



2025年 4-6月期 四半期見通し

2025年4月

PGIMフィクスト・インカムはブルデンシャル・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。

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

目次

1	主要な市場トレンド & 投資テーマ	3
2	債券市場の見通し	5
3	世界経済の見通し	9
4	グローバル・クレジットの見通し	15
5	セクター別見通し	18
	先進国金利	19
	エージェンシーMBS	20
	ESG	21
	証券化商品	23
	投資適格社債	25
	グローバル・レバレッジド・ファイナンス	27
	エマーシング債券	29
	地方債	32
6	サマリー	33
	見通し一覧 & 資産クラス別の見解	34
	市場パフォーマンス一覧	35

個別セクター	トータル・リターン (%)				
	Q1 25	2024	2023	2022	2021
米国長期国債	4.67	-6.41	3.06	-29.26	-1.13
エマーシング通貨	3.13	-1.08	8.44	-7.14	-3.09
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	3.06	1.20	5.05	-11.81	-1.04
米国国債	2.92	0.58	4.05	-12.46	-2.32
CMBS	2.56	4.68	5.42	-10.91	-0.64
米国投資適格長期社債	2.38	-1.95	10.93	-25.62	-4.65
米国投資適格社債	2.31	2.13	8.52	-15.76	-1.04
エマーシング債 (ハードカレンシー建)	2.24	6.53	11.09	-17.78	-1.80
エマーシング債 (現地通貨建)	1.62	3.77	7.60	-8.85	-5.52
米国ハイイールド債	1.00	8.19	13.45	-11.19	5.36
欧州レバレッジド・ローン	0.99	9.17	13.53	-3.36	4.87
米国レバレッジド・ローン	0.61	9.05	13.04	-1.06	5.40
欧州ハイイールド債	0.54	9.14	12.78	-11.13	3.32
欧州投資適格社債	-0.01	4.74	8.19	-13.65	-0.97
地方債	-0.22	1.05	6.40	-8.53	1.52
マルチセクター					
米国総合	2.78	1.25	5.53	-13.01	-1.39
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	2.64	-1.69	5.72	-16.25	-1.54
グローバル総合(ヘッジあり)	1.17	3.40	7.15	-11.22	-0.15
ユーロ総合 (米ドルヘッジなし)	-0.90	2.63	7.19	-17.18	-4.71
円総合	-2.38	-3.07	0.51	-5.30	-2.85
その他セクター					
SOFR	1.08	5.40	5.18	1.66	0.03
米ドル (DXYインデックス)	-3.94	7.10	-2.11	8.21	6.37
S&P 500 指標	-4.27	25.00	26.29	-18.11	28.71

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、エマーシング債はJPMorgan、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2025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 債券にとって戦略的な買い場：**2022年の弱気相場により利回りは過去10年以上見られなかった水準まで上昇しており、特に高利回りのセクターを中心に、債券市場には長期にわたって堅調なリターンを得られる環境がもたらされている。短期的に市場を脅かす不確実性ととも、こうした環境は4-6月期も持続すると考えられる。**結論として、債券市場は堅調なリターンを得られる水準にあることに加え、深刻な景気下振れリスクが顕在化した場合には、キャッシュや株式をアウトパフォームすると考えられる。**
- 2 市場の混乱、乖離、散らばり：**広範な地域、セクター、発行体にわたって投資する投資家にとって、市場のばらつきが価値を生み出す可能性がある。1-3月期にはこれまでの「アメリカ例外論」が後退し、米国債のリターンが上昇すると同時に、欧州の成長加速への期待が高まる中で欧州債クレジットの超過収益がアウトパフォームした。**政策の混乱が続くことで引き続き市場の乱高下が予想され、こうした中でレティブ・バリューの投資機会が生じるだろう。**
- 3 ファundamentalsに基づいた投資判断を：**コロナ禍以降の債券市場は、市場参加者がパンデミック後のパラダイムを理解しようと努める中で、著しい過剰反応と軌道修正が起こりやすい傾向にある。**投資家は、こうした極端な市場変動と市場のfundamentalなトレンド変化とを混同してはならない。**市場の一時的な混乱とトレンドの真の変化を見分けるために調査と分析を行うことで、fundamentalsへの回帰がもたらす投資機会を追求すべきである。



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

緩慢な足取りの強気相場における局面転換

債券の強気相場は1-3月期に再開したが、セクターや地域により大きなばらつきが見られた（図1および最近の市場間のばらつきに関するP8の記事を参照）。2022年末以降の債券市場（特に高利回りセクター）に対する我々の楽観的な見通しは変わらないが、一方で急激に変化する投資環境を考慮すると、依然として大きなリスクが燻る。4-6月期初旬は、トランプ政権発足以来の不透明感がより高まる時期となり、ボラティリティの高まりがリスクと収益機会の両方を生み出す可能性が高い。

我々は、債券市場の長期的なリターンについては、引き続き楽観的な見方をしていく。また、足元の状況に照らすと、金利低下を伴う深刻な市場の下落局面を乗り切り、さらにはそこからリターンを得る上で、債券は株式やキャッシュに比べて遥かに有利な位置に着けていると期待される（「[債券へのリアロケーションの意義を考察する](#)」を参照）。

これからどこへ向かうのか？

2022年10-12月期に現在の強気相場が始まって以降、不安定な経済指標やシリコンバレーバンク（SVB）の経営破綻などを受け、市場はボラティリティの高い状態が続いてきた。現時点において、目まぐるしく変化するトランプ政権の政策により不安感が最高潮に達する中で、我々は今後も同様の環境が続くと予想する。

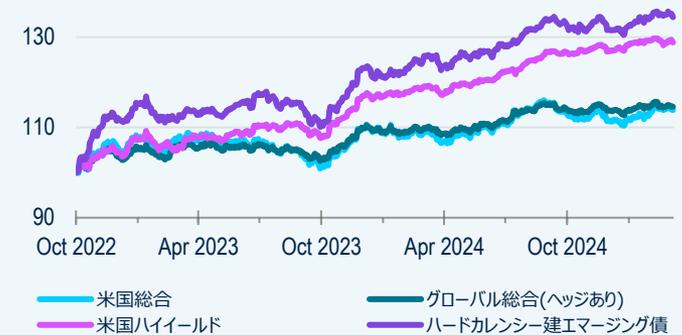
経済のファンダメンタルズに関しては、非常に不確実性の高い政策運営によって、既に緩慢になりつつあった経済成長はさらに減速すると予想さ

れる。景気が減速すれば、各国中央銀行は現状の利下げバイアスを強め、下振れリスクの軽減を図ると考えられる。また、関税に起因してインフレ率が上昇する可能性があるにもかかわらず、利上げの可能性はさらに遠のくことになる。

結果として、債券の長期リターンは現在の高い利回り水準を反映したものになると我々は予想する。さらに、前回1-3月期の四半期見通しでも言及した以下の3つの要因を背景に、リターンは上振れする可能性もある。

1. 投資家はキャッシュを大量に保有しており、債券への配分が不足している可能性がある。マネーファンドの残高は過去最高を更新しているが、これは、特に短期市場金利が低下した場合に備え、長期利回りを確保しようとする待機資金を示唆している可能性がある（図2）。
2. 欧米の中央銀行の利上げサイクルのピークが過去のものとなる中、投資家は長期的な利回りを確保するために、短期資金から債券へのシフトを加速する可能性がある。その結果、長期債利回りは現在の水準付近を上限に、頭打ちとなる可能性がある（図3）。
3. ボラティリティの上昇にもかかわらず、信用スプレッドはレンジ内での推移が続く可能性がある。景気の鈍化と不確実性の高まりの中でも、クレジットにとっては「十分」な環境がもたらされる可能性があり、その場合ファンダメンタルズ面でクレジット商品が長期的に小幅ながらもアウトパフォーマンスすることが可能になる（図4）。

図1：1-3月期に強気相場が再開し、高利回りセクターのアウトパフォーマンスが続いた。この期間の注目すべき現象として、ヘッジありのグローバル総合指数は米国内の指数に対して、リスク調整後リターンではアウトパフォーマンスする傾向にあった（「[グローバル債券の投資価値について考察する](#)」を参照）。ヘッジありのグローバル総合指数は米国総合指数とほぼ同等の累積リターンを達成したが、ボラティリティは約3分の2だった。（2022年10月を100として指数化）



出所：ブルームバーグ

図2：現時点で、キャッシュに過剰に配分している投資家は、長期的に安定した利回りを確定したがっていると考えられる。よって、利回りは現在の水準近辺を上限として頭打ちになる可能性がある。（左軸：10億米ドル、右軸：GDPに占める割合、%）



出所：ブルームバーグ

債券市場の見通し

地政学的なボラティリティの高まりにもかかわらず、投資環境の下振れリスクを考慮し、我々は債券に対して絶対ベースだけでなくキャッシュや株式に対する相対ベースでも引き続き前向きな見方をしている。高水準の絶対利回り、景気を下支えする中央銀行の金融政策が相俟って、長期的に長期債がキャッシュをアウトパフォームすると考えられる環境が形成されている。また、緩やかな経済成長が引き続き信用ファンダメンタルズを十分に支えており、利回りを追求する投資家の安定的な需要を後押しすると考えられる。その結果、相対的にフラットなイールドカーブが維持され（ただし、政策金利が低下した場合、イールドカーブの短期ゾーンが低下する可能性はある）、スプレッドは過去のレンジの下位25%の範囲内にとどまる可能性がある。つまり、投資家が継続的に「利回り相応のリターン」（場合によっては、それ以上のリターン）を享受できる環境が形成されたと考えられる。

結論：下振れリスクのある緩やかな経済環境は、投資家が長期的に利回りを確保しようとする中、債券への継続的な資金流入をもたらす可能性が高い。足元の利回り水準は、債券（特に高利回りセクター）に十分なリターンをもたらす、投資家のポートフォリオの安定化に寄与するだろう。一方、断続的なボラティリティの高まりは、引続きアクティブ運用を通じて付加価値を追求する機会をもたらすだろう。

図3： 欧米の中央銀行の政策金利がピークを打ったことで、徐々に投資家は短期投資から長期的な利回りを確保する債券へと資金を移動させる動きが強まる可能性がある。（%）



図4： ボラティリティの高まりにもかかわらず、信用スプレッドはレンジ内で推移すると考えられる。（%ポイント）



債券市場の見通し

G3各国の経済が緩やかな成長軌道へと収斂（米国が減速、欧州と日本は加速。「世界経済の見通し」のパートを参照）する中で、1-3月期の金利、株式、クレジットの各市場の動きはばらつきが大きくなった。

