



2025年 1-3月期 四半期見通し

2025年1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>	8
4	<u>グローバル・クレジットの見通し</u>	13
5	<u>セクター別見通し</u>	16
	<u>先進国金利</u>	17
	<u>エージェンシーMBS</u>	19
	<u>ESG</u>	20
	<u>証券化商品</u>	22
	<u>投資適格社債</u>	24
	<u>グローバル・レバレッジド・ファイナンス</u>	26
	<u>エマージング債券</u>	28
	<u>地方債</u>	31
6	<u>サマリー</u>	33
	<u>見通し一覧 & 資産クラス別の見解</u>	34
	<u>市場パフォーマンス一覧</u>	35

個別セクター	トータル・リターン (%)				
	Q4 24	2024	2023	2022	2021
米国レバレッジド・ローン	2.29	9.05	13.04	-1.06	5.40
欧州レバレッジド・ローン	2.01	9.17	13.53	-3.36	4.87
欧州ハイールド債	2.00	9.14	12.78	-11.13	3.32
欧州投資適格社債	0.87	4.74	8.19	-13.65	-0.97
米国ハイールド債	0.17	8.19	13.45	-11.19	5.36
エマージング債 (現地通貨建)	-0.74	3.77	7.60	-8.85	-5.52
地方債	-1.22	1.05	6.40	-8.53	1.52
CMBS	-1.48	4.68	5.42	-10.91	-0.64
エマージング債 (ハードカレンシー建)	-1.94	6.53	11.09	-17.78	-1.80
米国投資適格社債	-3.04	2.13	8.52	-15.76	-1.04
米国国債	-3.14	0.58	4.05	-12.46	-2.32
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	-3.16	1.20	5.05	-11.81	-1.04
エマージング通貨	-4.69	-1.08	8.44	-7.14	-3.09
米国投資適格長期社債	-6.20	-1.95	10.93	-25.62	-4.65
米国長期国債	-8.62	-6.41	3.06	-29.26	-1.13

マルチセクター					
ユーロ総合 (米ドルヘッジなし)	0.14	2.63	7.19	-17.18	-4.71
グローバル総合(ヘッジあり)	-0.95	3.40	7.15	-11.22	-0.15
円総合	-1.38	-3.07	0.51	-5.30	-2.85
米国総合	-3.06	1.25	5.53	-13.01	-1.39
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	-5.10	-1.69	5.72	-16.25	-1.54

その他セクター					
米ドル (DXYインデックス)	7.60	7.10	-2.11	8.21	6.37
S&P 500 指標	2.40	25.00	26.29	-18.11	28.71
SOFR	1.20	5.40	5.18	1.66	0.03

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12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

押し目買いとキャリーが強気相場を享受するコツ：2022年の弱気相場によって過去10年以上見られなかった水準まで上昇した利回りが、それ以降の堅調な債券のリターンをもたらしている。短期的には広範な不確実性が市場に影響を及ぼすと考えられるが、引き続き債券の強気相場は、高止まりする利回りによって長期的には魅力的なリターンが続く可能性が高いことを示している。2025年初の環境は、「（価格面での）押し目買い」とキャリーを狙ったアプローチの正当性を裏書きする。

2

今後は市場の混乱が予想される：各国中央銀行が追加利下げを実施することで世界経済は緩やかな成長が続くと我々は見ているが、さらなる市場の動揺に見舞われる可能性もあり、それは世界的な対立激化によって助長される可能性が高い。信用スプレッドが記録的にタイトな水準にあることを踏まえると、市場が混乱した際には一部の市場やセクターが急落する可能性もある。

3

乖離と分散がもたらす機会：各国の経済情勢や政策が乖離し、市場の混乱がセクター間のばらつきをもたらす中、アクティブ運用によって付加価値を高める機会が顕在化すると考えられる。押し目買いやキャリー追求に際しては、さらなるパラダイムシフトの可能性に照らしながら、対象となる国、業界、発行体を早期に特定することが今後ますます重要となるだろう。

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

慌てることなく、強気相場を享受する

2024年10-12月期は、中国以外のグローバル債券にとって、確かに冴えない四半期ではあった（図1）。「再び債券のパフォーマンスが低調だった一年を受け、投資家は好転への期待を喪失¹⁾」などと悲観的な記事も見られるが、我々は全く異なるストーリーが展開していると考える。2022年終盤に世界的に金利がピークを打って以降、債券は総じて力強い累積リターンを記録しており、この傾向は2025年も続くと見られる。

一方で、各国間や資産クラス間のばらつきが拡大する可能性も軽視すべきでない。一部の国、セクター、発行体が出遅れている一方、先行またはリードを広げている国、セクター、発行体があり、こうした乖離が生じていることで、アクティブ運用を通じて付加価値を高める機会が引き続き生じていると考えられる。

しかし、全体的に見れば、2022年終盤以降の債券のパフォーマンスは、主に次の要因が持続していることに

起因しており、債券は相応のリターンを上げている。

- ・ 経済のファンダメンタルズが鈍化しているため、大部分の中央銀行は政策金利をさらに引き下げることができる可能性が高い。
- ・ 利回りを追求する投資家が中央銀行の利下げに先駆けて長期的な収益を確保しようとするため、長期債利回りがレンジを切り上げて大幅に上昇することが予防される可能性が高い（図2）

債券への資金シフトはまだ初期段階

投資家のポジションを見極めることは難しいが、少なくともキャッシュ残高が高水準にあるか、増加していることを示す兆候はいくつかある。ひとつの重要な兆候は、マネーフンドの残高が、対GDP比の相対的な水準においても絶対的な水準においても、非常に高い水準にあるという点である（図3）。こうしたキャッシュは、各国

中央銀行が利下げを続ければ、債券にシフトする可能性のある潜在需要を示していると考えられる。

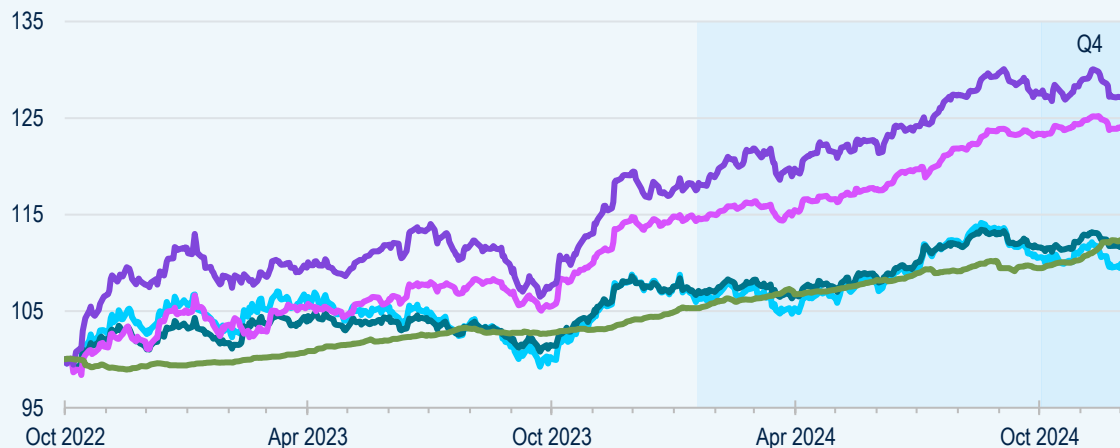
タイトなスプレッドが長期にわたって続く

足元の記録的にタイトなクレジット・スプレッドと過去20年間の経験に基づけば、クレジットリスクのエクスポージャーには注意を要することが示唆されるが、これは現在の環境における正しいアプローチではない可能性がある。緩やかな経済成長が続く見通しであること、信用ファンダメンタルズが堅調さを維持していること、債券に対する需要が旺盛であることを考慮すると、むしろタイトなスプレッドが持続する期間が長期化する可能性の方が高いと我々は考える。結果として、変動幅こそやや大きいものの、1992～97年または2004～07年に見られた状況が再現する可能性がある。その場合、クレジット商品はプラスの超過リターンを継続的にもたらすことになる（図4）。

1. Sam Goldfarbによる“After Another Bad Year for Bonds, Investors Lose Faith in Turnaround”、ウォールストリートジャーナル、2024年12月29日。

図1：2024年10-12月期に債券市場が停滞したのは確かだ。しかし、一部の例外を除けば、債券のトータル・リターンは2022年の秋以降は概ね堅調に推移している。特にハイ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、高利回りセクターのパフォーマンスが際立っている。（2022年10月を100として指数化）

- 米国総合
- グローバル総合（米ドルヘッジ有り）
- 米国ハイイールド債
- ハードカレンシー建エマージング債
- 中国総合



出所：ブルームバーグ

リスクはどうか？

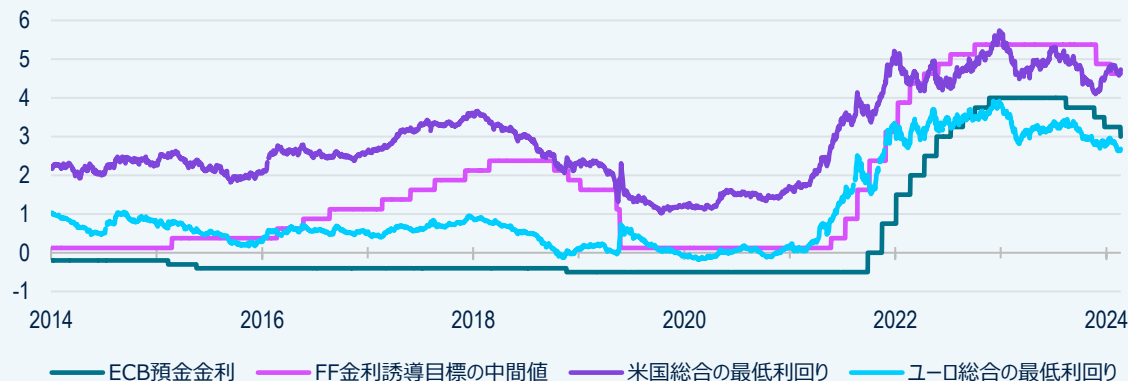
確かに、2025年には、地政学的リスクや各国の政策動向、そして特に貿易摩擦によって、ボラティリティが断続的に高まる可能性がある。しかし、2022年終盤以降、経済的、政策的、地政学的な脅威が表面化しつつも強気相場は持続してきた。今後について、四半期ごとのボラティリティを伴いつつ強気相場が継続することを我々は予想している。（キャリアの機会については、「セクター別見通し」のパートを参照）。

10-12月期の調整は、強気相場再開の土台固めとなる

10-12月期の債券市場の停滞は、2025年の堅調な相場の基盤を提供したと我々は考える。多くのリスクがあることは間違いない。しかし全体的に見れば、長期債利回りは横這いないし低下、スプレッドはレンジ推移にとどまるとの見通しが優勢であり、これは債券のリターンにとっては好ましい見通しである。一方、国、セクター、発行体によってファンダメンタルズに乖離が生じているため、アクティブ運用を通じて付加価値を生み出す機会が今後も生じていくと見られる。

結論：10-12月期の調整は、2025年に強気相場が再開するための基盤を提供したと考えられる。ただし、地政学的、経済的、政策的環境の変化に伴う短期的なボラティリティの影響を受ける可能性は残る。

図2：債券利回りは、欧米中央銀行の政策金利動向を反映して低下または横這いで推移する可能性が高い。中央銀行の先手を打ち、長期的な収益源を確保しようとする投資家が債券を買い続けることがその背景にある。



出所：ブルームバーグ

図3：米国のマネーファンド残高は2024年10-12月期に3,000億米ドル超増加したが、これは絶対ベースでも対GDP比でも記録的な増加幅であり、投資家が依然としてディフェンシブな姿勢であることを示唆している。こうした大規模な資金ブールは、各国中央銀行が利下げを続ければ債券へとシフトしていく可能性がある。（左軸：10億米ドル、右軸：対GDP比 %）



出所：ブルームバーグ

図4：過去20年の経験からすれば、足元の低水準のスプレッドには注意を要することが示唆される。しかし現在の状況は、タイトなスプレッドが長期間持続していた1992～97年や2004～07年の状況に類似している。その場合、クレジット商品はプラスの超過リターンを提供し続けることが期待される。（%）



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

千差万別

「アメリカ例外主義」という常套句は幅広く使われる。皮肉なことに、この表現は昨年末に間近に迫った政府閉鎖と今後の政治機能不全の可能性をはっきりと対比している。文字通りに解釈すれば、**昨年の米国の経済成長率やリスク資産のパフォーマンスが、他の先進国を大きく上回ったことを適切に表現している。**

今後を展望すると、関税の利用拡大、法人税率引き下げの可能性、規制緩和への再注力といった米国の政策は、他の先進国に対する米国の競争力を維持するために提起されている。これら政策案の有効性は未知数であるが、多くの国は成長を加速させるために、地域パートナーシップや貿易協定ではない独自の政策を模索している（EUとメルコスールの貿易協定については後述する）。こうした競争激化を受け、既に進行中であるマクロ関連の動向がさらに加速していく可能性が高く、政治の二極化のさらなる進展、追加的なサプライチェーンの再構築、より明確な技術的工

