



2022年 4-6月期 四半期見通し

2022年4月

PGIMフィクスト・インカムはプルデンシャル・ファイナンシャル・インク("PFI")のグローバル債券運用部門です。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするプルデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするプルデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。

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

目次

1 主要な市場トレンド & 投資テーマ 3

2 債券市場の見通し 5

3 世界経済の見通し 10

4 セクター別見通し 14

先進国金利 15

エージェンシーMBS 16

証券化商品 17

投資適格社債 18

グローバル・レバレッジド・ファイナンス 20

エマーシング債券 21

地方債 23

5 見通し一覧 & 資産クラス別の見解 24

パフォーマンス一覧 26

個別セクター	Q1 22	2021	2020	2019	2018
米国レバレッジド・ローン	-0.10	5.40	2.8	8.17	1.14
欧州レバレッジド・ローン	-0.48	4.87	2.4	4.38	1.25
欧州ハイイールド債	-4.13	3.32	2.9	11.4	-3.35
米国ハイイールド債	-4.84	5.36	6.2	14.4	-2.26
欧州投資適格社債	-4.96	-0.97	2.77	6.24	-1.25
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	-4.97	-1.04	3.87	6.35	0.99
エマーシング通貨	-5.53	-3.09	1.73	5.2	-3.33
米国国債	-5.58	-2.32	8.00	6.86	0.86
CMBS	-5.59	-0.64	8.11	8.29	0.78
地方債	-6.23	1.52	5.21	7.54	1.28
米国投資適格社債	-7.69	-1.04	9.89	14.5	-2.51
エマーシング債 (現地通貨建)	-8.12	-5.52	6.07	9.14	0.75
エマーシング債 (ハードカレンシー建)	-10.02	-1.80	5.26	15.04	-4.26
米国長期国債	-10.58	-1.13	17.7	14.8	-1.84
米国投資適格長期社債	-11.41	-4.65	13.94	23.9	-7.24

マルチセクター

円総合	-1.55	-2.85	-0.8	1.64	0.93
グローバル総合(ヘッジあり)	-4.97	-0.15	5.58	8.22	1.76
ユーロ総合(米ドルヘッジなし)	-5.41	-4.71	4.05	5.98	0.41
米国総合	-5.93	-1.39	7.51	8.72	0.01
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	-6.16	-1.54	9.2	6.84	-1.2

その他セクター

米ドル	2.76	6.37	-6.69	1.35	4.9
3ヶ月 SOFR ¹	0.29	0.18	0.74	2.4	2.23
S&P 500 指標	-4.60	28.71	18.4	32.6	-4.4

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JPモルガン、ハイイールド債はICE BofA、担保付シニアローンはクレディ・スイス。欧州のリターンは、特に断りのない限りヘッジなし。パフォーマンスは2022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。

¹ 過去の年間リターンは、3ヶ月LIBORに基づく。

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

債券市場の見通しを巡る市場の関心事は、経済活動の再開を牽引役とした経済成長およびインフレの加速から、ロシア・ウクライナ紛争がもたらす影響に対する懸念へと急速に移行している。

- 1 世界の経済成長は異なるリスクに直面：**世界でも最大規模の経済大国・地域は、それぞれ全く異なる状況に直面している。米国はトレンドを上回る成長と厄介なインフレ高進に見舞われている一方、中国は新型コロナウイルスを封じ込めるためのロックダウンと不動産セクターが過剰債務を抱える中で成長が鈍化しており、欧州は景気後退やスタグレーションをもたらす可能性の高いエネルギー供給途絶の脅威に直面している。
- 2 インフレの対策状況に差：**世界各国の中央銀行は、コロナ禍に対処するために実施した緩和政策の転換において、それぞれ異なる状況に置かれている。欧州中央銀行（ECB）や米連邦準備制度理事会（FRB）といった相対的に動きの遅い中央銀行は、まさに資産購入を終了させて金融政策の引き締めを強めている最中だが、より動きの速い東欧や中南米など新興国の中央銀行は、インフレ対策において依然として大きく先行している。
- 3 ロシア・ウクライナ紛争がもたらす不確実性：**ロシア・ウクライナ紛争の先行きを巡る不確実性、これに対する世界各国の反応、世界の地政学的な秩序と金融システムに与える様々な影響が、今後も市場動向を左右すると考えられる。
- 4 超過収益獲得の機会：**こうした不確実な状況下では、ベータは効果的なリターンを獲得手段にはならないと考えられる。よって、超過収益を獲得するための信頼性の高い手段であるボトムアップ分析やレラティブ・バリュエに基づくポジションなど、マイクロ要因により焦点を当てる必要性が高まっている。

セクション 2

債券市場の見通し

ロバート・ティップ, CFA, チーフ・インベストメント・ストラテジスト兼グローバル債券責任者

ロシア・ウクライナ紛争とインフレにより、債券の強気相場は大きな脱線を余儀なくされた。脱線により方向感が失われる中、今後の道筋について段階的に検証する。

02

強気相場からの脱線

コロナ禍からの経済再開プロセスの現段階においては、世界経済の成長とインフレに関してある程度の鈍化が見られると予想されていた。しかし、実際には1-3月期には様々なイベントが重なって債券市場は急落した。利回りは前回サイクルのピーク水準にまで急上昇し、信用スプレッドも大幅に拡大した。これは要するに、過去何十年にわたって続いた債券の強気相場からの大きな脱線を意味する。脱線により方向感が失われる中、今後の道筋について段階的に検証することとしたい。

ステップ1：市場は1-3月期に、こうした環境の変化をどの程度織り込んだか？

中央銀行による金融引き締め、経済のハードランディング、ロシア・ウクライナ紛争に対する懸念から、世界の信用スプレッドは1-3月期に大きく拡大した（図1）。また、市場が織り込んでいるECBとFRBの利上げ幅は、過去18か月で約3倍に跳ね上がり（図2）、ECBについては50bps未満から150bps以上、FRBについては約100bpsから300bps近くにまで拡大している。

ステップ2：インフレの新たなパラダイム

こうした市場での価格調整には予兆がなかった訳ではない。ロシアがウクライナに侵攻してコモディティの強気相場が過熱し始める以前から、既に高進していたインフレ率が更に急騰していた。こうした状況の中、逼迫した需給環境を背景として、インフレの高進は暫くの間にはわたり市場の主な懸念材料となりそうだ。しかし、市場はなぜ急激に価格調整したのだろうか？

図1
(bps)



図2
(%)



出所：ブルームバーク、2022年4月1日現在

債券市場の見通し

2021年7-9月期を振り返ってみると、**図3**の丸で囲んだ米国におけるコロナ禍後数ヶ月の高いインフレ率は、異常値であるように思われた。しかし、その6ヵ月後、我々はインフレの新たなパラダイムの中にいることを認識することになった。前月比0.5%、前年比6%のインフレ高進が新常态となり、7-9月期に記録した低いインフレ率が例外となった。当時、FRBはインフレは一時的なものとして容認する姿勢を示していたが、その後のインフレ高騰を見れば、「今すぐインフレを抑制せよ」との姿勢に急激に転じた理由が容易に理解できる。

図4は、米国と同様に欧州でもインフレ見通しが変化したことを示すものである。2021年10-12月期以前は、2%以上のインフレは持続しないと見られていたが、現在ではインフレ率を2%以下に抑え込むことは非常に困難であるように見える。しかも、年初来のインフレ率は、ロシアによるウクライナ侵攻を受けてコモディティ価格が上昇する以前のデータである。

ステップ3：利上げが余儀なくされる環境

中国や日本など、一部の主要中央銀行は依然として積極的な金融引き締めには転じていないが、米国のように非常に力強く経済が成長している国では、急速に利上げ観測が高まっている。世界市場において米国やFRBが重要な役割を担っていることを考慮すれば、**図5**に示した過去数ヶ月の米国の雇用拡大ペースは注目に値する。景気サイクルの現段階においては雇用の伸びがある程度鈍化することが予想されていたが、実際には経済活動が再開されて以降は、今世紀に入ってから見られなかったようなペースで雇用拡大が続いている。更に、世帯形成などの人口動態が牽引役となって、継続的に雇用が押し上げられる可能性がある(**図6**)。

図3
(%)



図5
(単位：1,000)