米国と欧州の役割交代

予想通り、10-12月期の米国金利の上昇による債券の強気相場の中断は一時的で、その後の米国金利の低下（図1）と欧州信用スプレッドの縮小を受け、1-3月期には債券の強気相場が再開した。主要国経済の成長軌道は収斂しつつあるようだが（「世界経済の見通し」のパートを参照）、市場動向には

ばらつきが見られる。

米国では、政府効率化省（DOGE）による人員削減、関税引き上げ、移民の取り締まりなど、政府がこれまでの政策を急転換させていることに対する懸念から「アメリカ例外論」神話が崩壊、あるいは少なくとも中断した。こうした中、金利が低下、米ドルは下落、株式はアンダーパフォームし、スプレッドは拡大した（図2）。

一方、欧州市場では、金利が上昇、スプレッドは縮小、株式はアウトパフォームした（図3）。これら予想外の動きは、突然の軍事的自立の推進によって、財政政策が緩和され、国防費が増加し、最終的には経済

成長の加速がもたらされるとの期待によって引き起こされたものである。

他の市場でも一時的に同調した動き

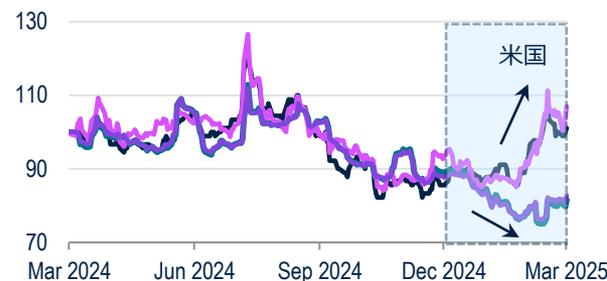
この他に米国と異なる動きをした市場としては、中国で金利が上昇し、3年目に突入した強気相場が一服した。日本でも利回りが上昇したが、こちらは、これまで数年にわたる利回り上昇が継続しただけである。日本における1-3月期の利回り上昇を後押ししたのは、足元の景気回復と春闘における高い賃上げ率であり、これらはいずれも日本銀行の追加利上げの可能性を高めるものだった。

図1：米国金利は10-12月期に大幅に上昇した後、政策に対する懸念の高まりにより1-3月期に低下した。欧州金利は、防衛支出によって赤字支出が急増するとともに、より力強い成長につながるなどの懸念から上昇した。ドイツ国債と米国債の利回り較差は過去数ヶ月で約75bps縮小しており、それまでの拡大幅を取り戻している。（%、pp）



— 米国10年債
— ドイツ10年債
— ドイツ10年債と米国10年債の利回り較差(左軸、PP)

図2：少なくとも現時点では、「米国例外論」からの脱却が相対的な信用スプレッドのパフォーマンスに現れている。欧州の信用スプレッドは1-3月期に小幅に縮小したが、米国の信用スプレッドは大幅に拡大した。（2024年3月を100として指数化）



— 米国投資適格社債
— 米国ハイイールド債
— 欧州投資適格社債
— 欧州ハイイールド債

図3：米国と欧州の役割の逆転は、おそらく株式市場で最も顕著に見られた。S&P 500が低迷する一方で、ユーロ Stoxxは最高値付近で四半期を終えた。（2024年4月を100として1日先物契約を指数化）



— S&P 500
— S&P 500に対するTOPIXの割合
— S&P 500に対するユーロ Stoxxの割合

セクション 3

世界経済の見通し

キャサリン・ナイス、PhD、グローバル・リサーチ副責任者兼欧州チーフ・エコノミスト

03

景気の下振れシナリオが高まる世界に収斂

1-3月期のボラティリティの高さと混乱を考慮すると、今後、さらに成長は緩やかに減速し、景気の下振れリスクが大きいことを見込まれる。世界貿易の秩序が根底から覆される中で、我々は景気の下振れリスクが高まっていると考える。

米国では、景気後退リスクの高まりを受けて経済見通しを修正した。ユーロ圏では、最近の関税を巡る動向が、ドイツの野心的な財政案の一部を相殺する可能性があり、我々の基本シナリオは低成長の領域にとどまっている。

米国

2024年の米国経済の成長率は、維持することさえ困難を伴うものだった。年率2.7%のGDP成長率は、労働参加率、投資、エネルギー生産の大幅な改善によって支えられた。もちろん、財政支援も例外的であった。

しかし、こうした道筋を再び辿ることができる可能性は低い。

実際、関税を巡る大幅な政策転換による容赦ない不確実性（図1に概要を示す）により、米国の景気の下振れシナリオの生起確率は高まっている。

図1：第2次トランプ政権の政策概要

関税関連	国別	セクター別
実施済み	<ul style="list-style-type: none"> 中国：全ての輸入品に20%の追加関税 カナダ：USMCAの基準を満たさない製品に25%の追加関税（エネルギー関連は10%の追加関税） メキシコ：USMCAの基準を満たさない製品に25%の追加関税 	<ul style="list-style-type: none"> 鉄鋼/アルミニウム：25%、免除/除外は取り消され関連製品が新たに追加。 自動車：完成車および自動車部品の輸入に25%の関税。
公式発表		<ul style="list-style-type: none"> 造船：米国の港に入港する中国製船舶に対して入港料を課すことに関して、3月24日までパブリックコメントが募集された。
4/2 発表	<ul style="list-style-type: none"> 全ての国を対象に10%の世界共通関税（4月5日） 非関税障壁による「最悪の違反者」に対する相互関税：最大の貿易相手国である中国には34%、日本は24%、EUは20%。 	
検討中 / 脅し	<ul style="list-style-type: none"> カナダ/メキシコ：中国所有の子会社と貿易赤字に対処するためのUSMCAの見直し。 	<ul style="list-style-type: none"> 銅、木材、製薬、半導体：11月を期限として、通商拡大法232条に基づく調査が開始。
検討予定	<ul style="list-style-type: none"> 中国/半導体：通商法301条に基づく調査を実施中。 カナダ/乳製品・木材：報復関税に対する250%の追加関税。 EU/蒸留酒：報復関税に対する追加関税。 	

注視すべきイベント

- 4/15：EU、米国の鉄鋼/アルミニウム関税に対する報復関税を発動。
- 4/15：米国財務省が貿易相手国の通貨慣行に関する半期報告書を議会に提出。
- 4/30：USTRが知的財産権の保護・執行に関する年次のスペシャル301条報告書を公表（4/30前後）。
- 5/2：中国からの低価格輸入品に対する米国の「デミニムス・ルール（非課税基準額）」が廃止。
- 5月中旬：EUが一連の追加的な輸入品目に対する追加関税を発表。
- 5～6月：税制改革法案（TCJA）に基づく減税措置の延長に関する法案の提出、債務上限に関する臨時措置が期限切れ。
- 6/24～26、27～28：NATOおよびEUの首脳会議がそれぞれの日程で開催。
- 7/1：USITCが、USMCAの自動車分野の原産地規則の影響に関する隔年の報告書を議会に提出する期限。
- 10/4：USTRがUSMCAの6年ごとの見直しに関するパブリックコメントの募集を通知する期限。
- 11月下旬：米国商務省、銅と木材の輸入に関する通商法232条の調査を終了。

出所：PGIM フィクスト・インカム、エバーコアISI、2025年4月3日現在。

4月初めに発表された相互関税を受けて、年初時点で約2.5%だった実効関税率が20%以上に上昇し、1930年のスムート・ホーリー法時代を上回る可能性もある。さらなる関税引き上げについては交渉が継続中であり、報復措置の連鎖が起こる可能性もあるため、依然として大きな不確実性が残っている。現時点では、実効関税率が1%上昇するごとに成長率が0.1%押し下げられると我々は見ている。

不確実性は、結果として米国の景況感を悪化させている。景況感が悪化すれば投資の遅れを通じて成長の重石となる可能性がある。これは、英国によるEU離脱の是非を問う国民投票から、英国とEU間で最終的な貿易協定が締結されるまでの間に英国で観察された現象である。これは、経済学者が「バーナキの悪いニュースの原則」と呼ぶ典型的な事例である¹。つまり、後戻りするコストが高いことを踏まえると、投資の判断は、起こり得る悪いニュースの深刻さのみ依存することになる。投資の遅れは、今現在の成長を妨げるだけでなく、他の条件が同じであれば、経済の将来的な生産性を低下させる。政策、特に関税を巡る不確実性は、米国の家計の景況感にもリスクをもたらしている。歴史が示すように、景況感が悪化すると、消費はそれに追随するように落ち込む。

景況感の悪化は、関税引き上げによるインフレ見通しや失業への懸念など、さまざまな指標に反映される可能性がある。後者は、DOGEによる人員削減と関連する可能性がある（公共部門の雇用が1件失われるごとに、民間部門の雇用が0.7件影響を受けると推定されている）。つ

まり、雇用全体に対する直接的な影響は限定的だが、景況感を介した間接的な影響はより大きくなる可能性がある。労働市場に実質的な悪化が見られない場合でも、労働市場に対する懸念の高まり自体が、家計消費の縮小につながる可能性がある点が重要である。しかし、米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げの可能性は、景気後退リスクを緩和し得る重要な要素であり、政策対応の余地は依然として十分残されている。これは、年内の3回以上の利下げを市場が織り込んでいることに反映されている（相互関税発表前の2回から増加）。これにより、年末までにFF金利は3.5%に近づく予想されている。

FRBは労働市場の動向にも引き続き細心の注意を向けている。労働市場の回復力は、パンデミック後の急速な経済回復とパンデミック前のトレンドへの回帰に牽引された労働参加率の急上昇によって支えられた。労働参加率の上昇が労働市場に与えた好影響は、移民による人口増加によってさらに拡大した。その結果、米国の実質経済成長には大きな弾みがついた。

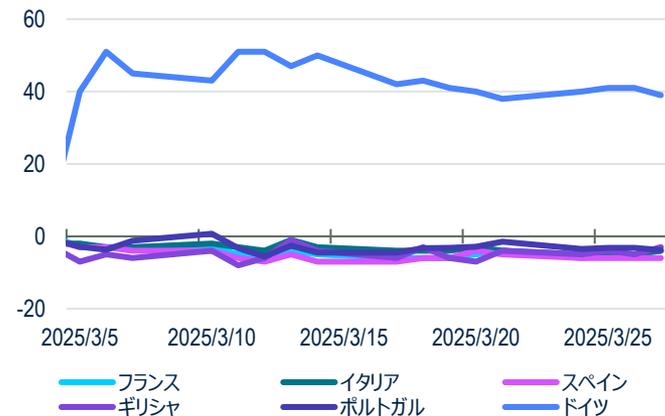
¹ Ben. Bernankeによる"Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment", The Quarterly Journal of Economics, 1983年2月。

