

インフレなき成長期からインフレ変動を伴う低成長期へ： インフレの将来を考える

著者

KATHARINE NEISS, PhD
欧州チーフ・エコノミスト

RITUSH DALMIA, CFA
欧州エコノミスト

- 今回のインフレ高騰で不意を突かれた多くの投資家は、今後は同様のショックを回避したいと考えている。本レポートでは、広範な先進国において将来的に予想されるインフレを巡る環境と、それらが資産価格に対してグローバルに及ぼし得る影響について考察する。
- 投資家が全く予想しなかったインフレ高騰は、一連の異なるレジームを経て発生している。昨今の世界的な著しいインフレ上昇は、2008-2009 年の世界金融危機以前に遡る「NICE（インフレを伴わない持続的な成長期：Non-Inflationary, Consistent Expansion）」と呼ばれる 10 年間とは根本的に異なっているように見える。また、その後に発生して近年まで続いていた「極端な低インフレ期」とも対照的である。
- こうした変遷を踏まえると、過去数十年間続いた穏やかなインフレ環境の再来を予想すべきだろうか？それとも、「VILE（インフレ変動を伴う低成長期：Volatile Inflation, Less Expansionary）」と表現すべき環境の到来を予想すべきだろうか？
- 間違いなく、今後のインフレ動向は多くの複雑さで満ちた世界のパラダイムの影響を受けることから、こうした疑問に対する回答を導き出すのは非常に難しい。我々の見方を整理するために、インフレ目標の変更、大きな相対価格変動、そして相対価格を巡るトレンドが今後のインフレ動向にどのような影響をもたらし得るかを検証する。これら 3 つの要素は、今後のインフレ動向、および中央銀行がインフレ目標の達成に要する期間にとって重要であり、すなわちインフレの新時代に大きな影響を及ぼす。

インフレ目標の変更

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

ばらつきの拡大は、新たなマクロ経済および市場パラダイムにおける特徴となっており、今後はこうした概念がインフレにも適用される可能性がある。確かに、2%のインフレ目標には説得力のある理論的または実証的な根拠はなく、歴史的な偶然の産物となっている側面が大きい。

2%のインフレ目標には説得力のある理論的または実証的な根拠はなく、歴史的な偶然の産物となっている側面が大きい。

図 1 で引用する米国連邦準備制度（FRB）による研究では、「最適な」インフレ水準がどのように変遷してきたかについて学術的な考え方が示されており、小幅なマイナスを最適とした古典的なフリードマン・ルールから、2000 年代初頭における更に大きなマイナスを最適とする考え方への移り変わりが描かれている¹。しかし、世界金融危機以降の数年間は、最適なインフレ率はゼロを上回る水準であるとする論文が数多く見られるようになった（いくつかの論文では、大幅にゼロを上回った）。そして、近年ではより高いプラスのインフレ率が最適と主張する論文の数が増加している。これは、コロナ禍以前の「極端な低インフレ期」における、ゼロ金利制約下において予想された懸念を反映しているに過ぎない。

恐らく、こうしたばらつきや直近の目標を粘着的に上回り続けるインフレ率を考慮して、インフレ目標の変更を求める声が高まっている。国際通貨基金（IMF）の元チーフ・エコノミストである、オリビエ・ブランシャール氏は、最近になってその主張を 4%から 3%に変更したものの、声高にインフレ目標の上方修正を主張している²。

図 1：学術研究で言及されている最適なインフレ率は、足元で上昇傾向にある

学術研究から導き出される最適なインフレ率（%） - Diercks List（2017 年）



出所：PGIM フィクスト・インカム、米国連邦準備制度。最適な金融政策に関するこれまでの 160 の研究のうち、100 が最適なインフレ率の具体的な数値に言及している。これらは、発行年と最適な平均インフレ率に応じて、図 1 において赤い点でマークされている。

こうした足元のトレンドとなっている論調やそれを裏付ける主張を踏まえ、インフレ目標の変更の可能性についての我々の見方は以下の通りである。

- インフレ率が目標を下回って推移する場合、インフレ目標を引き上げて中央銀行の目標から更に乖離させるのは妥当でない。
- インフレ率が目標を上回って推移する場合、インフレ目標を引き上げて期待インフレの上昇リスクを高めるのは得策とは言えない。

¹ フリードマン・ルールでは、 $n^* = \beta - 1$ ($\beta = 0.99$) と仮定して年率の変化率に換算すると、最適なインフレ率は -4% であるとした。2000 年頃になると、例えば Woodford 2003 などが、価格の下方硬直性の存在により、最適なインフレは約 0% に引き上げた。