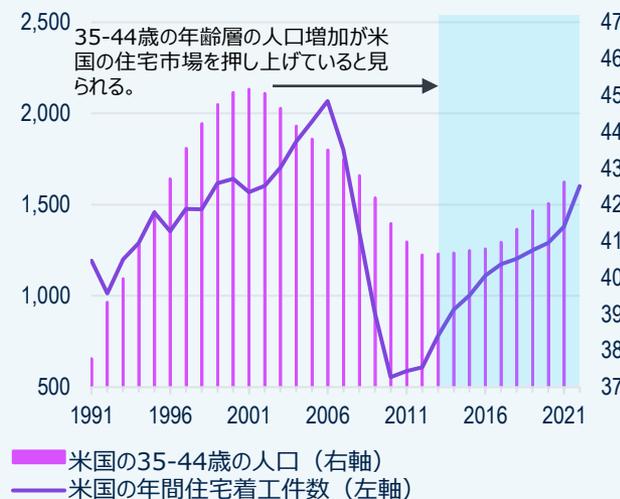


出所：ブルームバーグ、2022年3月31日現在

図4
(%)



図6
(左軸：1,000、右軸：百万)



FRBによる利上げの道筋は揺るぎないと見られる一方、ECBの状況はロシアがウクライナに侵攻したことに伴い、主にエネルギー供給と物価上昇に関するリスクから不透明感を増している。更に、軍事衝突が拡大する可能性についても排除できない。特に、紛争により欧州への化石燃料の供給が途絶すれば、欧州全体が景気後退に陥ることになるだろう。こうした背景から、欧州の見通しは極めて不確実なものとなっており、ECBの金利政策はFRBよりもはるかに大きな制約を受けるだろう。

ステップ4：今後の展望

2022年1-3月期は激動の四半期となったが、今後の市場は、利上げサイクルの開始時に典型的に見られるように、金利および信用スプレッドの両面が安定に向かうと考えられる。多くの場合、利上げサイクル開始時には、経済が力強い成長を続けており、クレジットのファンダメンタルズも堅固であり、概して緩やかな金融状況が維持されていることから、経済がハードランディングに陥るリスクは相対的に低い。図7は2004年と2015年に実施された最初の利上げ後の状況を示したものであるが、予想ボラティリティ (VIX) は低下し、信用スプレッドは縮小している。今後1~2四半期に関しても、市場はロシア・ウクライナ紛争の影響と中央銀行による利上げに対する懸念を既に十分に織り込んでいく可能性がある。そのため、1-3月期終盤からのトレンドが続き、リスク回避を目的とした取引は小休止となるだろう。また、信用スプレッドと同様に、長期金利についても大幅な利上げが織り込まれた後、FRBの政策がそれに追いつくまでは堅調に推移するケースが多い。図8は、一方で利上げサイクル後期においては、長期金利は利上げサイクルが終了するまで中央銀行の利上げに追従して上昇を続けることを示している。

図7
(右軸：指数、左軸1：%、左軸2：bps)

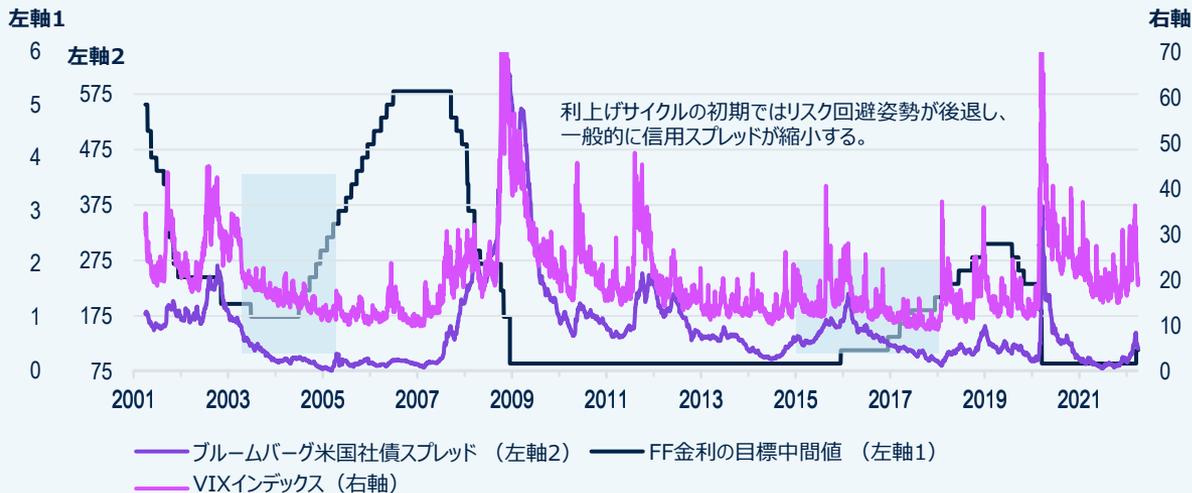


図8
(%)



出所：ブルームバーグ、2022年3月31日現在

今回のサイクルにおける長期金利のピークに関して言えば、非常に力強い経済成長と高いインフレ水準を踏まえると、今年後半または来年前半まではピークアウトしない可能性も現状では否定できない。しかし、人口の高齢化や高水準の債務負担といった長期にわたる構造的な要因を考慮すれば、ここからの上昇余地は限定的だと我々は考えている。

ステップ5：我々の短中期見通しの前提条件

足元の経済および地政学的な不確実性を考慮すると、短中期的には堅調ないし良好に推移すると我々の見通しは3つの重大な前提条件に基づいており、この前提条件が崩れれば市場および経済見通しは軌道から大きく外れる可能性がある。

第1の前提条件は、紛争がロシアとウクライナだけに留まり、NATOを巻き込む破滅的な戦争に発展しないというものである。これと関連する第2の前提条件は、ロシア産の原油および天然ガスの西側諸国への供給が途絶しないというものである。

仮に戦争が拡大して他の主要国が巻き込まれ、また、欧州へのエネルギー供給が著しく制限されるようであれば、市場はリスク回避の姿勢を強め、信用スプレッドが拡大する可能性がある。こうした状況下においては、高格付の先進国債券市場は上昇が見込まれるが、1-3月期の大半の期間において見られたような急激な利回り上昇やスプレッド拡大の可能性を排除することはできない。

第3の前提条件は、主要中央銀行に関するものであり、各国中央銀行はパニックに陥ることなく過度な金融引き締めを行わないというものである。各国中央銀行はもう少し早く金融引き締めサイクルを開始すべきだったと考えられ、これを踏まえれば、現時点においてタカ派的な発言が相次いでいるのも何ら不思議

ではない。しかし、もしも各国中央銀行が、2019年に政策の軌道を修正して利下げを可能にしたような判断力と潜在的な警戒感を失っているとすれば、これによって経済がハードランディングに陥るリスクは高まり、その場合には金利の低下と信用スプレッドの拡大がもたらされることになるだろう。

結論：判断が難しい市場環境であることは間違いのない。短中期的にはボラティリティが低下し、今後1～2四半期にわたって債券利回りと信用スプレッドは落ち着きを取り戻すと我々は見ている。しかし、過去数か月に起こった予期せぬ出来事を踏まえると、我々は継続的に地政学、成長率、インフレ、そして政策リスクのバランスを再評価する必要があるだろう。

セクション 3

世界経済の見通し

キャサリン・ナイス, PhD, 欧州チーフ・エコノミスト, グローバル・マクロ経済チーム

我々は、ロシア・ウクライナ紛争、これが経済に及ぼす影響、そして政策が果たす役割という観点に基づいて、最新の経済見通しを策定した。更に言えば、今回のロシア・ウクライナ紛争は、世界経済がインフレの高騰、成長率の鈍化、財政・金融刺激策の方向転換といった劇的な変化に見舞われている中で発生している。

03

世界経済の構造転換

2月24日のロシアによるウクライナ侵攻以来、戦争が及ぼす影響は投資家の関心を集めている。脱グローバル化の進展や、地政学的な変容など長期的な影響を及ぼす変化は明らかだが、短期的な不確実性は依然として深刻である。こうした状況の中、我々は、ロシア・ウクライナ紛争、これが経済に及ぼす影響、そして政策が果たす役割という観点に基づいて、最新の経済見通しを策定した。更には、今回のロシア・ウクライナ紛争は、世界経済がインフレの高騰、成長率の鈍化、財政・金融刺激策の方向転換といった劇的な変化に見舞われている中で発生している。

紛争の先行きの不透明さ、失われた人命、400万人の避難民、特に若者や社会的弱者の間で多く見られるトラウマなどの人的損害は極めて甚大である¹。現時点においては、ロシア・ウクライナ紛争は収束からは程遠いように見受けられ、追加的な制裁を含めて紛争が更に激化するリスクが残っている。