図2：米国の消費者心理と消費支出は、歴史的に連動している。（左軸：1966年1-3月期=100、右軸：対前年の変化率、%）



出所：ミシガン大学、経済分析局 / ハーバー

図3：3月以降のドイツ10年国債利回りの変化幅および、各国の対ドイツ国債スプレッドの変化幅。（bps）



出所：マクロボンド

今後、労働参加率の改善はより緩やかになることが予想され、景気の下振れシナリオの生起確率が高まる中、労働市場はそれを回避するための重要な要素となるだろう。

ユーロ圏

欧州は非常に開放的な経済地域であり、足元の成長の低迷を踏まえると、特に貿易摩擦の再燃に脆弱である。安全保障を巡る情勢が急速に変化する中、貿易摩擦の再燃の脅威により、欧州、特にドイツでは緊縮財政から財政出動へと大きく舵を切るという大きな変化が起こっている。

退任間際のドイツ政府は、大規模な財政パッケージに最終的に合意した。同パッケージは、防衛およびインフラ整備を目的としたドイツの財政余地を大幅に拡大する一方、防衛費を増強する際の柔軟性と裁量をさらに高めた。今回の改革はドイツのこれまでの厳格な債務規則からの大きな転換点となる。

これらの変更と並行して、例えばEUの財政規則を柔軟に運用して防衛支出を除外することや、EU防衛基金（ReARM EU）の創設など、EUは追加支援策を発表している。これらは実質的な変更ではあるが、欧州の安全保障上のニーズを満たすには不十分である可能性が高く、地域内の投資や生産性が大幅に押し上げられる可能性も低い。その結果、さらなる大きな発表がない限り、ユーロ圏レベルでのマクロ経済への影響は限定的かつ遅延する可能性が高いと見ており、この見通しが我々の基本シナリオにも反映されている。

ドイツ国債の急激な価格調整は行き過ぎの可能性

もあるが、ユーロ圏全体を通して金融市場での分断化が進むことなく、またユーロ高も伴っており、秩序ある調整のように見える（図3）。

市場の反応は、イタリアやフランスなど、既に財政が逼迫している国々における財政の持続可能性に対する懸念を招いた。フランスは2025年度予算案が最終的に可決されたことで、ある程度の猶予期間を得たが、英国とフランスは依然として市場のセンチメントに対して脆弱であるように見える。

しかし、欧州周縁国とドイツ国債のスプレッド較差が縮小している中で、その縮小を支える要因は依然として存在している。まず、各国レベルでの防衛力強化による財政赤字増加の可能性は限定的だと考えられる。この点について、ドイツは例外である。第二に、欧州周縁国、特にイタリアやその他の中東欧圏の経済は、欧州における財政支出の増加によるプラスの波及効果から恩恵を受けるだろう。つまり、他の条件が同じであれば、欧州周縁国の成長見通しは以前の条件よりも小幅に高くなる可能性があり、これは信用力の向上にもつながると見ている。第三に、欧州周縁国の債務比率は継続的に改善しており、2024年にはイタリアがG7諸国で唯一の基礎的財政収支黒字国となっている。最後に、今後2年間で、次世代EU基金から多額の資金投入が引き続き期待される。これらの基金は、EU結束基金（EU Cohesion Funds）の利用条件の緩和によって、補完される可能性がある。全体として、我々は、欧州中央銀行（ECB）の政策ツールである「伝達保護手段」といった支援策を背景に、欧州周縁地域に対して引き続き楽観的な見方を維持している。

最大の懸念事項は、米国とEUの貿易関係である。これは依然として、我々の経済見通しにおける不確定要素である。その結果、両地域間で平均関税率の均衡が図られると想定している。これもまた収斂の一側面と言える。相互関税が発表された水準にとどまる場合、年間50bpsの成長率低下につながる可能性があるが我々は試算している。欧州の成長は今後、小幅に加速すると予想されていたが、貿易状況は我々の基本シナリオの見通しを裏付けるものとなった。

しかし、EUがより用意周到に準備を進める中、米国との交渉がより対立的なものになるというリスクが残っている。特に、最近のドイツの財政発表と、米国とEU間のサービス貿易の不均衡（米国はEUに対して大幅な貿易黒字を計上している）に対処するためのEUの新たな手段により、欧州はより強固な立場に立っている。

その結果、貿易摩擦が商品からサービス分野にも波及する可能性がある。このようなエスカレーションは、ユーロ圏の見通しに重大な下振れリスクをもたらすだろう。結局のところ、依然としてユーロ圏の成長の改善は緩やかであり、ECBは政策金利を2%前後の中立的な水準に引き下げることを目指して、さらに数回の利下げを行うと我々は見ている。

中国

中国は、過剰生産能力、低成長、デフレという形で、資産バブル崩壊の余波に引き続き苦しんでいる。しかし、希望の兆しもある。主要都市の不動産市場は安定化しつつある。また、Deepseekは民間部門の景況感と生産性向上に対する期待を高めている。2024年後半に発表された景気刺激策は、米国の貿易障壁の強化に先手を打つことを目的とした一時的な輸出拡大策と並行して実施され、短期的な成長見通しをより確かなものとした。関税の影響は5月のデータに反映される可能性が高く、完全な影響が現れるには数四半期かかる可能性がある。新たな支援プログラムは、2025年まで継続的に強化される。財政および金融政策の双方に対する中国のより計算された調整的なアプローチ、そして5%前後の成長目標に対する許容度は、中国経済の調整を緩和すると同時に、インフレの加速につながる可能性は低いと予想されている。中国のやや緩やかな景気動向、特にインフレ見通しへの波及効果は、潜在的に大きい。関税の不確実性は既に世界経済の成長に悪影響を及ぼしているが、こうした関税が実際に導入されれば、物価上昇につながり、世界的なインフレ見通しにリスクをもたらす可能性がある。中国とその過剰な製造能力は、この評価の重要な部分を占めている。

米国が中国に新たに課する関税の影響は、根底にある過剰生産能力の問題を悪化させ、世界的なデフレ傾向をさらに助長するリスクがある。

また、欧州とアジア市場は中国製品の流入に対して特に打撃を受けやすいが、輸出も中国製品との直接的な競争がますます激しくなっている。中国のグローバル・サプライチェーンにおける主導的地位と、貿易品目の構成の違い、そして中国における消費パターンの根本的な変化を併せて考えると、中国からの相互関税が中国の消費者やデフレの構図を変えることはないだろう。この世界的なインフレ傾向に対する緩和効果は、貿易障壁に対する対抗手段として作用し、世界的な景気減速に対する我々の包括的な見方における重要な要因となっている。

日本

日本の経済成長は改善し、インフレ率は2%の目標に向けて持続的に推移している。2024年10-12月期には、日本のGDP成長率とインフレ率が米国を上回った。このような状況から、日本は関税の不確実性にもかかわらず、政策正常化の道を歩み続けている。特に相互関税の発表の後では、日本銀行が正常化に向けて慎重かつ予測可能なアプローチを取ることを期待している。その狙いは、さらなる利上げが秩序あるものとなり、外国為替市場や長期金利の過度な変動を招かないようにすることである。我々の基本シナリオでは、政策金利は心理的に重要な水準である0.5%をさらに上回る水準まで上昇し、夏にかけてバランスシートの縮小が加速する可能性がある。

図4：米国とEUの商品およびサービスのネットの貿易額。
(10億米ドル)



出所：マクロボンド

メキシコ：関税の影響に関するケーススタディ

「米国がくしゃみをする、メキシコは風邪をひく」という表現は、2025年の適切な比喻と言えるかもしれない。実際、メキシコは今年、経済成長が停滞するか、あるいは景気後退に陥る可能性があるとして予想される。国内における問題と米国の関税が投資家心理と成長見通しに重石となる。

米国の経済見通しが悪化していることを踏まえ、メキシコのGDPは1-3月期と4-6月期に縮小し、2025年中に（良くても）ゼロ成長まで回復すると予想している（コンセンサス予想は0.5%）。我々の基本シナリオでは、関税は7-9月期までにほぼ撤廃され、最終的に対象は限定されることを想定している。しかし、関税が恒久化された場合、通年のGDPは0.6~2.0%縮小する可能性が高い。

メキシコのインフレ率は、景気減速が深刻化するにつれ、

現在の低下基調が続くだろう。我々は、総合インフレ率を3.5%と予想している（コンセンサス予想は3.9%、メキシコ中央銀行の予想は3.4%）。米国の関税引き上げによるインフレ上昇リスクは、潜在的なメキシコ・ペソ安により限定的だと考えられる。これは、低水準の価格転嫁率を考慮したものであり、さらに、マイナスの生産ギャップの拡大によりその影響が一層抑制される。メキシコが米国からの輸入品に対して高水準かつ広範囲にわたる相互関税を課し、メキシコ国内の物価が上昇した場合にのみ、インフレが再燃すると予想している。

これまでのところ、シェインバウム大統領は戦略について口を閉ざしているが、限定的で的を絞った報復措置を示唆している。また、米国との非貿易問題への対応に手腕を発揮し、免除や延期を獲得してきた。シェインバウム大統領は米国の政策が具体化するまでは報復措置をちらつかせるようなことは控えるという慎重な姿勢を崩していない。

インフレ率の低下、経済活動の低迷、数々のリスク要因を背景に、メキシコ中央銀行は6.0%の実質金利を積極的に引き下げると予想している。我々は、メキシコ中央銀行が翌日物金利を9.0%から7.25~7.75%（コンセンサス予想は8.0%）に引き下げると予想しており、今後開催される会合では、現在の50bpsの引き下げペースが維持されるだろう。

長期的には、予想される米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）の見直しを控え、重大なリスクが待ち受けていると見ている。これは、司法改革などの国内問題に既に直面しているメキシコ資産のパフォーマンスを左右するだろう。とは言え、米国との貿易関係の決裂や財政および債務状況の悪化に繋がるような、混乱による緊張の激化が起こる可能性が極めて低い限り、メキシコは投資適格の格付を維持すると予想している。

4-6月期の経済見通し

PGIMフィクスト・インカム2025年4-6月期と1-3月期の経済見通しの比較。（生起確率、%）

- 景気後退
- スタグフレーション（2025年1-3月期に追加）
- 緩やかな成長減速（基本シナリオ）
- 名目GDP高進
- 生産性の向上
- 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

社債の見通し：関税の動向が大きな影響を及ぼす

貿易を巡る大きな不確実性によって、年初には堅調だった環境に不透明感が漂っている。依然としてファンダメンタルズは堅調だが、業績見通しは（以前の好調な水準からではあるが）悪化しつつある。今後の基調は業界によってまちまちになると予想しており、景気敏感業種や裁量的消費関連業種、ならびに関税の影響を強く受ける可能性がある業種については注視している。