コシステムといったことが挙げられる。より差し迫って目に見える影響は、世界的なインフレと財政の継続的な悪化に関連している。こうした影響の兆候は、昨年、フランスの財政問題が2度にわたる市場の混乱と格下げを引き起こしたことで明らかになった。インフレ面については、先進国の中央銀行は、現サイクルにおける金利のピーク水準から中立水準（あるいはその近辺）に向け、一貫して政策の緩和を続けるだろうと、当初は多くの人々が予想していた。しかし、緩和のペースは、以前予想されていたよりも明らかに減速しているように見える。

こうした中、我々の今後1年の見通しは、容赦ない地政学的対立が続く中で、各国間の成長競争が激化し、その政策的道筋がますます乖離していくというシナリオに基づくものとなる。

改めて米国に目を向けると、給付金支出が足元で増加している上、既存の減税措置（TCJA）が延長さ

れる可能性が高い。加えて、法人税率がさらに引き下げられる可能性もあり、債務上限が再び問題となる可能性があるなど、米国の財政状況にも注視していく必要がある。実際に実現するかは今のところ不透明だが、今後の米国の政策については、いくつか一般的な仮説を立てることができる。関税については、実効関税率が1%ポイント上昇すると、コアPCEが0.1%ポイント上昇し、GDPが0.13%ポイント低下、関税収入が年間310億米ドル増加すると見られる（図1）。また、関税の引き上げが2029年までの米国の財政赤字に与える影響は、約2,000億米ドルから2兆1,000億米ドルと推定される¹。

1. 算出方法、前提条件、出所については「[米国大統領選を巡る4つの争点が経済に及ぼす影響](#)」を参照。PGIMフィクスト・インカム、2024年10月16日。

図1：トランプ大統領が計画している関税政策が成長に及ぼす影響の試算

関税政策	実効関税率 全体への 影響（%）	コアPCEへの 影響（%）	成長への 影響（%）	財政収入への 影響 （10億米ドル、年間）
中国に対して60%の実効関税率	7.98	0.80	-1.04	247.8
全ての輸入品に対して 10%の関税率：FTA 以外	4.56	0.46	-0.59	141.4
全ての輸入品に対して 10%の関税率：FTA	3.04	0.30	-0.40	94.2
特定目的の関税	2.00	0.20	-0.26	62.0
全ての関税政策	17.98	1.76	-2.29	545.0

出所：PGIMフィクスト・インカム、経済分析局。

米国の競争力を高める政策の潜在的影響にはいくつかの留意点がある。まず、関税手続きの活用は極めて重要で、それは議会に決定権がある。次に、こうした政策が経済成長に及ぼす影響は、施策の優先順位と関係がある。リスク資産市場は、関税や移民規制などより差し迫った政策の悪影響を全体的に見過している。代わりに、規制緩和や税制の調整に関する前向きな効果に注目する傾向があるが、立法手続きを考えれば、これらの実現には相当な時間を要する。したがって、トランプ政権の政策案は、2025年と2026年では著しく異なる経財政的な結果をもたらす可能性もある。

米連邦準備制度理事会（FRB）の緩和余地は、50bpsの利下げに踏み切り、現行サイクルにおける政策金利の到達地点を2.9%とした昨年9月よりも著しく狭まっている（2024年の政策金利見通しの変化については図2を参照）。

FRBの最新の経済見通し（SEP）は、政策期待の修正に大きく寄与した。SEPでは労働市場の安定性が改善していること（2025年の失業率予想は9月時点の4.4%から12月には4.3%に小幅改善）、インフレ圧力が長期化していること（2025年のコアPCE予想は2.2%から2.5%に上方修正）が示唆され、その結果、2025年の利下げ幅は50bpsに半減した。加えて、ターミナル・レートと中立金利の予想はそれぞれ3.1%

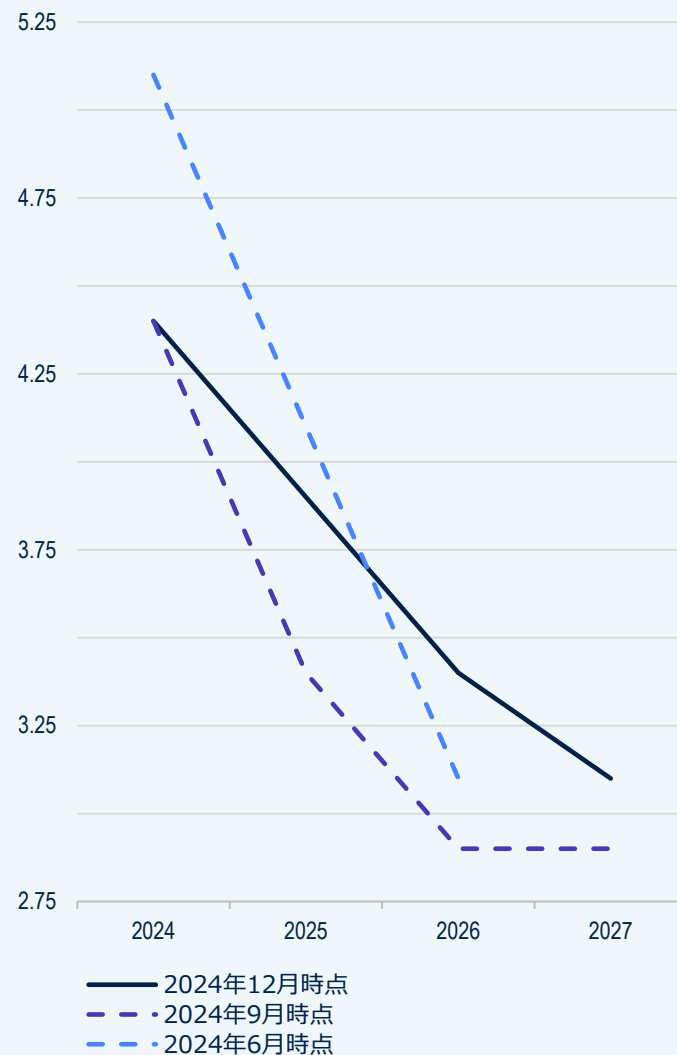
と3.0%に上方修正され、さらなる上方修正もあり得ることが示唆されている。

我々は、2025年末までに総合PCEがコンセンサス予想の2.2%を下回る2.0%、コアPCEは市場予想通りの2.2%になると見ている。改めて、FRBが姿勢を調整したことを踏まえると、利下げの再開か、あるいは現行の緩和サイクルの終了かを決定する前に、より多くのデータを待つと考えられ、1月のFOMC会合では政策金利を据え置くだろう。今後、2025年の状況がより明らかになるにつれ、年内3回の25bps利下げが正当化される可能性もある。

また、第2期トランプ政権と関税引き上げによって、EUが緊急的に独自の景気対策を決定、実施することが促された。昨年、少なくとも3つの注目に値するレポートが公表され、資本調達、エネルギー自給、デジタルイノベーション、貿易に関連する示唆が盛り込まれた。欧州証券化市場を復活させる取り組みなどの施策は既に進行している。

貿易の感応度と製造業の国際競争を踏まえると、ドイツはEUの中で最も脆弱である（図3）。政権与党が交代する可能性はあるが、ドイツは依然として財政に保守的であり、少なくとも2025年下半年までは経済の足枷となる可能性がある。経済活動の停滞、解雇につながる経済リスク、そして「欧州の病人」に逆戻りしたドイツは、他のEU諸国、特にイタリアや中東欧を圧迫している。

図2：FRBの政策金利予想は2024年に大きく変化し、12月FOMC会合で金利見通しは大きく引き上がった（各FOMCにおけるFF金利予想の中央値、%）



出所：ハーバースタティクス

² Mario Draghiによる "The Future of European Competitiveness - A Competitiveness Strategy for Europe"、2024年9月9日、Enrico Lettaによる "Much More than a Market - Empowering the Single Market to Deliver a Sustainable Future and Prosperity for all EU Citizens"、2024年4月、Christian Noyer（委員会議長）による "Developing European Capital Markets to Finance Future"、2024年4月25日を参照。

ドイツの住宅市場には改善の兆しがあり、実質賃金の増加は引き続き消費者を下支えしている。さらに、欧州周縁国は引き続き、2025年と2026年の次世代EU基金の恩恵を受けることになる。資金調達、ソブリン債務危機後の改革、およびエネルギー危機と関税に対するリスクの低さは、周縁国の潜在成長をやや押し上げるのに寄与するだろう。

米国の関税は広範な不確実性をもたらすが、一般的な見方としては、関税が今後の欧州経済と物価上昇を抑制する。こうした見方は金融政策の大幅な緩和期待に繋がるが、ラガルド欧州中央銀行（ECB）総裁は、競争力強化に向けた政策の決定と実施は中央銀行ではなく議会の責務であると明言し、「ECBは何でも屋ではない。我々には我々の責務があり、それは物価安定の確保である」と述べた。

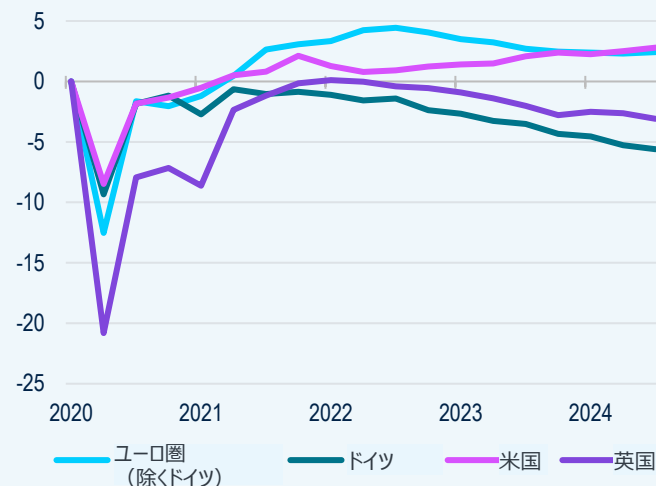
直近のECBの政策決定会合に先立ち、市場は2025年内の利下げ幅として150bpsを織り込んでいたが、我々は100bpsの利下げを予想し、その見通しを据え置いている。ECBは現状3%の中銀預金金利を6月まで25bpsずつ引き下げて2%とし、その時点で緩和サイクルを停止すると見ている。

各国の競争が加速する中、EU・メルコスール自由貿易協定が重要な例外として際立っている³。この貿易協定はメルコスールからの2カ国・地域間貿易の91%、EUからの2カ国・地域間貿易の

99%を網羅する。これにより、メルコスールは10年間で貿易関税の72%を取り除き、EUは同期間で92%を取り除くことができる。EUにとって、この協定はサプライヤーを分散化し、食料品、エネルギー、重要鉱物などの貴重な資源にアクセスする戦略的機会を提供する。メルコスールにとって、協定は国際競争力を高め、より持続可能な経済発展を推進する。こうした潜在的な利益にもかかわらず、協定の実施には、欧州理事会、欧州議会、メルコスール諸国による複数年を要する承認プロセスが必要となる。さらに、承認プロセスは競争上の懸念から、フランス、オーストリア、ポーランドからの強硬な反対に直面している。

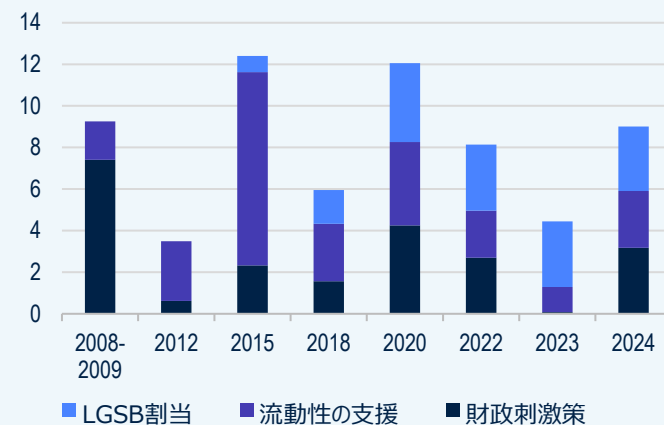
ドイツは引き続き電気自動車市場における中国車の拡大からマイナスの影響を受けているが、世界第2位の経済大国である中国の政策当局は独自の競争力の強化策を準備している（中国の最近の景気刺激策の内訳については図4を参照）。12月の中国共産党中央政治局の声明は、同国の構造的・循環的逆風および幅広い成長ドライバーの必要性をはっきりと認識する内容だった。こうした中、中央政治局は中国人民銀行に対して、2008～09年の世界金融危機以降で初めて「適度に緩和的な」金融政策を運営することを認めた。

