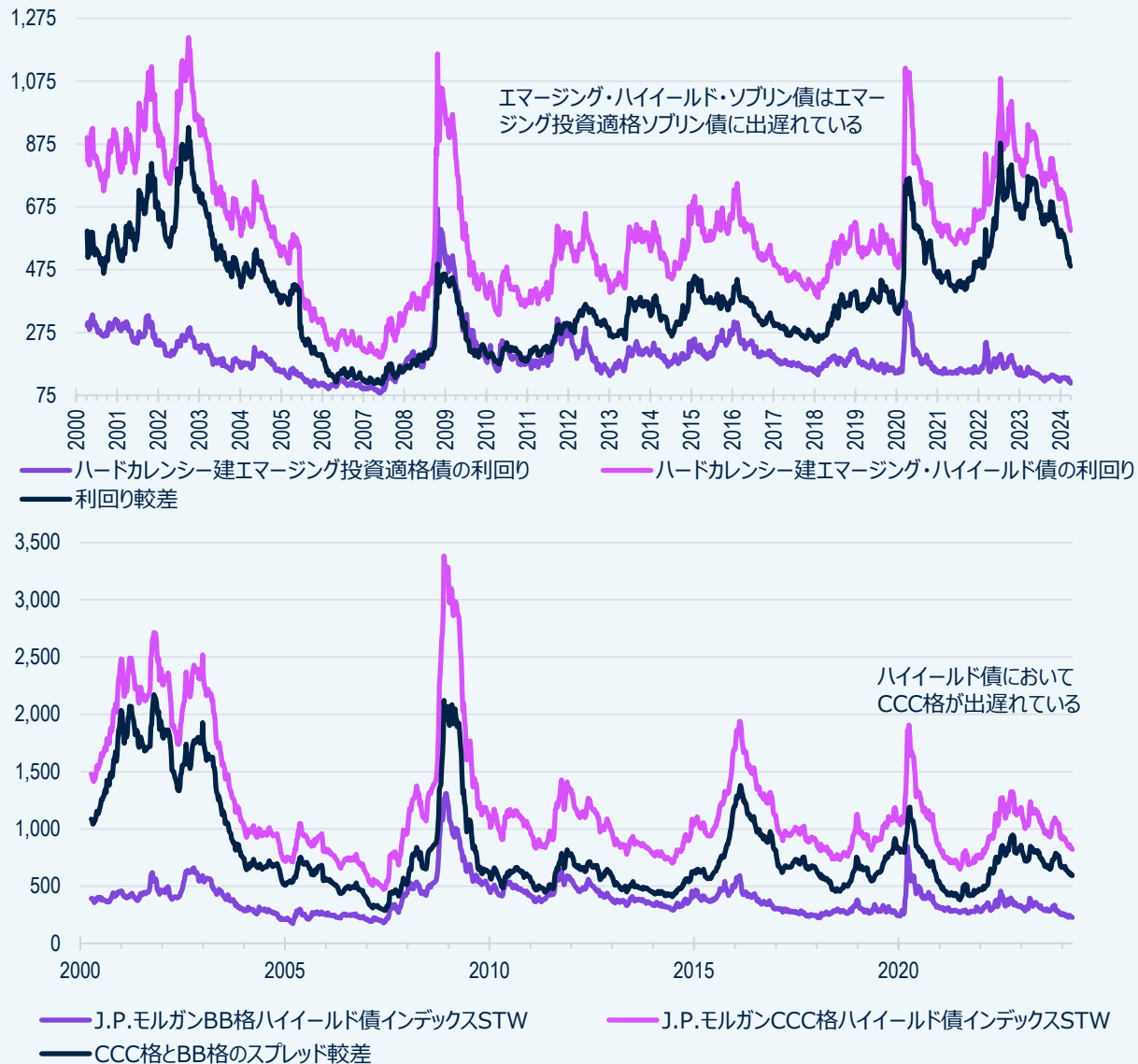
現在の異例の強気相場が続く可能性が高い。長期金利と信用スプレッドは総じてレンジ相場での推移が見込まれる中、信用スプレッドについてはさらに縮小する余地がある。歴史的にも高い水準にある利回りが時間の経過とともに実現リターンに転化する中で、アクティブ運用を通じて付加価値を追求するための好ましい環境が期待される。

逆イールドカーブにもかかわらず長期債に投資するメリット

短期金利が高止まりする中、債券への資産配分を増加させる利点について、以下の通り再確認しておきたい。

- 利上げサイクルが終了したことを踏まえると、長期的なピーク水準にある長期債利回りは依然として「買い場」にある
- 超過リターンの獲得機会がある
- 長期的なインカムヘッジ：歴史的に高い水準での利回り確定
- 潜在的リスクのヘッジ
- 他の資産クラスと比較して良好なバリュエーション

図8および図9：出遅れているセクターのスプレッド縮小を捉える投資機会が生じている（利回り=%、スプレッド=bps）



出所：ブルームバーグ

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

リスクバランスの改善と、それが政策に及ぼす影響

我々は、想定する経済シナリオに細かい修正を加えたが、これらは主に上振れも下振れもあり得る成長と、今後に向けて表面化しつつあるインフレリスクの兆候を踏まえたものである。とは言え、テール・リスクが高まりつつある要因は他にもある。地政学リスクと世界各国/地域における財政出動によって、下振れのテール・リスクと上振れのテール・リスクが高まっている。

それ以外にも、米国大統領選挙、欧州議会選挙、さらに深刻化する可能性がある2つの紛争に加え、米中では大国間の競争が展開されるなど、数値化することが難しいリスクが数多く存在しており、テール・リスクの可能性が高まっている。

こうした中、世界の主要国の多くが好調な経済成長を維持している。米国では、予想上回る物価や労働指標が確認されている。これが上振れのテール・リスクを高めており、米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げに対する市場の期待も後退している。とは言え、3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）でのFF金利見通しの中央値によると、引き続き2024年に3回の利下げが予想されており、6月に利下げが開始されるという我々の見方と一致した内容になっている。注目すべきは、FRBの経済見通しで示された2024年末時点のコアPCEインフレ率予想が、2.4%から2.6%に引き上げられたことである。さらに、最新の経済見通しでは2025年の利下げ予想が1回分後退し、足元では計3回の25bps利下げが想定されている。我々は、2024年末時点のコアPCEインフレ率を、FRBの2%目標値までは低下せず、2.8%にとどまると予想している。

また、FOMCの政策金利の長期見通しは2.5%から2.6%に引き上げられた。今回の修正は小幅だったが、インフレ率が長期にわたり目標水準で推移し、米国経済が高水準の政策金利に耐えられるとFRBが判断すれば、長期的にFF金利を高水準で据え置くことを容認する意向であることを示唆する最初のシグナルとなり得る。また、長期金利見通しは、今後さらに修正されて3.0%前後まで引き上げられる可能性がある。

ただし、景気指標の中身を見ると、労働市場が減速を続けている兆候も見られる。今後を見通す指標として、我々は平均週給を確認しており、雇用者が今後どのように労働力を管理するかを評価している。過去を振り返ると、雇用者は最初に勤務時間を調整、次に賃金を調整、そして必要に応じて人員を削減することで人件費を管理している。足元では失業保険申請件数が一貫して増加しており、労働市場が徐々に減速していることを浮き彫りにしている。

労働市場の減速により米国の消費支出の支援材料も緩やかながら弱まりつつある兆候が見られ、所得上位1%を除く消費者の貯蓄率はコロナ禍前のトレンドを下回っているほか、クレジットカード利用額も増加している（図1）。

米国の経済見通しについて、我々は引き続き「ウィークフレーション」を基本シナリオとしているが、10-12月期には35%としていた発生確率を30%に引き下げ、上振れシナリオである「ソフトランディング」の発生確率を10%引き上げた（最新の主要国・地域別の経済見通しの10-12月期との比較については[P33を参照](#)）。

11月の大統領選挙に向けては、トランプ前大統領とバイデン大統領のいずれが勝者になっても、金融市場には影響が及ぶだろう。トランプ前大統領が勝利した場合、中国に対する関税引き上げが予想されるほか、移民の減少に伴い労働力の供給も減少すると見込まれ、マイナスの供給ショックが生じる可能性がある。一方、トランプ前大統領の勝利は、緩和的な財政・金融政策と規制緩和を背景に、プラスの需要ショックも生じると考えられる。バイデン大統領が勝利した場合、インフレ抑制法（IRA）や半導体製造業を支援するCHIPS法などの各種政策が維持され、供給面の支援材料になると考えられるが、減税の実施は見込まれず、需要面は下支えされないだろう。上院では共和党が多数派を、下院では民主党が多数派を奪還するという結果になった場合、引き続き議会での大きなねじれが生じ、世界各国・地域で表面化している政治の二極化が進むと見込まれる。

世界経済の見通し

2023年の景気後退を回避したユーロ圏については、実質所得の増加、継続的な財政支援、底堅い米国経済、欧州中央銀行（ECB）の利下げ期待を背景に、コンセンサス予想を小幅に上回る0.6%のペースで2024年も成長すると予想する。とは言え、コロナ禍前のユーロ圏は年率平均1.4%のペースで成長していたことを考慮すると、1%を下回る成長はユーロ圏にとっては極めて低調であることは留意を要する。地域別の動向にも注意する必要があり、足元ではギリシャやスペイン、ポルトガルなどの多くの欧州周縁国がフランスやドイツといった中核国よりも好調に推移しており（図2）、ユーロ圏内において「逆転」の現象が見られている。未活用の次世代EU（NGEU）基金からの補助金や各国における国内の財政支援策、安定・成長協定の改定を背景とした財政不安の後退、利下げ効果などが反映されて、欧州周縁国経済は一段と上振れする可能性が高まっている。