関税を巡る不確実性について一筋の希望の光があるとすれば、政策がわずかでも明確になるだけでマクロ/ミクロ経済に対する影響をよりはっきりと見通せるようになり、そして何よりも企業がそれに応じて対処できるようになるという点が挙げられる。

ファンダメンタルズについては、年初から堅調であることに加え、格下げに対する格上げの比率が2024年7-9月期の2.6倍に続き10-12月期も2.1倍を記録し、米国クレジット市場の格上げ基調が継続した。2024年通年では、同比率は4.7倍だった。こうしたトレンドは引き続き業界によってまちまちになると予想しており、景気敏感業種や裁量的消費関連業種、ならびに関税の影響を強く受ける可能性がある業種については注視している。

ハイイールド債の発行体に関しては、売上高は2025年に小幅に増加する一方、EBITDAマージンとインタレスト・カバレッジは低下すると予想している。

関税の潜在的な影響が依然として最大の懸念事項

であり、中でも自動車と金属・鉱業が特に影響を受けると予想される。これに続いて、消費関連、住宅、工業・製造業、エネルギー、テクノロジーも影響を受けると見込まれる。一方で、通信、金融、ヘルスケア、公益事業に対する関税リスクは低いと考えられる。

我々が算出しているファンダメンタルズ・スコアを次ページの図表にまとめている。平均スコアは投資適格債が3、ハイイールド債が2.5ポイントとなっている。トレンドスコアは投資適格債で相対的に均衡している（平均2.6）一方、ハイイールド債では前期の2.4ポイントから2.3へと低下しており、やや下向きにある。

投資適格債では11のうち9業種、ハイイールド債では10のうち8業種が、ファンダメンタルズは強固だと評価される。ファンダメンタルズがやや脆弱な業種は、通信（投資適格債、ハイイールド債）、公益・電力（投資適格債）、消費関連（ハイイールド債）のみとなっている。投資適格債では、輸送能力の伸びの鈍化が利益率を支えると期待できる空運のファンダメンタルズスコアを2から3に引き上げた一方、在庫の正常化と関税の影響を踏まえて自動車のスコアを4から3に引き下げた。また、化学、パイプライン、カナダの銀行のトレンドスコアも3から2に引き下げた。

ハイイールド債では、大半の発行体において多額の設備投資が売上高/EBITDAの伸びに繋がっていないケーブルのスコアを3から2へ引き下げた。トレンドスコアは、足元の業績見通しから需要の縮小が予想される空運を3から2へ、建築資材を2から1へ、工業を3か

ら2へ、紙・包装を3から2へそれぞれ引き下げた。一方、鉄鋼とケーブルのトレンドスコアは2から3へ引き上げた。

2025年4-6月期の米国と欧州の投資適格債に関する議論の概要



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：ファンダメンタルズに関心が集まり、不安定な状況下での極端な変動は徐々に後退する。

■ 4-6月期を迎え、先進国金利市場は、「債券市場の見通し」と「世界経済の見通し」で言及した経済の収斂と市場の乖離へ向かう分岐点に立っている。

■ 市場関係者の中には、ドイツが発表した財政方針は、新たな財政の枠組みに向けて欧州が歩みを進める兆候であり、米国の進む道にいずれ合流すると受け止める者もいるだろう。こうした見通しを反映して、欧州経済の上振れシナリオの生起確率が高まっている。足元ではドイツ10年国債利回りは6か月振りの水準近くまで上昇しており、上振れシナリオを市場が織り込んでいるのかもしれない。一方で、我々の基本シナリオは緩やかな成長鈍化の持続であり、足元の市場の反応も、不透明感が強く不安定な状況下での極端な動きに過ぎないと見ている。

■ よって、ドイツ国債と、ファンダメンタルズに照らして過度な変動が生じた他の欧州金利市場については、キャリーとロールの観点ならびに米国債との相対価値の観点から見て、ロング・ポジションの積み増しを検討しても良いと考える。実際、ドイツ国債は米国債よりもキャリーが高い模様であるが、発行残高は米国債よりも少なく、政府債務も当面は米国よりも少ない水準で推移することが見込まれ、質の面で米国債に勝る。さらに、欧州における直近の物価指標は予想通りの水準を維持している。当年半ばまでにECBが2回の追加利下げを行うという我々の予想通りになるには、これは極めて重要な条件である。

■ また、政策を巡る大きな混乱の中、米国債に

は「アメリカ例外論」の服も見られた。大きな不透明感が影響し、米景気については下振れシナリオの生起確率が高まっており、成長ペースの遅い他の先進諸国に収斂する可能性がある。

■ しかし、米国10年国債利回りは1-3月期、ほとんど横ばいで推移した。長期国債では、投資家が各国・地域の財政赤字と発行動向を頻繁に見極めて織り込む傾向があり、それが米国では特に短期債対比での利回り上昇圧力となっている。一方で、短期債の利回りは、FRBによる追加利下げに伴い低下する可能性があり、金利カーブのステープ化に寄与することが見込まれる。

■ 市場は、FRBによる今後の政策はいくらか明確になってきたと捉えている模様である（FF金利の確率の変動を示す右のグラフを参照）。年内に2回ほどの利下げが織り込まれているが、これは妥当な予想であると我々は見ている。2025年末時点での3か月物担保付翌日物調達金利（SOFR）水準についての市場織り込みを示すマーケット・インプライド・プロバビリティ・モデルは、2.5～4.0%と4.0～4.5%のレンジ付近を示しているが、特に前者の確率は50%を超える。

■ 日本経済も、着実な景気回復と高い春闘賃上げ率によって、経済の収斂が進んでいる。その結果、日本銀行が政策金利を徐々に引き上げる余地ができたと考えられる。また、1-3月期は、日本10年国債利回りは一貫して上昇し、1.50%台に達した。

図：米国市場が織り込む金利見通しは大きく変動し、年末時点のFF金利は2.5～4.0%になるとの見方が高まっている。
（市場が示唆する3か月 SOFRの見通し、%）



出所：ブルームバーグ

エージェンシーMBS

見通し：短期的には弱気な見方。需給環境が悪化しているほか、金利ボラティリティが高止まりする公算が大きい。経過期間の長い30年物低クーポン債やプロダクション・クーポン（新発債）を引き続き選好する。

■ MBSは1-3月期に米国債対比でまずまずのリターンだったが、スプレッドは概ね一定のレンジ内にとどまっており、依然としてバリュエーション上は適正な水準にあると考えられる。しかしながら、需給環境と相対価格面での環境が年初来悪化しており、これにより同セクターから資金を引き揚げる動きが生じる可能性がある。

■ 住宅ローン金利の高止まりと手頃な価格の住宅不足を踏まえ、今年の正味供給額は2,000億米ドル弱と2024年と同等の水準になると予想するが、4-6月期の供給に関しては、4月初めの金利の急低下と春の季節的な供給増を背景に増加が予想される。さらなる需給面での悪材料として、ディーラーのバランスシートが直近の最高水準まで急速に膨らんでおり（図を参照）、CMOの組成が現在のペースで続くことは予

想し難い。

■ FRBは、保有するMBSのロールオフ（償還分の再投資をしないこと）を継続すると見られることに加え、仮に量的緩和策を実施することになってもMBSを追加買い入れする可能性は低だろう。足元のインデックスのスプレッドはそれほど魅力的な水準にないが、ゼロ・ボラティリティ・スプレッドは、クーポンの高いものを中心に投資妙味のある水準にある。

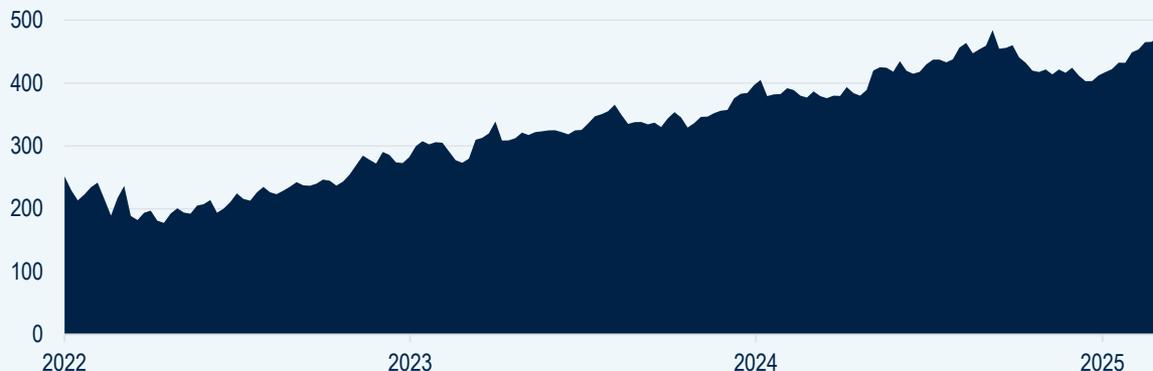
■ とはいえ、FRBに関する見通しは依然としてMBSにとって有利である。利下げについて緩やかなペースが維持されれば、繰上返済は今後も抑制される公算が大きい。また、トランプ政権下で規制が緩和され、銀行がMBSの保有のために必要とする自己資本が少なくなる可能性があることから、2025年も銀行からの需要が継続することが見込まれる。

■ MBSについては、安定したキャリア特性を鑑み、経過期間の長い30年物低クーポン債と、プロダクション・クーポンのTBA（発行時点でプールの詳細が未定の

証券）又はそれに類する現物債のロング・ポジションの組み合わせを選好する。我々は、個別プールに関してもポジション調整を積極化しており、中位クーポン債の組入比率を低めにしている。また、需給要因で割高感が高まっている15年物の組入比率を低くしている。同セクターは、供給が顕著に増加したときには他のセクターよりも大幅にアンダーパフォームすることが予想される。

■ 我々はコンベンショナル債よりもジニーメイ債について強気に見ている。特に経過期間のやや長いプールを選好している。CMOの組成とディーラーのバランスシート提供がコンベンショナル債に集中してきた中で、同セクターは需給環境を背景にアンダーパフォームしてきた。GSE改革に関しては、実施される確率は極めて低いものの、市場が織り込んでいる確率はほぼゼロであるため、民営化推進を示唆する報道が浮上すれば弱気材料になりかねない。

図：プライマリー・ディーラーのポジション（百万米ドル）



出所：ブルームバーグ、2025年3月26日現在。連邦政府関係機関およびGSEのパススルーMBS特定プール。

グリーン社会への移行のための証券化商品

ESGを重視する投資家から、自己のポートフォリオ内における投融資先の「ファイナンスド・エミッション（投融資にかかる温室ガス効果排出量）」を把握する必要があるとの声がよく聞かれる。それぞれの社債発行体による排出量を計算するための十分に理解が進んだ確固たる方法は存在するが、証券化商品におけるファイナンスド・エミッションを計算することは、特に担保資産プール自体がエネルギー転換への効率的なアプローチになることから、固有の難しさを伴う。