エネルギー、その他コモディティ商品、貿易、金融ネットワークなどの主要な領域に対して紛争が及ぼす経済的影響もまた不透明である。こうした領域における混乱は、センチメントの悪化、およびサプライチェーンの混乱によって更に深刻化するだろう。これまでの経験に基づく、これらの増幅要因を数値化するのは難しく、その影響も直線的なものではない。ロシアは世界のエネルギー生産の主要な供給元であり、欧州が必要とするエネルギー

の約25%を供給している。また、ロシアとウクライナは共に、肥料、穀物、貴金属、その他主要コモディティ商品の重要な輸出国である（図1）。結果として、世界経済の主要地域からのロシアの切り離しやウクライナの生産活動停止は、予測できない様々な形で世界中に影響を及ぼすだろう。

政策的な支援が不確実性の3つ目に挙げられる。世界が新型コロナウイルスとの共生に適応するにつれ、世界各国の政府と中央銀行は、過去数年間にわたる大規模な支援策を転換させている。まだ時期尚早ではあるが、これまでのところ、ロシアによるウクライナ侵攻によって、財政・金融支援の縮小という大きなトレンドは方向転換していない。それどころか、各国中央銀行は高い成長率とインフレを伴う経済見通しを落ち着かせるために、実際には金融引き締めを加速させている。

2022年初め、世界経済は緩やかに減速するものの依然としてトレンドを上回る経済成長が続くと予想されていた。ロシア・ウクライナ紛争は明らかに経済成長の下振れ要因だが、一方でインフレ率を押し上げている。世界的にスタグフレーションに陥るリスクが著しく高まっており、我々は欧州が景気後退に陥るリスクを50%程度と見ている。

ロシア・ウクライナ紛争が欧州経済に及ぼす影響は、ロシアからのエネルギー供給がどれだけ続くかに大きく左右されるが、我々はロシア依存からの秩序だった脱却を想定している。

図 1
ロシアとウクライナが輸出する主要な商品
(世界貿易に占める比率：%)



出所：PGIMフィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス、2022年3月31日現在。注記：ここで示された商品で、ロシアとウクライナによる輸出の約70%を占める。製造金属は金属原料を含まない。

¹ ウクライナからの400万人の避難民は、国連難民高等弁務官事務所による試算。

ロシア産のエネルギーを巡る状況は、今後数年にわたって成長の大きな足枷になると考えられる。我々は2022年GDP成長率の予測を紛争発生前の4.2%から直近では2.7%へと下方修正した。紛争の影響は国によって異なると考えられるが、ドイツとオランダはロシア産エネルギーへの依存度と貿易上の繋がりを背景に、特に影響を受けやすい。また、ウクライナのパイプラインを経由してロシア産のガスを大量に輸入しているイタリアが、再びユーロ圏の結束と成長の大きな不安材料になる。また、仮にロシアからのエネルギー供給が完全に途絶した場合、生産の縮小と需要減退がもたらされ、ユーロ圏の年間成長率はマイナス圏に落ち込むと予想する。

中国を除いた新興国の間では、ロシア・ウクライナ紛争により、勝ち組、負け組、そしてより複雑な状況に置かれている国の差が鮮明になっている(図2)。資源輸出国ならびにコロンビアやナイジェリアなど貿易格差や地域化(リージョナリゼーション)の恩恵を受ける国は、プラスの波及効果を受ける可能性がある。一方、チュニジアやチリを含むその他多くの新興国は、交易条件の著しい悪化に見舞われており、食糧品やエネルギーなど生活必需品の価格が高騰している。こうした状況を受けて社会的な緊張が高まり、一部の新興国(例えば、スリランカやエジプトなど)は国際社会に支援策を求めている。石油やガスの輸出国であっても、資源価格の上昇と需要増大の恩恵を受ける可能性が高い一方で、食糧品の輸入価格が上昇していることから、結果としてその恩恵も限定的なものとなるだろう。リスク選好度の低下と米国およびユーロ圏における金融引き締めサイクルが相俟って、既に多額の経常赤字を抱え資金調達が必要がある新興国を中心に、負のショックがもたらされている。中でも、トルコが突出してこれら多岐にわたる負の

ショックに晒されている。

対照的に、米国経済はロシア・ウクライナ紛争の影響をほとんど受けていない。エネルギーの純輸出国であり、ロシアとの貿易上の繋がりが極めて薄いことから、実体経済に対する目先の影響は相対的に限定される見通しである。ロシア・ウクライナ紛争が発生する傍らで米国経済が力強い成長局面にあることも、緩衝材の役割を果たしている。とは言え、世界的なエネルギー価格と食糧品価格の高騰の影響によって、高止まりしている物価上昇率は更に押し上げられており、家計の実質所得を一段と圧迫している。財政支援策が打ち切れ、金融引き締めが進められる中、今後1年にわたって需要は鈍化する可能性が高く、これによってインフレ圧力は緩和されると予想される。

中国は、若干異なる状況に置かれている。昨年実施した過熱した不動産市場の抑制が想定よりも成長を阻害しており、これが同国の掲げる5.5%という意欲的な2022年の成長目標を達成するに当たり、大きな逆風となっている。世界経済の成長が鈍化に向かうとの我々の予想に基づくと、中国が成長目標を達成するためには追加的な政策支援が必要であることが示唆されている。こうした景気刺激策が先送りされるようであれば、最終的に必要とされる政策的後押しもそれに応じて大規模なものになるだろう。今後5年間の政治指導者を定める上で2022年が重要性であることを考慮すれば、政策当局は成長目標を達成するためにあらゆる努力を払うと我々は予想しており、これが2022年の数少ない成長上振れ要因の1つになるだろう。

世界的に、依然としてインフレ率は高騰を続けている(図3)。

図2 ロシア/ウクライナとの貿易額、およびスプレッドの変化の分布



出所: PGIMフィクスト・インカム、ハーバー・アナリティクス、2022年3月31日現在

図3 世界的にインフレ率が高騰(対前年比: %)



出所: ハーバー・アナリティクス、2022年3月31日現在

ウクライナが世界経済に占める割合は極めて小さいものの、紛争が及ぼすエネルギー価格への影響が世界全体に波及し続け、先進国も新興国も一様にインフレ率は押し上げられるだろう。中国が続けている新型コロナウイルス感染拡大を封じ込めるためのロックダウンによるサプライチェーンの新たな寸断も、各国・地域の中央銀行が金融引き締めを続ける要因になっている。

ハンガリー、チェコ、ブラジルなどの新興国、ならびにノルウェーなど小規模ながら開放的な経済を志向する先進国が先行して金融引き締めを進める中、足元の市場ではFRBがより積極的な利上げを実施するとの予想が広がっている。我々の基本シナリオでは、FRBは利上げと量的引き締め（QT）の両方を、2022年上半期に前倒しして積極的に進めることを想定している。ECBは、域内の要因で物価上昇が過熱する兆候はほとんど見られないことから、緩和的な姿勢を維持すると予想される。とは言え、ECBは年内に資産買い入れを終了させ、来年には金利をマイナス圏から引き上げ始める意向だと見られる。無期限型の資産購入プログラムもマイナス金利も、コロナ禍における効果的な政策手段として機能しなかったことから、仮に域内で深刻な下振れリスクが鮮明になれば、新たなオーダーメイドの措置が講じられる可能性もある。

金融政策の規模が縮小される場合には、財政面からの追加経済対策が埋め合わせすると考えられる。エネルギー価格が顕著に上昇し始めてからまだ間もないが、欧州の政策当局は既に家計や企業に対してエネルギー価格の上昇を補填するための緊急支援策を講じることを示唆している。とは言え、EU名義の債務を財源とした財政出動による景気刺激策が、EUレベルでの

政治的合意を得るには数年を要すると見込まれる。英国をはじめとするその他の国においては、財政緊縮が依然として強く意識されている。

世界経済の先行きは、ロシアによるウクライナ侵攻による不確実性を孕みつつも、現時点においては、年初に考えられていたよりも成長は鈍化し、インフレ圧力も強まると予想して間違いないだろう。こうした見方には多くの不確定要素が含まれており、更なる下振れリスクが現実のものとなれば、足元の構造転換を背景に幾つかの国や地域が景気後退に陥る可能性がある。



