



2024 BEST IDEAS

今後の景気回復力と リスクの検証

様々な市場の投資機会を見出すためのアイデア

当レポートは金融機関、年金基金等の機関投資家
およびコンサルタントの方々を対象としたものです。
すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を下回る
可能性があります。

目次

- 02 はじめに
- 03 **PGIM Private Capital**
M&A市場の減速がもたらす機会
- 05 **PGIM Real Estate**
賃料成長の回復による投資機会を捉える
- 08 **Jennison Associates**
人工知能：大変革の潮流
- 11 **PGIM Fixed Income**
高格付け証券化商品における投資機会を検証する
- 13 **PGIM Wadhvani**
予想を大きく上振れた2023年とその後の展望

はじめに

2023年初めの時点では、近い将来に景気後退に陥るとの見方が優勢であり、3月には大きな打撃をもたらした銀行危機に見舞われたが、少なくとも金融分野に関しては、相対的に驚くほど安定して年を終えた。金利が上昇する中での予想を上回る力強い経済成長と、AIを中心とした技術革新が、リスク資産好転の支援材料となった。

一方、世界各国の中央銀行は、インフレ抑制を目的とした積極的な金融引き締めを終了させつつあり、これを背景として金融市場および経済は安定した基盤を維持するとの新たな楽観論も広がっている。

こうした底堅さを背景に、足元で投資家は好調な経済が今後も持続すると期待しているが、新たな課題は毎年発生するものであり、2024年も例外ではないだろう。

- 米連邦制度理事会（FRB）の利上げサイクルは終了したと見られるが、経済はソフトランディングするだろうか：2023年に米国が景気後退に陥るとの予想は早計だった一方、投資家は長期にわたる高金利環境に適応し、これが広範な資産クラスにどのような投資機会をもたらすかを理解する必要があるだろう。
- 長期にわたり影響を与え得る選挙：どのような結果になるにせよ、多くの争点をはらんだ今回の選挙が、最終的には財政支出、税金、および規制に影響を与えることは間違いないだろう。
- AIとそれに関連する全てのテクノロジー：AIが急速に進歩する中、そのテクノロジーで何が可能になるかについて世界の大きな関心が集まっている。一方、データセンターやクラウドサービスの提供会社など、これまであまり注目されずに見過ごされてきた領域もあり、これらが投資機会を提供する可能性がある。
- 緊迫度を増す地政学：ウクライナから、中東、中国に至るまで、地政学要因が投資や資本政策における主要な判断材料になりつつある。

2023年は混乱に満ちた予期せぬ展開を見せ、急速な環境変化が資産運用会社や投資家のポートフォリオ構築に及ぼす影響を見定めることの重要性を改めて浮き彫りにした。高い水準で推移すると考えられる金利およびインフレ率、プライベート市場の成長、新たに発生する固有のリスクなど、これらは全て金融市場と資産配分に広範な影響を及ぼし得る。

PGIMが毎年発行しているBest Ideasシリーズの最新号では、お客様の関心が高いこれらの事項を中心に、様々な投資テーマについて詳しく取り上げている。本レポートで取り上げている投資アイデアは将来の予測を目的としたものではなく、PGIMの深い専門知識と豊富な経験をもとに、有望な投資機会を見出すためのアイデアを紹介させていただくことを目的としている。



M&A市場の減速がもたらす機会

2023年のM&A市場は低調な一年となった。一部の推計では、世界のM&A案件数が前年比約14%減少したとされるが、これは金利上昇による金融市場と経済全体への様々な影響のうちの1つと言えるだろう¹。その一方で、景気の不透明感は一時的にダイレクト・レンディングやメザニンへの投資の利点を明らかにしている。現在の環境は投資家にとって魅力的なエントリーポイントになり得る。M&Aや借り換えの動きが出始めれば、より多くの投資機会がもたらされることだろう。

ダイレクト・レンディングやメザニンは景気循環のタイミングにとられない良好な投資機会と、パブリック・クレジット市場よりも低いボラティリティを提供する。また、経営陣との直接対話の機会は、企業が難しい市場環境を乗り越えるための支援を可能とする。現在の景気環境において、こうした特徴は特に魅力的である。借り手の視点に立てば、シニア債での調達可能額が枯渇し、金利の上昇によって他の調達手段とのコスト差が縮まっている今、ダイレクト・レンディングやメザニンは魅力的な代替手段と言える。足元は忍耐と柔軟性が必要な事業環境であり、オーナーと密接な関係を築くことができる企業には競争優位性につながる。

混乱と不確実性が強い現在、プライベート・クレジットは借り手と投資家の双方にとって魅力的な選択肢と言える。

投資家は、大型LBO案件の不足を煽る記事の見出しに振り回されることなく、スポンサー案件への依存を減らし、M&A活動がより強靱な中堅・中小企業案件にフォーカスすることにより、冷え込んだM&A市場を乗り切るためのダイレクト・レンディングやメザニン案件に投資機会を見出すことができるだろう。また、地域毎に案件動向が異なることから、地理的分散も重要な要素である。案件を選別し、借り手と密接な関係を築き、各地域の専門知識を備えたネットワークを構築することは、ダイレクト・レンディングやメザニンの貸し手にとって強靱な投資ソリューションの構築に役立つことだろう。

PGIMプライベート・キャピタル ダイレクト・レンディング・グループのヴァイス・プレジデントであるAnthony Maは、次のように述べている。「案件が徐々に多様化していることをうけ、我々はこの市場環境に取り組むための戦略を構築してきた。」

待機資金を抱えている投資家にとって、2023年のM&A市場の減速は大きなエントリーポイントを提供するだろう。

1. ポストン コンサルティング グループによる "M&A Is Looking Up After Bottoming Out"、2023年8月を参照ください。 <https://www.bcg.com/publications/2023/m-and-a-outlook-looking-up-after-bottoming-out>

長期の金利上昇傾向が定着し、経済情勢の不透明感が増す中、債券市場は再調整を余儀なくされている。スポンサー側には撤退圧力がかかり、2024年は昨年よりも多くの案件が動く可能性が高い。

案件が様々に多様化していることをうけ、我々はこの市場環境に取り組むための戦略を構築してきた。

Anthony Ma
PGIMプライベート・キャピタル
ダイレクト・レンディング・グループ
ヴァイス・プレジデント

ダイレクト・レンディング市場では、既にEV/EVITDA等のマルチプルの倍率は低下してきており、新たな金利見通しに適應する兆しが見え始めている。一方、金利が急速に上昇したことで、貸し手は融資先の企業の財務上のストレスが高まっていると見ており、信用引受の規律を引き締めている。案件フローの復活は、メザニンにおいても引受規律の引き締めと同時に進む可能性が高く、レバレッジとバリュエーションが低下していた世界金融危機後のように、貸し手が資金を投入しやすい環境を形成するだろう。

PGIMキャピタル・パートナー、マネージング・ディレクター 兼 共同マネージング・パートナーのEric Sewardは、次のように述べている。「借り手にとっては難しい事業環境にあると言えるが、不確実性の拡大はメザニン投資家やLP投資家に魅力的な投資機会を提供するだろう。」