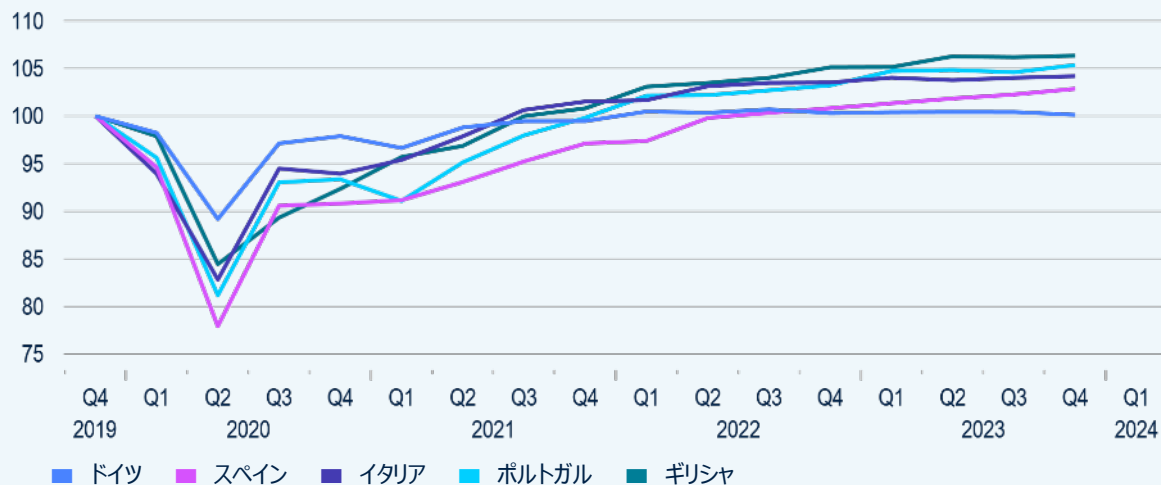
金融政策の観点から見ると、我々の予想通りECBは4月ではなく6月に利下げを開始する可能性があることを示唆した。我々は、2024年に合計75bpsの利下げが実施され、年末時点の政策金利は3.25%になると見込んでいる。資本市場同盟に関するECBの最近の発言も、EUの中期的な成長を支える新たな構造的要因となる可能性がある。

英国ではイングランド銀行が、「仮に利下げを行う場合でも、景気制約的な政策を維持する可能性がある」と表明した。これは、短期的には金利を引き下げものの、当面にわたり政策金利を相対的に高い水準に据え置くという方針を示唆したものと考えられる。

図1：クレジットカード残高と延滞件数の増加は、米国の消費がやや過剰であることを示唆している
米国クレジットカード残高の限度額に対する割合（%）と国民一人当たりの負債額（支払い日より30日経過）、ニューヨーク連邦準備銀行



図2：欧州周縁国の経済成長は相対的に低調なドイツを上回る
ユーロ圏の国別GDP成長率、2019年10-12月期を100として指数化



出所：マクロポンド、2024年3月現在

欧州経済見通しに関しては、我々は「ウィークフレーション」を基本シナリオ（40%）としている一方、「ソフトランディング」の発生確率を10%引き上げて上振れシナリオの発生確率を上方修正した。

中国の成長見通しは、引き続き米中の大国間競争が続く中、世界経済を巡る大きな不確実性の一つとなっている。今後の見通しについては、名目および実質成長率について中長期的な考察が求められる。実際、インフレ調整後の実質ベースの成長率や個人消費の伸びは4~5%台と堅調な一方、投資や在庫は純輸出と同様に出遅れが見られる。こうした安定的な実質成長率が、中国当局による景気刺激策を緩やかなものとしている。

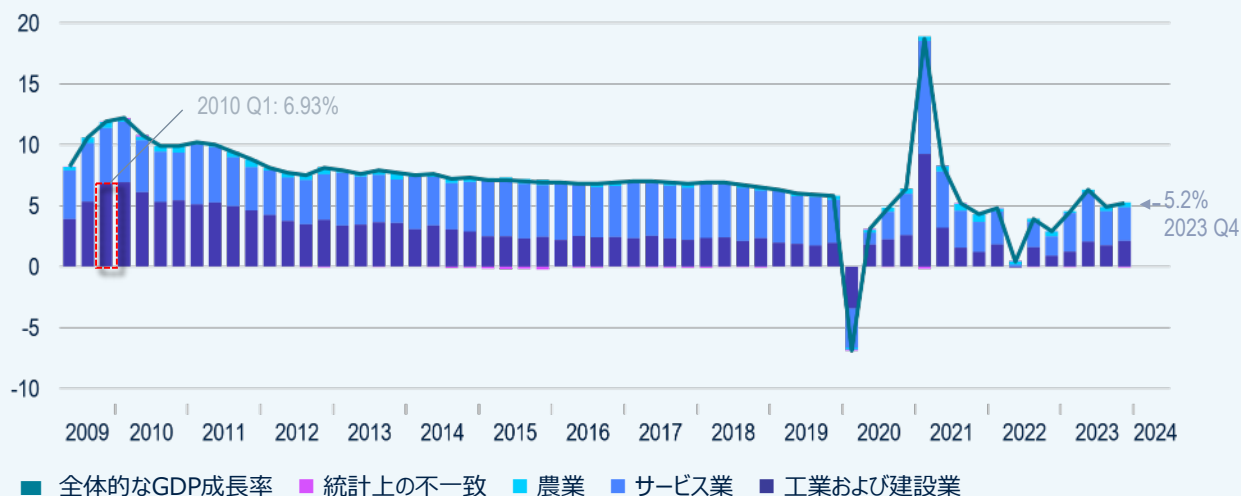
中国当局はさらなる景気刺激策を実施すると見られるが、2008年や2015年の規模には達しないと考える。その背景としては、当時はより大きな財政

余地があり、不動産セクターの低迷の原因は、足元のように構造的ではなく循環的な要因にあったことが挙げられる。大規模ではないとは言え、追加的な景気刺激策が実施され、2024年の成長率は堅調ながらも4.5%に鈍化すると我々の見方は、政策当局が、国家安全保障、構造転換、金融規制といった複数の課題を抱えていることを示唆する。こうした中、中国の経済見通しについて、我々が基本シナリオとする「ソフトランディング」の発生確率を55%から70%に引き上げた一方、下振れシナリオである「景気後退」の発生確率も5%引き上げて20%とした（最新の主要国・地域別の経済見通しの10-12月期との比較についてはP33を参照）。

日本では、日本銀行が政策金利をプラス水準に引き上げ、マイナス金利政策は解除された。また、日本銀行は必要に応じて長期日本債を買い入れるとの方針を示した上で、イールドカーブ・コントロール政

策の撤廃も決定した。日本銀行の次の動きについては、脆弱ながらも安定した経済成長が実現する可能性が高まる中、金利をゼロ近辺に維持する緩和的な姿勢が正当化されるだろう。とは言え、底堅い米国経済と中国経済の浮揚を受けて、日本銀行は政策を一段と引き締める可能性もある。

図3：インフレ調整後では中国の成長は続き、世界経済をある程度下支えすると考えられる
中国におけるセクター別の四半期毎の実質GDP成長率への寄与（前年同期比、%）



出所：中華人民共和国国家統計局

追加的な政策対応が「当面は必要」との日本銀行のコメントは、ややタカ派的だったと我々は見ている。また、日本銀行が世界の債券市場全体に影響を与え得る、量的引締めを早期開始を発表する可能性もあることを認識している。

とは言え、米ドルに対する円安がマイナス金利解除後のように継続すれば、リスク資産市場は持続的な追い風を受けられるだろう。これは、上振れ/下振れの両方の可能性がますます高まる世界経済の図式を適切に表している。

図4：地政学的なイベントが多発する中、以下の表は、今後数か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）。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介入でリスク激化 (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 (65%) 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	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。	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カ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の休戦が破綻 (30%)	↔ 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し、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

セクション 4

セクター別見通し

04

先進国金利

見通し：金利のボックス圏推移が予想される欧米市場では、機動的な運用を継続。一方、日銀のマイナス金利政策解除によって、日本国債は利回り上昇の可能性。

■ 多くの主要先進国で見られる想定以上の経済の底堅さによって、大幅な金融緩和に対する市場期待は後退している。ただし、市場参加者の緩和期待が後退する中で短期フォワード金利が90～120bps上昇したのに対し、長期金利は約30bpsの上昇にとどまっている。

■ 各国の経済情勢が大きく異なっている一方、1-3月期の金利上昇幅は似通っており、2023年10-12月期の低下分の一部を戻したに過ぎない。

■ 先進国全体では、利下げ回数やペースに対する期待が巻き戻される可能性に加え、国債の大規模発行も予想される中、さらなる金利上昇も考えられる。

■ しかし、こうした弱気材料は、今サイクルでなるべく高水準の利回りを確保しようとする投資家の需要によってほぼ相殺されてきた。これらのことから、金利が直近のピークに達した2023年9月から底値を付けた2024年初めまでの過去数か月間の激しい金利変動が、今後数四半期の利回りレンジをほぼ決定付けたと考えている（例えば、米国は3.8%～5.0%、ドイツは1.9%～3.0%、下図を参照）。