² Blanchard によるフィナンシャル・タイムズ論説「It is time to revisit the 2% inflation target」（2022 年 11 月）、Blanchard / Dell'Ariccia / Mauro による「Rethinking macroeconomic policy」（2010 年）、IMF スタッフ・ポジション・ノート SPN/10/03 を参照。

- ・ インフレ率が目標水準で推移する場合、インフレ目標の小幅な変更は妥当でなく、中央銀行がインフレを機械的にコントロールしているとの見方を誘ってしまう。
- ・ 同様に、2%程度といった目標レンジの設定は、上記の 3 つを組み合わせたとような問題が生じる。インフレ率が低すぎる場合、中央銀行は目標レンジの下限から動けなくなり、インフレ率が高すぎる場合には、目標レンジの上限で高止まりするリスクがある。そして、こうした目標レンジの設定そのものが、市場参加者に、中央銀行は目標レンジからの小さな乖離を正確にコントロールできるとの期待感を持たせてしまう。
- ・ 上述のようなインフレ目標変更に伴う影響を考慮すれば、現在のインフレ目標を完全に放棄するという考え方も浮上する。しかし、これには欠点に伴うだけでなく、期待インフレの上昇をもたらす恐れがある。現在我々が置かれている、ショックを被りやすい環境では尚更である。

インフレ目標の設定は、常にインフレ率が目標水準で推移することを意味するものではない。実際、経済が非常に大きな外生的ショックに見舞われた場合、目標からの乖離は、柔軟なインフレ目標の枠組みにはつきりと組み込まれている。さらに、次の章でも取り上げるが、価格変動特有の厄介な性質を考慮すると、インフレ率が目標に回帰するために要する最適な時間軸は、以前より長期化している可能性がある。つまり、インフレ目標の変更は中央銀行の政策の信頼性に大きな影響を及ぼす可能性があることから、少なくとも当面は、2%付近のインフレ目標から抜け出せない可能性が高い³。

インフレ目標の現状維持は、インフレに大きな影響を及ぼすものではないかも知れないが、金融当局はインフレ目標からの乖離に対して、過去に比べてより粘り強く対応している。また、インフレ目標を設定するフレームワークの構築に取り組んでいることは、高インフレに対する許容度が高まっていることも示唆している⁴。こうした金融当局のセンチメントの変化自体が、長期債のインフレ・リスク・プレミアムに加わり、他の全ての条件が同じであれば、引き続き長期金利には上昇圧力がかかる可能性がある。すなわち、金融政策の観点から踏まえると、所与となる政策金利に対して、市場が決定要因となる長期金利には高い水準が要求されると投資家は考えているかもしれない。

より大きく、より頻繁な相対価格変動

過去数十年は、相対価格の変動が比較的小幅、かつ発生頻度も限定的と特徴付けられる。図 2 は総合インフレ率の変動を移動平均で示したものである。これによると、過去数十年は、インフレ率の変動は概ね 2%を下回り、稀に見る安定推移となっていた。これは、コロナ禍に伴うサプライチェーンの混乱を背景に、エネルギー、食品、製品の相対価格変動が大きくなった足元の数年間とは対照的である。

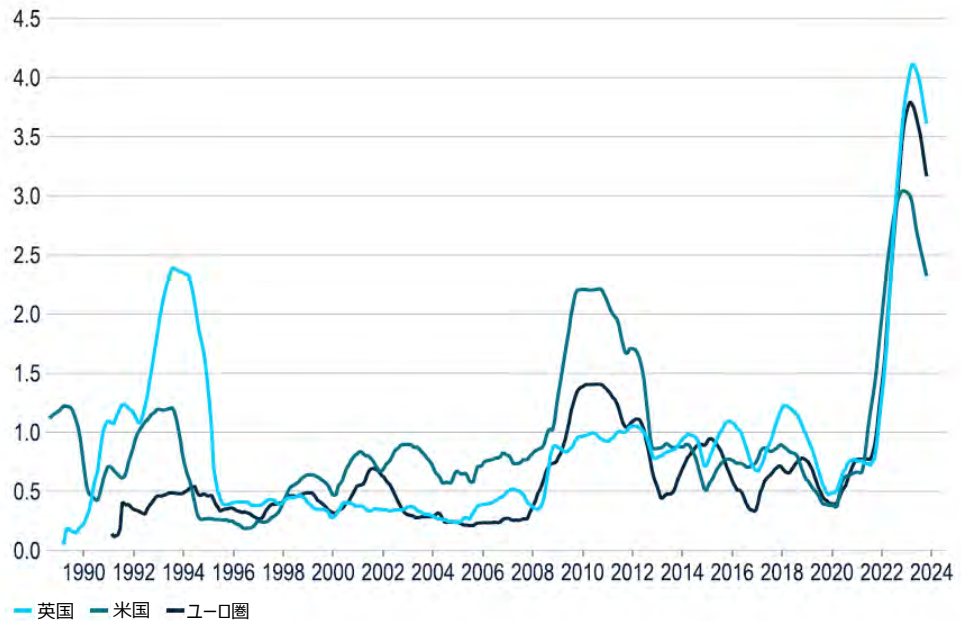
³ おそらく、インフレ目標を変更することより重要なのは、英国統計局や EU のユーロスタットが現在検討しているように、例えば所有者が居住する住宅を含めることなどにより、人々が購入する商品やサービスを正確に消費者物価指数（CPI）に反映させることである。