固有の難しさ

例えば、裏付けとなるローンが個人に紐付けられるクレジットカードABSは、ファイナンスド・エミッションには関係しない。個人の排出量を計算し、その値をクレジットカード債務に関連付けても意味がない。

むしろ、ファイナンスド・エミッションは証券化商品市場の他の商品により関係する。ファイナンスド・エミッションの計算に関しては、要素となるデータを3つに分類することができる。一つ目は、担保資産プールを構成する原資産の排出特性、すなわち効率性である。例えば自動車ローンABSであれば、担保資産プールを構成する各自動車の走行距離1マイル当たりの排出ガスの量を計算する必要があるだろう。二つ目の要素は、それら資産の使用、すなわち自動車ローンの借主が1年に運転する走行距離である。

一つ目の要素に二つ目を乗じることで、その担保資産プールを構成する各自動車の年間排出量合計が得られる。

証券化商品におけるファイナンスド・エミッションを計算するための三つ目の要素は、それら排出量の証券化への投資総額への割り当てである。

近年、CMBSとABSを中心に、証券化商品セクターでの資産効率の開示について大きな進歩が見られている。しかし、プライバシーへの配慮や発行後の状況確認の欠落が原因で、個人の資産の利用測定についてはやはり難しさが残る。よって、例えば自動車の平均走行距離や住宅の平均エネルギー使用量について推定に頼ることとなり、ファイナンスド・エミッションに関する情報は極めて限定されると我々は考えている。こうした障害があるものの、金融向け炭素関係パートナーシップなどの業界の取り組みが進められており、証券化商品への排出量の割り当てに関する業界共通の算出手法の確立が図られる中、過去1年でも大きな前進が見られた。

排出量の域を超えて

概して排出量に多くの関心が集まっている一方、環境を重視する投資家は、グリーン社会への移行を可能にする担保資産プールにも関心があるだろう。

不動産や自動車、インフラなどの実物資産は、世界

経済の脱炭素化に大きく寄与し得る。例えば、ESGを重視する投資家は、社債の発行体の排出に関する時間的な遷移を把握したいと考えるだろう。しかし、同じような投資家であっても、証券化商品であれば排出量の変化の把握にはそれほど関心はなく、むしろ担保資産がどのように変化を可能にしているかを把握することに関心があるだろう。そのために、環境を重視する投資家は、エネルギー転換の促進に寄与する実物資産（ヒートポンプや太陽光パネルなど）へ証券化商品を通じて投資することを選択するだろう。

公募 vs 私募

私募取引は、多くの場合は発行体と投資家の間の二者間契約であるが、裁量の範囲が大きく、イノベーションの実現機会がより高い。ディールの構造をよりコントロールできるため、効果の最大化、開示の改善、望ましい経済効果を実現できる可能性が高い。データセンターを例に挙げると、この分野におけるグリーンラベルを付されたディールの大半が、純粋に担保資産のエネルギー効率を基準としている。しかし、二者間で仕組み作りをすることで、例えば再生可能エネルギーで稼働する新しい発電所の建設に資金を拠出するために投資資金を使用するといったディールを構築できるだろう。また、私募取引におけるより透明性の高い開示を通じて、投資家は再生可能エネルギーによる発電容量がこうした種類の取引によりどの程度創造されているかをより理解できる。

地理的な差と機会

こうした背景は、ある逆説を暗示している可能性もある。ESG商品に対する需要の多くを欧州の投資家が占めているにもかかわらず、欧州の証券化商品市場は米国市場ほど発達していない。とは言え、欧州の規制当局は資金調達源としての証券化商品の必要性を認識しており、グリーン証券化商品市場の促進に努めている。EUの新しいグリーンボンド基準により、証券化商品による調達資金での新たなグリーン・プロジェクト向けローンのオリジネートを認める資金用途モデルが導入された。欧州の投資家は、米国市場を通じてグリーン社会への移行を目指した投資機会に参加しているが、その多くは欧州のリスク保持規制に沿っている。

証券化商品

見通し：過去1年にわたるスプレッドの大幅縮小を経ても、証券化商品はなお他の資産クラスと比べて高い投資妙味を維持している。中でも注目されるのは、弁済優先順位の高いトランシェである。相対的なバリュエーションの魅力に加え、リスク調整後リターン観点からも優位性がある。引き続き、この領域への投資を重視していく方針である。今後もスプレッドは、概ね過去の平均水準で推移すると見込まれる。よって、当面は「キャリー収益」が主要な投資テーマとなる。堅調な需給環境を背景に、スプレッドやクレジットカーブがさらに圧縮される可能性はあるが、我々はスプレッド・デュレーションの短い銘柄を選好する。より信用リスクの高いポジションについては、クレジットカーブが過度にフラットである現状を踏まえ、引き続き慎重な姿勢を維持している。資本クラスの上位から安易に下位へとシフトすることで生じる下方リスクの方が、見込まれるリターンよりも大きいと見ている。

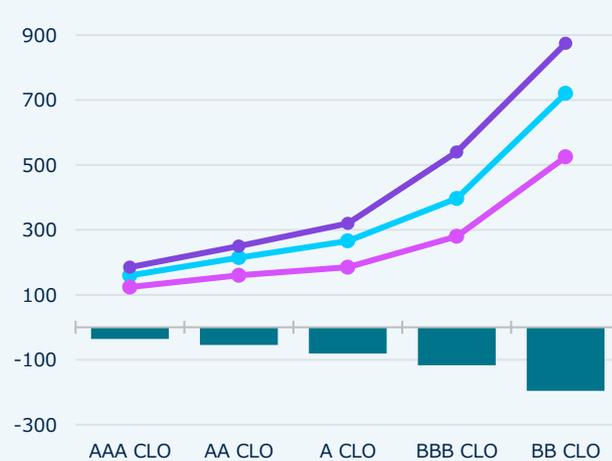
■ **CMBS**では、高金利環境を背景に引き続き調整局面が続いており、価格指数はバリュエーションの底打ちが近いことを示唆している。ローンの満期が近づく中、担保価値の下落とクーポン金利の上昇によって借り換えが難しくなっており、今後も延滞や条件変更が続くと見込まれる。こうした環境下においても、5年物コンデュイット型のAAA格には引き続き投資妙味がある。同年限の投資適格社債と比べても、スプレッド面での優位性が際立っていることが理由として挙げられる。信用順位の低いクラスでは、特定のシングルアセット・シングル・ポロワー（SASB）型証券に選別的な投資機会があると見ており、慎重にポジションを積み増している。

図：証券化商品全体のクレジットカーブは依然としてフラット過ぎるように見える

CMBSクレジットカーブ（OAS、bps、国債対比）



CLOクレジットカーブ（OAS、bps、SOFR対比）



RMBSクレジットカーブ（OAS、bps、SOFR対比）



ABSクレジットカーブ（OAS、bps、国債対比）



* 現在の水準 vs 計測開始以降の平均

CMBSおよびABSクレジットカーブの出所：J.P. モルガン ABSおよびCMBSインデックス、データは2012年1月3日～2025年3月14日。CLOクレジットカーブの出所：PGIMフィクスト・インカム、計測開始日はCLO AAAとAAは2014年12月22日、CLO AとBBBおよびBBは2017年12月29日。RMBSクレジットカーブの出典：J.P. モルガンRMBSインデックス、計測開始日はCRT M1/M2は2017年1月3日、CRT B1は2017年2月28日、CRT B2は2021年1月4日。

■ **RMBS**に関して、住宅ローン金利の上昇で住宅の手頃感や需要に悪影響が出ているが、中古住宅の供給が過去平均を下回る水準にとどまっていることから、債券価格は底堅く推移している。住宅ローンクレジット商品では厳格な引受体制が維持されており、我々は引き続き前向きな見方をしている。ただし、FHA保証付きローンや非適格住宅ローンプールにおける延滞率の上昇には引き続き注意を払っている。こうした環境下においても、リバフォーミング・ローンや第二順位抵当債には引き続き投資妙味があると思われる。社債やその他の非政府系証券化商品と比べて、スプレッド面での優位性が際立っていることが理由として挙げられる。一方、信用リスク移転債（CRT：主にファニー・メイやフレディ・マックのローンを裏付けとする）については、大幅なスプレッド縮小を受けてバリュエーションが割高になっている点には注意が必要である。

■ **CLO**では、上位トランシェが他の多くの債券資産クラスと比較して、引き続き高い投資妙味を持っている。ただし、CLOの裏付け資産であるバンクローンについては、足元では良好な需給が支援材料となっているが、信用面の懸念がそれを上回る可能性があり、慎重な見極めが必要である。現在、バンクローンのスプレッドは、限定的なネット・ローン供給額と旺盛な需要に支えられ堅調に推移しているが、今後はCCC格への格下げやデフォルト率の上昇、回収率の低下といった信用指標の悪化が見込まれる。こうした見通しのもと、我々は引き続き、米国および欧州の上位ト

ランシェへの投資を重視している。また、キャリア収益の確保を目的として、魅力的と判断される新発のメザントランシェについては、選別的ながらエクスポージャーを拡大している。米国市場では、プレミアムが大きくデュレーションの長い債券を売却しつつ、スプレッド水準を維持しながらプライマリー市場の新規案件へと入れ替える戦略に投資妙味を見出している。さらに欧州市場では、ディスカウント債に一定のトータル・リターンを確保できる余地があると判断している。

■ **ABS**では、プライム層の個人信用は依然として底堅く推移している。ただし、インフレや可処分所得の減少によって、信用力の低い消費者層には引き続き負担がかかっている。我々は、こうした信用悪化が他の消費者層にも波及し始めているか、慎重に見極めている。現時点ではスプレッドに対して前向きな見方を維持しているが、供給増加が逆風にならないか、引き続き注意を払っている。選好する投資対象としては、上位格付の無担保個人ローンやサブプライム自動車ローンに加え、良質な個人資産へのエクスポージャーが得られる主要な信用リスク移転取引（SRT）を重視している。今後は、銀行規制の変化により、資産売却や規制対応型取引を通じた新たな投資機会が生じる可能性があると見ている。

投資適格社債

見通し：今後数カ月にわたり高い超過収益を得るのは次第に困難になってきており、我々は慎重姿勢を一段と強めている。この背景には、米国偏重の政策動向、それに対する各国の対応、市場ボラティリティのさらなる上昇の可能性などがある。グローバルな投資適格社債のパフォーマンスは、高い利回りへの堅調な需要によって支えられてきたが、米国の政策を巡る不透明感が急速に高まり、世界的な貿易再編が予想される中、その基盤には綻びが見え始めている。