■ 先進国の市場動向がそれぞれ非常に似通っている中、1-3月期では2つの例外が見られた。1つ目として、スイス国立銀行は、利下げを開始した最初の先進国中央銀行となった。スイスのインフレ率は目標値を既に下回っており、スイス・フランも強いという点でスイス国立銀行の状況は他の中央銀行とは異なっており、これらの特性が、経済成長を下支えするための裁量権をスイス国立銀行に与えている。

■ 2つ目として、日本銀行の状況はより流動的となっ

ている。市場は、マイナス金利政策の解除後の流れとして、極めて小幅な利上げによる緩やかな金利正常化と債券購入額の非常に緩やかな減額を予想していた。しかし、マイナス金利解除後の大幅な円安により、これらは疑問視されている。

■ 2023年の日本円は米ドルに対して安定的に推移し、市場および政策当局は日本銀行が2%のインフレ目標を持続的に実現できるよう辛抱強く政策を正常化することを想定していた。しかし、マイナス金利解除後の日本円は新たな安値圏に突入し、数年におよぶ円安トレンドに陥る懸念が高まっている。その場合、円安の進行は輸入物価の上昇をもたらし、ひいては物価が目標インフレ率を上回る容認できない水準まで押し上げられる可能性がある。これは日本でのより迅速な政策正常化の可能性を高めるものであり、例えば想定以上の利上げ加速や債券購入の大幅減額が考えられる。

図：最近の市場の上下動により、米国および欧州における今後の利回りレンジが決定付けられた（%）



出所：PGIMフィクスト・インカム

エージェンシーMBS

見通し：利下げ期待の中で、対国債超過リターンに対して前向きな見方。TBAよりも繰上償還スピードが良好な特定プールに引き続き前向きな見方をしている。また、利回り、キャリア、コンベクシティの観点から中位クーポン債が高クーポン債に比して魅力的である。

■ エージェンシーMBSに対する我々の強気見通しは複数の要因が背景となっているが、その1つは想定されるFRBの利下げサイクルと関連している。一般的には、利下げの時期と規模が明らかになれば、MBSはインプライド・ボラティリティのさらなる低下による恩恵を受けることになる。

■ 需給面では、季節要因や住宅ローン金利の低下によって組成活動が活発化すると見られる一方、値ごろな価格の住宅が引き続き不足していることは組成には逆風となる。また、高いローン金利は繰上返済を抑制してきたが、借り手がローン金利低下の恩恵を受け

ば、高クーポン債で期限前償還のスピードが加速するだろう。

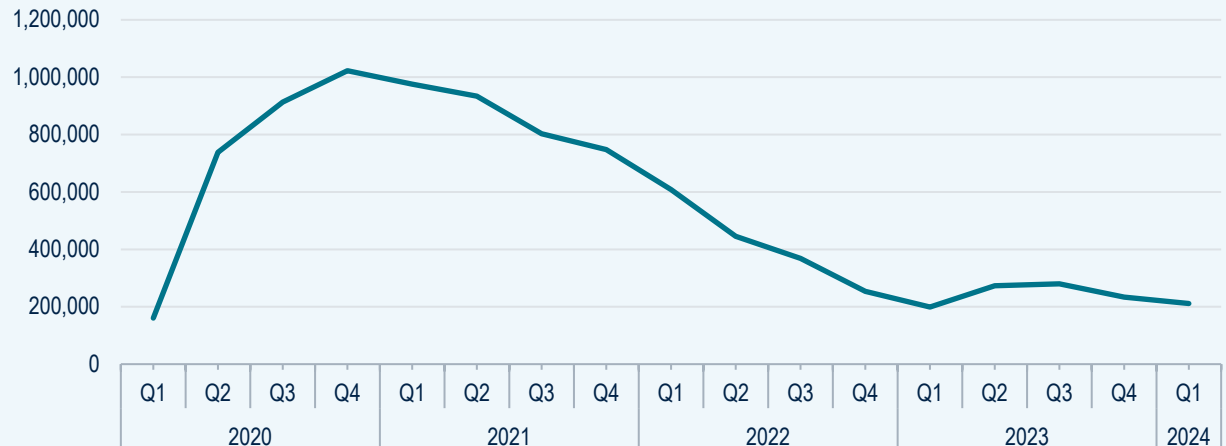
■ 需要面では、利下げサイクルの中で預金流出圧力が緩和されれば、銀行からの購入が増える可能性がある。また、パウエルFRB議長は、バーゼルIII最終規則はMBSにそれほど制約的にならないと述べた。

■ 市場状況に関しては、FRBによる利下げはダラーロールのパフォーマンスを改善し、よってTBAをショートする論理的な根拠が低下する。最近の米国債下落はMBSのデュレーションに一定の圧力をかけたが、その後は安定化した。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が量的引き締めイニシアティ

ブを調整する場合、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。最後に、利下げ期待はMBSセクターでの投資機会も制限している。コンベクシティ・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：四半期毎のMBS発行額（百万米ドル）



出所：PGIMフィクスト・インカム

ソブリンESG格付において根深い所得バイアス

2020年、世界銀行は主要なソブリンESG評価会社によるソブリンESG格付の手法や評価結果について分析した“Demystifying Sovereign ESG (ソブリンESGを解明する)”と題したレポートを発行した。このレポートは、ソブリンESG評点において蔓延している構造的な問題、いわゆる「根深い所得バイアス」に焦点を当てている。これは、より高所得国のソブリンESG指標のスコアが高くなる一方、より低所得国のスコアは低くなる傾向があるという現象である。このように、ソブリンESG指標は国の所得と高い相関関係がある。

本件に関する初期的な社内検証を行ったところ、我々の旧バージョンのソブリンESGインパクト格付も同様の根深い所得バイアスの影響を受けていたことが明らかになった。さらなる分析によると、我々のフレームワークにおいて、先進諸国よりもESGインパクト格付が低い一部のエマージング諸国は、その富の水準から期待されるパフォーマンスを上回っていることが明らかになった。

動的なグループ化

ソブリンESGインパクト格付のフレームワークを更新するに当たり、我々は類似性に基づくグループを構築することにより、こうした課題に対処することを決定した。各グループにおける類似の発行体を比較の対象とすることで、我々は関連する環境および社会的な問題に対して投入できる資金が同程度の国々を比較することができ、これによって全ての国の集合体ではなく類

似の国によって構成されるグループの平均値との比較による有意なパフォーマンス測定が可能となることから、根深い所得バイアスを軽減することができる。

類似の属性を持った国によってグループ化するという我々のアプローチは、いくつかの点で同業他社のアプローチとは異なっている。まず、1人当たり国民総所得に関するランキングが同程度の国をグループ化するのではなく、1人当たり国民総所得の実質的価値を用いてグループ化している。次に、一般的には固定的なグループ（例えば、全体的なユニバースを明確に4分類あるいは5分類するなど）に分類される一方で、我々は動的なグループを作成しており、1人当たり国民総所得が最も近い国から成る同一のグループに全ての国が属することになる。特定の国の1人当たり国民総所得が変化すれば、そのグループの構成国も変化する。

より複雑なアプローチではあるが、我々はこうした方法により静的なグループ化から生じる特定の課題を克服できると考えている。つまり、特定の基準に基づいてグループ化された場合、一部の国がこうした厳格な基準の影響を受けていたことが明らかになった。

例えば、特定の固定的なグループにおいて1人当たり国民総所得が上位にある国は、グループ内のどの国よりも優れたパフォーマンスを示す可能性がある。しかし、1人当たり国民総所得が微増してより上位のグループに昇格すれば、たとえ実際のESGパフォーマンスに変化がなくても、そのグループ内では突如として最もパフォーマンスが低調な国となってしまふ。

例えば、トルコとブルガリアは、母性死亡率の指標が同等のパフォーマンスを示している。両国の1人当たり国民総所得の絶対差も非常に小さいが、トルコは現時点で4分類による第三分位の上位近くに位置付けられているのに対し、ブルガリアは第二分位の真ん中あたりに位置付けられている。例えば、トルコの国民所得が増加して第二分位に昇格したり、あるいはブルガリアの国民所得が減少して第三分位に降格すれば、母性死亡率のパフォーマンスに変化がなくても、新たなグループの中での相対的パフォーマンスは現在から劇的に変化する。

すべての指標でグループ化するべきか？

注意しておきたいのは、我々はフレームワークの全ての指標において類似性によるグループ化を適用している訳ではないということである。各指標について、所得水準による調整を行う必要があるか分析して判断している。特定のデータがその国の資金力の影響を大きく受けている場合、根深い所得バイアスを排除するために、類似性によって構成されるグループに属する他の国と比較することが正当化される。

例えば、ある国の平均余命は所得と高い相関がある。その国の医師の数、医療施設、医薬品の入手のしやすさ、治療の質が平均余命の主たる決定要因であり、その国において利用可能な医療資源に著しく依存する。こうした場合、利用可能な資源を効果的に配分する上で、どの国が優れているか、または劣後するかを見極めるためには、同等の資金力を持った国同士を比較することが妥当である。

一方、所得水準の影響を受けない指標があることを踏まえると、類似性を持つグループ内での比較が適切ではない場合もある。こうした指標であっても、所得と経験的な相関関係が存在している可能性はあるが、そうした相関が因果関係を示唆しているとは考えていない。例えば、自由と権利に関する指標については、我々の最新のフレームワークでは同じ属性によるグループ化がされていない。