図3：ドイツの経済成長はコロナ禍によって失速（コロナ禍以前のGDPの乖離率、%）



出所：マクロボンド

図4：中国の新たな刺激策は複数の追加施策で構成（刺激策、対GDP比）



出所：IMF, PGIMフィクスト・インカム、2024年11月12日現在。

3. メルコスール加盟国には、アルゼンチン、ボリビア、ブラジル、パラグアイ、ウルグアイ、ベネズエラ（2016年に停止）が含まれる。

また、中国は国内の消費を促進するために、反循環的な「類を見ない」積極的な財政政策を通じて不動産市場の安定を目指している。こうした社会的利益の初期兆候に加えて、「現代産業システム」を構築するための産業推進も継続する。このアプローチに基づき、中国は2025年にGDPの少なくとも2%の正味財政刺激策を目指しているようだ。

経済成長の回復を目指す中国は、公式の成長目標を「少なくとも5%」から4.5～5.0%の範囲に下方修正する可能性がある。我々は関税の不確実性、政策が効果を及ぼすまでの時間的な遅れ、成長目標実現に対するリスクを考慮し、2025年の成長率予想を4.5%から4.2%に引き下げた。米国による関税の実施/有効性が軟化し、中国が刺激策を速やかに実施するようであれば、我々は成長率予想の引き上げを検討する。

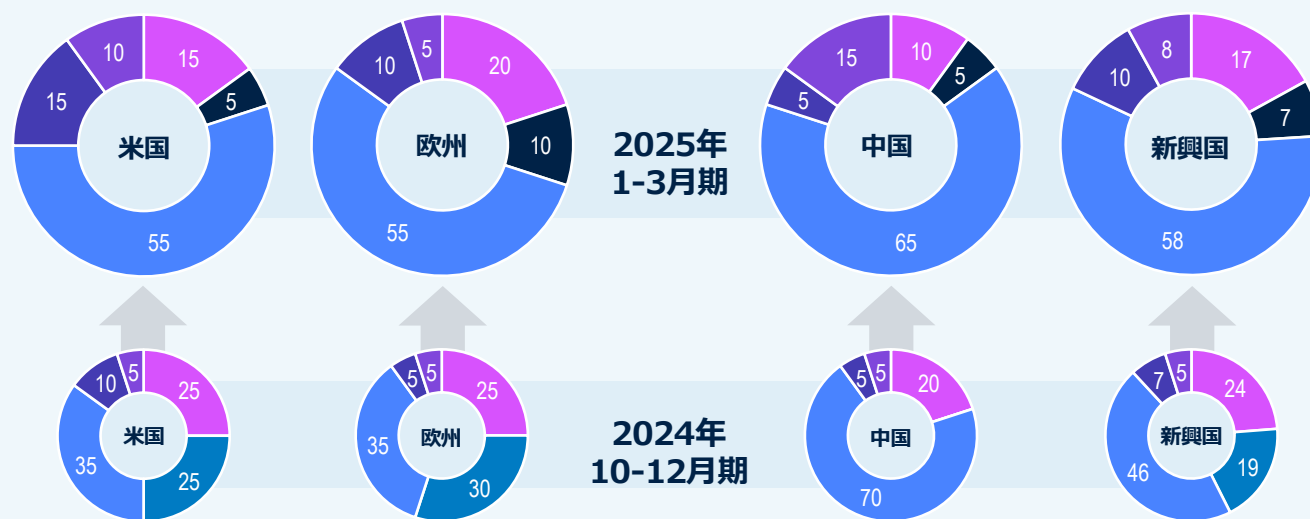
競争環境激化の兆候は日本でも見て取れる。日本の経済指標は、持続可能な2%のインフレ率目標と整合的である。衆院選後の国内の政治的不確実性を考えると、インフレ率をさらに押し上げる財政拡大の上振れリスクが存在する。加えて、日本では円安がインフレに大きな影響を及ぼすことを考慮すると、日本銀行は2025年中の50bps利上げの一環として1月に25bps利上げを実施、2026年にさらに50bpsの利上げを実施することで、政策金利は1.25%になるだろう。

競争激化と各国が経済成長を重視している姿勢を踏まえると、我々は前四半期と比較して基本シナリオである「ソフトランディング」の発生により傾いている。どの地域でも55%以上の確率での「ソフトランディング」を予想するが、成長リスクは米国では上方に、そして欧州では下方に傾いている（図5）。中国の経済成長を緩やかと

見る我々の基本シナリオは、経済成長に対する小幅な上方向リスクがインフレに対する下方リスクを相殺している。

図5：PGIMフィクストインカムの2025年1-3月期の経済見通しでは、2024年10-12月期と比べて、基本シナリオの生起確率を引き上げた（%、確率）

- 景気後退
- スタグフレーション（2025年1-3月期に追加）
- ソフトランディング（基本シナリオ）
- 名目GDP高進
- 狂騒の2020年台
- ウィークフレーション（2025年1-3月期に消除）



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

セクション 4

グローバル・クレジットの見通し

グローバル・クレジット・リサーチ・チーム

04

社債は堅調なスタート

底堅い経済成長と堅固な信用ファンダメンタルズが2025年のクレジットの堅調なパフォーマンスを支える。概して、収益、利益率、粗利益のトレンドは比較的持続性があると思われ、発行体の観点からは雇用と賃金は引き続き徐々に改善（賃金上昇は抑制されている一方、雇用のし易さは向上）しており、在庫とサプライチェーンは依然として適正である。借入コストは先進国市場の金利がピークを打つとともに低下しつつあるように見られ、負債調達は格付を問わず広く実施可能な状況にある。ただし、企業のファンダメンタルズはトランプ新政権の政策によって明らかに影響を受けると思われ、特に政策の二次効果および三次効果には留意している。健全な信用ファンダメンタルズに対する最大の潜在的リスク要因は、景気や世界的な政策の変化である。信用リスクプレミアムが縮小し、ストレス下のローンや社債では発行体と債権者の債務管理活動がリターンの大きな決定要因になっている中、銘柄選択の重要性が増している。

その根底にあるもの

2024年前半にピークアウトした世界の社債のデフォルト率は、引き続き長期平均を下回って推移するだろう。経済見通しに大きな変化がなければ、デフォルト率は今後は横ばいかやや低下すると見ている。脆弱な格付構成と変動クーポンの素早い金利調整を踏まえると、グローバル・ローンのデフォルト率は引き続きハイイールド債を上回るだろう。デフォルト率は低い一方、

世界のクレジット市場では発行体による債務管理活動が重要な構造的テーマになっている。デストレスト・エクステンジがコロナ禍後に急増する中、この新たなパラダイム下では規模と柔軟性を併せ持つ運用者が優位となっている。

M&Aが加速

M&Aはコロナ禍後も回復が続いており、2025年に大きく加速するだろう。良好な反トラスト環境、企業の自信の高まり、幅広くアクセス可能なクレジット/資金調達市場が活発なM&A活動を支える。ヘルスケア、テクノロジー、消費者セクターのM&A活動が最も増加するだろう。M&Aは一般的にハイイールドとローン発行体にとっては好材料である一方、買収側となる高格付企業のレバレッジが上昇する場合には留意が必要である。M&Aの増加は、特に米国レバレッジド・ファイナンス市場での純発行額を急増させることになり、総発行額は大きかったが純発行額は最小限だった過去数年とは様相が異なる可能性がある。

注目を集める米国の政策動向

市場はトランプ政権の大胆な政策を心待ちにしているが、二次効果や三次効果（世界各国の反応やエスカレーションを含む）が特定のセクターに大きな影響を与える可能性がある。米国内では、移民政策の大転換がサービスセクターを中心に企業の雇用に悪影響を与える可能性がある。幅広い規制緩和は短期的には追い風だが、長期的な影響は複雑で注視していく必要がある。顕著な例は、米国の金融業界に対

する規制当局の緩和的なアプローチである。

当社クレジットアナリストの主要業種の見方

世界のクレジット・ファンダメンタルズはコロナ禍後のピークから軟化しているが、依然として堅固である。企業の収益と利益率のトレンドは健全で持続性があるように見えるが、欧州自動車業界は徐々に弱含んでいる。

消費者は全体として大きな影響を受けていないが、二極化は続いている。低所得者層は引き続き購買力が弱く、割安な価格を求める一方で、中高所得者層は実質賃金の増加、資産効果、低い債務返済負担、力強い雇用、信頼感の向上による恩恵を受けている。

グローバル金融は依然としてファンダメンタルズが良好で、底入れした純受取利息、資本市場とM&A活動の拡大、健全な資産パフォーマンスによる恩恵を受けている。米国の金融サービスの規制緩和は短期的には追い風だが、長期的にはリスクになり得る。

AIは依然として複数年に及ぶ構造的な成長エンジンであり、社債にも様々な影響がある。AI関連の投資は実体経済の多くのセクター（テクノロジー、電力、工業、エネルギー、通信など）や地域に浸透しており、我々は設備投資や生産性への影響がより顕著になると見ている。

グローバルな製造業や耐久消費財/高級品では軟化傾向が続いており、これは中国経済が回復の初期段階に過ぎないことが原因である。

グローバル化学品などのセクターは在庫が一巡して底入れしたが、生産活動の回復はまだ不透明である。名目金利の高止まりは、自動車、住宅、資本財、通信に悪影響を及ぼしている。興味深いことに、これらのセクター以外では高金利の累積的影響を懸念する見方は限定的である。

原油の供給過剰拡大は世界のエネルギー・ファンダメンタルズの重石になると見られ、同セクターでは発行体の力強いバランスシートと健全なキャッシュフローが重要な緩和剤となる。他の主要なコモディティも緩やかなデフレ的追い風を提供しているが（製材、鉄鋼、天然ガスなど）、電力供給に関連する銅・金属は引き続き上昇基調にある。

企業の視点では、雇用と賃金のトレンドは引き続き徐々に改善している（労働需給の改善や対処し易い賃金環境など）。しかし、娯楽/サービスセクターでは賃金上昇圧力が継続すると見ている。過剰な需要が平均回帰するにつれて、新型コロナウイルスの際に売り上げを伸ばしたセクターでは価格支配力が剥落している（消費財、小売、食品/外食、建築資材、包装など）。とは言え、企業の利鞘は高水準を維持しており、2025年の利益率は小幅に上昇すると見ている。

トレンドスコア	
積極的	↗ (4トレンドスコア)
中立	● (2-3トレンドスコア)
消極的	↘ (1トレンドスコア)

2025年1-3月期の米国と欧州の投資適格債に関する議論の概要

各セクターのファンダメンタルズ			
脆弱 ←←← →→→ 強固			
1	2	3	4
通信	メディア ●	ケーブル ●	米国・欧州の通信 ●
消費者	小売 ● 外食 ● 食品/飲料 ● ヘルスケア・サービス ● スーパーマーケット ● 空運 ●	宿泊施設 ● 消費財 ● ヘルスケア商品 ↗ 医薬品 ● タバコ ● 欧州の高級品 ↘ 欧州の消費財 ↘	自動車 ●
金融	カナダ銀行 ● 金融機関 ●	米国の大手銀行 ● 米国の地方銀行 ● 生命保険 ● オーストラリア銀行 ● 欧州の保険 ●	損害保険 ● REIT ● 欧州銀行 ●
不動産	欧州不動産 ●		
ヘルスケア	ヘルスケア・サービス ●	ヘルスケア商品 ↗ 医薬品 ●	ヘルスケア関連REIT ↗
住宅		建設資材 ● 宿泊施設 ●	住宅関連REIT ●
工業・製造業	欧州化学品 ● 化学 ● 鉄道 ● 欧州自動車 ●	紙・包装 ● 航空宇宙/防衛 ● 欧州の航空宇宙・防衛 ↗ 欧州建設資材 ● 欧州資本財 ●	多角化製造業 ● 工業関連REIT ●
金属・鉱業			金属・鉱業 ●
石油・ガス		油田サービス ●	独立系 ● 統合型 ● 精製 ● パイプライン ●
テクノロジー		テクノロジー ● 欧州のメディア・テクノロジー ●	
公益・電力	電機 ●	欧州の公益 ● 欧州のインフラ・輸送 ●	

出所：PGIMフィクスト・インカム

セクション 5

セクター別見通し

05

先進国金利

見通し：引続き相場の振幅に備えつつ、行き過ぎた相場には逆張りに対応。先進国の中央銀行はデータ依存を強調しており、先進諸国の金利環境は激しい上下動に晒され続けると予想する。最近の取引レンジ内での推移が継続すると見ており、市場が上下動する中での中央値（収束水準）の見極めに注力する。

■ 昨年の相場を特徴づけた市場の大きな変動は、先進国中央銀行の方針がフォワードガイダンスではなくデータ重視に軸足を移したことに伴い発生した。FRBとECBがともに昨年最後の政策決定会合でデータ次第の姿勢を一層強めたことから、今後も金利の大きな変動が続くと予想される。