2024年と2025年に迫る大きな満期の壁は、今後数年間の社債市場の活況を示唆している。そして、スポンサー案件の市場でシェアを拡大したプライベート・クレジットに波及効果をもたらすだろう。一方で、大手銀行は金融危機以降融資市場から撤退しており、プライベート・クレジットがその穴を埋める形となっている。地方銀行は保有資産の評価価格の切り下げのプレッシャーを受けている。

今年はレバレッジド・ローンのおよそ4分の1が借り換え対象となるが、多くの借り手にとって、金利は前回の調達水準から劇的に上昇している。金利コストの上昇が原因となってバランスシートの悪化に直面している優良企業に対しては、メザニンの貸し手はより忍耐強い借り換えオプションを提供することができる。マクロ環境の逆風が強まれば、こうした事例がさらに増えるだろう。

金利が上昇し、満期の壁が近づく中、企業は今後の資本構成に対する考え方を変化させている。このような環境下において、ダイレクト・レンディングとメザニンは柔軟な債務調達策に対するニーズに資本を提供するには有利な立ち位置にある。M&A市場が動き始めれば、プライベート・クレジット市場での投資を検討している投資家にとって更なる機会がもたらされることだろう。スポンサー案件にとらわれない分散を提供し、他では見落とされてしまうような案件を発掘できる運用会社と協力することで、投資家はそうした機会の恩恵を受けることができるだろう。

Eric Sewardは次のように述べている。「私達は様々な経済・地政学サイクルを通じてプライベート・アセットに投資し、一貫したリターンを追及してきた。多くの投資家は、リスク・リターン特性の分散と独自のソーシング力を求めており、これらの特性が当社にとっての競争上の優位点であると考えている。」



賃料成長の回復による投資機会を捉える

驚くべきことに、米国をはじめとして景気後退リスクが下方修正され、いわゆる「ソフトランディング」を予想する声が頻繁に聞かれるようになった。不動産にとってこれは、賃料成長の回復が投資機会をもたらす、投資見通しがこれまでの想定より改善することを意味する。

とはいえ、経済見通しは予想よりも力強さに欠くものであり、依然としてリスクは燻っている。新規雇用の伸びは依然として軟調な推移が予想される一方、金利は過去数年よりも高い水準で維持されると考えられる。こうした不確実性の高い環境下では、投資家は、経済情勢の影響を受けにくく、底堅いインカム収益をこれまで提供し続けてきたセクターに引き続き注力したくなるだろう。多くの投資家にとって、これは物流施設および賃貸住宅への注力投資の継続を意味する。実際、これらセクターの不動産価格は、過去の下降局面と同様に、引き続き底堅さを見せている（図表1）。

しかし、投資家にとって問題なのは、不動産価格が回復に転じた際、上昇局面ではこれらセクターがアウトパフォームする訳でないということである。これらセクターの底堅さは、景気循環性の低さを意味しており、不動産サイクルの上昇局面においても動きが小さいことを意味する。

ここからは、地域が重要な要素になってくる。

雇用の伸びが経済成長に大きく寄与している都市は底堅く推移

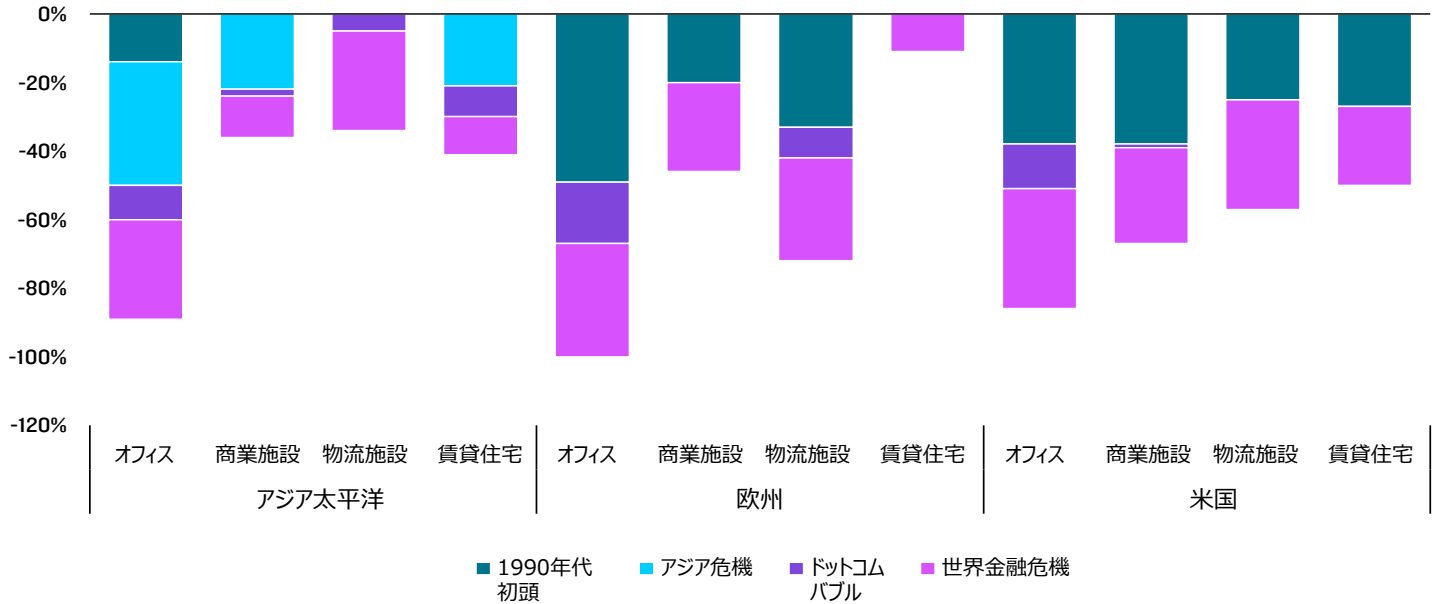
長期にわたって雇用の伸びが経済活動の牽引役として大きな役割を果たしていることを考えると、金利上昇局面にあってもマクロ経済が底堅く推移していることは、驚くことではない。生産性の向上よりも雇用の伸びが経済成長の原動力となっている場合、一般的に景気はあまり循環しない。

例えば、図表2では、米国のいくつかの都市を取り上げ、景気後退期と回復期において、それぞれの都市が広範な米国経済と比較してどのようなパフォーマンスを示したか検証をしている。

具体的には、米国経済がマイナス成長となった年およびその直後の年の各都市のGDP成長率を全米平均から差し引くことにより、広範な米国経済と比較してどの都市が良好（底堅い）、あるいは低調（脆弱）かを示す平均スコアを算出した。