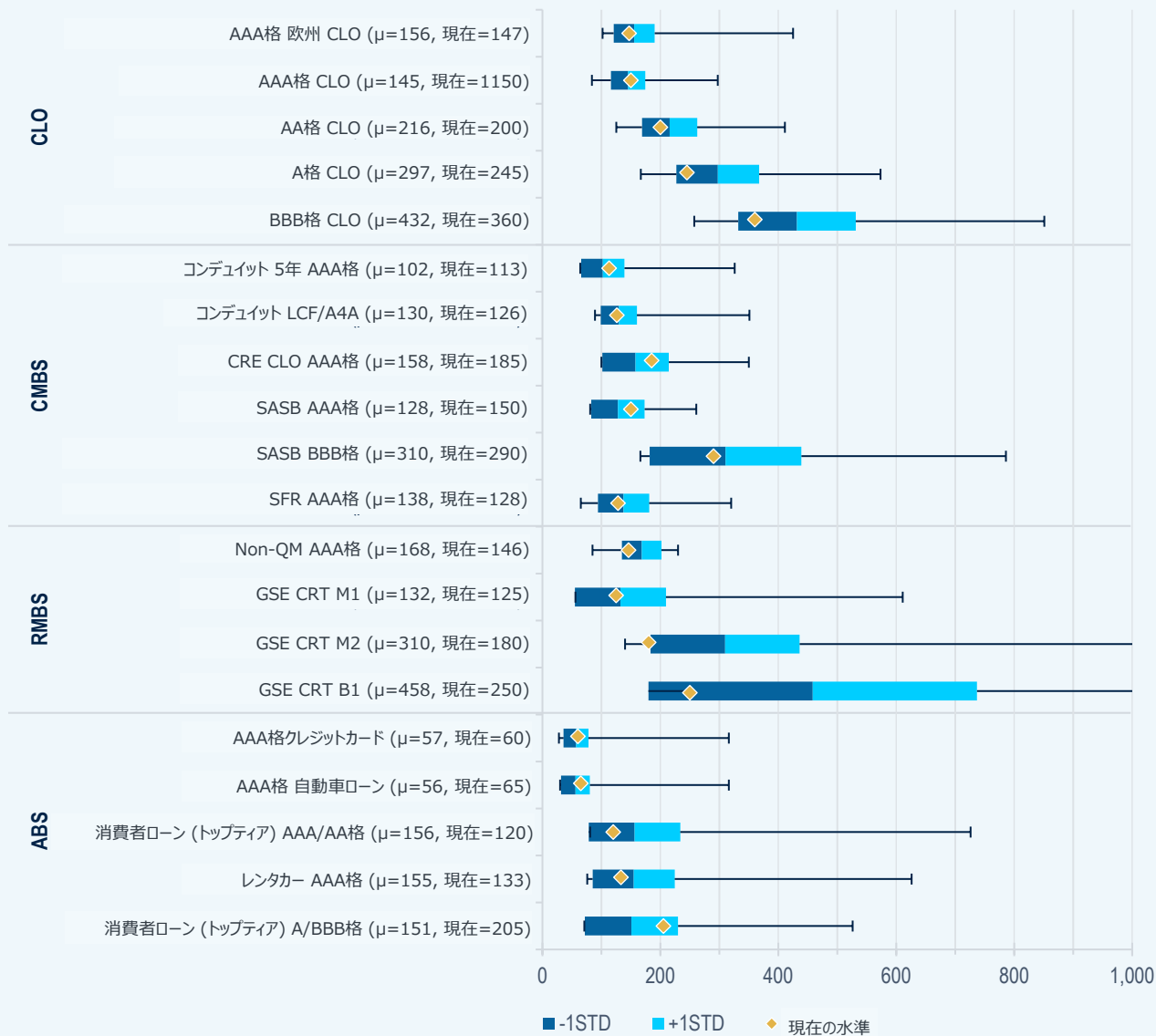
全体的に、類似性によるグループ化という我々のアプローチは、意図した通りの成果を上げている。我々のソブリンESGインパクト格付と1人当たり国民総所得との相関関係は以前より薄まっているが、完全に相関関係が無くなったわけではない。代わりに、最も良好なパフォーマンスを示す新興国のスコアは以前よりも上昇し、相応の評価を得るようになってきているが、最もパフォーマンスが低調な先進国については、以前よりもESGインパクト格付が低下している。

証券化商品

見通し：リスク調整後の期待リターンが相対的にも絶対的にも魅力が高いことから、引き続き資本構造の最上位あるいはそれに準ずるトランシェを選好する。スプレッドがレンジ推移を続けることから、「キャリー」が2024年の主要テーマになるだろう。資本構造の下位部分では、担保資産の信用実績悪化にもかかわらずスプレッドが急速に縮小し、クレジットカーブはフラット化している。リスク資産市場が債券市場への力強い資金流入と利回り追求への回帰を背景に大幅に上昇する中、こうしたスプレッド縮小は力強い需給要因に主導されている。しかし、メザン・トランシェにおけるリターンの負のスキュー（歪み）は現状のスプレッドには反映されていないと考えられることから、現状では我々は投資には極めて選別的である。それでも、足元の力強い需給環境の下でさらなるスプレッド縮小とクレジットカーブのフラット化が続く可能性も否定できない。

■ **CMBS**：金利上昇の影響でキャップレートの軟化が進んでいるが、その結果2024年もバリュエーションに下押し圧力がかかり続けることが予想される。一方、現在のCREの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、ボトム圏に近づいている。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。

図：証券化商品のバリュエーションに対する見方（スプレッドは bps、 μ は集合平均を示す）



出所：PGIMフィクスト・インカム

* -1STDは標準偏差-1、+1STDは標準偏差+1

コンデュイット型のAAA格債は社債と比較しても適正な水準で取引されており、我々はキャッシュフローの充当順位を踏まえ、長期（最終キャッシュフロー）ではなく経年化した短期（フロントペイ）のAAA格を偏好する。また、一部のシングルアセット・シングルボロワー型の証券にも引き続き投資妙味があると見ている。2024年の発行額は2023年よりも増加すると予想されるが、金利上昇と厳しい資金調達環境により発行は抑制されるだろう。

■ **RMBS**：低金利で住宅ローンを組成している既存の住宅所有者が住宅を手放さない中、住宅価格は引き続き良好な需給環境の恩恵を受けている。我々はRMBSについて 引き続き前向きな見方をしており、特に質の高いGSEの経年化した住宅ローンを裏付けとするクレジット・リスク・トランスファー債を偏好している。ただし、モーゲージ市場の最も信用の質が低いセグメントであるFHA住宅ローンと非適格住宅ローンプールでは、延滞率が若干上昇している。この他、社債やその他の非エージェンシー証券化商品と比較して大幅なスプレッドを提供するRPL債や第2抵当順位債にも投資妙味があると考え。

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

きシニアトランシェを広く偏好しているが、流通市場でディスカウントで取引されている経年化案件のメザン債にもトータル・リターンのある機会があると見ている。

■ **ABS**：プライム消費者クレジットが底堅さを維持する一方、インフレと可処分所得の減少による影響が引き続き信用力の最も低い消費者セグメントの重石となっている他、プライムに近いセグメントをも圧迫し始めている。加えて、特定の分野に特化したABSオリジネーターは急速な金利上昇や想定外に高いデフォルト率に対して脆弱性を露呈し、オリジネーターやサービサーのデューデリジェンスの重要性が浮き彫りとなった。当面はABSのスプレッドに対して前向きな見方だが、4-6月期に向けては大量新規発行に伴う逆風が予想される。今後については、銀行規制の強化が影響し、資産売却や規制に関係した取引（重要なリスクの移転）を通じて、より多くの投資機会が生じると見ている。

投資適格社債

見直し：前向きな見方。米国投資適格社債のスプレッドは縮小しているが、利回りは引き続き魅力的。ファンダメンタルズは良好で需要も旺盛であり、新規発行のペースは鈍化する見直し。年末までの米国のスプレッドは85～115bpsのボックス圏で推移するだろう。グローバル投資適格社債では、その相対的なスプレッドの高さから欧州により注目している。

■ 2023年10-12月期のEBITDAは市場全体では低下したが、コモディティ・セクターを除けば上昇した。利益率が安定化する中で、レバレッジは小幅に上昇した。格付別では、高格付は悪化が見られる一方で、BBB-格は改善しており、レバレッジは格付間での乖離が見られる。2024年通年では、利益率は11%の伸びが予想される。

■ 現在、**米国投資適格社債**に対する幅広い投資家からの需要は引き続き旺盛である。米国の年金基金の積立比率は105%程度まで上昇しており、リスク削減の一環として、債券へのリアロケーションが予想される。定額個人年金の販売額は年間2,500億米ドルを上回るペースであり（2023年7-9月期現在）、投資信託への資金流入についても過去10年で最も堅調なペースである。

■ 一方で供給面について、J.P.モルガンの試算では、新規発行額は1-3月期の月間1,500億米ドル超から年内は1,000億米ドル未満へと鈍化すると見られている。

■ 足元、我々は短期BBB格債を選好している。キャリーは魅力的であり、短期ゾーンのスプレッドは広範

な市場に出遅れており、相対的な魅力度も増している。一方で、クレジットカーブは大きくフラット化しているため、長期債には慎重な見方をしている。長期社債指数のスプレッドは過去10～20年で最も縮小している。長期ゾーンでは課税地方債、公益セクター、特定のカタリストが期待できる発行体（レバレッジ解消へのコミットメントや格上げの可能性など）に重点を置いている。加えて、産業セクターに対して出遅れが見られる銀行やよりディフェンシブな電力事業者にもスプレッド縮小の余地があると見ている。