■ こうした変動の方向性と規模は、各国がそれぞれ経済成長の加速を模索（詳細は「世界経済の見通し」のパートを参照）する中で、市場参加者が中央銀行の反応関数に照らして各種データをどう認識するかによるところが大きい。例えば、米国やユーロ圏でインフレ率が2%目標をやや上回って高止まりする場合、長期債利回りはそれぞれのレンジ上限近くにとどまり、足元のイールドカーブのスティープ化を下支えすることになるだろう。

■ 経済指標を分析し中央銀行の行動を予測するには時間も労力も必要だが、昨年の経験から得られたものは明快かつ有益だった。これを踏ま

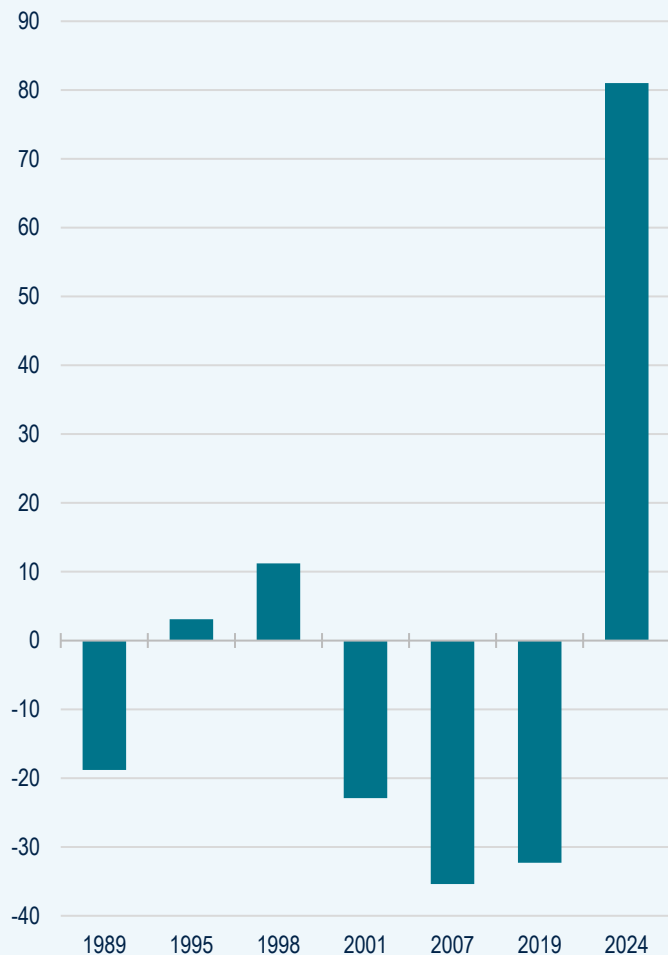
え、先進国の金利運用での舵取りに当たっては、レンジ内での極端な振れに際して逆張りに対応することが最適なアプローチであると考え。こうした極端な振幅をもたらすシナリオはその後消滅し次のシナリオに移行していくことになる。

■ 中央銀行の動向に関しては、世界貿易が転機を迎える可能性、根強いインフレ、そして全般的なデータ重視の姿勢依存が引き続き環境想定 of 修正を促すことになる。例えば、直近のECB会合に先立って、市場は中銀預金金利が今後150bps引き下げられることを想定していたが、我々の想定は100bpsにとどめていた（2025年に預金金利は2.0%まで低下すると予想）。

■ 同様に、予想されるFRBの利下げ軌道に関しては、昨年9月に50bpsの利下げとともに緩和を開始した時点での想定よりもペースが大幅に鈍化している。FRBは昨年最後の政策決定会合において、今年の予想利下げ幅を50bpsに半減し、ターミナルレートと中立金利の予想をそれぞれ3.1%と3.0%に引き上げた。これらは今年はさらに引き上げられる可能性がある。

■ 経済状況が明らかになる中で、FRBは2025年に3回の25bps利下げを実施すると我々は予想する。

図：歴史的に早期利下げは金利リターンにとって良い兆候となるが、直近のサイクルでは特に際立っている（FRBの利下げサイクル開始後3か月の10年債利回りの変動、%）



出所：ブルームバーグ

セクター別見通し

- 長期金利が高止まりする中、ターミナルレートと中立金利予想の上方修正と、それに伴う利下げの予想軌道の上方修正とがイールドカーブのスティープ化に寄与しており、これは過去の利下げサイクルを踏まえても特に顕著である（現在の利下げサイクルにおける米国10年債の例図を参照）。

- 潜在的な政策引き締めに関して、日本銀行は12月には僅差で金利据え置き判断をしたにもかかわらず、引続き2025年に複数回の利上げを検討している。日本銀行が賃金上昇が今年実現すると予想していることを踏まえると、1月と年半ばに各25bpsの利上げを実施すると予想され、これにより政策金利は2025年末までに75bps、場合によっては1%に上昇する可能性もある。予想される利上げによって日本国債の短期ゾーンがリスクに晒されるが、一方で既に売り込まれて利回りが上昇した長期ゾーンに関しては、特に米国長期債利回りが低下した場合には買い直される可能性がある。

エージェンシーMBS

見通し：短期的な見通しについては、バリュエーション、ネット組成額の低迷、銀行需要への期待などから前向きな見方。30年物の低クーポンやプロダクション・クーポン（新規発行債）を選好している。

■ MBSのスプレッドは2024年10-12月期に大幅に拡大しており、現在のバリュエーションを考慮すると、当面は前向きな見方をしている。また、長期的にも国債やスワップ対比で積極的な見方を維持している。住宅ローン金利の上昇を背景に、2025年のネット供給量は2024年とほぼ同水準になることが予想され、ネットの発行総額は2,000億米ドル未満にとどまるだろう。米国国債や投資適格社債の発行額と比べれば、この水準は極めて少ないものになる。

■ プライマリーレートが高い上、手頃な価格の住宅の不足が続いており、このことが引き続き住宅ローン申請

にとって大きな逆風になっている。FRBが利下げペースを緩めた場合、繰り上げ返済は低位にとどまり続けることが予想される。他方、トランプ政権下での規制緩和により、MBSの保有については資本負担が軽減される可能性があり、この場合、銀行からの需要が期待される。また量的引き締め終了に伴う銀行預金の増加も、MBS需要を支える要因になるだろう。

■ 我々の見通しにとってのリスクは、FRBの動向に関するものである。特に、FRBが比較的タカ派的なスタンスを維持し、市場の利下げ期待が後退し続ける場合のリスクが挙げられる。さらに、FRBは保有するMBSのロールオフ（償還分の再投資を停止すること）を継続すると見られ、量的緩和プログラムが復活した場合でも、MBSを再び購入する可能性は低いだろう。また、インデックス・スプレッド自体はさほど魅力的ではな

いが、ゼロ・ボラティリティ・スプレッド（金利変動リスクを考慮しないスプレッド）は依然として魅力的なレベルにあり、とりわけ高クーポン債には大きな投資妙味がある。

■ コンベクシティ特性に優れ、デレーション感応度が低いことを考慮して、TBA（発行時点ですプレールの詳細が未定の証券）よりも特定プール（ローン特性が明確な証券）を選好する。また、30年物の低クーポンやプロダクション・クーポンへのエクスポージャーを推奨すると同時に、最近のパフォーマンスがコンベンショナル債に対して劣後していることから、ジニーメイ債に投資妙味があると見ている。

図：2024年10-12月期におけるMBSスプレッドの大幅な拡大が、当セクターに対する前向きな見方の裏付けとなっている
（ブルームバーグMBS指数OAS、bps）



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ

気候バリュー・アット・リスク手法の問題点

急速に変化している世界において、投資家は気候変動が投資に及ぼすリスクを理解する必要がある。気候リスクは大きく2つに分類される。1つ目は「物理的リスク」と呼ばれ、気候変動がもたらす物理的な影響や、有形資産およびインフラに対するリスクを指す。2つ目は「移行リスク」と呼ばれ、低炭素経済への世界的な移行に伴うリスクを指す。例えば、内燃機関自動車から電気自動車への移行がその一例である。

投資家がこれらのリスクをそれぞれ定量化するためのツールにはさまざまなものがあるが、その中で近年とりわけ普及しているのが「気候バリュー・アット・リスク」である。このツールは、これらのリスクに関する検証をポートフォリオレベルで提供することを目的としている。このツールによって、排出削減目標を達成するために必要な排出量の削減幅が計算され、それにカーボンを掛け合わせることで数値化することができる。この数値を使用すれば、企業にとってのコストを算出することができ、発行体の負債や株式価値に与える影響も試算することができる。

残念ながら、気候バリュー・アット・リスクにはいくつかの欠点がある。第一に、このモデルはカーボンコストを想定している点である。カーボンプライシングに関するどのような想定であれ、例えば気温上昇を1.5度以内に抑える目標を達成するために必要となる想定は、およそ現実的とは言えないだろう。世界銀行のデータによれば、現在、世界全体の排出量のうち、必要な水

準を上回る価格が設定されているのは約1%に過ぎない。つまり、現行のグローバルなカーボンプライシング制度では、1.5度シナリオで想定される目標を達成する上で、カーボン価格が十分に高く設定されているとは言えない。第二に、カーボンコストが単純に「税金」のように取り扱われている点である。現実には、移行中のセクターがカーボン・インテンシティを下げのために必要な資金を確保するには、補助金支援や補助金と税金の組み合わせを導入する方が政治的には実現可能性が高い。一部のセクター、特に自動車の分野では、最も効果的な政策に価格設定が伴っていない場合が多い。例えば、車両排出基準といった「命令と統制」に基づく義務がその一例である。

気候バリュー・アット・リスクモデルに関する3つ目の限界は、負債の価値への影響を推定する方法に関する点である。まず、このモデルでは移行リスクが負債の価値にまだ織り込まれていないと仮定している。次に、気候バリュー・アット・リスクモデルでは、全ての債券に同じリスク水準を一律に適用している。しかし、個々の債券のリスクは一律ではない。満期や優先劣後関係が異なれば、当然ながら債券は異なるリスクを負うことになる。また、たとえ発行体がこれらのリスクに晒されていたとしても、全ての債券が同じように影響を受ける訳ではない。加えてこのモデルでは、企業は硬直的であり、政策が厳格化された場合には適応できないと想定されている。同様に、コストの全額が企業によって負担されるものとしている。しかし、これらコスト

の一部は常に消費者に転嫁されており、特定の業界、例えば公益事業では、ほとんど全てのコストを消費者が負担している。

こうした限界を踏まえ、気候リスクやそれが個別の信用リスクに与える潜在的な影響を考える場合、よりボトムアップな、個別事情を踏まえた検証方法を採用するのが好ましいと当社は考える。例えば自動車業界について、EUは1992年に「ユーロ1基準」を導入し、ガソリン車の排出量を約60%削減した。新たな「グリーン・ディール」では、2025年までに新車の平均排出量をさらに15%削減し、2030年までに55%、そして2035年にはゼロ・エミッション車のみとすることを計画している。

各自動車メーカーには達成すべき排出目標が課されており、初回の本格的な評価は2025年、その次は2030年に行われる。この目標を超えた場合、1キロメートルあたりの排出量1グラムごとに自動車メーカーはその年に販売した全ての車両に対し、1台あたり95ユーロの罰金を支払わなくてはならない。その結果、前提条件次第では巨額な罰金になる可能性があり、とりわけ量販車メーカーには負担が重いものとなる。販売台数が多い年にわずかも超過があった場合には、総額では巨額の課徴金となる。一部の試算では、罰金が100億ユーロを超える可能性もあるとされている。なお、この業界全体での年間EBITDAは約900億ユーロとなっている。これを踏まえれば、罰金は業界にとって大きな影響を及ぼしかねない。

もちろん、これらの試算が2025年、2030年、あるいは2035年のいずれの年を対象としたものかは明確ではない。また、2020～21年にかけて、EU排出基準が最後に厳格化された時に見られたように、規制上の要求があれば通常、各メーカーは1年以内に大幅な改善を実現できるものである。しかし、確実なのは、このことが投資家のセンチメントに影響を及ぼし、各メーカーのクレジットスプレッドの大きな変動要因になり得るということである。

排出目標は重要だが、これは業界が直面するいくつかの課題の一部に過ぎない。過去半年から1年の間に、欧州の自動車メーカーは中国市場で現地メーカーとの激しい競争に晒されている。そして、EVの普及に関する課題も指摘されるようになってきている。さらに最近では、中国とEU間、または米国と世界の他の地域間での関税リスクも高まっている。加えて、欧州経済の見通し次第で、欧州での自動車需要も影響を受けることも懸念されている。

各メーカーの目標を特定した上で、今後数年間の車両構成の推移をモデル化することで、どの自動車メーカーが目標を達成できない可能性があるか、またその結果、どの程度の罰金が課せられるかを推定することができる。また、EV普及率や現在の排出量と目標値との差異についても仮定できる。注目すべき点は、各メーカーがこうした目標を達成するためにはさまざまな手段がありうるという点である。最も確かな手段は、より多くのEVを販売することだが、排出量クレジットに余剰がある他のメーカーとクレジットを共有することもできる。こうした点を全て考慮した上