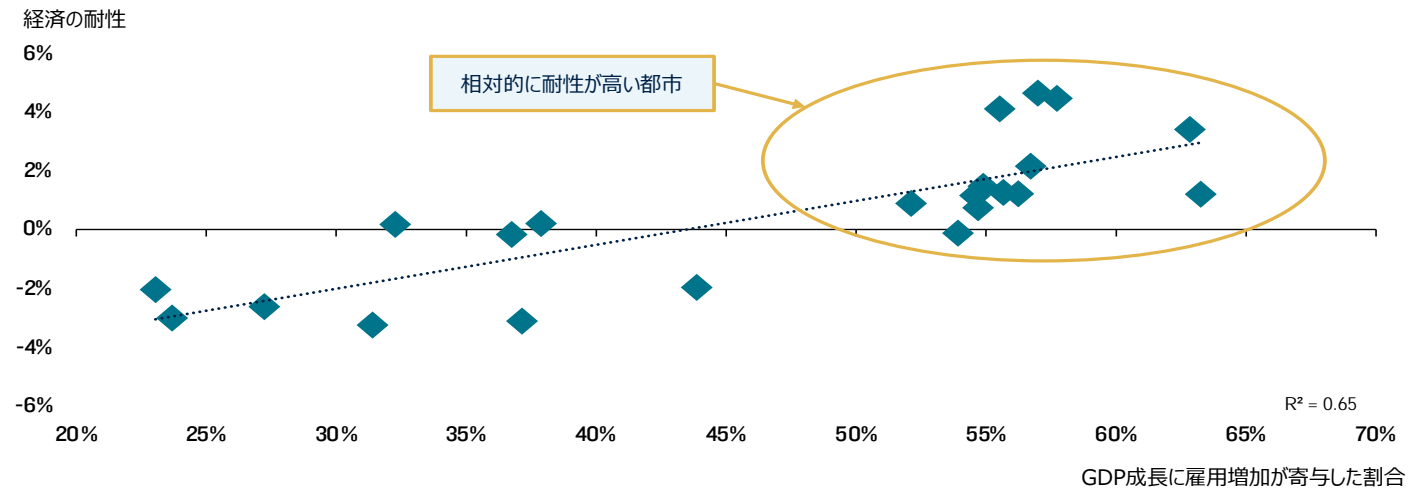
その結果、経済成長の大部分が（生産性の向上ではなく）雇用の伸びによるものである都市は、生産性の向上に依存する都市よりも相対的にスコアが良好で、米国経済の景気サイクルに対してより底堅いことが分かった。言い換えれば、雇用への依存度が高い都市ほど底堅いということが分かった。こうした雇用の伸びと底堅さの相関関係は、地域を問わずグローバルに見られる。

図表1：特定セクターへの注力は新しい話ではない
過去の下降局面における、ピークから底までのプライム不動産価格の下落幅（名目、主要セクター）



出所：CoStar, PMA, クッシュマン & ウェイクフィールド、JLL、CBRE、PGIMリアルエステート、2023年11月現在。

図表2：GDP成長に雇用増加が寄与した割合と経済の耐性*
（米国の様々な都市、1991-1992年、2001-2003年、2009-2011年、2020-2021年、%）



* 注記：米国GDP成長率がマイナスの局面および回復1年目において、米国GDP成長率に対する各都市実質GDP成長率の相対パフォーマンスの平均。マイナス数値は米国GDP成長率よりも悪かったことを示す。

出所：オクスフォード・エコノミクス、PGIMリアルエステート、2023年11月現在。

都市とセクターの組み合わせにより投資機会を見出す

投資家にとって、これはセクター選別が引き続き正当化される（投資家を下落局面から保護する）一方で、足元の雇用の伸びだけでなく今後も力強い雇用の伸びが予想される都市、つまり良好な成長が期待できる都市に投資することも有効であるということの意味している。

これを踏まえ、今回の検証結果に基づけば、世界の主要都市の中でも米国のサンフランシスコやダラス、欧州のアムステルダム、ストックホルム、ロンドン、オーストラリアのシドニーやメルボルン、そして恐らく日本の東京など、力強い雇用の伸びが予想されるだけでなく、雇

用が経済成長の大きな原動力になっている市場に魅力的な投資機会を見出せる。

しかし、雇用の伸びだけではなく、投資家は不動産の新規供給についても考慮する必要がある。東京首都圏やソウル首都圏の物流施設、米国サンベルト地帯の賃貸住宅など、比較的物件開発が多い市場もあり、リモートワークの影響を踏まえると、オフィス市場における供給過剰には留意する必要がある一方で、今後の新規供給予定は、引き続き前回サイクルの平均を下回る低水準に抑制されており、たとえ雇用の伸びが予想を下回るような場合でも、賃料成長にとってはプラス材料となる。



JENNISON ASSOCIATES

人工知能：大変革の潮流

最近のAI（人工知能）の進化は、インターネットやモバイル・コンピューティングの出現に匹敵する程の重要かつ長期的な技術変革の前触れだと考えている。数年以内には、生成AIの活用事例やアプリケーションの提供がITエンジニアやIT企業のみならず、社会全体へと広がっていくことが予想される。企業は、AI関連ツールを用いより洗練されたデータ活用法を見出すことで、競争優位性を高め、製品・サービスをより速やかに市場に投入し、顧客サービスをより円滑に提供することが可能となる。適切な業界ポジションと経営管理体制を有し、適応力に優れた企業にとって、生成AIの活用機会は非常に大きい。

AIを、テクノロジーの喧伝だと見なす投資家がいることは理解できる。特に、生成AIはデータ、統計、アルゴリズムに基づいて予測しているだけで、実際に思考しているわけではないからだ。しかし、ジェニソンでは、AI革命は現実のものであり、今まさに始まったばかりであると見ている。生成AIモデルの開発や改良に必要なインフラストラクチャとなるハードウェアやソフトウェアへの需要は既に急増しており、生成AIの本格的な導入は、経済全体を席卷する巨大な潮流となるだろう。このような投資機会を捉えるために、投資家はAI経済圏の現状と今後の発展がもたらす影響について深く理解する必要がある。

生成AIとは何か？

生成AI（Generative Artificial Intelligence）は、AI技術の一種である。生成AIは、文書、画像、ビデオ、音楽、コンピューターコードなどの様々な分野で、独自のコンテンツを新たに作成することができる。このようなコンテンツは、人間が作成したものと区別がつかないことが多い。これとは対照的に、従来の予測型AIシステムは決定論的かつルールに基づいて作動する。これら従来型のAIには、明示的な指針に従ってタスクを実行することに優れているが、創造的、あるいは「独創的」なアウトプットを生み出す能力は備わっていない。