■ 投資適格債市場の潜在的リスクとして、タイトなスプレッド水準、地政学リスク、目標を上回るインフレ率、金融政策の不確実性、金利市場のボラティリティ、株式市場のバリュエーションの高まり、株主還元やM&Aの増加等が挙げられる。

■ 欧州企業は、経済成長が限られる中でも、良好なファンダメンタルズを維持している。EBITDAは、ヘルスケアや石油・ガス・セクターが足枷となり前期比で2.7%低下したものの、インフレ調整後の手元資金はコロナ禍前の水準に近づいている。さらに、ロシア・ウクライナ紛争によって生じるエネルギー価格の高騰の可能性がテール・リスクになりつつあり、これは市場が求めるリスク・プレミアムの低下に反映されている。

■ **欧州投資適格債**のスプレッドは、フェアバリューを反映して、米国を23bps程度上回る水準にある。足元のスプレッドは2023年前半以降で最も縮小しており、米国の発行体がオポチュニスティックに欧州市場で新規発行する動きも見られる。米欧のスプレッド較差が収れんするには、上記のようなテール・リスクが

さらに払拭されることが求められる。

■ 年初来で高水準の新規発行が見られるが、旺盛な需要によって吸収されている。発行市場では、良好な需給環境が継続すると見られており、2024年の発行額は2023年をやや上回り、ネットの供給量は微増にとどまるだろう。

■ 欧州投資適格社債のポジションに関しては、マーケット・リスクを取りつつ、スプレッド・デュレーションを中立としているが、スプレッドの縮小に合わせてリスクを大幅に削減してきた。グローバル投資適格社債では、スプレッド・デュレーションをややアンダーウエイトとしつつ欧州のポジションに多くのリスクを配分している。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス

見通し：トータル・リターンに対しては前向きな見方だが、市場はマクロ経済の逆風や地政学的リスクを十分に織り込んでおらず、超過リターンに対してはより慎重な見方。ただし、短期的な需給は引き続き良好である。また、銘柄間の較差拡大はより多くの超過リターン創出機会をもたらすだろう。

- 経済はソフトランディングするとの市場の見方、およびFRBの政策転換によって**米国ハイイールド債**のспレッドは金融危機後の最タイト水準に近づきつつあり、良好な需給環境によってさらに縮小する可能性がある。しかし、現在の市場はグローバルな地政学的リスクを過小評価していると我々は考えており、やや慎重な見通しを維持している。とは言え、地政学イベントが一時的なспレッド拡大をもたらせば、リスクを積み増す機会になるだろう。
- BB格とB格のспレッドは数年来の最タイトな水準にあり、これ以上のファンダメンタルズ改善が見込

めないことから、現在のバリュエーションでは高格付債の上昇余地は限られていると見ている。一方、CCC格以下でファンダメンタルズが改善傾向にある銘柄に投資妙味があると見ており、慎重な銘柄選択を通じて超過収益を生み出すことができると考えている。

- 足元のハイイールド債市場の信用格付は歴史的に見ても高く、発行体の財務は依然として健全だが、コスト上昇が一部の業種（メディア、運輸、化学など）の利益率悪化をもたらしている。
- 政策金利上昇の遅行効果と銀行の貸出基準の厳格化は、引き続き経済成長にとっての逆風であり、貯蓄の減少と雇用の伸び鈍化は消費者信頼感と個人消費支出に悪影響を及ぼすだろう。消費者が消費を手控えれば、企業利益と利益率への下押し圧力が高まることになる。高い支払利息は既にカバレッジ・レシオをやや悪化させており、この状況は数

四半期続くと見ている。

- 多くの発行体における財務の健全性、2024年末までに満期を迎える債務が少ないこと、2025年に満期を迎える債務は増加するとはいえ対処可能な水準であること、そして景気後退の可能性低下により、我々は今後12か月以内でのデフォルト率の急上昇を想定していない。とは言え、格下げ数は引き続き増加しており、年初来では格下げ数が格上げ数を上回っている。

図：米国ハイイールド債のспレッドは歴史的な低水準付近で推移しているが、利回りは概ね8%付近で推移している（最低利回り=左軸、最低спレッド=右軸、%）



出所：ブルームバーグ、ICE BofA 米国ハイイールド債インデックス

■ 需給面では、限定的な新規発行、投資適格への格上げ、さらにハイイールド企業がプライベート・クレジット市場での発行を選択するケースが増えていることなど、様々な要因が引き続き支援材料となっている。これらの材料が今後も持続すると考えられることから、我々は短期的にはやや前向きな見方をしており、一時的なスプレッド拡大はセカンダリー市場でのリスク積み増し機会になると考えている。

■ 業種別では、住宅建設、電力、独立系エネルギーへのオーバーウエイトを維持する一方、テクノロジー、小売、一般消費サービス、メディア・娯楽、固定通信、損害保険などへのアンダーウエイトを維持している。

■ 我々は、2024年には**米国レバレッジド・ローン**が7.5%~8.0%のトータル・リターンを実現すると見ている。これは、高水準のクーポンと利回り、堅調なCLO組成、バンクローンETFへの資金流入、限定的なネット供給などに下支えされる。また、我々のリターン予想は、デフォルトや格下げ、リプライシングなどで見込まれる1~2ポイントの価格への影響を含んでいる。一方、現在の市場モメンタムが予想以上に長期化し、ローン価格が安定あるいは上昇すれば、我々の予想から上振れすることも考えられる。

■ 金利が上昇して企業業績への逆風が強まる中、ローンのデフォルト率は過去数か月で長期平均を上回った。我々は資本コストの上昇が2024年もフリーキャッシュフローを圧迫し、特にローンのみの資本構成を持つ低格付の未公開企業において、この傾向が顕著になると見ている。以前のサイクルに比べ、こうした発行体が現在市場全体のより大きな比率を

占めていることから、ローンのデフォルト率（ディストレスト・エクステンジを含む）は2024年末までに4~4.5%に上昇し、今後24か月で9~10%の累積デフォルト率に達すると見ている。

■ 我々は、引き続きプライベート企業の低位B格/CCC格ローンよりも公開企業のBB格/高位B格を選好する。その理由として、低格付ローンはファンダメンタルズの悪化によって最も打撃を受けることが挙げられる。銘柄選択と徹底した信用調査/モデリングがますます重要になり、デフォルトの回避が今後12~24か月の超過収益の最大の源泉になると確信している。

■ 市場が織り込む景気後退の可能性が低下したため、**欧州ハイイールド債**および**欧州バンクローン**のスプレッドは1-3月期に大幅に縮小した。4-6月期も供給が不足する中、スプレッドはボックス圏内で推移すると見ているが、欧州経済の減速が続けば、スプレッド拡大リスクが高まると予想する。

■ 業績悪化や金利コストの上昇はファンダメンタルズを悪化させ、今後12か月でデフォルトが増加すると予想されるが、目先の償還が少ないこと、発行体の潤沢な手元流動性、一般的に高い信用格付を考慮すると、デフォルト率の上昇は比較的穏やかになると考えられる。こうした状況を踏まえ、極めて深刻な景気後退に陥らない限り、2024年の超過リターンは、我々が想定する多くのシナリオにおいてプラスになると考えている（なお、深刻な景気後退のリスクは低いと考えている）。

■ ポジションに関しては、我々は景気循環業種、確

信度の低い銘柄、そして金利コストの上昇に敏感な銘柄のリスクを引き下げ、市場に対して中立程度のリスク水準を維持している。また、フェアバリューから乖離して魅力的な相対価値を提供する銘柄を慎重かつ選別的に積み増している。最終的には、銘柄間の較差が拡大する中で、アクティブ運用と適切な銘柄選択が重要になると考えている。

エマージング債券

見通し：成長とインフレの減速を背景に、我々はハードカレンシー建エマージング債券各セクターのBBB/BB格発行体、および一部のディストレスト・サブリン債を中心に、ハードカレンシー建エマージング債に前向きな見方をしている。エマージング債の高いキャリーは、類似の資産クラスと比較して魅力的である。緩やかながらもスプレッドが縮小したり、先進国債券利回りが低下する場合は、10%を上回るトータル・リターンを生み出す可能性がある。一方、FRBが5月から6月に利下げを開始せず、エマージング地域のインフレ指標が大幅に改善しない場合は、現地通貨建債券のパフォーマンスは厳しいものになるかもしれない。エマージング通貨については相対価値を重視し、米ドルについてはほぼ中立ポジションとしている。

ハードカレンシー建エマージング国債

- 新興国経済が過去数年間の市場ショックの中でも

底堅さを維持し、市場がソフトランディングを織り込み続ける中、ハードカレンシー建債のスプレッドは、過去2四半期にわたり力強いパフォーマンスとなった。継続的なリテール資金の流出にもかかわらず、全体として魅力的なファンダメンタルズ、相対魅力度、良好なテクニカル要因を背景にスプレッドが縮小した。我々は、経済成長とインフレ率が減速するというマクロ要因に加え、ソフトランディングの可能性が増しており（最新の主要国・地域別の経済見通しの10-12月期との比較についてはP33を参照）、スプレッドもほぼ長期平均水準にあることから、前向きな見方を維持している。