で、罰金に対して特に脆弱だと考えられるメーカーのランキングを当社では作成している。

このプロセスでは、気候バリュー・アット・リスクモデルで得られるものとは異なる結論が導き出されることが多い。一例として、ある大手ESGデータベンダーのデータによれば、全ての自動車メーカーの中で最も大きな罰金を課せられると予想されているメーカーの債券が、気候バリュー・アット・リスク上ではゼロと推定されている。気候バリュー・アット・リスクモデルでは、現実の移行規制におけるリスクが十分に反映されていない可能性がある。

ESGは、信用力を構成する多様な要素のうちの一つに過ぎない。アナリストやポートフォリオマネージャーは、他の重要な信用情報を加味しながらESGを考慮し、目標とするリスク調整後のリターンを実現するための分析を行っている。ESGを取り巻く規制や政治の複雑性を考えれば、単純なトップダウンでのツールに頼るのではなく、より慎重なボトムアップの検証アプローチを取るべきだろう。ESG要因をより厳格な財務モデルの項目として取り入れることで、プロセスの観点からも、気候リスクの複雑性や信用力への影響をより効果的に捉えることができるだろう。

証券化商品

見通し： 高格付に焦点を当てた投資方針を維持。引き続き、最上位またはそれに準じた資本構造上位のトランシェを 선호する。これらは相対的価値が高く、リスク調整後のリターンが高いと見ている。スプレッドは過去の平均的な水準で推移すると見られ、キャリー収益が主要な投資テーマになるだろう。堅調な需給のため、スプレッドや信用カーブのタイト化がさらに進む可能性があるが、短めのスプレッドデュレーションで投資ポジションを取っている。同様に、クレジット感応度がより高い投資については、機動的で選別色の強い投資スタンスを維持している。信用カーブはフラットになり過ぎていると思われ、見境なく資本構造の下位クラスに配分する場合、下振れリスクの方が、潜在的なリターンよりも大きくなるだろう。

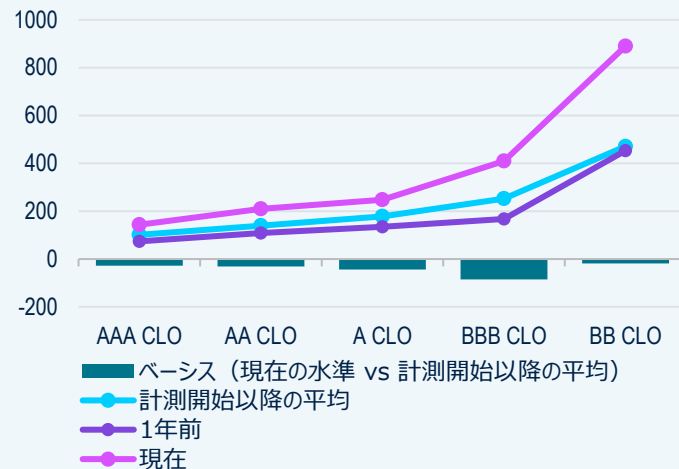
■ **CMBS**では、CRE（商業用不動産）価格の調整が昨今の高金利環境を反映する形で進んでおり、現時点でのバリュエーションはさまざまな価格インデックスから見ても、底値に近いと思われる。今後の長期金利の展開を考えれば、V字回復は見込みにくい。不動産セクター全体では、CRE価格は横ばいになると予想しており、バリュエーションが明瞭になるにつれ、取引活動も次第に回復するだろう。ローンの満期が到来すると、低い不動産評価と高い利率のために借り換えの困難に直面することから、延滞や条件変更の動きが続くと見られる。5年物AAA格コンデュイット証券は、同年限の投資適格社債に比べてスプレッドが魅力的であり、引き続き投資価値が高いと見ている。他方で、資本構造の下位クラスでは

シングルアセット・シングルボロワー証券にも投資妙味が生まれており、慎重ながらも選別的に投資を拡大している。

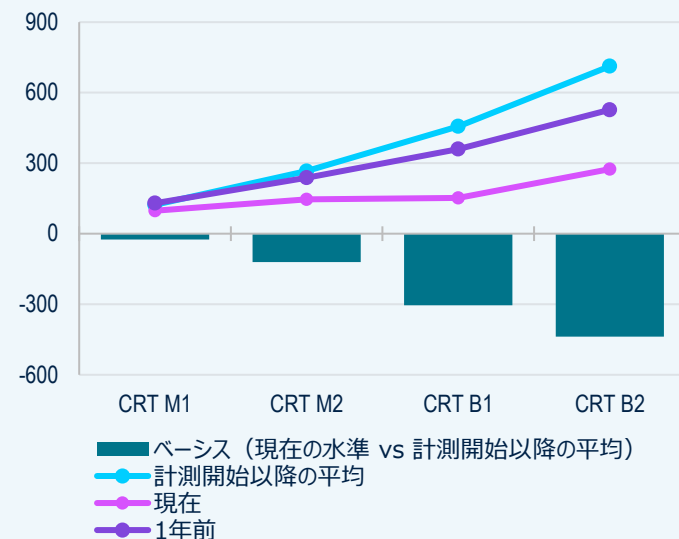
■ **RMBS**に関して、住宅ローン市場では、住宅ローン金利の上昇で住宅購入余力や需要に影響が出ているが、中古住宅の供給の増加は長期平均を下回っており、住宅価格を下支えしている。住宅ローンの引き受け基準が強固な中、モーゲージクレジット商品について引き続き強気な見方をしている。ただし、連邦住宅局（FHA）ローンや非適格住宅（非QM）ローンの延滞率が上昇している点には留意している。RPL（リパフォーミングローン）と第二抵当権順位の債券は、社債やその他の非エージェンシー証券化商品に比べてスプレッドが厚いことから、投資価値があると見ている。モーゲージクレジットに対しては前向きな見方をしているが、2024年にスプレッドが大幅に縮小したため、クレジットリスクトランスファー債（主としてファニーメイとフレディマックの住宅ローンを原資産とする）のバリュエーションは割高感が強いと考える。

■ **CLO**では、シニアトランシェは、スプレッドの継続的な縮小にもかかわらず、多くの固定利付債券資産クラスと比べて引き続き相対的価値が高い。CLOへの足元の需給面での支援材料を打ち消しかねない、原資産のバンクローンに関する潜在的な信用懸念については、我々は引き続き留意している。

図：CMBSクレジットカーブ（OAS、bps、国債対比）



図：RMBSクレジットカーブ（OAS、bps、国債対比）



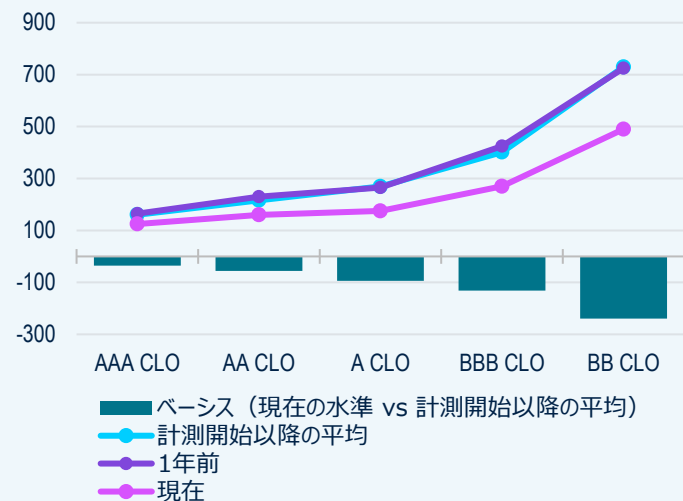
出所：J.P. モルガン、統計期間（2012年1月3日～2024年12月11日）
RMBSクレジットカーブの統計開始 CRT M1/M2（2017年1月3日）、CRT B1（2017年2月28日）、CRT B2（2021年1月4日）

セクター別見通し

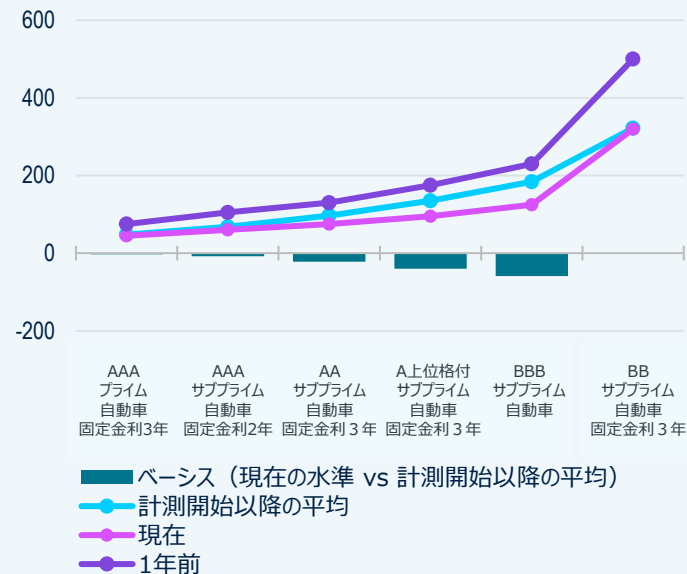
さらに、バンクローンのスプレッドは低位なネット供給と堅調な需要に支えられているが、今後CCC格への格下げやデフォルト率の上昇、回収率の低下を通じ、CLOの担保資産についてある程度の信用悪化が進むことが予想される。こうした状況を踏まえ、米国および欧州ではシニアCLOトランシェを引き続き選好している。我々はキャリー収益の増加が見込める場合は、新規発行のメザニントランシェを選別的に追加している。米国ではプレミアムが高くデュレーションが長い債券を売却し、スプレッドが中位の新規発行案件に乗り換えることに価値があると見ている。他方、欧州ではディスカウント価格で債券を購入できる機会があり、ある程度のトータル・リターンが見込める。

■ **ABS**では、プライム消費者クレジットは依然として底堅さを維持している一方、インフレと可処分所得の減少の影響が、最も脆弱な消費者層を引き続き圧迫しており、その傾向はニアプライム層でも見られつつある。インフレ率と金利が低下する環境は有効だろうが、その効果には時間を要する。よって、消費者の信用力低下が一段と拡大する兆候が生じないか、引き続き警戒している。当面のスプレッドについては強気に見ているが、大量供給という逆風には注意している。我々はトップティアの無担保消費者クレジットやサブプライム自動車ローン、ならびに質の高い消費者クレジット資産へのエクスポージャーを提供する重要リスクトランスファー債（SRT：Significant Risk Transfers）を選好している。

図：CLO クレジットカーブ（OAS bps, SOFR比）



図：ABS クレジットカーブ（OAS、bps、国債比）



出所：PGIMフィクスト・インカム、J.P. モルガン

投資適格社債

見通し：安定したキャリーを重視する。グローバルな投資適格社債のスプレッドは数十年来で最もタイトな水準に近いが、社債利回りは引き続き魅力的である。これが、アセットアロケーターからの資金流入をもたらし、需給面での支援材料となっている。利回りはスプレッドの縮小に寄与してきたが、今後12ヵ月間の力強い超過リターンへの道筋は狭まっている。

■ 我々は、基本シナリオとして、米国は緩やかな経済成長を達成し、FRBが徐々に利下げを行うと予想している。米国投資適格社債指数のスプレッドは緩やかに拡大した後、約90bpsの水準に落ち着くと予想する。トランプ政権が提案する政策の組み合わせによって、プラス面（法人税率の引き下げや規制緩和など）がマイナス面（関税や移民制限など）を相殺

すると我々は考えている。その後、高成長やインフレ率の上昇により、FRBは利下げペースを（最新の見通しよりも）減速させ、投資適格社債のスプレッドは拡大する可能性もある。最終的には、大統領就任後の政策展開によって、ボラティリティが上昇することが予想される。

■ ファンダメンタルズ面では、信用格付の動向は引き続き良好である。2024年7-9月期の収益は前年同期比3.9%増（コモディティを除く）と改善し、EBITDA（支払利息・償却・税引き前利益）は過去6四半期で最高の前年同期比2.5%増となった（出所：J.P.モルガン）。レバレッジは悪化しているが、前四半期比では安定している。さらに、BBB格とA格の発行体間のレバレッジ較差は縮小している。足