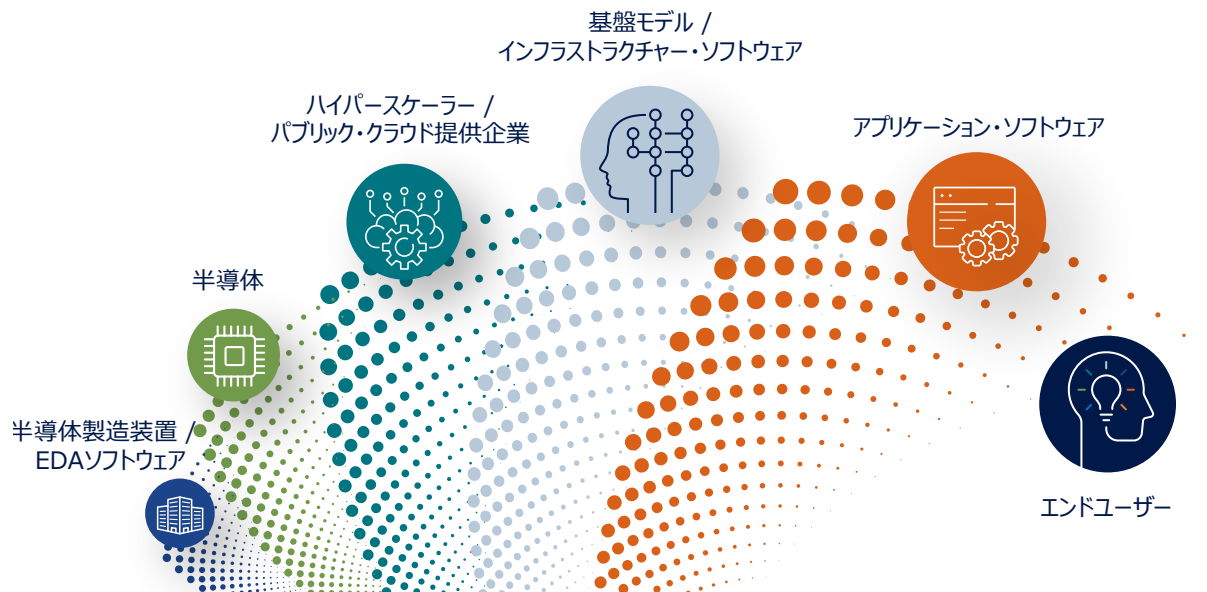
2022年11月、OpenAIが大規模言語モデル（LLM）であるChatGPT-3.5を公開したことで生成AIは大きなブレイクスルーを迎え、生成AIの力を一般ユーザーも利用できるようになった。

視野に捉えつつあるAIへの投資機会

半導体、半導体製造装置、EDAソフトウェア

現時点で生成AIに投資する最も具体的な方法のひとつは、AIモデルのトレーニングやAI対応アプリケーションを実行するために必要な半導体や関連インフラであろう。

経済全体を席卷するAIの潮流



上記は図解および解説目的のみに提供されるものであり、投資助言を行うものではありません。
出所：Jennison。

GPU (Graphic processing units) は、幾多の演算を同時処理するために最先端の半導体とカスタマイズされたソフトウェアを組み合わせたAIの中核技術である。

半導体の用途が拡大するにつれ、半導体製造に用いる精密機器を製造する半導体製造装置メーカーへの需要が高まっている。

EDA (電子設計自動化) 開発企業は、より効率的かつ専門的な処理に適した半導体チップ設計用のソフトウェアを開発している。半導体チップの小型化、複雑化が進むと同時に、電力効率が一層求められる中、チップ設計用ソフトウェアの重要性が高まっている。

ハイパースケラー/パブリック・クラウド提供企業

ハイパースケラーやパブリック・クラウド提供企業は、クラウド・コンピューティング向けのインフラを提供している。生成AIモデルの構築、訓練、運用を自ら行うことができない中小企業からの拡大する需要を満たす立場にある。またパブリック・クラウドが提供する際限のない拡張性や柔軟性を重視する大企業からの需要にも応えている。

基盤モデルとインフラストラクチャー・ソフトウェア

基盤モデル (ベースモデル) とは、膨大なデータセットでトレーニングされた大規模な機械学習モデルのことで、学習に使われるパラメータ数は数百億に上ることもある。教育、画像作成、コーディングなど多様なタスクや機能にわたり汎用的に適用できることから「基盤」モデルと言われる。文書、画像、動画、音声など、さまざまなデータ形式に対応した基盤モデルが存在する。また、基盤モデルはマルチモーダル・モデル (形式の異なるデータの解釈や情

報処理が可能なモデル) にもなり得る。例えば、マルチモーダル・モデルは、電話会議の録音から、文字起こし、参加者の発言時間の分析、会議要旨の作成などに対応することができる。

インフラストラクチャー・ソフトウェアには、ソフトウェア開発者が独自の生成AIアプリケーションを開発する際に使用する、ツールやデータ管理システムなどが含まれる。これらのツールを提供する企業は、顧客企業が生成AIの機能を活用し、データから洞察を得るべく、アプリケーションやサービスを実行するための「技術的なパイプライン」を提供している。

アプリケーション・ソフトウェア

アプリケーション・ソフトウェアは、企業や個人などのエンドユーザーが特定のタスクを実行したり課題を解決したりするために利用される。

生成AIを活用した業務用アプリケーションは、経済全般で既に広く利用されており、さらに多くのアプリケーションが開発されつつある。ソフトウェア企業は、ソフトウェア開発者が生成AIを活用してコーディングを行うことで生産性の向上を享受している。カスタマーサービス部門は、社内ガイドラインや蓄積された知識を活用したAIモデルを通じ、電話や電子メールによる問い合わせに対応することが可能となる。製品デザイナーがどのようなものを作成したいかを説明するだけで、生成AIはデザイナーが検討や改良を加える土台となる選択肢を提供する。

銀行や保険会社は、生成AIを通じ大量のデータや消費特性から消費者の信用リスクや詐欺などの可能性を分析することで、融資や保険引受けに伴うリスクを制御することが可能となる。エンターテインメント企業は、生成AIを、作曲や、脚本の初稿作成、セリフ付きの動画作成などに活用できる。

医療分野では、検査結果を読み取り、病状を診断し、治療法を提示することができる。生成AIはまた、プロセスの非効率性を検出し創薬を加速させ（そして新分子を生成し）、臨床試験の立案と実行を改善することができる。

個人ユーザーにとっての生成AI革命は、ブラウザ、カレンダー、電子メール、業務用及び娯楽アプリケーションと相互連携できるようになった時に訪れるだろう。文書作成の下書き、スプレッド・シートの体系化、プレゼン資料のデザイン調整など、生成AIアプリケーションは様々な用途で個人ユーザーを支援するだろう。究極的には、これらが最終ユーザーの生産性を高め、これがまた生成AIやそれを支えるインフラに対する需要を拡大させ、好循環の潮流が循環し、これが繰り返されることになるだろう。

歴史的な転換期 – 歴史的な投資機会

経済社会の長期的な構造変化は日々発生するものではない。しかし、我々は、構造変化が起こる時にそこに立ち会うことを目指しており、AIによる社会変革を注視している。現時点では、エンドユーザー向けに次世代の生成AIアプリケーションを開発するのはどの企業であるのかを特定することは困難である。一方で、数多くの失敗も重ねつつも、生成AIを成功裏に活用し得る企業が突出した強みを持つことになるとの強い確信を持っている。ジェニソンでは、50年以上にわたりグロース株投資に取り組んできた。ジェニソンが培ってきた企業ファンダメンタルズへの造詣、豊富かつ有能な人材、幾多の経済の構造変革を通じた投資経験が、次世代のイノベーション企業の発掘に役立つと確信している。