セクション 4

セクター別見通し

04

先進国金利

見直し： 良好な投資機会を捉える。利上げサイクルでは金利ボラティリティが高まると想定されることが多いが、過去のデータに基づく、インプライド・ボラティリティは政策金利がピークに達するまで安定的に低下している。こうした中、レティブ・バリューの投資機会に基づき、大きなリターンを獲得できる機会があるとの確信を維持する。

■ 1-3月期は、先進国においてイールドカーブが一段とベアフラット化し、米国国債は2年物と10年物が逆イールドとなるに至った。持続的な物価上昇に直面する中、短期金利には今後も上昇傾向が続く可能性が高い。とは言え、ドイツと英国では、短期ゾーンの金利変動はこれまでのところそれほど顕著ではない。

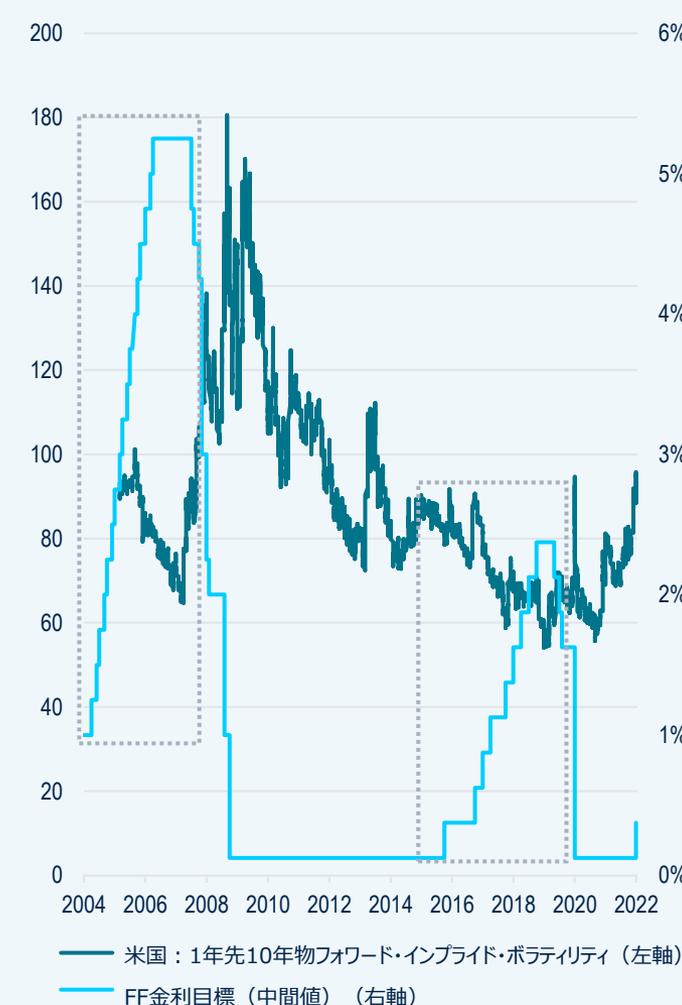
■ 我々は、FRBがFF金利の見直しを大幅に引き上げたことで、これまでと少し異なるメッセージが発信されたと見ている。つまり、当局は物価上昇を後追いつる形になっていると認めた上で、インフレ期待の大幅な高まりに追い付くために、2.4%と試算している均衡金利以上に利上げを進めることを示唆した。FF金利先物は近い将来に50bps幅での利上げが複数回実施されると織り込んでおり、インフレ圧力がなかなか解消されない中、当局は明らかにその選択肢を検討している。

■ FRBの利上げサイクルがボラティリティを高めると誤って解釈されることが多いが、現実には、金利のボラティリティ、例えば1年先10年インプライド・ボラティリティは2004年と2015年の利上げサ

イクル中は低下を続け、サイクルがピークに達した数ヵ月後に（その後の金融緩和サイクルが開始する少し前に）ボラティリティは上昇に転じている。

■ 我々は、ボラティリティが低下すれば、大きな裁定機会が顕在化すると見ている。我々の最適ポートフォリオ・モデルは、足元の米国国債市場において世界金融危機以降これまで見られなかった程の大きなミス・プライスが生じていることを示唆している。このミス・プライスは、先進国金利市場でイールドカーブがほぼフラット化する中、レティブ・バリューに基づく大きな投資機会を提供している。我々は米国20年債のロングに対する周辺年限の先物ショートや、オフザラン10年債のショートに対する7年債および10年物の指標銘柄ロングといったポジションを維持している。また、我々は最近、中期ゾーンにおける米国国債の現物と先物のベース取引において、最安受渡銘柄を巡る興味深いミス・プライスが生じていることを特定している。

FRBの利上げサイクルにおいて概してボラティリティは低下する
(左軸：年率 bps、右軸：%)



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ、2022年3月31日現在

エージェンシーMBS

見直し：アンダーウェイト幅を縮小。バリュエーション上の割高感、およびFRBによる金融引き締めを見込んだスプレッド拡大の兆候からアンダーウェイトを維持しているが、ボラティリティがピークに達しつつあること、新規発行の減少、そして期限前償還ペースの減速がMBSの支援材料となる可能性があると考えている。

■ MBSのバリュエーションは、1-3月期にスプレッドが拡大しヘッジコストが上昇して米国国債に対する超過リターンがマイナスとなったにも拘わらず、ボラティリティが急上昇する中でオプション調整後ベースでの割高感は解消されなかった。FRBによるMBS保有額の削減が差し迫っており、これが相場の重石になるはずだが、住宅購入者および借り換えを検討している住宅所有者が住宅ローン金利の急上昇に直面する中で、新規発行の減少がFRBによる需要の減少を相殺した。

■ 住宅ローン金利の急上昇によって、ジニーメイ（GNMA）では特に新規発行と期限前償還が減少したことで、GNMA債は他の債券をアウトパフォーマンスし、我々の高クーポンGNMA債のポジションも恩恵を受けた。一方、30年物と15年物のカレントクーポン債は、FRBによる直近の量的緩和策が大きな支援材料となったにも拘わらず、超過リターンは最も低調だった。

■ FRBによって保有されていたMBSが民間セクターに還元される中、以前までFRBの買入対象だったクーポン水準のMBS債は軟化している。しかし、流動性の低下と市場機能の悪化により

MBSは取引の難しい資産になっている。スプレッドやクーポンが急速に変動しやすい中、ディーラーによる取引や在庫余力も低下している。

■ MBSは、オプション調整後スプレッドの観点から割高感があるため、我々は米国国債に対するMBSのアンダーウェイトを維持している。また、FRBによる買入減少を見越して、TBAのスプレッドがやや拡大し始めている。

■ とは言え、新規発行の減少とボラティリティが正常化する可能性があるという追い風によってMBAの魅力が増すと考えられ、これを反映させるために我々は短期的な見直しでアンダーウェイト幅を縮小した。我々は、高クーポン債と低クーポン債をロングにするバーベル型アプローチと特定プールを引き続き選好している一方、カレントクーポン債を回避している。

期間30年の住宅ローン金利の全米平均 (%)



出所：Bankrate.com、PGIMフィクスト・インカム、2022年3月25日現在

証券化商品

見直し： 忍耐強く、投資機会を捉える。依然としてマクロ動向の影響を受けやすい状況が続くが、ファンダメンタルズは良好な状態を維持している。金利上昇によって発行が抑制され、住宅用不動産および商業不動産の資産価格値上がりも抑制されると見込まれる。市場ボラティリティにより流通市場の流動性が低下し、資本構造全体にわたりバリュエーションが高まっている。我々は、利回りキャリアが高くスプレッド・デュレーションの短い投資機会に機動的に資金を振り向けている。

■ スプレッド商品全般が置かれたリスク環境については認識しているが、足元の市場ボラティリティによりAAA格のコンデュイット型**CMBS**に投資妙味が生じている。金利上昇が商業不動産のリスクとなっており、一段と上昇すれば還元利回り（キャップレート）が低下する可能性があり、そうなれば中期的には資産価格が圧迫される可能性がある。非エージェンシー債の発行は年初に記録的な水準に達したが、スプレッドの拡大と金利上昇が相俟って、この先は新規発行が抑制される可能性がある。ポジション構築の観点から、我々は信用補完が充実したAAA格のコンデュイット型**CMBS**債を選好しているほか、シングルアセット/シングルポロワー（**SASB**）型の変動利付きメザン債、特に集合住宅と工業セクターにおける銘柄を選好している。これらは今後も賃料の上昇と限定的な供給による恩恵を受けると見込まれる。