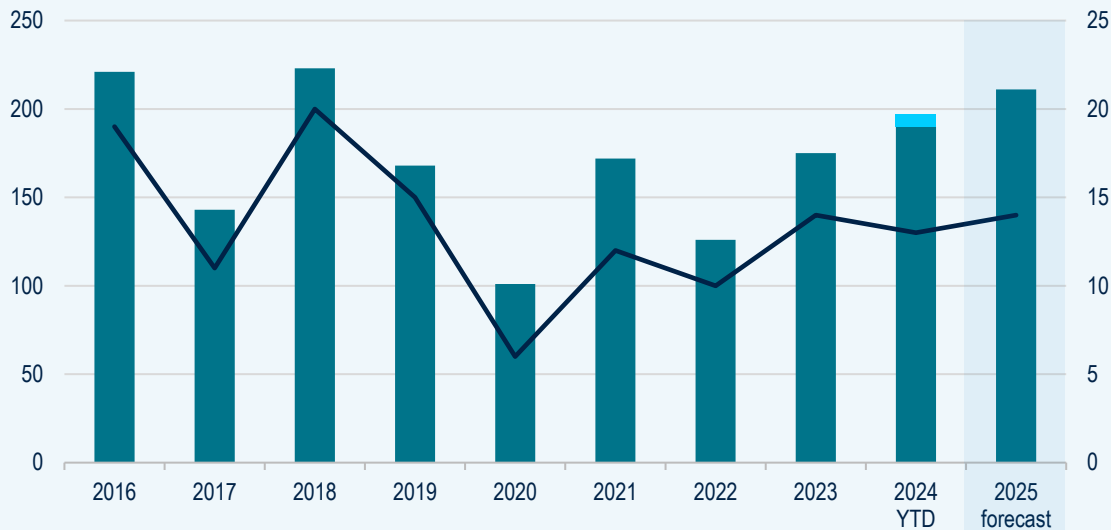
元、典型的に業績への期待が高まっているが、今後は徐々に低下していくものと思われる。

■ これまで抑えられていたM&Aによる成長への意欲は、ヘルスケア・医薬品、テクノロジー、食品・飲料、TMT（技術、メディア、通信）、さらには地方銀行などの業界で高まるだろう。M&A資金調達の構成は重要だが、経営陣は強固なバランスシートを維持するための規律を守っており、これは今後も続く予想される。

■ 需給に関する指標はまちまちで、2024年の高水準の発行総額は2025年（1.5兆～1.6兆米ドル）も引き続き維持されると見られる。

図：2024年のM&A関連の発行額1,900億米ドルは、2018年以降で最高だった。（左軸：M&A関連の発行額、10億米ドル、右軸：M&A関連の発行額が全体に占める割合）

■ 実際の発行額（左軸）
■ 保留となった発行額（左軸）
— 発行総額に占める割合（右軸、%）



出所：J.P. モルガン、2024年12月現在。

セクター別見通し

マクロ経済情勢が軟化すれば、供給の消化不良に繋がる可能性がある。1月と2月は旺盛な供給が予想される。上振れ要因として、2025年の満期とクーポンのため、ネットの供給は前年比で1,000～2,000億米ドル減少する可能性が高い。

■ ポートフォリオのポジションについて、バリュエーションは概ね横ばいであるが、10年物のBBB格債とA格債のスプレッド較差は顕著に縮小している。その結果、ポートフォリオでベータをより高めるにはあまり有利な状況にはない。ポートフォリオのリスク量は閾値に対して10%から30%の使用にとどめ、スプレッド・デュレーションはアンダーウェイトする。特に割高と思われる長期ゾーンに対する相対的に弱気な見方を維持する。

■ 欧州に関しては、プラス材料は限られているが、経済はよく持ち堪えており、企業ファンダメンタルズも堅調である。6月まではECBの利下げが続くと予想されることから、景気が大幅に下振れるリスクは、無視はできないものの、基本シナリオというよりもテールリスクであると考えている。また、2025年のネットの供給額は若干増加すると予想される。

■ スプレッドの方向性について、インフォメーション・レシオは依然として比較的低いと見ている。2024年10-12月期に欧州のスプレッドは大きくタイト化したが、2025年が経過するにつれて、拡大方向となり、レンジ推移になると予想する。対国債のスプレッドは足元の最もタイトな水準に近いが、最近のスワップ・スプレッドの急低下により、スワッ

プ・レート対比ではタイト化の余地が見受けられる。スワップ・スプレッドが大きく変動したことを受けて、ソブリン債、国際機関債、エージェンシー債は、スワップ・レート対比では割安に見える。

■ スプレッド縮小に伴い、欧州適格社債のポートフォリオではリスク削減を継続している。我々の市場リスクのオーバーウエイト幅は過去5年来で見ると、低水準にある。スプレッド・デュレーションについても中立を維持している。グローバル投資適格社債のポートフォリオにおいても、リスクの観点からは同様のポジションをとっており、スプレッド・デュレーションは小幅にアンダーウェイトし、欧州のリスクを相対的に取っている。これは、スプレッドがさらにタイトになるとの見方よりも、より良いキャリーの機会があることを反映している。

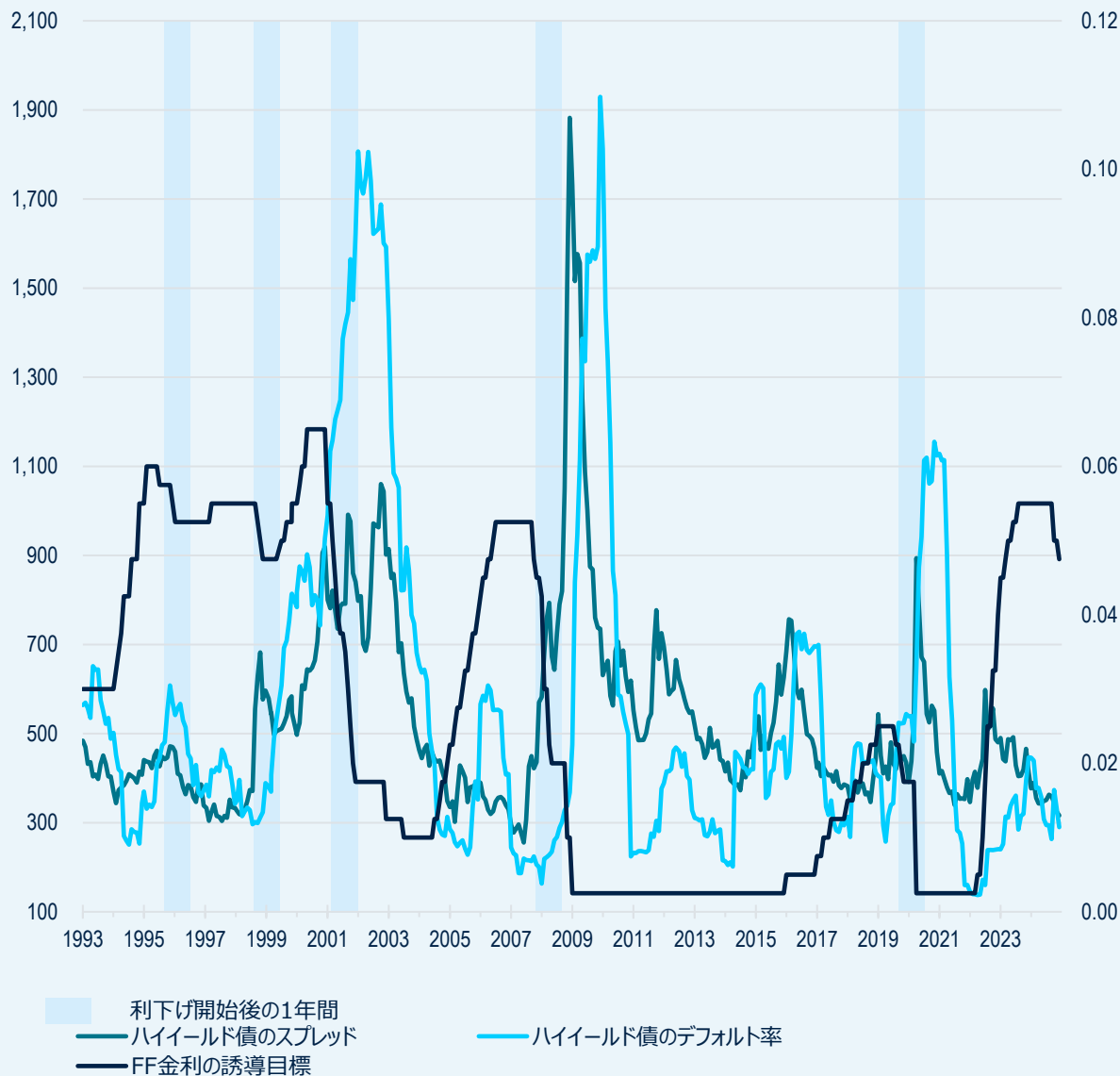
グローバル・レバレッジド・ファイナンス

見通し：堅調な地合いにある。2025年のハイイールド債券市場は、ネットの供給不足、魅力的な絶対利回り、全体的に堅調な信用環境とともにスタートした。しかし、地政学など特定の注目すべきリスクは現在のスプレッドに十分に反映されていないと引き続き考えている。よって、スプレッドのデュレーションをアンダーウエイトとしつつ、スプレッドのキャリーをベンチマークに近い水準とし、ディフェンシブなポジションを維持している。

■ ハイイールド債のスプレッドは、世界金融危機前の最タイトに迫る水準で新年を迎えた。「トランプ・トレード」が本格化する中、経営陣の強気姿勢と楽観論が高まっており、これは米国経済、企業業績、資産価格にとって良い兆しとなっている。さらに、経済情勢が悪化した場合、中央銀行による「支援」の可能性が不透明感の緩和に役立つと考えられる（図を参照）。

■ 2025年のデフォルト率は1.5%を下回ると予想され、現在のスプレッド水準が正当化される。実際、今年は投資適格への格上げ件数が減少し、ネットの発行額も増加すると予想されるが、ダイレクト・レンディングとシンジケート・ローンでの調達増も相俟って、需給環境は引き続き下支えされると思われる。また、当面は債務償還の壁にも対処できていると考えている。

図：FRBの利下げ局面におけるハイイールド債のスプレッドおよびデフォルト率の変化（左軸：最低のスプレッド、bps、右軸：%）



出所：J.P. モルガン

セクター別見通し

■ ファンダメンタルズの見通しについては概ね楽観的だが、現在のバリュエーション、トランプ政権を取り巻く不確実性、地政学的リスクの高まり（緩和しつつあるとはいえ）により、我々のポジショニングはそれほど強気ではない。

■ デュレーションの短い債券をオーバーウェイトする一方、デュレーションの長い優良発行体の一部に替えて質の高いキャリー目当てのAAA格CLOを保有している。業種別では、住宅建設と電力・独立系発電のオーバーウェイトを維持し、一部の健康保険と金融会社を追加している。一方、建築資材やミッドストリームエネルギーは削減している。

■ トータル・リターンが9%、スプレッドは60bps以上の縮小となり、米国のレバレッジドローンは2024年を予想以上のパフォーマンスで終えた。年末にかけて多額のキャッシュが部分償還として支払われたことや、ETFからの資金流入が好調であったことから、2025年初の需要は引き続き高水準で推移すると予想される。債務管理活動（LME）が増加する中で、デフォルト率は4%から5%程度まで上昇する可能性が高いと思われるが、市場価格全体に大きな影響を与えることはないだろう。

■ 2024年のアウトパフォームを経て、2025年のレバレッジドローンのトータル・リターンは6.5%と予想される。我々の予想は、現行の高いクーポンと利回り、堅調なCLO組成、そして機関投資家および個人投資家からの継続的な資金流入が裏付けとなっている。しかし、新規発行の急増や

SOFR（担保付翌日物調達金利）の低下（つまり、クーポンレートの低下）は、最終的にトータル・リターンの押し下げ要因となる可能性がある。

■ 我々は、ファンド傘下の発行体のB格低位ローンやCCC格ローンよりも、公開企業のBB格ローンやB格高位ローンを引き続き選好するが、これは、これらの低格付ローンがファンダメンタルにおいて厳しい状況に置かれることが予想されるためである。銘柄選択と、徹底したファンダメンタルに関するクレジットリサーチ/モデリングがますます重要になってきていると考えている。このため、デフォルトの回避が今後12～24ヵ月間の超過収益の最大の源泉となるだろう。

■ 米国の選挙結果を受けて市場が上昇したため、欧州ハイイールド債と欧州ローンのスプレッドは2024年末にかけて一段と縮小した。市場の需給は底堅いが、スプレッドは概ねフェアバリューにあるため、予期せぬショックがない限り、2025年初頭のスプレッドはレンジ相場が続くと予想される。絶対利回りが魅力的なハイイールド債とローンは、「世界経済の見通し」のパートで概説した様々な経済シナリオに基づく確率加重ベースで、今後1年間に良好な超過リターンを生み出すと予想される。また、市場の大半は信用力の高い好調な業績を誇る企業で構成されているため、当面デフォルトは現在の水準付近で推移するものと思われる。

■ ポジショニングに関しては、欧州の製造業の低迷と米国の関税をめぐる不確実性を考慮し、引

き続き景気循環関連銘柄のアンダーウェイトを維持する。また、スプレッドがフェアバリューに近く、需給も堅調に推移すると見ているため、市場中立のリスクスタンスを取っている。実際、今後も新規発行は容易に吸収されると思われる。慎重に銘柄を選択し、相対価値による投資機会を重視すれば恩恵を受ける可能性が高い。流通市場では、投資家は超過収益を生み出すため、引き続き発行体固有の信用力に注目するだろう。