■ 米国では、投資家が年内に見込む利下げ幅を拡大させているが、相互関税の発表を受けて見通しは依然として流動的であり、足元では年末までに3回強の利下げを織り込んでいる。過去の利下げ局面を振り返ると、利下げ後の6か月間はスプレッドが概ね横ばい

で推移し、その後の6か月で拡大に転じる傾向が見られた。なお、相互関税の発表前は、米国のクレジット市場は他のリスク資産に比べて、景気後退リスクの織り込み方が相対的に小さかった。

■ **スプレッドのレンジ：**過去の傾向を見ると、米国投資適格社債のスプレッド変動は1年間で概ね60bpsの範囲内で推移してきた（2008～2009年および2020年を除く）。こうした高い不透明感の中にあっても、北米投資適格CDS指数（CDX）オプション市場は、スプレッドが比較的狭いレンジにとどまる可能性が高いことを示唆している。一方で、CDXスプレッドが100bpsを超えるような極端なスプレッド拡大シナリオの生起確率が上昇しており、現在はその確率が約15%と見込まれている。

■ **好調な需給環境：**不透明感が続く中でも投資適格社債のスプレッドはタイトな水準が続いてきたが、需給面の支援材料はこれまでのところ損なわれていない。その背景には、高い利回りに対する旺盛な需要がある。もっとも、米国投資適格社債の相対的な投資妙味はやや薄まっている。マクロ環境がさらに悪化すれば、利回り低下や発行の増加、需要の減退を通じて、供給の消化不良を招く可能性があり注意が必要となる。一方でプラス材料としては、4-6月期に入ると発行額が減少すると同時に満期償還が1-3月期を上回る見込みである。これにより、ネットでは供給が縮小するというのが我々の基本的な見方である。

図：欧州投資適格債と米国投資適格債のスプレッド較差：最近の欧州投資適格債のスプレッド縮小は米国投資適格債を大きくアウトパフォーマンスしているが、前例がないわけではない。（欧州投資適格債OAS - 米国投資適格債OAS, bps）



セクター別見通し

■ **ファンダメンタルズはやや弱含み**：2024年10-12月期の業績発表では、EBITDAマージンは前四半期比で0.2ポイント低下し、レバレッジ比率は前四半期比で横ばいの2.9倍だったが、前年同期比では0.1倍上昇している。その後、トランプ大統領による関税引き上げの発表を受け、自動車、テクノロジー、化学といった業種が新たなリスクに晒されている。こうした政策の不確実性を背景に、2025年1-3月期の企業利益成長見通しは下方修正されており、2024年末時点では前年比+11.6%が見込まれていたが、現在の予想では+7.1%にとどまっている。

■ **一部の経営陣に見られる慎重姿勢**：関税政策の発表によって市場心理が後退する中、企業経営者による見通しも後退しており、それに伴って経済活動や設備投資が減速する可能性がある。もっとも、今後数四半期にわたって設備投資の先送りやM&Aの抑制が見込まれることは、発行体の信用力指標を下支えする要因にもなり得ることから、限定的ではあるが一定の安心材料にはなる。

■ **米国投資適格社債の投資戦略**：現在の市場環境では、キャリアの獲得を重視し、残存期間5年以下の債券を選好している。10年債と30年債のスプレッドはフラット化しており、統計的には過去の最もフラットな20%の局面に入る水準である。また、産業セクターのBBB格とA格のスプレッド較差は約40bpsとタイトな水準にあり、より高格付銘柄へのシフトが適切と考えられる。我々は、キャリア獲得を目的にBBB格を引き続きオーバーウェイトとしているが、ポジションは縮小させており、その大半はスプレッドカーブ上の5年以下のゾーンに集中している。セクター配分では、

産業セクターをアンダーウェイトとし、金融（特に大手6行）および公益セクターをオーバーウェイトとしている。

■ **欧州投資適格社債のスプレッドは年初来で米国よりも大きく縮小しており**、欧州投資適格社債指数は米国指数よりもタイトな水準となっている。こうした状況は今回が初めてではなく、過去にも2014～2015年、2018年、2021年に見られた。ただし、今回はECBが社債購入プログラム（CSPP）などを通じて大規模な介入を行っていない中で生じた初めてのケースであり、その点が特徴的である。

■ **欧州市場の好調なパフォーマンスを踏まえると**、ドイツの財政支出の見直し、欧米間の金利動向の乖離、利回り重視の投資家からの需要増加といった1-3月期の好材料は、既に織り込まれていると見られる。一方、関税に関する報道は、相対的に軽視されてきた節があるが、4月2日に発表されたトランプ大統領による関税措置を受けて、欧州経済の見通しに対する楽観ムードの一部は後退した可能性がある。ユーロ圏は成長力が弱いため、新たな貿易摩擦の再燃に対しては特に脆弱な状況にある。

■ **欧州投資適格社債の投資戦略**：現状の市場環境を踏まえると、リスク選好の高まりによってスプレッドがさらに縮小する余地は小さいと思われる。このため、我々のグローバルおよびユーロ圏の投資適格社債ポートフォリオでは、注意深い運用姿勢を崩していない。リスクを抑制しながら、キャリアの確保を重視し、個別銘柄に着目した選別的な投資機会を追求している。なお、グローバル投資適格社債ポートフォリオにおけるリスク削減は、ユーロ圏のオーバーウェイト削減

を通じて実施している。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス

見通し： 慎重な見方。力強い市場動向は、マクロ経済の不確実性が高まる中でも持ち堪えるだろう。トランプ政権は長期の経済的利益を目指す一方、我々は短期的な影響に注意を払っている。よって、我々は米国の優良発行体で年限の短いハイールド債をオーバーウェイトとするディフェンシブなポジションを維持しつつ、欧州の景気循環銘柄および関税の影響を受けやすい銘柄をアンダーウェイトとする。

■ 現在のスプレッドは、信用ファンダメンタルズの力強さと市場需給を反映している。しかし、財政政策が民間投資の遅れと需要の減退につながれば、スプレッドがさらに拡大する可能性がある。我々の基本シナリオでは緩やかながらも持続的な経済成長と抑制的なインフレを予想するが、貿易摩擦と特定分野の歳出削減は不安定性と不確実性をもたらす。建設資材や消費財などの主要産業では、企業収益が足元で落ち込み企業見通しも明るくない。しかし、経済状況が悪化すれば、FRBが支援的な政策を実施するだろう。

■ 需給と信用状況は引き続き良好である。ネットの供給不足と堅調な資金流入は支援材料で、高い利回りも引き続き魅力的である。加えて、市場の信用力は全体として過去最高水準にあり、目先に満期を迎える債券額も対処可能な水準であるため、デフォルト率は低い水準を維持するだろう。さらに、低格付銘柄の間でバラつきが大きいが、相対価値による投資機会を生み出すだろう。

■ デュレーションの短い債券をオーバーウェイトとす

る一方、デュレーションの長い優良発行体の一部を入れ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、ヘルスケア/医薬品、パイプラインをオーバーウェイトとしている。一方、テクノロジー、メディア/エンターテインメント、小売業/レストランをアンダーウェイトとしている。また、足元のリスク削減には、プラスのベネフィットを享受すべく、ハイールドCDSを愛好して、歴史的にタイトなスプレッドで行った債券取引が含まれる。

■ 米国レバレッジド・ローン市場において額面を上回る価格で取引されるローンの割合は、2024年末の約70%から足元では11%程度まで落ち込んだが、これは昨年から続く大量の条件変更案件が、1-3月期中盤を通じて加速し、3月末に収束したにことによる。年初来で条件決定された発行総額である3,130億米ドルの60%近くは条件変更を目的とした取引となっており、25%超は借り換えを目的としたものだった。条件変更を目的とした発行の大きな波は後退し、その後の発行市場の需要は新規発行取引に移っている。需要面では、最近のデータは資金流出を示しており、流出額は年初来で120億米ドル増加しているが、この傾向は続くと思われる。

■ 2025年1-3月期は低リターンだったが、我々は引き続き通年には明るい見通しを持っており、レバレッジド・ローンのトータル・リターンは6.5%と予想する。

図：米国ハイールド債の信用力は歴史的に高い水準にある。(%)



出所：バンク・オブ・アメリカ

セクター別見通し

■ 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、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下支えとなっている。しかし、新規発行の急増やSOFR（担保付翌日物調達金利）の低下は時間の経過とともにクーポンを低下させ、最終的にはトータル・リターンの押し下げ要因になる可能性がある。

■ 我々は、公開企業のBB格ローンや高位B格ローンを、PEスポンサー傘下の発行体による低位B格ローンやCCC格ローンよりも、引き続き嗜好しているが、これは、これらの低格付ローンがファンダメンタルズにおいて厳しい状況に陥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ズ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。よって、デフォルト回避が今後12～24ヵ月間の超過収益の最大の源泉となるだろう。

■ スプレッドは欧州ハイイールド債と欧州レバレッジド・ローンで1-3月期にやや拡大したが、米国レバレッジド・ファイナンス市場を大きくアウトパフォーマンスした。欧州のアウトパフォーマンスは、欧州の積極的な財政支出計画と米国の成長懸念に注目する投資家が主導した。経済成長と関税を巡る不確実性の高まりを踏まえ、我々は慎重姿勢を維持し、スプレッドが4-6月期に拡大すると見ている。スプレッド拡大の程度は幅広いリスク・センチメントに左右される一方、欧州レバレッジド金融市場の力強い需給（限定的なネット供給、継続的な資金流入、堅固なCLO

組成など）が引き続きボラティリティを抑えるだろう。市場には分散し、不均衡から生じた、市場との相関が低いテール・リスクが存在し、慎重な銘柄選択が超過収益の創出を可能とするだろう。

■ 我々は全般的に、景気循環、一般消費財、関税の影響を受けやすい業種のアンダーウエイトを維持する。スプレッドは適正な水準と見ており、我々の取っているリスク水準はほぼ市場中立的としているが、力強い需給が継続すると見ている。慎重な銘柄選択と、個別の相対価値による投資機会が引き続き重要だと考えている。

エマージング債券

見通し：引き続きファンダメンタルズに重点を置きつつ、相対価値および発行体固有の投資機会に注目する。目先は関税とグローバルのマクロ面に関するリスクがあるが、中期的にはエマージング債券は底堅さを維持し、より長期的にはグローバル環境に関わるポジティブ要因が引き続き我々の投資テーマを後押しする。他の国・地域に対して優位性を保ってきた米国経済と米国市場の強さが後退していく可能性があり、これが米国以外の国々における投資機会を生み出し、新興国の中では潜在的な「勝ち組」と「負け組」がより明確になる可能性がある。最近の米ドル高の反転、グローバルの流動性状況が健全であること、エマージング市場の各資産（スプレッド、通貨、金利）の魅力的なキャリーが、短期的な懸念を和らげる要素となっている。