高格付け証券化商品における投資機会を検証する

2023年に証券化商品のスプレッドは縮小し、超過リターンはプラスとなったが、依然としていくつかの不確実性が存在しており、今後の見通しは引き続き不透明な状況にある。しかし、高格付け証券化商品のスプレッドおよび利回りは、他の債券商品と比較して依然として魅力的な水準にある。多様性に富む同セクターにおける潤沢な超過収益獲得機会を選別的に追求することができる長期的な投資家にとって、2024年は有望な1年となるだろう。

商業用不動産（CRE）市場が抱える問題に関しては、これまでも多くの報道がなされている。その中でも、金利の急上昇および在宅勤務時代の到来という逆風が重なっているオフィス・セクターには、最も厳しい目が向けられている。こうした中、全体的にもCREのバリュエーションは低下、融資は絞られ、取引量も減少している。CRE市場で損失が生じる可能性がある一方で、こうしたトレンドは大きな投資機会をもたらす土壌を生み出している。バリュエーションの低下により、特に長期的な運用を行う投資家にとって、高格付けCMBSの投資妙味が増している。

金利上昇は、CRE市場に波及的な影響を及ぼす。金利が上昇すると、変動金利の負債を抱える不動産オーナーは資金調達コストの上昇に直面することになり、保有不動産が資金調達コストを賄うだけのキャッシュフローを生み出さないと認識するに至る借り

手も出てくるだろう。よって、不動産オーナーが目標収益を達成するためには、新規投資案件の購入価格は低く抑えられる必要がある。固定金利の負債の借り手の方が相対的に有利な立場にあるが、バリュエーションの低下およびファンダメンタルズの悪化が、引き続き借り換え時の課題となっている。

先行き不透明感も、高格付けCMBS（特に堅固な構造的信用補完が施され、相対的に魅力的なリスク調整後リターンを獲得できる可能性があるシニア・トランシェ）に対する資産配分を後押しする材料となるだろう。また、在宅勤務へのシフトが進む中で大きな圧力に晒されているオフィス・セクターは、CRE市場の一部分に過ぎないということも認識する必要がある。オフィスに関するローンの残高は、全体的なCREローン残高の約16%を占めるに過ぎない¹。

オフィス・セクターにおける問題が、CMBSの資本構造におけるよりディフェンシブな領域をも圧迫しているため、債券投資家にとっては投資妙味が増している。

AAA格CMBSコンデュイット型のスプレッドは、世界金融危機以降で初めて投資適格社債インデックスのスプレッドを上回る水準まで拡大しており、投資価値が生まれつつある。

1. 米国抵当銀行協会、2023年4-6月期現在。 <https://www.mba.org/news-and-research/newsroom/blog-post/2023-q2-databook>

こうした高格付のリスク分散されたコンデュイット型債券は、CREローンの原資産プールにおける信用ストレスから恩恵を受けると考えられる。これらの債券は、金利上昇により額面割れの価格で取引されていることから、たとえ債務不履行に陥った場合でも投資家は自分の差益を獲得できる可能性がある。

一般的に、コンデュイット型CMBSのローンはバランスシートを介した直接のローンに比して信用面で劣後するものの、これらの高格付債に関しては堅固な信用補完とキャッシュフローの優先的な支払いにより、信用リスクや期限延長リスクから構造的に隔離されている。

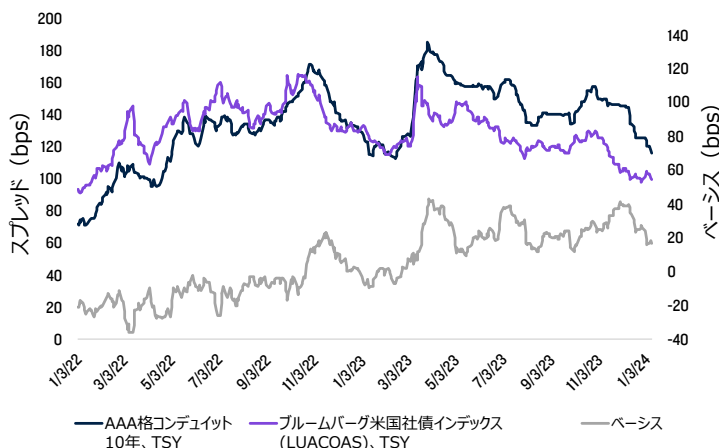
精緻なボトムアップ分析を実施できる能力を備えた投資家は、資本構造上さらに下位のトランシェの投資機会を見出すこともできる。大幅な価格調整により、一部のシングルアセット・シングルポロワー型の証券にも価値が生まれており、投資家は特定のセクターや資産に的を絞った投資機会を追求することができる。一部の「トロフィー不動産（注目度の高い、投資家の需要の高い不動産）」のメザニンや劣後トランシェの価格は最悪のシナリオを織り込んだ水準にまで下落しており、投資家はこれらへの選別的な資産配分を通じてバリューを追求することができる。

現在の環境は、CRE市場に様々な課題を突き付けている。オフィス、商業施設、インダストリアル各セクターではリース契約が複数年にわたることを踏まえると、金利上昇および信用収縮の影響は徐々に顕在化すると思われる。インダストリアルと賃貸住宅セクターでは、ピーク時のバリュエーションで組成されたローンが借り換え時に苦戦する可能性が高く、不動産価格がさらに下落するような場合には、メザニン・トランシェは元本割れのリスクに晒される可能性がある。借り手が差し迫った「満期の壁」を迎える中、不安定な不動産価格、不良債権処理、市場の消極的な見方が引き続きCRE市場の圧力になり続けるだろう。

こうした状況はCREに悪影響を及ぼしているが、CMBSの資本構造全般にわたり割安な銘柄が出現している。オフィス・セクターでも、足元のサイクルを切り抜けることができると予想される一部の物件や市場において、バリュー面での魅力が散見される。一方、インダストリアルおよび賃貸住宅セクターのファンダメンタルズは概して堅調であり、銀行は不良債権の延長や条件変更に向き姿勢を示すと考えられる。一方、生産拠点を国内に回帰させるオンショアリング政策や産業支援を目的とした財政支出が、新規物件建設の停滞を相殺する可能性がある。

限定的な供給と旺盛な需要を背景とした良好な需給環境が担保ローンの支援材料になるものの、信用ファンダメンタルズが軟化する中、CLO市場は引き続き逆風に晒されるだろう。長期にわたる高金利環境が変動金利ローンの借り手に重石となることから、CCC格担保の増加も予想される。CLOのメザニン・トランシェの спреッドは拡大しているが、貸し倒れ損失の可能性はまだ十分に織り込ま

AAA格CMBSコンデュイット型と投資適格社債の спреッドの比較 (bps)



出所：PGIMフィクスト・インカム、J.P.モルガン・インデックス、ブルームバーグ・インデックス、2024年1月10日現在。

れておらず、投資するタイミングはもう少し先になると思われる。一方、米欧におけるAAA格およびAA格のCLOは、魅力的な投資対象として際立っている。2つの全く異なる動向が見られるABS市場においては、短期的（戦術的）な投資アプローチもまた有効である。サブプライムの自動車ローンABSおよびマーケットプレイス・レンディングABSの信用力は、家賃、食品価格、ガソリン代の高騰が特に低所得者層の大きな負担となっていることを反映して悪化している。一方、住宅ローンおよびプライム自動車ローンは、住宅価格の上昇と底堅い株式市場が高所得者層に恩恵をもたらしていることが支援材料となり、引き続き堅調に推移している。また、銀行規制が強化されることで、資産売却や重大なリスクの移転に関連した資本取引が促され、新たなABSの投資機会が生まれる可能性がある。