エマージング債券

見通し：世界経済の緩やかな成長という我々の基本シナリオを踏まえ、新興国市場の多様性と分散を考慮した上で、エマージング市場のスプレッド、金利、為替に投資機会を見出している。しかし、マクロ面の不確実性を考慮し、全体的なリスクテイクには慎重な見方を維持する。スプレッドはタイトだが、魅力的な利回り水準と底堅いファンダメンタルズがエマージング債市場を支えている。エマージング債市場の各資産クラス内および資産クラス間のパフォーマンスのばらつきは、超過収益の獲得機会を生み出している。先進国通貨（ハードカレンシー）建エマージング債については、我々が魅力的だと考える様々な格付の発行体を組み合わせたクレジット・バーベル戦略が有効だという考えを維持している。現地通貨建エマージング債とエマージング通貨については、相対価値に重点を置き、より選別的なスタンスを取っている。我々は引き続きファンダメンタルズ、特に財政、為替水準、資金調達の脆弱性に注目している。

ハードカレンシー建エマージング国債

■ ハードカレンシー建エマージング債は2024年も他のエマージング債セクターをアウトパフォームし、特にエマージング・ハイイールド債はほとんどの債券資産クラスをアウトパフォームした。トップダウンのグローバルマクロ動向とディフェンシブな投資家のポジショニングが市場全体の基調を堅調なものとした一方で、各国固有のファンダメンタルズ要因がパフォーマンスの較差を生み出した。ハードカレンシー建エマージング債の相対的なアウトパフォームをもたらした要因は、2025年には弱まる可能性が高い。スプレッドは既にタイトな水準にあり、ディストレスト銘柄を除けば、さらなるスプレッド縮小の可能性は低下している。しかし、これはスプレッドが割高だということを示唆している訳ではなく、むしろ、ファンダメンタルズが全般的に改善基調にあり（特にハイイールド債やディストレスト債の発行体において）、当面、大きなソブリン債のデフォルトが発生する兆しはほとんどないという状況を反映

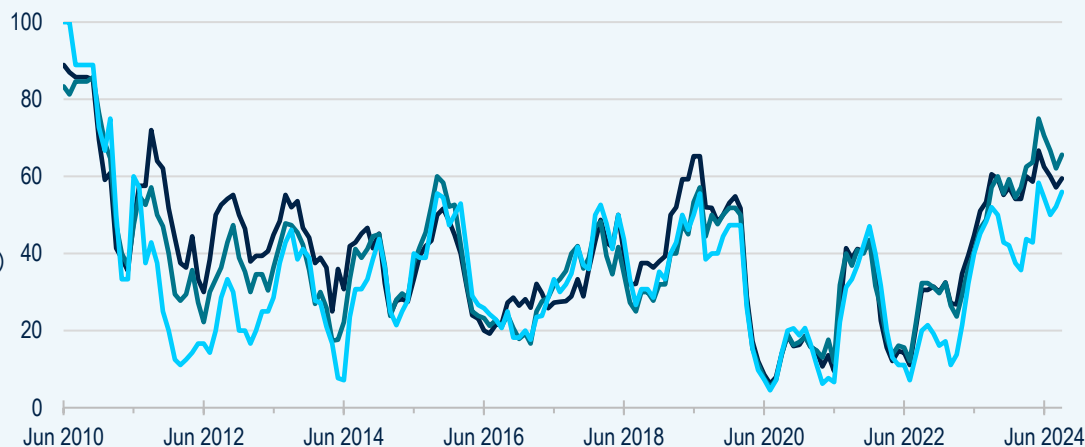
している（図を参照）。

■ トレンドに沿った（あるいはトレンドを下回る）経済成長と、米国債利回りがフェアバリュー水準にあるというマクロ環境においては、キャリアが米ドル建エマージング債のリターンの主な源泉になると思われる。過去1年間でスプレッドが大幅に縮小したとはいえ、エマージング債の利回り水準は、公募債券の中で最も高い水準にある。過去の例を振り返ると、投資開始時の債券利回りは投資リターンの先行指標であり、ハードカレンシー建エマージング債指数の利回りが約7.7%という高水準になったのは実に15年ぶりだが、その時に記録したエマージング債のリターンは特に好調であった。

■ 魅力的なキャリア効果以外にも、ハードカレンシー建エマージング債を今後も支えていく要因が複数存在する。新興国は（中国を除いても）引き続き世界経済を牽引しており、好調な米国経済も追い風となることが見込まれる。

図：新興国ソブリン債のファンダメンタルズは、特に低格付セグメントで回復している
(6か月移動平均、%)

- 全ての格付変更占到める格上げの割合 (%)
- ハイイールド債の格付変更占到める格上げの割合 (%)
- B格/CCC格以下の格付変更占到める格上げの割合 (%)



出所：J.P. モルガン

我々は、2025年の新興国全体の成長率は先進国の成長率を2.7%上回り、中国を除いた新興国の成長率も先進国の成長率を2.1%上回ると予測する。過去を振り返ると、成長率格差が2%超上回る時期は、エマージング債券のパフォーマンスが先進国債券を上回っている。

■ 我々は高ベータリスク銘柄を選択するのではなく、保守的な銘柄選択を継続しながらインデックスを上回る利回りを持ったポートフォリオの構築を追求している。我々の最大のポジションは、高い利回りと堅固なファンダメンタルズを持ったBB格のソブリン債、準ソブリン債、および社債である。そして、BBB格の発行体や、個別要因によって価格が大幅に下落しているが、魅力的なリスク・リターン特性を持った一部の発行体のポジションで補完している。

■ 世界貿易に対するショックが多くの新興国の資金フローを減少させかねないリスクがある中、我々は引き続きボトムアップ・アプローチによる国別配分を行っている。中国、中国以外の新興市場、そしてユーロ圏が世界貿易の大きなシェアを占めており、これらの国の多くが新たな関税という状況に反応すると思われる点に注目している。貿易摩擦が世界的なサプライチェーンの再編を促し、敵対国から同盟国へとシフトすることが新興国の中の勝者を生み出す。多くの国がこうしたリショアリング投資の恩恵を受けており、中南米、中東欧、アジアを含む新興国市場が主要な貿易相手国の経済と緊密な繋がりを持つという事実が浮き彫りになった。これらの国々の下振れリスクの可能性を把握することは極めて重要である。加えて、一部の新興国の累積債務水準も注視している。我々は、こうしたリスクやそれ以外のテールリスクを

考慮した結果、抑制的なリスクテイクを継続する。

■ なお、ウクライナと中東での紛争の段階的な縮小は、過去数年間にわたる地政学的圧力を幾分緩和させるだろう。

エマージング社債

■ 新興国社債のスプレッドは歴史的低水準まで縮小しているものの、ファンダメンタルズは底堅い。2026年/2027年に満期を迎える債券の「満期の壁」は新規発行市場の活況で先延ばしされており、ハイイールド・エマージング社債のデフォルト率は先進国のハイイールド社債市場と同水準の3%~4%の範囲内にとどまると予想する。グロス社債発行額は予想を若干上回っているものの、ネット供給量は依然として大幅なマイナスである。

■ エマージング社債は引き続き分散投資の機会を提供しており、高い利回りと底堅いファンダメンタルズを考慮すると、スプレッドが拡大する局面があっても、短期間で収束すると予測する。エマージング社債市場ではこれまで個別要因による（ネガティブ）サプライズが起きることが少なかったため、利回り上乗せを狙ったクロスオーバー投資家が投資意欲を見せている。短期的なテクニカル要因を見ると、供給量増加や中国、メキシコへの追加関税の報道などでやや弱含む可能性はあるものの、利回り追求の需要は依然として根強く、スプレッドはよりタイトな水準に戻ると予想している。重要なことは、新興国企業の新規債券発行額よりも返済額の方が多いため、純発行額がマイナスである点だ。

■ 我々は引き続き新興国企業の本格と一部の長

期BBB格のエマージング社債が最も魅力的だと見ている。現地通貨建金利の上昇と通貨安によるリスクを考慮して保有するブラジル社債の再検討を行い、さらに追加関税を踏まえ社債を保有するメキシコ企業のストレステストを実施した。その結果、現時点でこれらのリスクは対処可能だと判断している。

■ エマージング社債市場のリスクとしては、米ドルの高止まりや世界経済の成長鈍化などが考えられる。

現地通貨建エマージング債

■ 現地通貨建エマージング債については、慎重ながらも楽観的に見ており、各国固有の要因によって国ごとに大きなばらつきが生じると予測する。市場全体では、2025年1-3月期は利回りがレンジ内で推移するかまたはやや低下し、イールドカーブはスティープ化すると予想する。金融緩和が適切な国で、追加的な金融緩和が行われない場合、現地通貨建エマージング市場全体にとって大きな逆風となる。

■ 少数の例外を除き、大半の新興国では利下げサイクルが終盤にあり、市場が追加利下げを織り込むためには、大きなトップダウン要因の変化が必要である。ただし、追加関税とそれに伴う成長ショックに直面する国々はその例外となるだろう。中南米諸国やインドネシア、中国、南アフリカでは、財政政策に注目が集まる可能性が高い。

■ ブラジルとトルコは特殊なケースである。ブラジル中銀は利上げサイクルに着手しており、今後利上げのペースが加速する見通しである。一方、トルコは金融緩和サイクルを開始しようとしている（中国については「世界経済の見通し」のパートを参照）。

セクター別見通し

■ 中南米では、国別に異なる財政政策が差別化の鍵になる。メキシコ（2月に利下げサイクルの加速が予測される）とペルーをオーバーウェイトとしつつ、イールドカーブのスティープ化を見越したポジションを構築している。コロンビアとブラジルは、短期ゾーンを中心にアンダーウェイトとする。中欧、中東、アフリカでは、チェコとハンガリーをオーバーウェイト、金融政策の違いに着目してポーランドをアンダーウェイトとする。南アフリカはフラット化を見越したポジションを構築しつつオーバーウェイトとし、債券がスワップをアウトパフォーマンスすると予測する。アジアでは、デysinフレと経済指標の軟化を考慮し、インド、タイ、インドネシア、中国をオーバーウェイトとする。

エマージング通貨

■ エマージング通貨の動きは、米国金利やFRBの先行き予想など、他のエマージング債市場でも影響が見込まれている要因に左右される可能性が高い。米国経済の成長見通しと米金利の相対的な高止まりにより、アジア、欧州の一部低金利通貨に対し、米ドルを小幅にロングすることを基本スタンスとする。

■ 米国の通商政策が、中国人民元をはじめとするアジア通貨に特に大きな影響を与えることが予想されるため、台湾ドル、韓国ウォンをアンダーウェイトとする。今後、同様の追加関税（とその対象）が、EU、メキシコ、カナダなど他の国・地域にも課されるかを見極める必要がある。メキシコ、カナダについてはEUよりも緩やかなアプローチが予想されるため、メキシコ・ペソについては小幅のロングポジションを、欧州についてはショートポジションを維持する。マクロおよび通商政策の観点から、中南米通貨は追加関税による影響は

より低い（メルコスール貿易協定の詳細については「世界経済の見通し」のパートを参照）。我々の地域別ポジショニングでは、中南米、中東・アフリカでロングポジションを、欧州、アジアではショートポジションを維持する。2025年に中国が積極的な景気刺激策で関税によるダメージを相殺する以上の効果を出せれば、エマージング通貨全体にポジティブな影響をもたらすと予想される。

■ 新興国のファンダメンタルズもエマージング通貨のパフォーマンスに影響を与える。トルコとエジプト通貨の動向は、今後も国固有の要因に左右されると見込まれるが、しばらくは金融引き締め政策、インフレ改善がポジティブ要因となり続けるだろう。南アフリカでは、現在の好ましい状況が継続するためには、さらなる改革が必要である。ブラジルでは、通貨が乱高下する中、市場では追加的な財政対策が求められており、現在のリスクプレミアムの水準を勘案すると、2025年には状況が好転する可能性がある。メキシコでは選挙や司法改革が為替市場に既に反映されているが、目下の最大の懸念材料は米国の通商政策である。最終的に米通商政策がより現実的なものに収まれば、メキシコ通貨がアウトパフォーマンスする可能性もある。我々はトルコ・リラ、エジプト・ポンド、南アフリカ・ランド、ブラジル・レアル、メキシコ・ペソの5通貨をすべてロングポジションとしている。

■ いくつかの逆風はあるものの、エマージング通貨は年後半に向けて魅力を増していく可能性がある。米国労働市場が鈍化し、米ドルのリスクが高まり、現在のFRBのタカ派的な金利予測が転換した場合、我々は欧州（チェコ・コルナ、ユーロ）およびアジア（タイ・