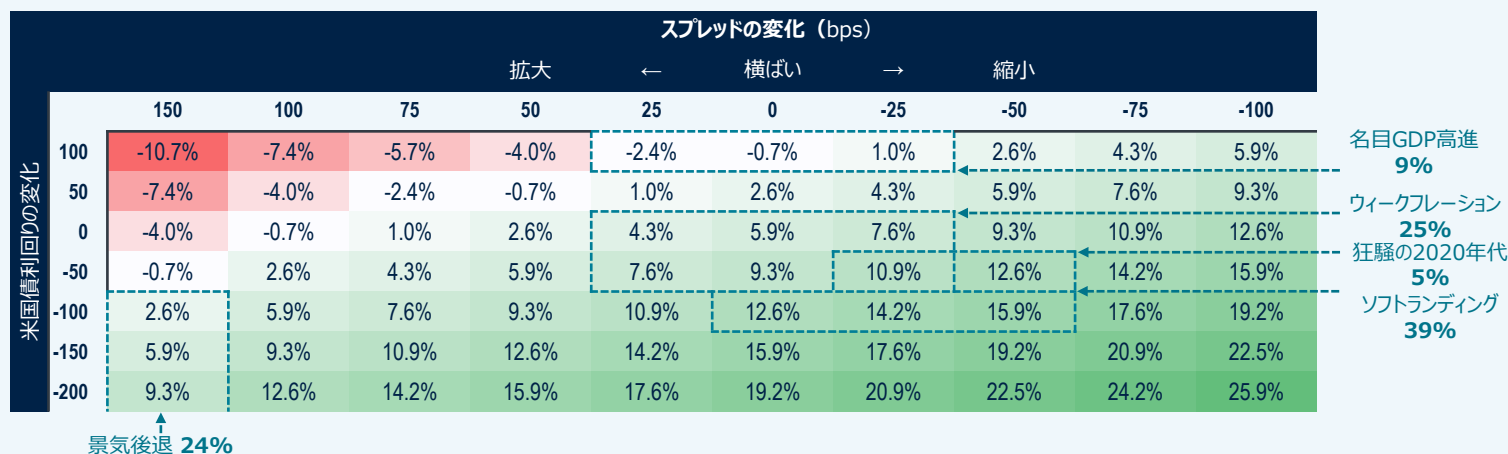
- スプレッドやリスクフリー・レートがこれ以上低下しなくても、現在の利回りだけで十分に魅力的なリターンを生み出すことが可能である。緩やかながらもスプレッドが縮小したり、先進国債券利回りが低下する場合は、

10%を上回るトータル・リターンを生み出す可能性がある。

- 多くの新興国、特に信用力にストレスがかかったり、ディストレスト価格水準まで売られた新興国では、ファンダメンタルズが改善している。改善の一部は既にバリュエーションに織り込まれているが、2021年から2022年のハイイールド・エマージング債の大幅なスプレッド拡大を考えると、これらの発行体にはまだ十分な上昇余地がある。4-6月期もハイイールド債/投資適格エマージング債のスプレッド縮小が続く可能性がある。

- 投資適格サブリン発行のエマージング債では、国内投資家の買いが入ったほか、最近米国の投資適格企業に遅れをとっていたこの資産クラスが、米国投資家の関心をひいている。こうした需要が今年に入ってから1,500億米ドルにのぼるハードカレンシー建エマージング債の発行を吸収するのに役立った。

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

セクター別見直し

■ 我々の最も確信度の高いポジションは、クレジット・バーベル戦略である。すなわち、BBB/BB格のソブリン債、準ソブリン債、社債と、個別国要因によりディストレスト水準まで価格が下落したソブリン債を分散して保有する組み合わせである。投資適格（BBB格）、および非投資適格（BB格）の中で我々が選好する銘柄は、リスクオフ・シナリオに強いと見込まれる。バーベルの長い年限の方では、主にBB格、BBB格のソブリン債と準ソブリン債の中長期債を引き続き選好している。バーベルの短い年限の方では、高利回り、高ベータのB格とディストレスト債を保有している。

■ ハードカレンシー建債の中で最大のエクスポージャーは、引き続きメキシコの準ソブリン債（メキシコシティ空港とPEMEX）、中東とインドネシアのソブリン債/準ソブリン債、ルーマニアである。これら銘柄はファンダメンタルズが堅実で、利回りが高く、インフラ投資とニアショアリング（特にメキシコ）の追い風の恩恵を受けられる。米国の大統領選挙の結果によりメキシコを巡る不確実性が高まる可能性はあるが、仮に2期目のトランプ政権が誕生しても、メキシコに永続的な悪影響を及ぼすとは見ていない。また5月のメキシコ大統領選後の政策面でのサプライズは予想していない。

■ BB格の中では、ドミニカ共和国、セルビア、コートジボワール、コロンビア、ブラジルの相対的魅力度が高いと見ており、ファンダメンタルズが堅調ないし改善傾向にあることと高いスプレッド水準を評価している。これらの発行体は、スプレッド水準が最近の取引レンジの上限（スプレッドがタイト）であっても、十分な魅力があると考えている。

■ 我々のB格のエクスポージャーは限定的で、その中ではアンゴラ、ガボン、エジプト、セネガルを選好している。多くの発行体、特にエジプトとパキстанは、二国間および多国籍機関からの資金援助・資金流入の

ニュースと市場から好感される政策の発表を受けて大きく上昇した。我々のディストレスト債券のエクスポージャーは、主にパキстан、ザンビア（デフォルト）、ウクライナ（デフォルト）、モザンビーク、エクアドルの短期債である。デフォルトに陥っている発行体については、回収率が現在の市場価格よりも高くなると考えており、その他のディストレスト発行体についてはマクロ動向にかかわらず、下振れリスクは既に債券価格に織り込まれていると見ている。アルゼンチンなど、一部の発行体は依然として難局に直面しており、負債の清算を迫られる可能性が高い。

■ 我々がアンダーウエイトしているのは、信用力に対して割高だと判断される発行体（マレーシア、フィリピン、ウルグアイ、チリなど）や、中国など地政学的なダウンサイド・リスクのある発行体である。パナマなど、信用悪化による格下げリスクを抱える発行体もあるが、これは既に債券価格に反映されており、我々は同銘柄のアンダーウエイトの大半を解消している。南アフリカについて、我々は5月の総選挙と選挙後の政策の行方を注視している。

ハードカレンシー建エマーシング社債

■ エマーシング社債のスプレッドは過去平均よりも縮小した水準にあり、足元で先進国社債市場をアウトパフォームしているとはいえ、先進国社債や自国のソブリン債に対するスプレッド較差は依然として拡大した状況にある。

■ エマーシング社債市場は、平均格付は投資適格であるにもかかわらず利回りが7.0%という高水準にあり、今後もエマーシング社債市場に堅調なトータル・リターンをもたらす可能性が高い。

■ エマーシング・ハイイールド社債は、過去数ヶ月にわたって力強くアウトパフォームしているが、底堅いファンダ

メンタルズを背景に引き続き魅力的だと見ている。新発債市場が堅調に推移し、新興国の金融環境が緩む中、2025～2026年の大量の社債満期到来は先送りされている。ハイイールドのエマーシング社債のデフォルト率は、過去平均の3～4%の範囲内にとどまり、先進国のデフォルト率と同水準となると予想している。エマーシング債券とその他の資産クラスの両方に投資するクロスオーバー投資家のポジションを見ると、エマーシング債市場へのエクスポージャーを減らしていること、また発行体のネット資金調達額は大幅なマイナスで推移する見直しであることは、ともにテクニカル面での支援材料となる。

■ エマーシング社債のBB格と一部の長期BBB格債の平均スプレッドはそれぞれ+320bpsと+200bpsであり、非常に魅力的だと見ている。今年のエマーシング社債の発行体の中で、トップ・パフォーマーはアルゼンチン、ガーナ、ウクライナなど低格付国の企業が占めたが、こうした銘柄への見直し買いの需要は一巡した可能性がある。化学、通信、金属・鉱業セクターの高利回り発行体の中には、安値から力強く回復した銘柄がいくつかあるが、こうした銘柄はファンダメンタルズが安定化していることによりさらなる上昇余地があると考えられる。エマーシング社債市場のリスクとしては、資金調達コストの上昇による信用力へのストレスや、より広範な景気減速が挙げられる。

現地通貨建エマーシング国債

■ 年初の好調なスタート後、FRBによる年内の利下げ予想が6回から3回になったことを受け、市場の上昇（金利は低下）の勢いが弱まった。加えて、多くのエマーシング諸国では、足元、コア・インフレ率が予想よりも上振れ、もしくは高止まりしており、利下げに慎重な姿勢を強める中央銀行が多くなっている。

セクター別見直し

■ 我々は、1-3月期の現地通貨建エマーシング債券には前向きの見方をしていたが、その後、より慎重な見方に変更した。FRBが5月か6月に利下げサイクルを開始するか、エマーシング市場のインフレ率に大きな改善が見られない限り、市場の織り込む水準まで債券利回りが低下するのは難しいと予想する。

■ 我々の主なオーバーウェイトは、メキシコ、ブラジル、ポーランド、ハンガリー、中国、タイである。チリとチェコはアンダーウェイトとする。メキシコとブラジルの高水準の実質利回りは魅力的である。メキシコ中銀は、基準レートを11.25%に引き上げた後、2023年2月以降は据え置きを続けたが、最近、予想通り0.25%引き下げて11%とし、緩和サイクルを開始した。ブラジルでは、市場は最終的に50~75bpsの利下げを織り込んでいるが、我々はこれは行き過ぎだと見ている。また、ポーランド国立銀行は緩和を再開させると予想する。