ハードカレンシー建エマージング国債

- 米国の経済成長は持続性があると見られるが、短期的には減速方向となるだろう。世界金融危機以降の米国経済と米国市場の例外的な強さが後退しつつある可能性がある。米国以外の状況にも変化が見られ、ユーロ圏の経済成長の動向が変容している。ドイツの防衛費とインフラ支出の拡大はユーロ圏の経済成長とリスク資産にとっての支援材料になる。中国では国内消費を促進するための政策の効果が見込まれ、不動産セクターの過剰在庫、および米国との貿易戦争による悪影響が緩和される可能性がある。
- リスクの高い環境が続くが、これまでの米国経

済と米国市場の例外的な強さに変化が起こることは、エマージング債のスプレッドにとって支援材料となるだろう。ハードカレンシー建債のスプレッドは2月中旬に最も縮小した後に拡大に転じており、再び縮小した水準に戻るには関税を巡る不確実性がある程度後退する必要がある。

■ 関税の影響を予想するのは難しく、一次的效果と二次的效果の両方を調べる必要がある。貿易の結びつきは国によって異なり、各新興国の脆弱性と耐性の程度は多様である。各新興国に対する影響の大部分は、競争優位性、米国との関係、そして交渉能力によって決まる。これにより、発行体間での差別化がより明確になるが、一方で格付による差別化はそれほど大きくないと予想する。

■ ハードカレンシー建ソブリン債指数のキャリーは高水準であるため、市場全体のトータル・リターンはプラスになる可能性が高いと考えられる（先進国金利が横ばいで、クレジット・スプレッドが95bps拡大したとしても、ソブリン債指数のトータル・リターンはゼロにとどまり、マイナスにはならない）。米国の緩やかな景気減速と欧州・中国の持続的な成長見通しの改善は、新興国がアウトパフォームするために丁度良い（「ゴルディオックス」）シナリオとなる可能性がある。反対に、米国の急激な景気減速と厳しい関税政策が組み合わせると、スプレッドはバッファーとなる95bps以上拡大し、キャリー益を食い潰し、主要国金利が低下しない限りはプラスのトータル・リターンが得られないことになる。

図：ハードカレンシー建エマージング債券は、米国社債と比較して相対的な価値を提供している可能性がある。



出所：J.P. モルガン、ブルームバーグ

セクター別見直し

■ 引き続き、高キャリアでダウンサイドへの耐性が強いBB格の発行体（コロンビア、セルビア、ブラジル、コートジボワール、ドミニカ共和国、グアテマラなど）を選好する。また、ポジティブな個別国要因を持つ発行体（ガーナ、エルサルバドル、エジプト、エクアドル、パキスタンなど）にも注目している。

■ さらに、相対価値に基づく個別発行体の投資機会にも着目している。メキシコ全体としてオーバーウェイトを維持し、そのうちメキシコシティ空港（有担保債）、ペメックス（年限を短期化）をオーバーウェイトする一方、ソブリン債をアンダーウェイトするディフェンシブなポジションとしている。サウジアラビアはソブリン債と準ソブリン債をオーバーウェイトしているが、パブリック・インベスメント・ファンドへのエクスポージャーは限定的である。UAEは全体で中立であるが、DPワールドとギャラクシー・パイプラインをオーバーウェイトし、アブダビとUAE債をアンダーウェイトしている。カザフスタンは全体ではアンダーウェイトだが、準ソブリンのカズムナイガスを大幅にオーバーウェイトし、ソブリン債をアンダーウェイトとしている。

エマージング社債

■ 1-3月期のリターンは小幅なプラスとなり、先進国市場をアウトパフォームした。期初のスプレッド水準が世界金融危機以降で最もタイトだったことを考えれば、今期のパフォーマンスは相対的には強かったと言えるだろう。地域・業種別のリターンはばらつきが大きく、中国・香港の景気循環が上向いていることと、インドの構造的な成長シナリオを背景にアジアがアウトパフォームした。中南米はコモディティ・セクターと移

民・関税を巡る政策の不確実性が重石となった。欧州は財政拡張の可能性が支援材料視される一方、低格付発行体がアンダーパフォームしたアフリカは、全体として振るわなかった。

■ エマージング社債は適度に魅力的な利回りと相対価値からアウトパフォームが続くと見ており、世界的な不確実性がある中でも、投資を継続するべきだと考える。エマージング発行体を取り巻くファンダメンタルズはダウンサイドに対する抵抗力があり、ハイイールド債のデフォルト率は過去平均の3~4%の範囲内、ないし先進国市場と同様の水準にとどまると見ている。グロスの新規発行額は予想よりもやや多いが、ネット供給額は引き続きゼロ近傍である。

■ エマージング社債は分散投資機会を引き続き提供しており、過去12~18ヵ月間、発行体固有のサプライズは少なかった。オポチュニスティックにエマージング社債への投資を行うクロスオーバー投資家は、その高いスプレッドによって投資意欲を高めているが、最近の米国ハイイールド債の急落を受け、投資意欲が落ち着く可能性がある。短期的には、供給増加や関税関連の報道により需給が弱含むと見られる。

■ 引き続きBB格と一部のBBB格長期債の投資妙味が最も大きいと見ている。B格の石油・ガス上流セクターと化学セクターを一部削減し、新発債についてはコンセッションが不十分だと考え、選別的な姿勢をさらに強めている。エマージング社債のリスクとしては、持続的な米ドル高や米国の景気後退が挙げられる。

現地通貨建エマージング債

■ 米国の関税政策、ドイツの財政拡張計画、そして中国経済底入れの初期的な兆候は、現地通貨建エマージング債市場に過去数十年間見られなかった相反する流れをもたらしている。マクロ面では、短期的なインフレ上昇と中期的な景気減速のシナリオが定着している。新興国の政策当局者は自国通貨が底堅さを維持している限りは、物価高よりも経済成長を重視する。しかし、我々は、多くの新興国が直面する財政面の制約に注意を払っている。ブラジル、コロンビア、南アフリカのように財政面の制約がある国でも、FRBがハト派姿勢に転じれば、その恩恵を受けるだろう。

■ 中南米では、経済減速と中央銀行のハト派姿勢によりメキシコをオーバーウェイトとしている。また魅力的なヘッジ後利回りとステープなイールドカーブの形状から、ペルーとコロンビアもオーバーウェイトとしている。CEEMEA（中東欧・中東・アフリカ）では、10~15年ゾーンのリスク・プレミアムが魅力的な南アフリカをオーバーウェイトしている。アジアでは、金融政策と財政政策の相対感を考慮し、インドと韓国をオーバーウェイトし、中国をアンダーウェイトとしている。

エマージング通貨

■ 1-3月期のエマージング通貨は、関税を巡る懸念がインフレから景気に移り、米国のさらなる利下げが織り込まれたことで、中南米通貨と欧州通貨を中心に想定外に力強いリターンを上げた。中国とカナダによる報復関税、DOGEによる歳出削減、人民元安誘導をしないという中国政府の姿勢が、エマージング通貨高の動きに拍車をかけた。欧州では、ドイツが発表した財政出動とEU全体での防衛費拡大の可能性もユーロ高を後押しした。

■ 今後について、我々は複数の要因によって米ドルが変動を伴いつつ下落すると想定している。具体的には、米国では関税が経済成長を圧迫して他の国・地域よりも大幅な追加利下げに踏み切る、EUの財政刺激策が関税による景気下押しを相殺する、中国による大胆な景気刺激策が状況の安定または改善につながる、などが考えられる。こうした見通しに対するリスクには、米国の景気後退または世界的な景気減速、米国政権が示した関税策とDOGEによる歳出削減策からの方向転換、ブラジルやコロンビアなど一部新興国での財政懸念が含まれる。

■ ポジションに関しては引き続き相対価値を重視し、高キャリー通貨のロング・ポジション（中南米通貨、トルコ・リラ、インドネシア・ルピア、インド・ルピー、エジプト・ポンド、南アフリカ・ランド）と低キャリー通貨のショート・ポジション（台湾ドル、韓国ウォン、中国人民元、タイ・バーツ、チェコ・コ

ルナ）を構築している。また、米ドルの小幅なロング・ポジションを解消している。FRBが方針転換した場合、ショート・ポジションを構築している低キャリーのアジア通貨がアウトパフォームする可能性があるが我々が認識しているためである。これらのアジア通貨は、年初来で米国との金利差が縮小しているにもかかわらず、関税の動向により出遅れている。関税の動向がアジアへの巨額の資本移動を妨げている可能性があり、今後のアジア通貨のポジション調整には、金利差の変化に対する通貨市場の反応を注視する必要がある。

地方債

見通し：ネット供給量が増加に転じ、需給環境が厳しくなることから、慎重姿勢を維持。とはいえ、地方債の信用ファンダメンタルズは健全な財務体質を反映して引き続き良好だが、新政権がもたらす課題を踏まえると、ピークを付けた感がある。加えて、非課税措置廃止が議題に挙がっている。非課税を支持する超党派の存在により廃止の可能性は低い一方、引き続き新規発行が前倒しされる可能性がある（私募発行体、病院、私立大学など）。

■ **地方債の年初来パフォーマンス**は比較的横ばいである。ただし、地方債のイールドカーブは特に長期ゾーンで大きくスティープ化している。これは個人投資家の短期債への需要が長期債を上回っていることを反映している。加えて、供給拡大はイールドカーブの長期部分に偏っている。

■ **長期債への潜在的な投資機会**：1-3月期最終週では、30年債では90%を上回るなど、地方債の利回り比率が大幅に上昇した（地方債の割安化）。この比率が潜在的にさらに上昇する際の、カーブの長期ゾーンのアンダーパフォーマンスは、金利の観点で買いの好機となる可能性がある。クロスオーバー投資家の参入は概してこの比率が90%台後半になると増えるため、この閾値は心理学的観点から重要である。