■ 住宅ローン金利の上昇と住宅購買力に対する圧迫感の高まりに拘わらず、足元の需給動向を踏まえて、我々は2022年の住宅価格上昇率は5%～8%に達すると予想している。非エージェンシー**RMBS**については、新規発行と市場ボラティリティが

スプレッドの軟化材料となっているが、信用懸念の高まりは食い止められている。

■ スプレッドの拡大とモーゲージ・クレジットに関するポジティブな見直しを踏まえ、クレジットリスクトランスファー（**CRT**）債に投資妙味が生じているとの見方を強めている。

■ 1-3月期に**CLO**のスプレッドが拡大する中、発行市場のスプレッドは流通市場のスプレッドほど変動しなかった。4-6月期に入り、発行市場のスプレッドは流通市場の水準に収束すると予想する。また、AAA格の**CLO**に対する昨年の需要の60%を占めた米国銀行による需要が縮小する可能性もある。好材料としては、金利上昇環境が変動利付商品に対する需要の支援材料になると予想され、利回りを追求する新たな投資家層からの需要が**CLO**を下支えすると考えられる。**欧州CLO**は、組成中の案件がいくつかあり、ディーラーがバランスシート上のリスク低減を図る中で、これら案件の新規発行に関心が集まると考えられる。欧州**CLO**のスプレッドも短期的には拡大圧力に晒され続ける可能性がある。

■ **ABS**のスプレッドに対する拡大圧力は他の証券化商品セクターよりも軽微であり、また引続き市場参加者が限られてはいるものの、拡大したスプレッド水準では需要が見られる。ファンダメンタルズは、「景気刺激策によって押し上げられた」状態から、正常化が進みコロナ禍前の状態に回帰することが見込まれる。我々は、一部発行体の無担保消費者ローンやサブプライムの自動車ローン、プライム自動車ローンのクレジットリスクトランスファー債など、より投資妙味の高い**ABS**を選好している。我々は引き続き、航空機リースなどマクロ経済のボラティリティに対するエクスポージャーの大きいセクターを回避している。

商業不動産セクターの12カ月の価格変動予想

セクター	12カ月の価格変動予想 (%)	備考
 オフィス	-2.5% ~ 2.5%	賃貸動向は改善しているものの、在宅勤務が定着する中で空室率は高止まりしている。
 ホスピタリティ	0% ~ 5%	足元では改善しているものの、出張や海外旅行が打撃を受けていることから、慎重な見方をしている。
 小売	0% ~ 5%	整理統合の恩恵を受けると見られるA+とA++格のショッピングモールについて強気な見方を維持している。
 集合住宅	2.5% ~ 7.5%	新規供給不足と旺盛な需要から、クラスBとCの集合住宅については明るい見直し。
 工業	2.5% ~ 7.5%	eコマースと旺盛な個人消費による追い風によって、引き続きラストワンマイル物流市場が恩恵を受けると見られる。

出所：PGIMフィクスト・インカム、2022年3月31日現在

投資適格社債

見直し：全般に慎重な見方、個別の投資機会を探る。緩やかながらも一段とスプレッドが拡大する可能性がある中、業種および個別銘柄の選定による超過収益の獲得機会に目を向ける。今後は、グリーンエネルギーへの移行が加速すると見込まれる。

■ **米国投資適格債**は、年初にスプレッドが大幅拡大したが、金融政策および地政学リスクに対する懸念が高まる中でも、足もとでは世界金融危機後からの平均である135bpsを下回る水準で推移している。こうした中、我々は米国投資適格債に対して慎重な見方を維持している。基本シナリオでは、今後数ヵ月で30~40bpsのスプレッド拡大を想定する。また、弱気シナリオでは50~70bpsのスプレッド拡大を見込み、これが実現する可能性は、20~30bpsの縮小を予想する強気シナリオよりも若干高いと見ている。

■ こうした状況の中、魅力的な水準で出されるテnder・オファー（債券の買入償還）を利用できる際には利用し、相場の上昇局面ではポジションを手仕舞うことで、リスクの低減または魅力的なコンセッションが付された新規発行銘柄に投資するための余力確保に努めている。

■ セクター別に見ると、原料価格の高止まりによって食品・飲料、消費財、運輸、ヘルスケアといった業種の利益率が圧迫される可能性があるほか、半導体と自動車セクターではサプライチェーンの混乱が当初の想定よりも長引く可能性がある。対照的に銀行セクターには、強固なファンダメンタルズと産業セクターにおける同等格

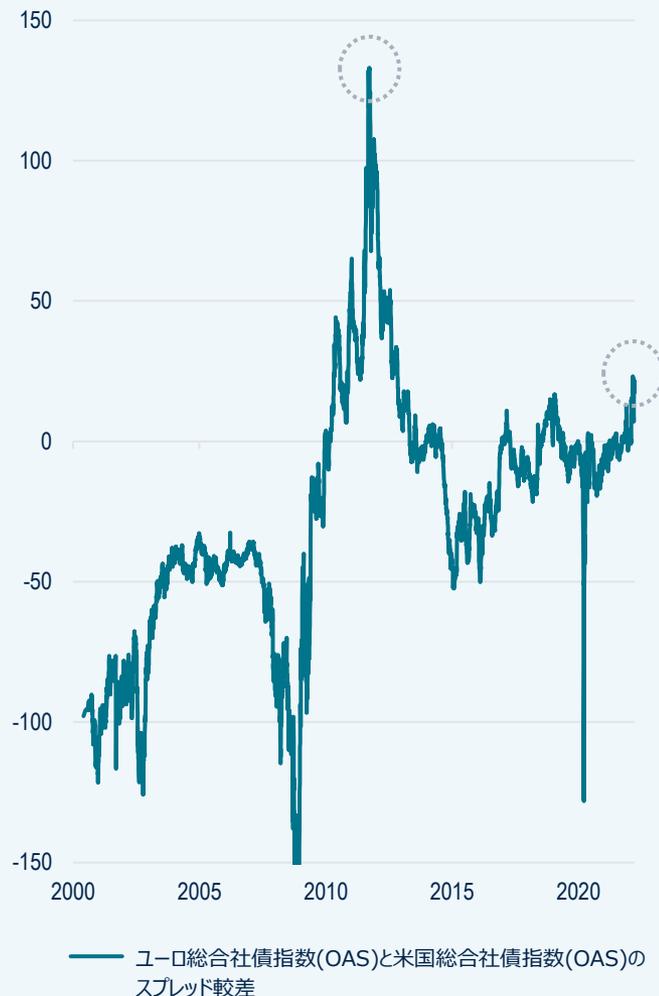
付の発行体に比べてワイドなスプレッド水準を踏まえ、長期的な投資妙味があると見ている。但し、銀行セクターはその流動性の高さが相場変動を増幅させるため、短期的にはボラティリティに晒されることが予想される。エネルギー、金属・鉱業、化学セクターは資源価格の上昇からの恩恵を受けることが見込まれる。

■ こうした状況を踏まえると、将来的なESGへの影響は依然として予測が難しい一方、最近の動向から2つの重要な点が明らかになっている。第1に、世界的な資源価格の高騰によって、より環境に優しいエネルギーへの移行が加速する可能性が高く、それによって設備投資の増大が見込まれる。第2に、暴挙を働いた国およびその関連資産は世界の金融システムから即座に締め出されるという考えのもとで、市場は結束している。

■ **欧州投資適格社債**を巡る状況は、他のクレジットセクターと同様に銘柄間で大きく価値が乖離しており、個別銘柄の選定による超過収益の獲得機会が生じている。

■ 信用力指標は概ね堅調である一方、サプライチェーンの寸断と原料価格の上昇が企業収益に及ぼす影響を見極めるため、個別銘柄レベルでの分析が求められる状況にある。更に、足もとでは新規発行の際に大幅なコンセッションが要求されており、これがその後の流通市場におけるスプレッド拡大をもたらす可能性があるため、企業毎に資金ニーズを検証することの重要性が高まっている。

1-3月期、米国投資適格債と欧州投資適格債のスプレッド較差は歴史的な水準にまで拡大した (bps)



出所：PGIMフィクスト・インカム、2022年3月31日現在

セクター別見直し

■ リターンの源泉を市場のベータに求めた場合、投資家は更なる逆風に晒される可能性がある。例えば、ECBはエネルギー価格の急騰に晒される中でも、社債購入プログラムを含む資産購入やマイナス金利政策に関して早期終了を目指す方針を示している。