住宅用不動産に関しては、堅調な住宅市場のファンダメンタルズが住宅ローン担保証券への投資を下支えしている。住宅価格は、当初は住宅ローン金利上昇の圧力に晒されていたものの、足元では安定している。住宅価格の高騰および金利上昇によって手頃感が薄れ、住宅需要が減退する可能性はあるものの、平均を下回る供給が続く中で住宅市場は引き続き堅調に推移すると見られる。こうしたことから、住宅価格は引き続きレンジ内で推移すると考えられる。住宅価格の変動が小幅にとどまると見られること、および過去10年にわたって厳格な住宅ローンの引き受けが行われてきたことを踏まえると、投資家にとって住宅ローン担保証券の見通しは明るいと思われる。

証券化商品の各市場を全体的に考察することで、長期的な視点に立った投資家は、出現する様々な投資機会を捉えることが可能になる。

予想を大きく上振れた2023年とその後の展望

2022年に「目覚ましいリターン」を上げた多くのトレンド・フォローおよびマクロ戦略にとり2023年の状況は一変し、2022年との対比だけでなく長期的なパフォーマンス実績と比較しても概して低調なパフォーマンスとなった。2022年後半において、エコノミストは2023年に景気後退に陥ると予想していた。ブルームバーグによると、米国経済のGDP成長率コンセンサス予想は0.3%にとどまり、インフレ率は3.6%となっていた。よって、コンセンサス予想において2023年中に景気後退に陥る可能性が65%とされていたのは、ある意味で当然のことであった。この確率は、経済が実際に景気後退に陥っていたいくつかの時期を除けば、ブルームバーグが2008年に調査を開始して以降で最も高いものであった。

フィラデルフィア連銀が発表している「不安指数」を見てみると、過去55年間で2022年後半ほどエコノミストが景気後退を強く意識した時期はほとんど見られず、このような悲観的な予測がいかに珍しいことだったかが理解できる。また、こうした予想が誤っていたこともほとんどなかった。歴史的に、不安指数が45を上回ると、経済は景気後退に陥る傾向にある。

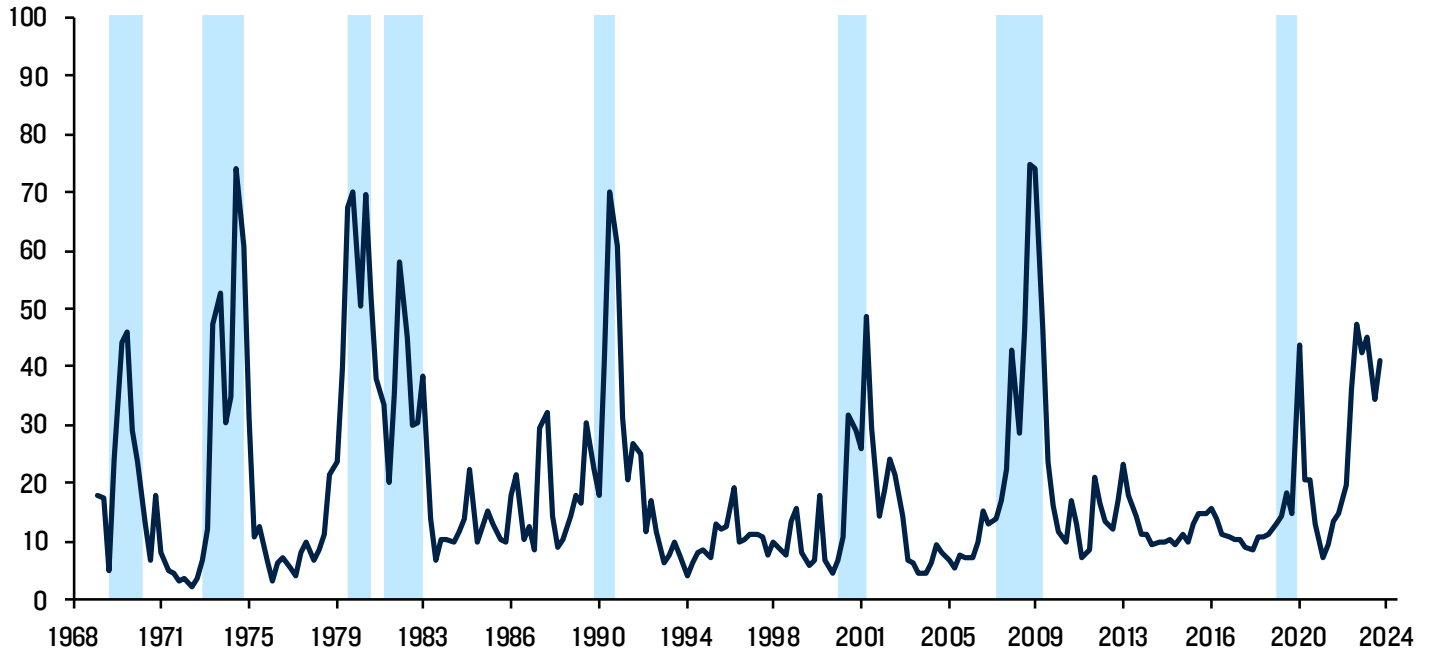
しかし、今回は状況が異なり、2023年の実質GDP成長率に関する足元のコンセンサス予測は2.4%で、これは1年前の予想の8倍に相当する。

なぜエコノミストは景気後退を予想し、なぜその予想は誤りだったのか？

景気後退を予測する際、最も一般的に使用されているモデルの一つが、イールドカーブの傾きに基づいた予測モデルである¹。具体的には、短期金利の上昇、長期金利の低下、あるいはその両方によって、米国3か月債と10年債の利回りが逆転した場合、その後に景気後退に陥る傾向がある。この予測モデルが今後12か月間に景気後退が発生する確率が25%超であると判断した場合は、通常その後に景気後退が発生してきた。しかし、2023年は唯一の例外であり、予測された景気後退確率が重要な「転換点(25%)」に単に近づいただけでなく、それを遥かに超えていた(にもかかわらず、景気後退は発生しなかった)。明らかに、このモデルは大きく間違っていたことになる。