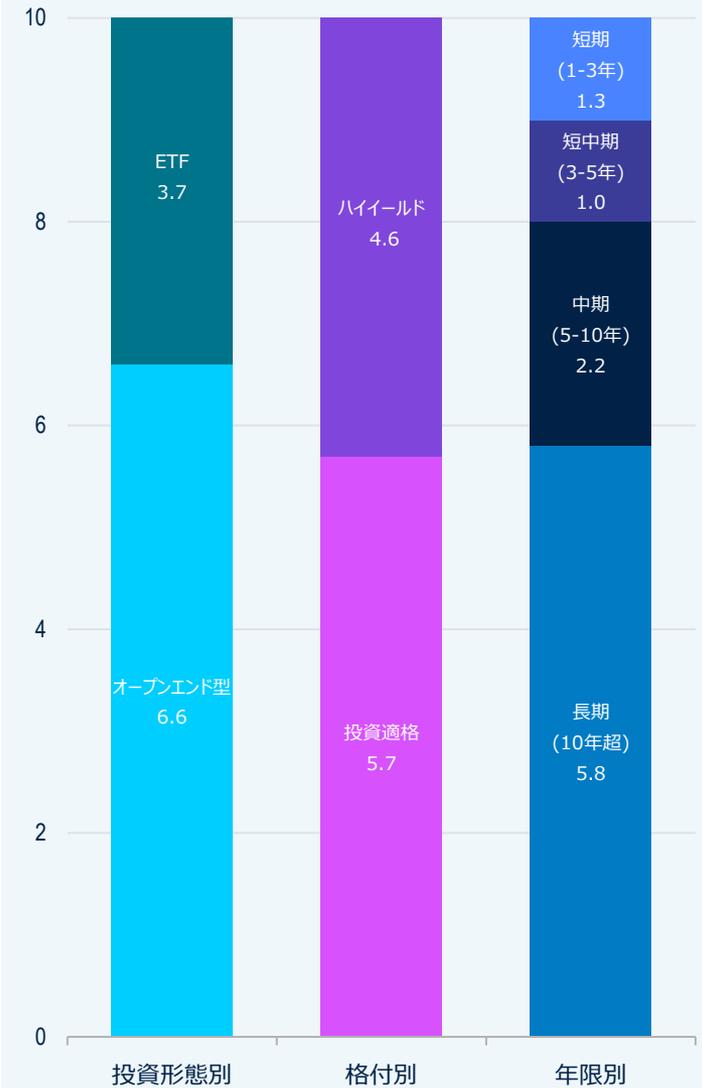
■ **需給の軟化**：新規発行額は昨年同時期を18%近く上回っており、我々はこの状況が続くと見ているが、需要は依然として底堅い。トランプ

政権は特定の発行体（大学など）に対する非課税範囲の制限を示唆しており、これが新規発行のペースを悪化させるだろう。加えて、4-6月期は投資家が税務上の理由で地方債を売却すると見られ、同四半期の再投資額は減少する。

■ **季節要因による資金流出**：地方債への資金流入はハイイールド債に偏っている。これが年初来のトータル・リターンを小幅なプラスにとどめている。とはいえ、投資適格債とハイイールド債のスプレッドは、経済的なテール・リスクの上昇にもかかわらず縮小した水準に近い。

■ **ポジショニング**：投資適格債では、空港のスプレッドが縮小している。我々はこの機会に乗じて債券を売却しており、市場の混乱時に備えてキャッシュ比率を高めている（供給過多の週など）。地方債の利回り比率のイールドカーブがスティープ化する際には、金利カーブのフラットナー・ポジションがより魅力的となる。フラット化したクレジットカーブとタイトなスプレッドを踏まえ、我々はカーブの短期ゾーンでクレジット・リスクを取るようになっている。また、メディケイド支払者が多くメディケイド削減を受け入れる余地が小さい医療機関、あるいは負債比率が高く財務が脆弱で寄付金収入の依存度が高い大学などへの投資を回避している。

図：年初来の資金フロー（10億米ドル）



出所：J.P. モルガン、2025年3月20日現在。

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	ファンダメンタルズに関心が集まり、不安定な状況下での極端な変動は徐々に後退する。	米国 10 欧州 10	英国 10 日本 10
エージェンシーMBS	短期的には弱気な見方。需給環境が悪化しているほか、金利ボラティリティが高止まりする公算が大きい。経過期間の長い30年物低クーポン債やプロダクション・クーポン（新発債）を引き続き選好する。	10	10
証券化商品	過去1年にわたるスプレッドの大幅縮小を経て、証券化商品はなお他の資産クラスと比べて高い投資妙味を維持している。中でも注目されるのは、弁済優先順位の高いトランシェである。相対的なバリュエーションの魅力に加え、リスク調整後リターンの観点からも優位性がある。引き続き、この領域への投資を重視していく方針である。今後もスプレッドは、概ね過去の平均水準で推移すると見込まれる。よって、当面は「キャリー収益」が主要な投資テーマとなる。堅調な需給環境を背景に、スプレッドやクレジットカーブがさらに圧縮される可能性はあるが、我々はスプレッド・デューレーションの短い銘柄を選好する。より信用リスクの高いポジションについては、クレジットカーブが過度にフラットである現状を踏まえ、引き続き慎重な姿勢を維持している。資本クラスの上位から安易に下位へとシフトすることで生じる下方リスクの方が、見込まれるリターンよりも大きいと見ている。	CMBS 10 CLOs 10	ABS 10
投資適格社債	今後数カ月にわたり高い超過収益を得るのは次第に困難になってきており、我々は慎重姿勢を一段と強めている。この背景には、米国偏重の政策動向、それに対する各国の対応、市場ボラティリティのさらなる上昇の可能性などがある。グローバルな投資適格社債のパフォーマンスは、高い利回りへの堅調な需要によって支えられてきたが、米国の政策を巡る不透明感が急速に高まり、世界的な貿易再編が予想される中、その基盤には綻びが見え始めている。	米国投資適格債 (1-10年) 10 米国投資適格債 (10年超) 10	欧州投資適格債 (1-5年) 10 欧州投資適格債 (5年超) 10
グローバル・レバレッジド・ファイナンス	慎重な見方。力強い市場動向は、マクロ経済の不確実性が高まる中でも持ち堪えるだろう。トランプ政権は長期的な経済的利益を目指す一方、我々は短期的な影響に注意を払っている。よって、我々は米国の優良発行体で年限の短いハイイールド債をオーバーウェイトとするディフェンシブなポジションを維持しつつ、欧州の景気循環銘柄および関税の影響を受けやすい銘柄をアンダーウェイトとする。	米国ハイイールド (1-5年) 10 米国ハイイールド (5年超) 10 米国レバレッジド・ローン 10	欧州ハイイールド (BB格) 10 欧州ハイイールド (B格以下) 10 欧州レバレッジド・ローン 10
エマージング債券	引き続きファンダメンタルズに重点を置きつつ、相対価値および発行体固有の投資機会に注目する。目先は関税とグローバルのマクロ面に関するリスクがあるが、中期的にはエマージング債券は底堅さを維持し、より長期的にはグローバル環境に関わるポジティブ要因が引き続き我々の投資テーマを後押しする。他の国・地域に対して優位性を保ってきた米国経済と米国市場の強さが後退していく可能性があり、これが米国以外の国々における投資機会を生み出し、新興国の中では潜在的な「勝ち組」と「負け組」がより明確になる可能性がある。最近の米ドル高の反転、グローバルの流動性状況が健全であること、エマージング市場の各資産（スプレッド、通貨、金利）の魅力的なキャリーが、短期的な懸念を和らげる要素となっている。	ハードカレンシー建投資適格ソブリン債 10 ハードカレンシー建ハイイールド・ソブリン債 10 現地通貨建エマージング債 ² 10	エマージング通貨 ² 10 投資適格エマージング社債 10 ハイイールド・エマージング社債 10
地方債	ネット供給量が増加に転じ、需給環境が厳しくなることから、慎重姿勢を維持。とはいえ、地方債の信用ファンダメンタルズは健全な財務体質を反映して引き続き良好だが、新政権がもたらす課題を踏まえると、ピークを付けた感がある。加えて、非課税措置廃止が議題に挙がっている。非課税を支持する超党派の存在により廃止の可能性は低い一方、引き続き新規発行が前倒しされる可能性がある（私募発行体、病院、私立大学など）。	課税債 10	

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 3/31/25	
		Q1		
CMBS	CMBS:コンデュイット型 AAA	利子先払い10年債	18	140
	CMBS:コンデュイット型 BBB-	BBB-	-26	502
	CMBS:SASB - シニア	AAA	10	145
	CMBS:SASB - メザニン	BBB-	0	255
	CMBS:エージェンシー集合住宅	シニア	-2	86
非エージェンシー RMBS	レガシー	RPL シニア	8	148
	レガシー	2006/2007年のオルトA	5	235
	GSEリスクシェアリング	M2	25	165
CLOs	CLO 2.0	AAA	-1	124
	CLO 2.0	AA	15	175
	CLO 2.0	BBB	35	305
ABS	無担保消費者ローンABS	シニア	9	128
	無担保消費者ローンABS	B クラス	-1	135
	民間学生借り換えローン	シニア	9	133
	クレジットカード ABS	AAA	9	68

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)
	Q1	Q4	3/31/25
米国投資適格社債	2.31	14	194
欧州投資適格社債	-0.01	-4	98

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。2025年3月31日現在。

	トータル・リターン (%) Q1	スプレッド / 利回 り変化 (bps) Q1	OAS (bps)/ 利回り % 3/31/25
エマーゼンシング債券 (ハードカレンシー建)	2.24	24	349
エマーゼンシング債券 (現地通貨建ヘッジ有)	1.62	-11	6.30
エマーゼンシング通貨	3.13	-101	7.20
エマーゼンシング社債	2.42	25	265

出所：J.P.モルガン

	トータル・リターン (%) Q1	スプレッド変化 (bps) Q1	OAS/ DM (bps) 3/31/25
米国ハイイールド債	1.00	60	347
欧州ハイイールド債	0.54	28	346
米国レバレッジド・ローン	0.61	23	498
欧州レバレッジド・ローン	0.99	22	494

出所：ICE BofAML、クレディ・スイス

	トータル・リターン (%) Q1
高格付非課税債	-0.22
ハイイールド非課税債	0.82
長期課税地方債	3.35

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

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

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

インデックスに関する留意事項

米国投資適格社債

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

欧州投資適格社債

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

米国ハイイールド債

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

欧州ハイイールド債

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

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

欧州シニア・セキユアード・ローン

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

エマーゼンシング債券

JPMorgan EMBIグローバル・ディバースファイド・インデックス。エマーゼンシング・マーケット・ボンド・インデックス・グローバル・ディバースファイド(EMBIグローバル)は、エマーゼンシング市場の国債および準国債(プレイデブ債、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、JPMorgan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、JPMorganの事前の書面による許可が必要です。Copyright2020, J.P. Morgan Chase & Co.無断転載は禁じられています。

現地通貨建てエマーゼンシング債券

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

エマーゼンシング社債

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

エマーゼンシング通貨

JPMorgan ELMIPラス・インデックス：JPMorgan ELMIPラス(JPM ELMIP+)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、ジューメイ(GNMA)、ファニーメイ(FNMA)、フレディマック(FHLMC)が保証するエージェンシー不動産担保パスルー証券(固定金利型、およびハイブリッド・アーム型)を参照しています。このインデックスは、個々のTBA受渡適格MBSプールを、プログラム、クーポン、ヴァ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 25 Quarterly Outlook / Published April 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

PGIMJ118074

4415133-20250417

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。