■ 戦略面では、我々はスプレッド・デューレーションを引き続き小幅にアンダーウェイトし、セクター別には金融セクターのスプレッド水準は産業セクターの水準まで縮小する余地がある見ている。また、許容される場合には、BB格のスプレッドの上乗せ幅はBBB格対比で魅力的であると考え、選別されたハイブリッド社債には投資妙味がある見ている。

■ **グローバル投資適格債**についても、スプレッド・デューレーションは小幅にアンダーウェイトし、リスクをオーバーウェイトにしている。2022年に入ってから現在に至るまで米ドル建債のスプレッドがユーロ建債をアウトパフォームしているが、両者の差は今後縮小する可能性がある見ている。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス

見直し： 慎重な見方。ファンダメンタルズは良好だが、ウクライナ情勢を巡る不確実性、インフレ動向、中央銀行のタカ派的な姿勢から長期的な懸念が生じている。持続的なCLO組成と金利上昇の影響を受けにくい点を踏まえ、短期的にはローンが債券をアウトパフォームする見込み。ボラティリティの高い状態が続く中、アクティブ運用と適切な銘柄選定が重要となる。

■ 堅調なファンダメンタルズを背景に**米国ハイールド債**のデフォルト率は低位で推移しており、スプレッド縮小のシナリオも考え得るものの、我々は今後についてやや慎重な見方をしている。米国ハイールド債の発行体には、ロシア・ウクライナ戦争による深刻な影響が及び難いと我々は引き続き考えている。多くの発行体は国内事業に焦点を当てており、これまでのところ原価上昇を価格転嫁することができている。また、市場で一定の割合を占めるエネルギー、金属・鉱業、化学などの発行体は、コモディティ価格上昇の恩恵を受けると思われる。

■ しかし、米国ハイールド債のリスク・プレミアムは、長期的な景気減速の可能性や、その二次的影響を十分に反映していないと考えられ、下振れシナリオではデフォルト増加やスプレッド拡大がもたらされる可能性がある。但し、足元では多くの発行体の債務返済能力が高まっており、負債の年限構成も好ましいことから、景気後退期に一般的に見られるほどにはスプレッドは拡大しないと思われる。ポジションに関しては、我々は低格付発行体への配分を削減し、より高格付のBB格積み増しを企図している。また、リスク低減の一環として現金の保有高も増やした。また、我々は独立系発電事業者、住宅およびカジノ関連銘柄のオーバーウェイトを維持している。

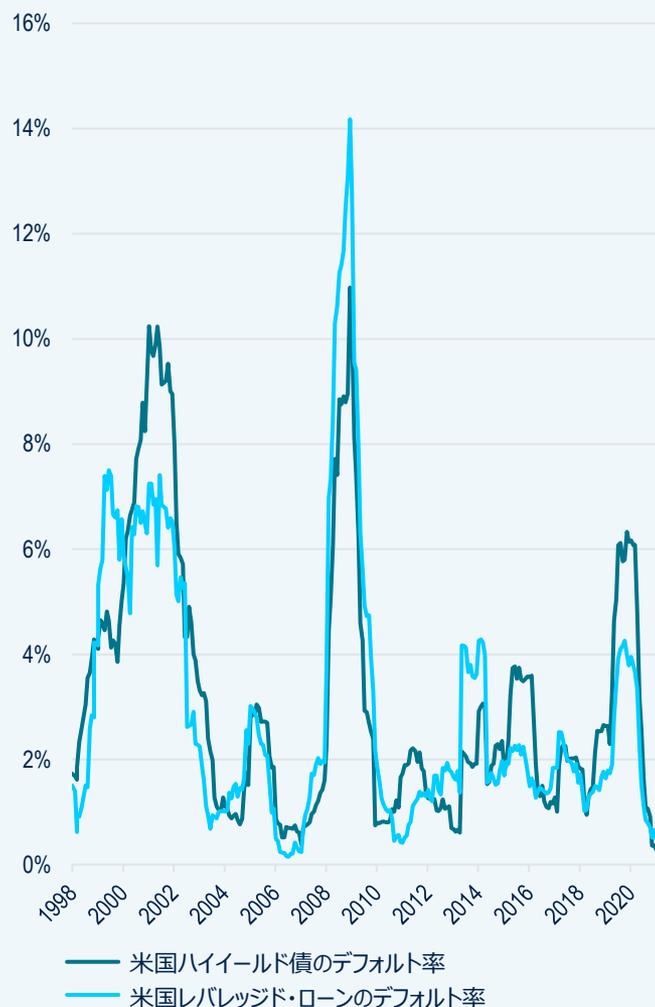
■ FRBが金融引き締めを進める中、**米国レバレッジド・ローン**投信へ更に資金が流入すると予想している。また、1-3月期終盤における価格下落を経て、CLO組成の魅力が一層高まっている模様で、活発な発行が続くと見込まれる。今後については、4-6月期にレバレッジド・ローンは更に2〜3ポイント値上がりすると予想しており、四半期終盤には基準金利の上昇によってクーポンも上昇すると見られる。

■ 足元のスプレッド拡大に拘わらず、**欧州ハイールド債**および**欧州レバレッジド・ローン**の長期的な先行きについて、我々は引き続き慎重な見方をしている。マクロ経済の観点から見ると、ウクライナ情勢を巡る不確実性、インフレ動向、中央銀行のタカ派的な姿勢から、欧州および世界の成長について懸念が生じている。とは言え、ファンダメンタルズは引き続き概ね堅調であり、また満期が差し迫っている債券も少ないことから、景気後退リスクが高まっているとしても2022年または2023年にデフォルト率が著しく上昇することはないと予想する。活発なCLO組成と金利上昇の影響を受けにくい点を踏まえ、短期的にはレバレッジド・ローンが債券をアウトパフォームすると予想する。

■ ポジションに関しては、厳選されたB格およびCCC格の銘柄のキャリー獲得機会に焦点を当てつつ、レバティブバリューに基づく最適な投資機会に資金を振り向けている。

■ また、足元のスプレッド拡大によって、一部のBB格銘柄にも割安感が生じている。一方で、インフレ懸念を踏まえ、空運、自動車、最終消費者に相対している業種などに大きなリスクがあると見ている。ボラティリティの高い状態が続く中、最終的にはアクティブ運用と適切な銘柄選定が重要となるだろう。

米国ハイールド債とレバレッジド・ローンの額面加重平均によるデフォルト率
(LTM デフォルト率：%)



出所：J.P.モルガン、2022年2月現在

エマージング債券

見直し： 慎重な姿勢を維持しつつ、魅力的な投資機会を選別的に組み入れる方針。過去の実績を振り返ると、足元の市場水準はエマージング債券へ資金を振り向ける好機であることが示唆されており、特に銘柄選別によってリターン獲得を目指す投資家にとっては尚更である。しかし、今後の動向によって引き続き新興国に影響が及ぶ可能性があるため、慎重な見方を維持する。今後、より悲観的なシナリオを辿った場合でも、ハードカレンシー建債には選別的な投資機会があると見ている。現地通貨建債の利回りは高止まりする可能性が高いため、一部の国およびレティブ・バリューに基づくポジションに注力する。エマージング通貨についても慎重な見方を維持しており、米ドルをロング・ポジションとしつつ、レティブ・バリューに基づく投資機会に焦点を当てている。

- ロシアによるウクライナ侵攻が**ハードカレンシー建債**に及ぼす直接的な影響は、ロシア、ベラルーシ、ウクライナに限定されている。ハードカレンシー建債指数のスプレッド全体の内、これら3カ国で約61bpsを占めているが、投資家はこれら3カ国のデフォルトを織り込んでいる状況である（2022年3月31日に、ロシアはエマ-

ジング債の主要な指数から除外された）。これら3カ国を別にすると、新興国経済および債券市場の先行きについては幅広い可能性が想定される。エマージング債市場は先進国と比較して割安であるものの、我々はポートフォリオのリスクを引き上げる前に、今後いずれのシナリオが実現し始めるかを見極めを行っている。現時点では、ハードカレンシー建債にはレティブ・バリューに基づいた魅力的な投資機会があると見ている。

- ロシアによるウクライナ侵攻は、新興国においては物価上昇という形で間接的な影響を及ぼす可能性が最も高いだろう（「世界経済の見直し」を参照）。対外収支・外貨準備が脆弱な国および信用格付の低い国は、食糧・エネルギー価格の上昇によるファンダメンタル面への打撃が最も大きくなると考えられる。例えば、ガーナは原油価格の上昇による恩恵を受けるものの、対外収支赤字からは脱却できないだろう。
- 対照的に、資源輸出国の中でも大きな収支不均衡を抱えていない国は、交易条件の変化によって恩恵を受けるだろう。例えばアンゴラは引き続きファンダ-