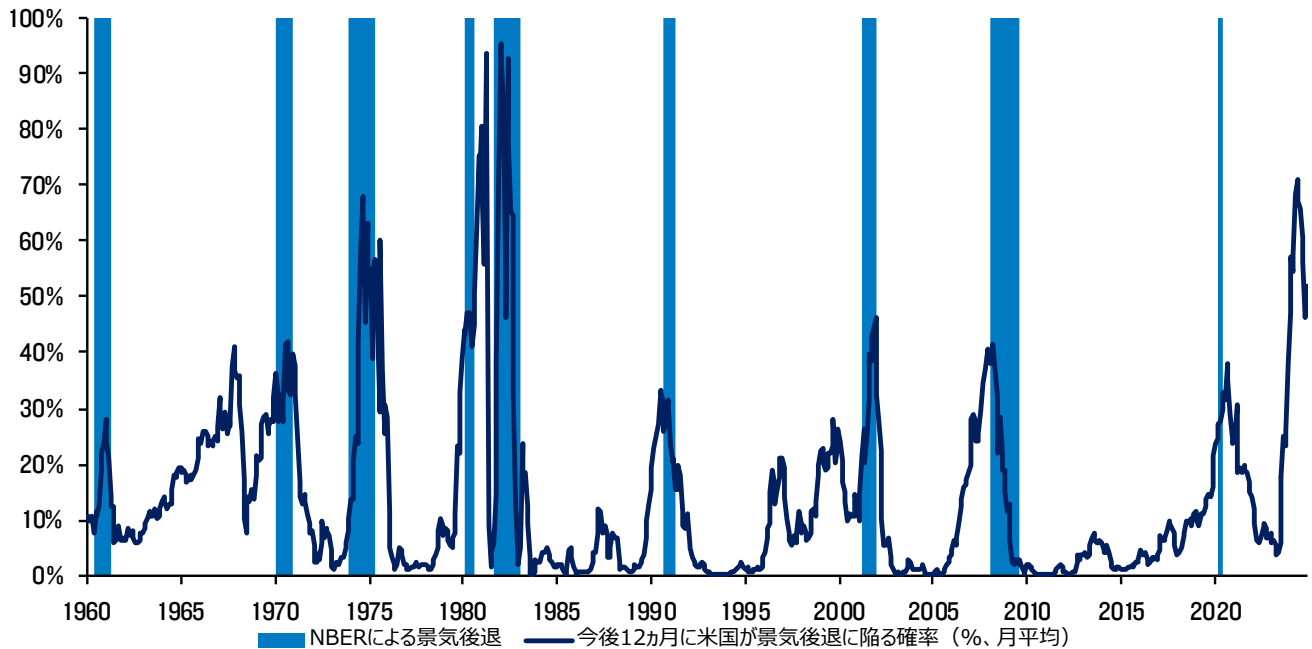
1. その規則性を特定した最も初期の研究の一つは、第二次世界大戦後から1960年代までのデータであり、当レポートで示すニューヨーク連銀による研究以前のデータを使用したR. Kesselによる“The Cyclical Behavior of the Term Structure of Interest Rates”、全米経済研究所、1965年1月に記されています。

図1：米国の不安指数*
1四半期先に実質GDPがマイナス成長となる確率



出所：フィラデルフィア連銀、2023年11月13日現在。
 * 不安指数は、フィラデルフィア連銀が経済専門家を対象に実施した調査に基づいており、次の四半期に実質GDPがマイナス成長になると予想する回答者を示しています。この図の期間は、1969年1-3月期～2023年10-12月期まで。青い部分は、全米経済研究所（NBER）が判断する景気後退期を示します。

図2：米国債のスプレッド較差から予測される米国の景気後退の確率*
今後12カ月に景気後退に陥る確率



出所：ニューヨーク連銀、2023年11月30日現在。
 * 青い部分は、全米経済研究所（NBER）が判断する景気後退期を示します。このモデルは、ニューヨーク連銀の研究者による1959年1月～2009年12月までのデータを使用した変数によって推定されたものです。景気後退の確率は、2023年11月までのデータを使用して予測されています。詳細は、https://www.newyorkfed.org/research/capital_markets/ycfaq#/ を参照ください。

図3：米国の実質個人可処分所得と実質個人消費
2012年の兆米ドル（年換算）



出所：米国経済分析局。データは、2016年1月～2023年11月まで。

米国では、個人消費がGDP全体の約3分の2を占めており、消費者が米国経済の鍵を握っている。政府からの手厚い給付金によって収入が押し上げられたことに加え、コロナ禍による経済封鎖時の消費の急激な落込みにより、家計にはいわゆる大規模な「過剰貯蓄」が積み上がった。賃金上昇がインフレに追いつかず、雇用の伸びも鈍化する中、こうした過剰貯蓄が、実質個人可処分所得の減少に直面した消費支出を通常よりも下支えすることとなった。2022年には税引き後の実質所得が大幅に低下したが、2023年には所得の伸びが「元の軌道に向かい」回復し始めた。とは言え、足元の所得水準は、コロナ禍前のトレンドが持続した場合に想定される水準には依然として達していない（図3）。

さらに驚くべきことに、消費の伸びはコロナ禍前のトレンドと同じペースで上昇し続けている。2023年の個人消費は足元で2.2%の堅調な伸びを示す見込みだが、昨年はわずか0.9%という低調な伸びが予測されていた。

なぜ、これほどまでに消費は力強いのか？「過剰貯蓄」の当初の推計値はあまりに低すぎるものであった。国内総所得の暫定推計値は上方修正され、貯蓄とは所得のうち未消費の残余であることを踏まえ、貯蓄率もまた上方修正された²。さらに、予想を上回る財政刺激策により、実質個人可処分所得における「可処分」部分が想定以上に増加し、これによって消費が促された。例えば、2022年後半に国際

通貨基金（IMF）は、2023年には「構造的」な財政赤字が対GDP比で1.3%拡大すると予測していた。1年後にはこの推計値は対GDP比で2.3%の拡大へと1%ポイント上方修正された³。一般的な財政乗数に照らし合わせると、これが過半数の経済学者が2023年のGDP成長率予測を過小評価した原因である可能性が高い。

予測モデルが機能しない場合に何をすべきか？

長期にわたり確立してきた予測モデルが機能しない状況に直面した時、エコノミストやアセット・マネジャーはどのように対応すべきだろうか？

異なるデータを試みる：イールドカーブ・スロープにつき、これまでとは異なる年限を使用した別の定義を用いた代替的な予測モデルを活用する。例えば米連邦準備制度理事会（FRB）は、より一般的な米国10年債と2年債のスプレッド較差や、米国10年債と3か月債のスプレッド較差に基づいたモデル⁵よりも、イールドカーブ戦略の「短期フォワード・スプレッド」モデル⁴を使っている。しかし、2022年末にかけて短期フォワード・スプレッドも逆イールドに転じ、それ以降もその状態が継続している。このように、同モデルもまた、イールドカーブに基づく景気後退予測モデル全体の機能不全とも思われるような状況下にある。

2. そのような例（足元で消費者にはさらに多くの過剰貯蓄が残っていることを経済学者が認めざるを得なくなる）の1つとして、経済分析局が4-6月期の国内総所得の試算額を上方修正したことが挙げられる。詳細は、D. Silverによる“US: 2Q real GDP unrevised at 2.1% saar + annual revisions”、J.P.モルガン・エコノミック・リサーチ・ノート、2023年9月28日を参照ください。

3. ここで引用した2つの数字は、IMFによる「世界経済見通し」の2022年10月版および2023年10月版によります。

4. 短期フォワード・スプレッドについては、<https://www.neartermforwardspread.com/>を参照ください。

5. 詳細は、E. EngstromとS. Sharpeによる“(Don't Fear) The Yield Curve, Reprise”、FEDSノート、2022年3月25日、およびその参考文献を参照ください。