■ ハンガリーの現地通貨建債は、スワップ対比で割安だと判断し、小幅なオーバーウェイトとしている。中国とタイの経済は、依然としてコロナ禍時のロックダウンに起因するデスインフレ状況から脱却できておらず、為替ヘッジ後の現地通貨建債のキャリアが非常に魅力的である。アンダーウェイトのポジションの中では、チリとチェコについて市場の利下げの織り込みが行き過ぎていると見ており、中期ゾーンでポジションを取ることで、オーバーウェイトしているその他のポジションによるマイナスのキャリア・ロールを一部相殺できると考えている。

■ イールドカーブのポジションでは、キャリア・ロールがネガティブであること、新規発行が高水準であることを考慮し、スワップカーブの中期ゾーン（5~7年）が短期ゾーンと長期ゾーンをアウトパフォームすると

見ている。また7年超のゾーンでは、スティープ化を見込んだポジションを維持している。

エマーシング通貨

■ 我々は、現在、米ドルの方向性についての確信度が低いことから、相対価値重視のスタンスを維持している。米国CPIが予想を上回ったことを受け、2月半ばには米ドルの小幅なロングポジションを構築したが、米ドルの上昇モメンタムは長続きしなかったため、現時点では再び相対価値重視のスタンスに戻した。

■ 地域的には中東、アフリカ、中南米がロング、欧州をショート、アジアでも小幅にショートのポジションを構築している。個別通貨では、メキシコ・ペソ（ボラティリティ対比のキャリア、経済成長）、フィリピン・ペソ（ボラティリティ対比のキャリア）、インドネシア・ルピア（ボラティリティ対比のキャリア）、ブラジル・リアル（キャリア、国際収支）のロングを愛好する。また、ハンガリー・フォント（積極的な利下げ姿勢、中銀への政治的圧力）、チェコ・コルナ（積極的な利下げ姿勢）、中国人民元（低キャリア）、台湾ドル（低キャリア）のショートを愛好する（括弧内は運用者の着目点）。

■ ボラティリティの低い市場環境と経済のソフトランディング見通しが続く間は、一部の高キャリア通貨が一部の低キャリア通貨をアウトパフォームし続けると予測する。米ドルの方向性に対する我々の確信度が高まるのは、次のいずれかが現実化した場合だと考えている。1) 4-6月期に米国のインフレ率が低下し、FRBが予想外に早く利下げに踏み切る（米ドル安）、2) 欧州・中国の経済成長が他の地域を上回り始める（米ドル安）、3) 米国のインフレの高止まりが明確になり、FRBが利下げに慎重な姿

勢を強め、2024年内3回の利下げという市場の織り込みが後退する（米ドル高）、4) 米労働市場が急激に悪化する（リスク・オフで米ドル高の可能性）。

地方債

見直し： 前向きなスタンス。我々の見方は、底堅い景気による州・地方政府の税収への好影響と、2023年の株式市場の上昇を受けたキャピタルゲイン税収の好調という予測に基づいている。一方、地方債への再投資が減速する可能性があること、および新発債の供給に関する不確実性というネガティブ要因も考慮している。

■ 1-3月期の地方債は米国債をアウトパフォーマンスし、相対価値は割高となった。地方債市場のスプレッドは約15~20bps縮小したものの、利上げ開始前のスプレッド水準を回復した米国投資適格社債などに比べ、地方債のスプレッド縮小は相対的に遅れている。

■ 我々は、金利市場がレンジ圏での推移となっている（[先進国市場金利のセクション参照](#)）ことが、個人資産の地方債ファンドへの流入持続を後押しし、それによってスプレッド水準と相対価値の割高傾向が続くと見ている。また、このような市場環境が続く中では、過去数年間にわたり支出を抑制してきた地方債発行体（例えばヘルスケアセクターなど）が支出を増加させるために発行市場に戻ってくると予想される。

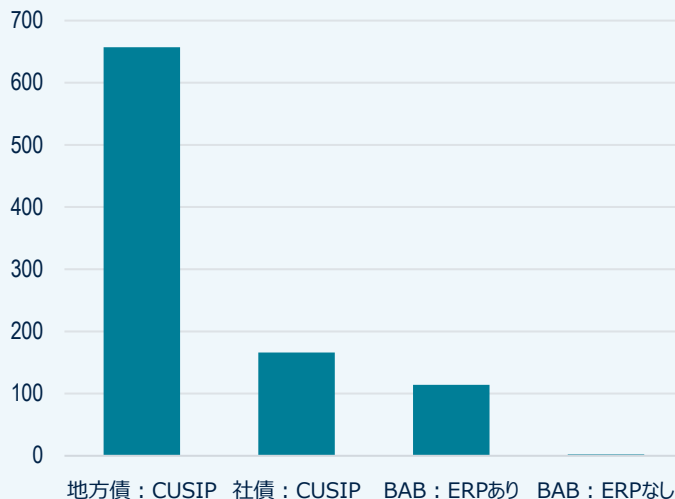
■ 非課税地方債の供給は、1月/2月の発行額が2007年以来の最高となる約640億米ドルとなり、予想を超える増加となった。課税地方債の供給は抑制された水準が続いているが、社債や非課税地方債対比での相対的な魅力がある。

■ **供給面の不確実性：** ビルドアメリカ債（BAB）プログラムによる課税地方債の発行は、

課税/非課税両方の地方債の市場供給に大きな影響を与える可能性がある。これらの債券は、関連する政府補助金の削減を条件に発動する期限前償還条項を付けて発行されている。債券保有者はこうした期限前償還（例えば、カリフォルニア州立大学による約10億米ドルの取引）に異議を申し立てようとしたが失敗に終わっている。年初の債券供給予想では、こうした課税債券を非課税債券に転換する可能性のある期限前償還の動きは考慮されていなかった。このような期限前償還を考慮すると、非課税債の発行額が、300億米ドルから600億米ドル（+15%）以上増加すると推定される。

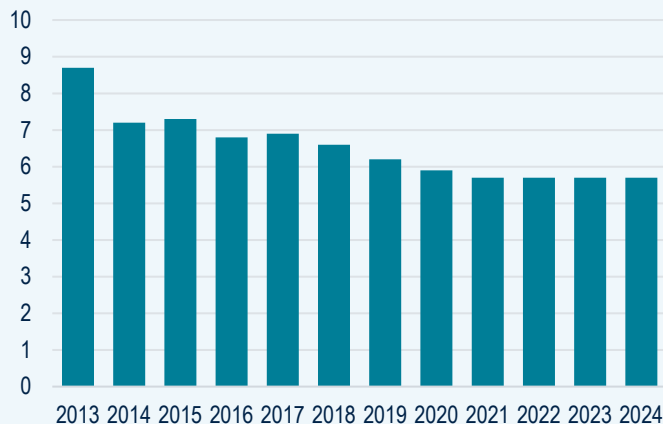
■ 今後数カ月間で市場が下落する場合に、我々は「亀裂」がどこに生じるかによって信用リスク、金利リスク、または両方のリスクを高める方針である。我々は、信用力と需要ともに底堅い空港、チャータースクール、プリペイド・ガソリン、プエルトリコ（プエルトリコ電力公社は、ウェイト1.7%で市場インデックスに追加される見込み）を引き続き選好する。一方、ヘルスケア、私立高等教育、開発セクターにはより慎重な見方をしている。