メンタルズが良好で、2022年は貿易収支、財政収支がともに黒字となる見直しである。コートジボワールは、対GDP債務比率が40%程度に抑制されており、財政赤字は縮小を続けており、また同国の主要輸出品である原油、金、ココアの価格が高騰していることから、堅固なファンダメンタルズを有している。コロンビア、ナイジェリア、イラクなども原油価格上昇の恩恵を受けると見込まれる。

- ガーナ、エジプト、エチオピア、セネガル、エルサルバドル、スリランカは、今後の債券償還の借り換えに際して、市場から資金を調達できない可能性がある。他方、借り換えの際に市場からの資金調達に依存することのない国はアウトパフォームする可能性が高い。
- 投資適格の発行体の中では、交易条件の改善による恩恵を受ける可能性が高い中東諸国と、ECBの柔軟な政策対応が支援材料となる中東欧の発行体を引き続き選好している。インドネシアのハードカレンシー建債は、天然ガスの供給が不足する中で主要産品である石炭の輸出増加によって対外収支が改善することから、アウトパフォームすると見込まれる。

資金フローの転換によりエマージング債券のスプレッドが縮小に向かう可能性がある

（左軸：百万米ドル、右軸：bps）



出所：EPFR、J.P.モルガン、
2022年3月31日現在

セクター別見直し

■ 年初から135億米ドル近い資金が流出しているが、機関投資家やエマージング市場投資家の資金は安定的に推移していると見られる。更に、多くのエマージング債投資家は、高格付銘柄に資金を振り向けたり、キャッシュ比率を高めるなど、ディフェンシブなポジションを取っており、資金フローが流入に転ずる余地は大きい。こうした状況下では、ポジティブな契機によってモメンタムが創出される可能性がある。加えて、大部分のエマージング債券指数からロシア債が除外されたことで、資金フローが安定する可能性がある。

■ プラス材料としては、中国が2022年の経済成長率目標を野心的な5.5%に設定し、景気刺激策を打ち出したことが挙げられる。成長目標には下振れリスクがあるが、中国が新興国全体の成長に貢献する可能性がある。中国の国内課題および長期的な目標を考慮すれば、中国は二次的制裁を課せられる可能性を回避するため、ロシアによるウクライナ侵攻に対し「中立的」なスタンスを維持する可能性が高い。

■ 2022年の世界経済の成長減速は**エマージング社債**のファンダメンタルズに影響を及ぼすが、中国、ロシア、ウクライナを除いたエマージング社債のデフォルト率は引き続き低水準で推移する可能性が高い。更に、BB格のエマージング社債と同格付の先進国社債の信用スプレッド較差は200bps程度となっており、ネットの社債発行量はほぼゼロとなっている。こうした背景から、我々は、BB格銘柄をオーバーウェイトし、インド、ブラジル、ペルー、メキシコ、タイの銘柄に注目にするなど、幾つかのエマージング社債セクターに対して強気な見方を維持している。

■ 中国の社債市場は、ロシアを支援した場合の二次的制裁、不動産市場の混乱、政府によるゼロ・コロナ政策、市場規制リスクを巡る懸念から、今年に入りアンダーパフォーマンスしている。中国政府は最近の

発表においてこうした問題を認めたことから、中国市場は短期的に落ち着きを取り戻したが、積極的な姿勢に転じるにはより具体的な刺激策が確認される必要がある。

■ 準ソブリン債では、メキシコのPemexや国有電力会社のCFE、南アフリカのEskomに投資妙味があるとの見方を維持している。これらの銘柄は魅力的なスプレッド水準に加え、強力な政府支援による恩恵が見込まれるとともに、CFEは投資適格の信用力を有している。

■ **現地通貨建エマージング債**の利回りは2021年に150bps上昇したため、多くの投資家は2022年にはより安定的に高い利回りを獲得できると見込んでいた。しかし、インフレ率の上昇、中南米と中欧の利上げ、ロシアのウクライナ侵攻、FRBのタカ派的スタンスの強まりによって、こうした楽観的な見直しは後退した。

■ 現地通貨建エマージング債の利回りは、ロシアによるウクライナ侵攻が終結し、インフレ率がピークをつけるまで高止まりする可能性が高い。割安なバリュエーションと良好な需給環境を背景に、現地通貨建エマージング債のデレレーションには投資妙味がある。他方、現地通貨建イールドカーブの1-3年ゾーンの逆イールド形状、食糧品およびエネルギー価格の上昇、中央銀行による強いタカ派的スタンスを考慮すれば、引き続き残存期間5年までの銘柄が優位であろう。短期ゾーン中心のポジションを補う観点からは、我々は中国を最大のオーバーウェイトとしている。中国人民銀行の流動性緩和スタンスや中国経済の成長減速が、我々の中国現地通貨建債に対する強気な見方を支えている。その他、我々はインドネシア、南アフリカ、チェコ、ペルーを小幅なオーバーウェイトとしている。

■ 我々は、ポーランド、チリ、コロンビアの現地通貨建債をアンダーウェイトとしている。ポーランドとコロンビアの中央銀行は、インフレ高進を容認する政策を選択してきた。チリは財政悪化に直面し、金融政策が引き続き圧力に晒される可能性が高い。一方、ブラジル、メキシコ、ハンガリーは、市場が織り込む政策金利が過去の最高水準を上回り始めており、我々はこれらの国のアンダーウェイト幅の縮小を検討している。

■ **エマージング通貨**に関して、我々は慎重な見方を維持しており、基本的には米ドルをロング・ポジションとしつつ、レラティブ・バリューに基づく投資機会に焦点を当てている。足元では、コモディティ価格の高騰によって資源輸出国が恩恵を受けていること、および高水準のエマージング債利回りが、エマージング通貨への追い風となっている。但し、FBRによる利上げと新興国経済の成長鈍化を踏まえれば、米ドルに対するエマージング通貨の上昇は持続しないものと考えられる。

■ 我々は、アジアの資源輸入国通貨（シンガポール・ドル、タイ・バーツ、台湾ドル）を最もアンダーウェイトとしている。一方、資源輸出国通貨のアウトパフォーマンスが持続することには疑問があると考えており、南アフリカ・ランド、メキシコ・ペソについてもアンダーウェイトとしている。中央銀行のタカ派的スタンスを背景に高利回りの魅力が意識されているポーランド・ズロチを小幅にオーバーウェイトとしているほか、利回り上昇、コモディティ価格の高騰、魅力的なバリュエーションを踏まえてコロンビア・ペソとチリ・ペソについても小幅なオーバーウェイトとしている。

■ その他のエマージング通貨については、インフレの安定化や世界経済の成長減速の兆し、ロシア・ウクライナ紛争の動向を見極めた上で、現在のポジションの大幅な調整を検討する。

地方債

見直し： 前向きな見方。短期的にはボラティリティが高い状況が続くと予想するが、需給環境が好転しつつあること、および堅調な信用ファンダメンタルズを背景に、相場の転換点が近いと見ている。

■ 短期的には、足元の金利変動の高まりにより、非課税債投信からの資金流出が解消する兆候は見られない。一方、最近の相場下落は純粋に需給によるものと考えられる。足元の地方債市場のボラティリティは、地方債ETFの影響の拡大、およびディーラーがバランスシート・リスクを取りたがらない姿勢を強めていることによって拍車がかかった。目先では更に新規供給が増加し、限られた資金を奪い合うと見込まれる。

■ 一方、信用力は依然として強固であり、引き続き地方債セクターはウクライナ情勢の大きな影響を受けていない。依然として、格上げ銘柄数は格下げ銘柄数を上回り、発行体の税収はコロナ禍前の水準を大幅に上回っている。全米州予算担当者協会によると、連邦政府の景気刺激策によって柔軟性の高い財政支出が行える一方で、緊急時に備えた州の資金は過去最高水準に達している。更に、空港、有料道路、公益事業はコスト上昇分を転嫁でき、これまで先送りされてきた需要からも恩恵を受けることから、多くの地方債発行体はエネルギー価格上昇にも十分対応できる状況にある。

■ 需給環境が好転し、堅調なクレジット・ファンダメンタルズが持続するようであれば、地方債の相場転換は近いと見られ、引き続き前向きな見方を維持するのが適切だと考えられる。金利は安定化する可能性があり、これによって夏場には再投資が拡大し、純供給量は再びマイナスになると予想される。更に、足元で地方債の利回りはクロスオーバー投資家にとって魅力的な水準に近づいている。