⁴ インフレ目標の引き上げを求めるタイムリーな例として、Pittaway と Smith による“ Built to Last: towards a sustainable macroeconomic policy framework for the UK, Resolution Foundation”（2023 年 10 月）を参照。

金融当局はインフレ目標からの乖離に対して、過去に比べてより粘り強く対応している。また、インフレ目標を設定するフレームワークの構築に取り組んでいることは、高インフレに対する許容度が高まっていることも示唆している。

図 2：インフレの安定推移は過去のものに

総合インフレ率の標準偏差の 3 年移動平均、%



出所：PGIM フィクスト・インカム、マクロボンド、2023 年 11 月 2 日現在。

今後に目を向けると、特に食料やエネルギーに加え、気候変動、エネルギー転換、地政学的ショックなどによってサプライチェーンの混乱が生じる品目では、より大きく、より頻繁に相対価格の変動が生じ続ける可能性があるとされる⁵。こうしたショックは持続する可能性もあるが、最終的には一時的な変動にとどまり、トレンドとは異なるものと考えられるが、この点は次の章で取り上げる。

とは言え、こうした相対価格の大きな変動は、その潜在的な規模を含め、消費支出に占める割合が大きい（例えばユーロ圏では、CPI に占める食品の割合は 20% 近くとなっている）といった幾つかの要因を背景に、目標を上回るインフレ率が長期に及ぶ可能性があり、実際に足元でもこうした状況がもたらされている。

図 3 は、相対価格が大きく変動した後、数ヵ月以内に見られる総合インフレ率に対する定量的な影響と、相対的な変動を相殺しインフレ目標を維持するために、他の品目の価格がどれ程低下する必要があるかを示している⁶。しかし、実際のところ、他の製品やサービス価格が、このように低下するのは全く非現実的である。例えば、英国の CPI（エネルギー除く）は、インフレ目標を設定して以来一度もマイナス圏に入ったことはない。これは、こうした相対価格の変動を中央銀行が「見て見ぬふり」をして、インフレ目標から乖離を許容する傾向にあることを説明している。加えて、図 3 では、過去の推計に基づき、相対価格の変動がどの程度の期間にわたり、総合インフレ率に影響を及ぼすかについても示されている。インフレ率の押し上げは一時的である一方、このインフレ上昇圧力は数ヵ月、あるいは数四半期にわたって持続することもあり、中央銀行は難しいコミュニケーションを強いられる。

⁵ 大国間の競争が再び激化しており、地政学的なリスクが高まる中、不測の事態を想定する必要があることを示唆している。

⁶ 詳細は、「温室効果ガス排出量ネットゼロへの移行」を参照。https://cdn.pficdn.com/cms/pgim-japan/sites/default/files/J_PGIM-Fixed-Income_Transition-to-Net-Zero_20220705.pdf

相対価格が、より大きく、より頻繁に変動することによってインフレのボラティリティが高まり、目標を上回るインフレが長期にわたって続く一因となるだろう。

図 3：相対価格の大きな変動によって総合インフレ率は最大 4 パーセントポイント（pp）押し上げられる可能性があり、これを相殺してインフレ目標を維持するには他の品目の価格が最大 2.2%低下する必要がある。また、この影響は最大 8 ヶ月持続する可能性がある⁷。