図：課税地方債市場（タイプ別、10億米ドル）



出所：パークレイズ・リサーチ、ブルームバーグ

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月現在

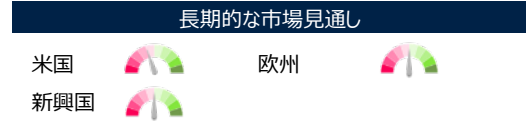
セクション 5

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	金利のボックス圏推移が予想される欧米市場では、機動的な運用を継続。一方、日銀のマイナス金利政策解除によって、日本国債は利回り上昇の可能性。	米国 欧州	英国 日本
エージェンシーMBS	利下げ期待の中で、対国債超過リターンに対して前向きな見方。TBAよりも繰上償還スピードが良好な特定プールに引き続き前向きな見方をしている。また、利回り、キャリア、コンベクシティの観点から中位クーポン債が高クーポン債に比して魅力的である。		
証券化商品	リスク調整後の期待リターンが相対的にも絶対的にも魅力が高いことから、引き続き資本構造の最上位あるいはそれに準ずるトランシェを 선호する。スプレッドがレンジ推移を続けることから、「キャリア」が2024年の主要テーマになるだろう。資本構造の下位部分では、担保資産の信用実績悪化にもかかわらずスプレッドが急速に縮小し、クレジットカーブはフラット化している。リスク資産市場が債券市場への力強い資金流入と利回り追求への回帰を背景に大幅に上昇する中、こうしたスプレッド縮小は力強い需給要因に主導されている。しかし、メザニン・トランシェにおけるリターンの負のスキュー（歪み）は現状のスプレッドには反映されていないと考えられることから、現状では我々は投資には極めて選別的である。それでも、足元の力強い需給環境の下でさらなるスプレッド縮小とクレジットカーブのフラット化が続く可能性も否定できない。	CMBS CLOs	ABS
投資適格社債	前向きな見方。米国投資適格社債のスプレッドは縮小しているが、利回りは引き続き魅力的。ファンダメンタルズは良好で需要も旺盛であり、新規発行のペースは鈍化する見通し。年末までの米国のスプレッドは85~115bpsのボックス圏で推移するだろう。グローバル投資適格社債では、その相対的なスプレッドの高さから欧州により注目している。	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	トータル・リターンに対しては前向きな見方だが、市場はマクロ経済の逆風や地政学的リスクを十分に織り込んでおらず、超過リターンに対してはより慎重な見方。ただし、短期的な需給は引き続き良好である。また、銘柄間の較差拡大はより多くの超過リターン創出機会をもたらすだろう。	米国ハイイールド (1-5年) 米国ハイイールド (5年超) 米国レバレッジド・ローン	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	成長とインフレの減速を背景に、我々はハードカレンシー建エマージング債券各セクターのBBB/BB格発行体、および一部のディストレスト・ソブリン債を中心に、ハードカレンシー建エマージング債に前向きな見方をしている。エマージング債の高いキャリアは、類似の資産クラスと比較して魅力的である。緩やかながらもスプレッドが縮小したり、先進国債券利回りが低下する場合は、10%を上回るトータル・リターンを生み出す可能性がある。一方、FRBが5月か6月に利下げを開始せず、エマージング地域のインフレ指標が大幅に改善しない場合は、現地通貨建債券のパフォーマンスは厳しいものになるかもしれない。エマージング通貨については相対価値を重視し、米ドルについてはほぼ中立ポジションとしている。	ハードカレンシー建投資適格ソブリン債 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	前向きなスタンス。我々の見方は、底堅い景気による州・地方政府の税収への好影響と、2023年の株式市場の上昇を受けたキャピタルゲイン税収の好調という予測に基づいている。一方、地方債への再投資が減速する可能性があること、および新発債の供給に関する不確実性というネガティブ要因も考慮している。	課税債	

¹ 各ポートフォリオのポジションは、長期的な見通しと完全には一致しない場合があります。記載されている見通しおよびその他の情報は、比較のみを目的として示されたものです。

² 各資産クラスの見通しは、リスク調整後の市場リターンと各資産クラスのリターン見通しを比較したものであり、絶対評価に基づきます。

パフォーマンス一覧

セクター	サブセクター	スプレッドの変化 (bps) Q1	SOFR OAS 3/31/2024	
CMBS	CMBS:コンデユイト型 AAA	利子先払い10年債	-31	126
	CMBS:コンデユイト型 BBB-	BBB-	-132	785
	CMBS:SASB - シニア	AAA	-50	150
	CMBS:SASB - メザニン	BBB-	-150	290
	CMBS:イーージェンシー集合住宅	シニア	-10	86
非イーージェンシー RMBS	レガシー	RPL シニア	-26	147
	レガシー	2006/2007年のオルトA	-25	235
	GSEリスクシェアリング	M2	-30	180
CLOs	CLO 2.0	AAA	-13	150
	CLO 2.0	AA	-30	200
	CLO 2.0	BBB	-65	360
ABS	無担保消費者ローンABS	シニア	-62	120
	無担保消費者ローンABS	B クラス	-67	170
	民間学生借り換えローン	シニア	-52	135
	クレジットカード ABS	AAA	-32	60

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) 3/31/24
	Q1	年初来	Q1	年初来	
米国投資適格社債	-0.40	-0.40	-9	-9	90
欧州投資適格社債	0.47	0.47	-24	-24	114

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3月31日現在。

	トータル・リターン (%)		スプレッド / 利回り変化 (bps)		OAS (bps)/ 利回り % 3/31/24
	Q1	年初来	Q1	年初来	
エマージング債券 (ハードカレンシー建)	2.04	2.04	-42	-42	342
エマージング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	0.20	0.20	8	8	6.27
エマージング通貨	-1.12	-1.12	-87	-87	8.06
エマージング社債	2.32	2.32	-36	-36	276

出所：J.P.モルガン

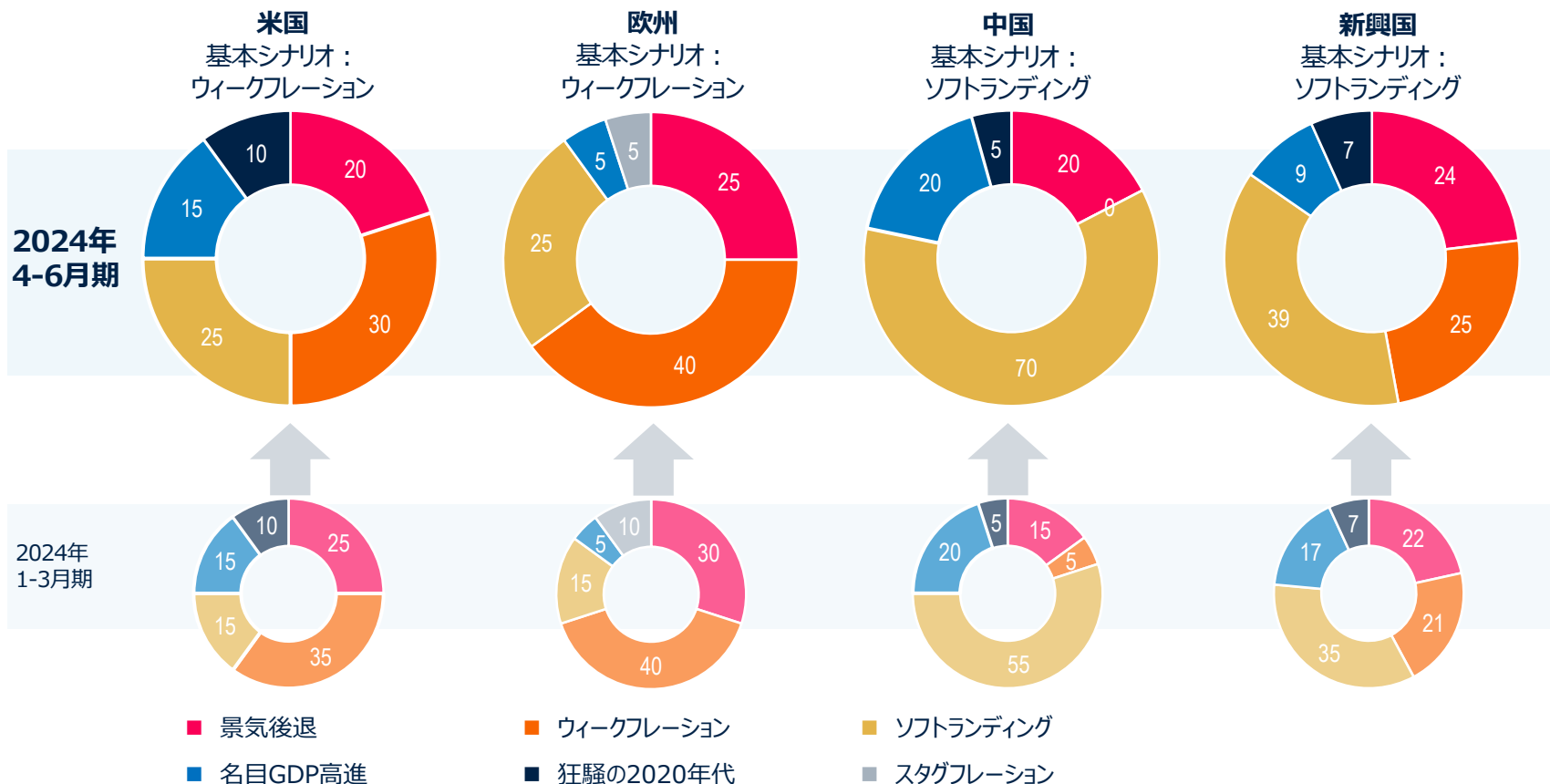
	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS/ DM (bps) 3/31/24
	Q1	年初来	Q1	年初来	
米国ハイイールド債	1.47	1.47	-24	-24	323
欧州ハイイールド債	1.81	1.81	-41	-41	399
米国レバレッジド・ローン	2.52	2.52	-18	-18	520
欧州レバレッジド・ローン	2.53	2.53	-20	-20	514

出所：ICE BofAML、クレディ・スイス

	トータル・リターン (%)	
	Q1	年初来
高格付非課税債	-0.39	-0.39
ハイイールド非課税債	1.51	1.51
長期課税地方債	-0.26	-0.26

出所：ブルームバーグ。ブルームバーグ地方債インデックスによります。

主要国・地域別の経済見通し (%)



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

留意事項 1

データの出所（その他特に断りのない限り）：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ、2024年4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ディ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. 2024-2808

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、エマーゼンディ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ヅド・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ヅド・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。

エマーゼンディング債券

JPMorgan EMBIグローバル・ディバースファイド・インデックス。エマーゼンディング・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、エマーゼンディ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ディング債券

JPMorgan GBI-EMグローバル・ディバースファイド・インデックス：JPモルガンGBI-EMグローバル・ディバースファイドは、エマーゼンディ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。

エマーゼンディング社債

JPMorgan CEMBIブロード・ディバースファイド・インデックス：JPモルガンCEMBIブロード・ディバースファイドは、エマーゼンディ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。

エマーゼンディング通貨

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

地方債

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

米国債

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

モーゲージ証券(MBS)

ブルームバーグ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“Q2 24 Quarterly Outlook / Published April 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

PGIMJ107813

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。