…目先では更に新規供給が増加し、限られた資金を奪い合うと見込まれる。

ETFの存在感が増している



出所：J.P.モルガン、2022年2月現在



セクション 5

見通し一覧 & 資産クラス別の 見解

05

セクター	見通し	資産クラスに対する見解	
先進国金利	良好な投資機会を捉える。利上げサイクルでは金利ボラティリティが高まると想定されることが多いが、過去のデータに基づくと、インプライド・ボラティリティは政策金利がピークに達するまで安定的に低下している。こうした中、レタイプ・バリュートの投資機会に基づき、大きなリターンを獲得できる機会があるとの確信を維持する。	米国  ドイツ  日本 	英国  カナダ  オーストラリア 
エージェンシーMBS	アンダーウェイト幅を縮小。バリュエーション上の割高感、およびFRBによる金融引き締めを見込んだスプレッド拡大の兆候からアンダーウェイトを維持しているが、ボラティリティがピークに達しつつあること、新規発行の減少、そして期限前償還ペースの減速がMBSの支援材料となる可能性があると考えている。		
証券化商品	忍耐強く、投資機会を捉える。依然としてマクロ動向の影響を受けやすい状況が続くが、ファンダメンタルズは良好な状態を維持している。金利上昇によって発行が抑制され、住宅用不動産および商業不動産の資産価格値上がりも抑制されると見込まれる。市場ボラティリティにより流通市場の流動性が低下し、資本構造全体にわたりバリュエーションが高まっている。我々は、利回りキャリアが高くスプレッド・デュレーションの短い投資機会に機動的に資金を振り向けている。	CMBS  非エージェンシー 	CLOs  ABS 
投資適格社債	全般に慎重な見方、個別の投資機会を探る。緩やかながらも一段とスプレッドが拡大する可能性がある中、業種および個別銘柄の選定による超過収益の獲得機会に目を向ける。今後は、グリーンエネルギーへの移行が加速すると見込まれる。	米国投資適格債 	欧州投資適格債 
グローバル・レバレッジド・ファイナンス	慎重な見方。ファンダメンタルズは良好だが、ウクライナ情勢を巡る不確実性、インフレ動向、中央銀行のタカ派的な姿勢から長期的な懸念が生じている。持続的なCLO組成と金利上昇の影響を受けにくいという点を踏まえると、短期的にはローンが債券をアウトパフォームする見込み。ボラティリティの高い状態が続く中、アクティブ運用と適切な銘柄選定が重要となる。	米国ハイイールド  米国レバレッジド・ローン 	欧州ハイイールド  欧州レバレッジド・ローン 
エマージング債券	慎重な姿勢を維持しつつ、魅力的な投資機会を選別的に組み入れる方針。過去の実績を振り返ると、足元の市場水準はエマージング債券へ資金を振り向ける好機であることが示唆されており、特に銘柄選別によってリターン獲得を目指す投資家にとっては尚更である。しかし、今後の動向によって引き続き新興国に影響が及ぶ可能性があるため、慎重な見方を維持する。今後、より悲観的なシナリオを辿った場合でも、ハードカレンシー建債には選別的な投資機会があると見ている。現地通貨建債の利回りは高止まりする可能性が高いため、一部の国およびレタイプ・バリュートに基づくポジションに注力する。エマージング通貨についても慎重な見方を維持しており、米ドルをロング・ポジションとしつつ、レタイプ・バリュートに基づく投資機会に焦点を当てている。	ハードカレンシー建エマージング債  エマージング社債 	現地通貨建エマージング債  エマージング通貨 
地方債	前向きな見方。短期的にはボラティリティが高い状況が続くと予想するが、需給環境が好転しつつあること、および堅調な信用ファンダメンタルズを背景に、相場の転換点が近いと見ている。	非課税債 	課税債 

パフォーマンス一覧

セクター	サブセクター	スプレッドの変化 (bps) Q1	SOFR OAS 3/31/22	
CMBS	CMBS:コンデュイット型 AAA	利子先払い10年債	31	125
	CMBS:コンデュイット型 BBB-	BBB-	78	454
	CMBS:SASB - シニア	AAA	59	150
	CMBS:SASB - メザニン	BBB-	64	300
	CMBS:エージェンシー集合住宅	シニア	22	74
非エージェンシー RMBS	レガシー	RPL シニア	54	150
	レガシー	2006/2007年のオルトA	79	210
	GSEリスクシェアリング	M2	190	340
CLOs	CLO 2.0	AAA	14	146
	CLO 2.0	AA	15	200
	CLO 2.0	BBB	60	375
ABS	無担保消費者ローンABS	シニア	50	135
	無担保消費者ローンABS	B クラス	70	180
	民間学生借り換えローン	シニア	35	125
	クレジットカード ABS	AAA	17	50

出所：PGIMフィクスト・インカム

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。2022年3月31日現在。

	トータル・リターン (%)	スプレッド / 利回り変化 (bps)	OAS (bps) / 利回り% 3/31/22
	Q1	Q1	
エマーシング債券 (ハードカレンシー建)	-10.02	31	400
エマーシング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	-8.12	52	6.23
エマーシング通貨	-5.53	23	4.56
エマーシング社債	-8.82	19	331

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 (bps) 3/31/22
	Q1	Q1	
米国投資適格社債	-7.69	23	116
欧州投資適格社債	-4.96	34	129

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）。

	トータル・リターン (%)	スプレッド変化 (bps)	OAS/DM (bps) 3/31/22
	Q1	Q1	
米国ハイイールド債	-4.84	42	325
欧州ハイイールド債	-4.13	77	395
米国レバレッジド・ローン	-0.10	10	449
欧州レバレッジド・ローン	-0.48	56	471

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	-6.23
ハイイールド非課税債	-6.53
長期課税地方債	-10.32

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、2022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、プルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社であるPGIMインクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点のPGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点のPGIMネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点のPGIMジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(iv) 香港拠点のPGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点のPGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のプルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいはM&G plcの子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

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

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

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

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、およびまたは第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局 (MAS) に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM (シンガポール) Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM (香港) リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。オーストラリアでは、PGIM (オーストラリア) Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、(豪州2001年会社法で定義されている) 販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり(登録番号：193418)、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、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、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2021 PFI and its related entities. 2022-2493

インデックスに関する留意事項

米国投資適格社債

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

欧州投資適格社債

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

米国ハイイールド債

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

欧州ハイイールド債

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

米国シニア・セキュアード・ローン

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

欧州シニア・セキュアード・ローン

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

エマーゼンシング債券

JPモルガンEMBIグローバル・ディバースファイド・インデックス。エマーゼンシング・マーケット・ボンド・インデックス・グローバル・ディバースファイド (EMBIグローバル) は、エマーゼンシング市場の国債および準国債 (ブレイディ債、ローン、ユーロ債を含む) で構成される米ドル建て債券のトータル・リターンを計測します。このインデックスに含まれるのは、Moody'sまたはS&PからBaa1/BBB+を下回る格付を付与されている証券です。情報は信頼できると考えられる情報源から

入手されていますが、JP モルガンはその完全性や正確性を保証するものではありません。インデックスの使用には許可が必要です。本インデックスをコピー、使用、または配布するに当たっては、JP モルガンの事前の書面による許可が必要です。Copyright 2020, J.P. Morgan Chase & Co. 無断転載は禁じられています。

現地通貨建てエマーゼンシング債券

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

エマーゼンシング社債

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

エマーゼンシング通貨

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

地方債

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

米国債

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

モーゲージ証券(MBS)

ブルームバーグ米国MBSエージェンシー固定金利インデックス：ブルームバーグ米国MBSインデックスは、ジニーメイ(GNMA)、フアンニーメイ(FNMA)、フレディマック(FHLMC)が保証するエージェンシー不動産担保パスルー証券(固定金利型、およびハイブリッド・ARM型)を参照しています。このインデックスは、個々のTBA受渡適格MBSプールを、プログラム、クーポン、ヴァイ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 22 Quarterly Outlook / Published April 2022”をPGIMジャパン株式会社が監訳したものです。
- 本資料は、当グループの資産運用ビジネスに関する情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。
- 記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものでもありません。
- 本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものです。その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。
- 本資料で言及されている個別銘柄は例示のみを目的とするものであり、特定の個別銘柄への投資を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。
- 当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。
- 原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。詳細は原文（英語版）をご参照ください。
- “Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会

PGIMJ89835

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。