バーツ、シンガポール・ドル、台湾ドル）の低利回り通貨のショートポジションを選択的かつ大幅に削減・解消することを検討する。さらに、中国が積極的な景気刺激策を実施すれば、工業用原材料価格が上昇し、原材料輸出国通貨（南アフリカ・ランド、チリ・ペソ、ブラジル・リアル）の追い風となる可能性が高い。同様に、米国がより現実的で実務的な通商政策を実施すれば、米ドル高圧力が弱まる可能性がある。

地方債

見通し：楽観的な見通しの初期段階。FRBの緩和サイクルと再投資が健全な需要を支えると予想するが、データ重視のFRBが利下げ幅を縮小（または停止）した場合、資金フローの圧力になる可能性がある。新政権が需給に影響を与えそうな政策を導入または議論することも考えられる。非課税措置の廃止が現実味を帯びれば、民間発行体、病院、私立大学の発行が前倒しされる可能性がある。1-3月期終了後はネット供給量がプラスに転じ、需給がさらに厳しくなると予想する。

■ 地方債のファンダメンタルズは健全でデフォルト率は低水準で推移し、今後悪化する兆候は見られない。非常時に備えた基金は依然として過去最高水準に近く、好調なGDP成長が歳入を押し上げるだろう。格付の観点からは、格上げが格下げを緩やか

ながらも確実に上回る傾向が続いている。ムーディーズは、学区を除くほぼ全てのセクターの格付けを「安定的」としている。

■ 需給については、プロジェクト費用の上昇に伴い発行額が増加する可能性が高い。2025年の平均供給量は2024年とほぼ同水準の5,000億米ドル以下の見込みだが、ネット供給量は2024年の440億米ドルに対し約1,050億米ドルと大幅に増加すると予想する。一方、マネーマーケットに7兆米ドルの資金が滞留しているため、1-3月期において供給は容易に消化されるだろう。再投資は100%の水準を下回るものの、1月と2月は堅調となる可能性が高い。銀行は地方債セクターの保有を減らしている（2024年は12.5%減）。

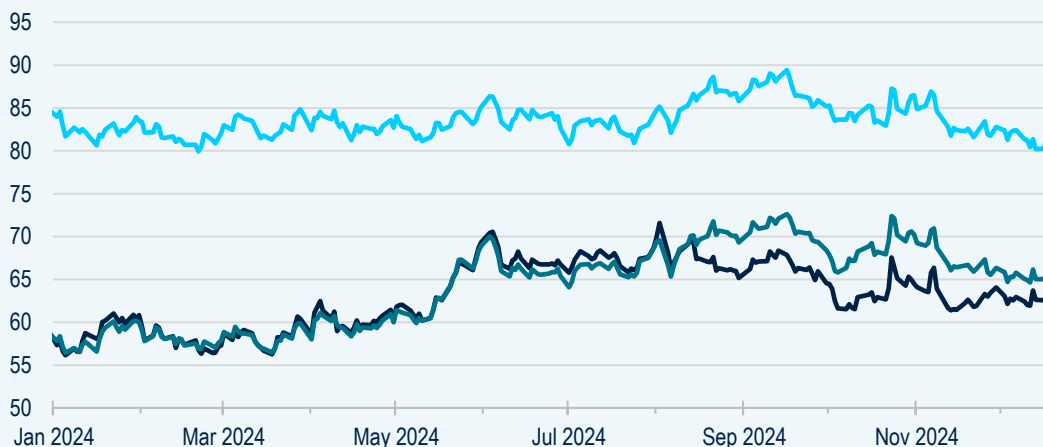
■ バリュエーションは割高で、スプレッドは52週で最

もタイトな水準に近い。地方債/国債の利回り比率も割高で、特に10年超ものは現在81%前後で推移している。これは過去5年平均の91%を下回る水準である。一方、非課税/課税地方債の利回り比率も過去平均よりも割高であるため、BABs（ビルド・アメリカ債）の期限前償還は2025年も現在のペース（毎月10億米ドル以下）で継続すると予想する。

■ 課税地方債では、控えめな供給量（約400億米ドル）が2025年も継続し、引き続き需給を支えるだろう。

図：AAA格地方債と米国債利回り比率（%）

— 5年
— 10年
— 30年



出所：パークレイズ・トレーディング、S&P グローバル・マーケット・インテリジェンス、2024年12月18日現在。

セクター別見通し

■ トランプ次期政権の政策は好影響と悪影響が交錯すると考えられる。例えば、減税により個人や企業の地方債需要が減少する可能性が高いが、関税や規制緩和で州や地方の歳入が増加する可能性もある。

■ さらに、インフレによるコスト急騰（CPIを1%押し上げと推定）が起これば、CPIに連動する一部の有料道路料金徴収方式やたばこ調停債券が恩恵を受けるだろう。一方、連邦歳出を相殺するために免税措置を廃止しても年間400億米ドル足らずだが、セクター全体に大きな混乱を引き起こす可能性がある。

■ ポジショニングについては、イールドカーブの15年超が依然としてかなりスティーブであり、キャリー・アンド・ロールの観点からはパフォーマンス向上に繋がる。しかし、割高なバリュエーションを考慮して（たとえ経済のソフトランディングという本格的な追い風がある場合でも）、スプレッド・デュレーションを抑えることが賢明だと考える。よって、FRBが緩やかな緩和政策を取る間はレンジ内推移になると予想される金利環境においては、短期のクレジットリスクと長期の高格付債券によるバーベル型ポートフォリオ戦略を我々は選好する。

セクション 6

サマリー

06

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	引続き相場の振幅に備えつつ、行き過ぎた相場には逆張りに対応。先進国の中央銀行はデータ依存を強調しており、先進諸国の金利環境は激しい上下動に晒され続けると予想する。最近の取引レンジ内での推移が継続すると見ており、市場が上下動する中で中央値（収束水準）の見極めに注力する。	米国		英国	
		欧州		日本	
エージェンシーMBS	短期的な見通しについては、バリュエーション、ネット組成額の低迷、銀行需要への期待などから前向きな見方。30年物の低クーポンやプロダクション・クーポン（新規発行債）を選好している。				
証券化商品	高格付に焦点を当てた投資方針を維持。引き続き、最上位またはそれに準じた資本構造上位のトランシェを 선호する。これらは相対的価値が高く、リスク調整後のリターンが高いと見ている。スプレッドは過去の平均的な水準で推移すると見られ、キャリー収益が主要な投資テーマになるだろう。堅調な需給のため、スプレッドや信用カーブのタイト化がさらに進む可能性があるが、短めスプレッドデューレーションで投資ポジションを取っている。同様に、クレジット感応度がより高い投資については、機動的で選別色の強い投資スタンスを維持。信用カーブはフラットになり過ぎていると思われる、見境なく資本構造の下位クラスに配分する場合、下振れリスクの方が、潜在的なリターンよりも大きくなるだろう。	CMBS		ABS	
		CLOs			
投資適格社債	安定したキャリーを重視する。グローバルな投資適格社債のスプレッドは数十年来で最もタイトな水準に近いが、社債利回りは引き続き魅力的である。これが、アセットアロケーターからの資金流入をもたらす、需給面での支援材料となっている。利回りはスプレッドの縮小に寄与してきたが、今後12ヵ月間の力強い超過リターンへの道筋は狭まっている。	米国投資適格債（1-10年）		欧州投資適格債（1-5年）	
		米国投資適格債（10年超）		欧州投資適格債（5年超）	
グローバル・レバレッジド・ファイナンス	堅調な地合いにある。2025年のハイイールド債券市場は、ネットの供給不足、魅力的な絶対利回り、全体的に堅調な信用環境とともにスタートした。しかし、地政学など特定の注目すべきリスクは現在のスプレッドに十分に反映されていないと引き続き考えている。よって、スプレッドのデューレーションをアンダーウエイトとしつつ、スプレッドのキャリーをベンチマークに近い水準とし、ディフェンシブなポジションを維持している。	米国ハイイールド（1-5年）		欧州ハイイールド（BB格）	
		米国ハイイールド（5年超）		欧州ハイイールド（B格以下）	
		米国レバレッジド・ローン		欧州レバレッジド・ローン	
エマージング債券	世界経済の緩やかな成長という我々の基本シナリオを踏まえ、新興国市場の多様性と分散を考慮した上で、エマージング市場のスプレッド、金利、為替に投資機会を見出している。しかし、マクロ面の不確実性を考慮し、全体的なリスクテイクには慎重な見方を維持する。スプレッドはタイトだが、魅力的な利回り水準と底堅いファンダメンタルズがエマージング債市場を支えている。エマージング債市場の各資産クラス内および資産クラス間のパフォーマンスのばらつきは、超過収益の獲得機会を生み出している。先進国通貨（ハードカレンシー）建エマージング債については、我々が魅力的だと考える様々な格付の発行体を組み合わせたクレジット・バーベル戦略が有効だという考えを維持している。現地通貨建エマージング債については、相対価値に重点を置き、より選別的なスタンスを取っている。我々は引き続きファンダメンタルズ、特に財政、為替水準、資金調達の脆弱性に注目している。	ハードカレンシー建投資適格ソブリン債		エマージング通貨 ²	
		ハードカレンシー建ハイイールド・ソブリン債		投資適格エマージング社債	
		現地通貨建エマージング債 ²		ハイイールド・エマージング社債	
地方債	楽観的な見通しの初期段階。FRBの緩和サイクルと再投資が健全な需要を支えるかと予想するが、データ重視のFRBが利下げ幅を縮小（または停止）した場合、資金フローの圧力になる可能性がある。新政権が需給に影響を与えそうな政策を導入または議論することも考えられる。非課税措置の廃止が現実味を帯びれば、民間発行体、病院、私立大学の発行が前倒しされる可能性がある。1-3月期終了後はネット供給量がプラスに転じ、需給がさらに厳しくなると予想する。	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。

市場パフォーマンス一覧

セクター	サブセクター		スプレッドの変化 (bps)		SOFR OAS 12/31/24
			Q4	年初来	
CMBS	CMBS:コンデュイット型 AAA	利子先払い10年債	-14	-35	123
	CMBS:コンデュイット型 BBB-	BBB-	-28	-389	530
	CMBS:SASB - シニア	AAA	-15	-65	135
	CMBS:SASB - メザニン	BBB-	-25	-25	255
	CMBS:エージェンシー集合住宅	シニア	-2	-8	89
非エージェンシーRMBS	レガシー	RPL シニア	-9	-33	139
	レガシー	2006/2007年のオルトA	-15	-30	230
	GSEリスクシェアリング	M2	-20	-70	140
CLOs	CLO 2.0	AAA	-10	-38	124
	CLO 2.0	AA	-5	-70	155
	CLO 2.0	BBB	-20	-155	270
ABS	無担保消費者ローンABS	シニア	-20	-63	118
	無担保消費者ローンABS	B クラス	-35	-163	488
	民間学生借り換えローン	シニア	-20	-63	123
	クレジットカード ABS	AAA	-12	-33	58

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) 12/31/24
	Q4	年初来	Q4	年初来	
米国投資適格社債	-3.04	2.13	-9	-19	80
欧州投資適格社債	0.87	4.74	-15	-36	102

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12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 % 12/31/24
	Q4	年初来	Q4	年初来	
エマーゼンシング債券 (ハードカレンシー建)	-1.94	6.53	-36	-59	325
エマーゼンシング債券 (現地通貨建ヘッジ有)	-0.74	3.77	+28	+20	6.39
エマーゼンシング通貨	-4.69	-1.08	+154	-72	8.21
エマーゼンシング社債	-0.80	7.63	-23	-71	241

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) 12/31/24
	Q4	年初来	Q4	年初来	
米国ハイイールド債	0.17	8.19	-8	-36	287
欧州ハイイールド債	2.00	9.14	-39	-81	318
米国レバレッジド・ローン	2.29	9.05	-34	-63	475
欧州レバレッジド・ローン	2.01	9.17	-11	-73	472

出所：ICE BofAML、クレディ・スイス

	トータル・リターン (%)	
	Q4	年初来
高格付非課税債	-1.22	1.05
ハイイールド非課税債	-1.08	6.32
長期課税地方債	-4.89	0.04

出所：ブルームバーグ。ブルームバーグ地方債インデックスによります。

留意事項 1

データの出所（その他特に断りのない限り）：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ、2025年1月現在

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社 (PGIM Japan) 、(iv) 香港拠点のPGIM (香港) における債券運用部門 (PGIM Hong Kong) 、(v) シンガポール拠点のPGIM (シンガポール) における債券運用部門 (PGIM Singapore) 。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルデンシャル・アシュアランス・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いません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

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

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めに基づき、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、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.

© 2025 PFI and its related entities. 2025-0083

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

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

現地通貨建てエマーシング債券

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。

エマーシング通貨

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

地方債

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

米国債

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

モーゲージ証券(MBS)

ブルームバーグ米国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“Q1 25 Quarterly Outlook / Published January 2025”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

PGIMJ115276

4163358-20250117

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。