非線形性を考慮する：景気後退予測モデルは、一般的に景気後退予想確率の上昇が株式市場にとっては悪材料になると想定する。しかし、実際には、これらの関係性はより複雑であると理解することが重要である。最近、PGIMインスティテューショナル・アドバイザー&ソリューションズが発行したレポートによると、景気後退確率の水準とその変化の双方が重要であり、これら2つの要素が相互作用することで非常に複雑な関係が生じることが示されている⁶。

多様なモデルを組み込む：景気後退を予測するために、労働市場データなどを使用した代替的なモデルを検討する。例えば、最新のデータを単独で使うのではなく、現在の平均失業率と、過去1年間における3ヵ月平均失業率のうち最も低い失業率を比較するサームの法則をモデルに組み込む⁷。この法則によると、失業率がある一定の水準を超えて上昇した場合、ほぼ毎回景気後退が発生していることが示されている。

このように、あるモデルが機能しなくなった場合には、別のモデルに完全に切り替える、あるいは従来のモデルを使いつつ、（それと並行して幾つかのモデルと比較検証するかどうかにかかわらず）使用するモデルを多様化することが重要となる。

今後の展望

2023年の予測は実態とかけ離れたものとなったが、2024年に向けては慎重ながらも楽観的な見方を維持している。

FRBが発表した最新の経済見通しでは、2024年経済について前回見通しよりも若干ながら前向きな見方が示され、景気後退ではなく緩やかな経済成長を予測している。一方、この予測では2024年には失業率が4%を上回る（歴史的に、こうした失業率の上昇は景気後退を伴ってきた）と予想されており、景気後退の懸念は依然として燻っている。

様々なモデルが、こうした矛盾した見方を裏付けている。逆イールドが依然として続く中、2023年が例外であり、景気後退を予測するイールドカーブ・スロープモデルは、今回は正しいのかとの疑問が残る。一方、サームの法則などの労働市場の動向を考慮したいくつかのモデルは、労働市場が最終的に均衡し、それによって不況を回避することができるのより楽観的な見方を示唆している。投資マネジャーとして、我々は各経済指標を注視してゆくが、現時点では、どちらの予測が正しいかは、依然として不透明である。

2023年のマイナス・リターンへの失望は消えることはない。一方、2024年の予測はまだら模様であるものの、今日の経済情勢（緩やかな成長とさらなるインフレ鈍化見通し）は、リスク性資産にとって追い風であることには着目すべきであろう。流動性の高いオルタナティブ投資は、どのような市場においても概ね妥当な戦略であるとの見方を維持しており、現在の状況を踏まえると、マクロ戦略が再び期待通りのパフォーマンスを実現し、投資家に分散効果をもたらしつつ高いリスク調整後リターンを提供するとの確信を引き続き堅持している。

6. N. WeisbergerとX. Xuによる“What to Expect when Expecting a Recession”、PGIMインスティテューショナル・アドバイザー&ソリューションズの調査報告書、2023年6月を参照ください。

7. ブルッキングスによる“Direct Stimulus Payments to Individuals”を参照。 https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/05/ES_THP_Sahm_web_20190506.pdf

ここに含まれる情報は、PGIM Wadhvani LLP によって提供されるものです。PGIM Wadhvani LLP の登録上の所在地は、9th Floor, Orion House, 5 Upper St. Martin's Lane, London WC2H 9EAです。PGIM Wadhvani LLPは、英国金融行動監督機構によって権限を与えられ同機構の規制下（承認番号：219900）にあり、また米国SECにも登録されている投資顧問会社です。SECへの登録は、一定水準の技術や訓練を意味するものではありません。国外の登録投資アドバイザーであるPGIM Wadhvani LLPは、米国の顧客に関しては、規制の改正に従い、1940年投資顧問法の全条項に準拠する必要があります。PGIM Wadhvaniは、米国を本拠とする会社法人であるブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の主要な資産運用会社であるPGIMインク（PGIM）の間接的な完全所有子会社です。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。

留意事項 1

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を下回る可能性があります。

本稿は、ブルデンシャル・フィナンシャル・インク(PFI)の主要な資産運用事業で米国証券取引委員会への登録投資顧問会社であるPGIMインク、およびその関連会社の名のもとに提供されるものです。登録投資顧問会社としての登録は、一定水準の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。

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. によって情報が提供されます。PGIMネーデルラント B.V.の登記上の所在地は以下の通りです：Gustav Mahlerlaan 1212, 1081 LA Amsterdam, The Netherlands。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（登録番号：15003620）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情報が提供されます。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。イタリアでは、CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) によりイタリアでの認可を受けたPGIMリミテッドによって情報が提供されます。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（以下「PGIMジャパン」）およびPGIMリアルエステート・ジャパン株式会社（以下「PGIMリアルエステート・ジャパン」）によって情報が提供されます。PGIMジャパンは、金融庁に登録された金融商品取引業者として日本国内で様々な投資運用サービスを提供しています。PGIMリアルエステート・ジャパンは、関東財務局に登録された日本の不動産資産運用会社です。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。シンガポールでは、シンガポール金融管理局 (MAS) より認可を受け、CMSライセンスのもとで資産運用を行うPGIM (シンガポール) Pte.Ltd.および適用を受けたフィナンシャル・アドバイザーが情報を提供しています。これらの資料は、2021年SFAの304条に従って「機関投資家」向けに一般的な情報として、また、SFA第289章305条に従って「適格投資家」その他の関連する投資家に対し、PGIMシンガポールにより提供されます。韓国では、韓国の適格機関投資家に対して、国境を越えて投資一任管理サービスを直接提供する免許を有するPGIMインクが情報を提供しています。

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、受託者としての役割を果たしているのではありません。

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が信頼できると判断した情報源から入手したものでありますが、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。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。本資料に記載されている予測や見通しは、本資料作成時点のものであり、事前の予告なく変更されることがあります。実際のデータは様々であり、本資料に反映されない場合もあります。予測や見通しには大きな不確実性が伴い、よって、どのような予測や見通しであっても、単に多くの可能性の1つの代表的な例に過ぎません。予測や見通しは特定の前提条件に基づくものであり、経済や市場環境の変化に応じて大きく変化する可能性があります。PGIMは、いかなる予測または見通しに対しても、それを更新または変更する義務を負っていません。

利益相反：PGIM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。

© 2024 PFI and its related entities.

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。

留意事項 2

本資料は、米国SECの登録投資顧問会社であるPGIMインクが作成した“2024 BEST IDEAS : RETHINKING RESILIENCY AND RISK”の一部をPGIMジャパンが監訳編集したものです。原文レポート（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文の内容が優先します。

本資料は、PGIM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はありません。

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。

本資料内で取り上げられた資産クラス、個別セクター等はあくまで例示目的であり、推奨ならびにこれらにかかる将来性を明示・暗示的に示唆するものではありません。

“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：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJP106353



THE PURSUIT OF OUTPERFORMANCE™