	相対価格の変動の例	総合インフレ率への影響	インフレ目標達成のために必要とされる他の商品/サービス価格の下落率	相対価格の変動が総合インフレ率に影響を及ぼす期間
エネルギー	対前年 40% (ユーロ圏 2022 年)	4pp	-2.2%	6-8 ヶ月
食品	対前年 13% (ノルウェー 2022 年)	1.6pp	0.5%	6-8 ヶ月
サプライチェーンの混乱	対前年 10% (米国 2021 年)	3pp	-1.5%	1-2 ヶ月

出所：PGIM フィクスト・インカム。

食品やエネルギーに加え、気候変動、エネルギー転換、地政学的ショックなどの影響を受けるサプライチェーンを有する品目の相対価格が、より大きく、より頻繁に変動することによってインフレのボラティリティが高まり、目標を上回るインフレが長期にわたって続く一因となるだろう。現行のサイクルで見られているように、目標から乖離したインフレが長期にわたって続くようであれば、中央銀行の信頼性は損なわれ、コミュニケーションは難しいものになる。

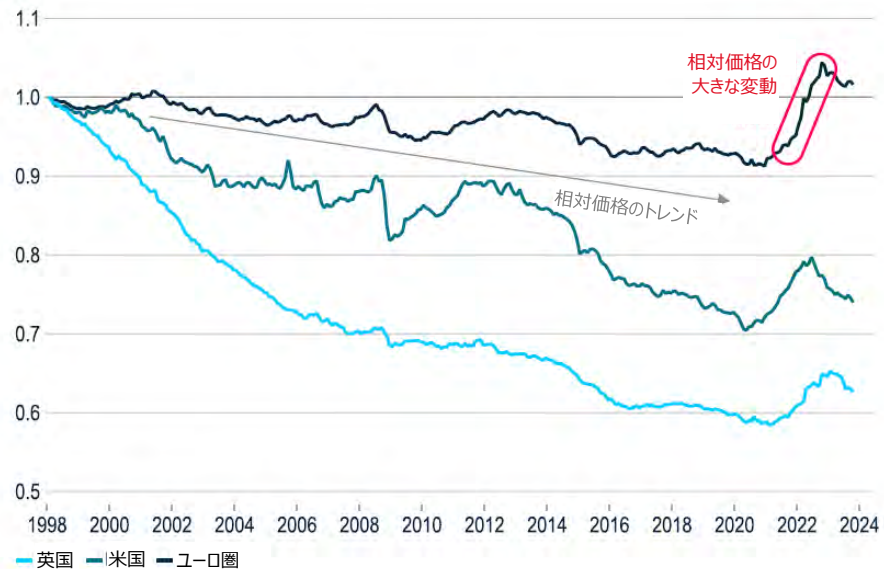
相対価格を巡る過去の好ましいトレンドは後退

過去数十年間は、相対価格は好ましいトレンドで推移していた。人口動態、グローバル化、テクノロジーの進歩、生産性の向上、世界的に見て比較的安定した地政学を背景に、西側諸国は安価な製品及び輸入物価の恩恵を受けてきた（図 4）。これにより、各国中央銀行はインフレ目標を達成するために、それぞれの国で緩和的な金融政策を実施してきた。言い換えれば、グローバル化を背景に英国や米国といった先進諸国は、特に中国といった海外からの安価な製品を通じて、低インフレを輸入していたことを意味する。これによって、先進諸国は、グローバル化が進展しなかった世界と比べて、より景気刺激的な金融政策を実施することができた。

⁷ どれ程の期間にわたって総合インフレ率に影響を及ぼすかについては、仕様の異なる様々な時系列モデルから試算。

図 4 : 新しいパラダイムの一環として、数十年來の相対価格の下落トレンドは終結した可能性がある
CPI におけるサービス価格に対する財価格の比率、財/サービスともに 1998 年 1 月を 100 として指数化

これまでの好ましいトレンドは後退すると予想されることから、インフレ目標の達成には他の商品やサービスの価格の上昇率がより緩やかになる、あるいは低下する必要があると考えられる。



出所：PGIM フィクスト・インカム、マクロボンド、2023 年 9 月 21 日現在。

今後に目を向けると、人口動態やグローバル化から生じる価格変化の好ましいトレンドは後退する方向にあることに加え、化石燃料エネルギーから再生可能エネルギーへの移行は容易ではないと予想されることから、インフレ目標の達成には他の製品やサービス価格の上昇率がより緩やかになる、あるいは低下する必要があると考えられる。最終的に、低水準で安定したインフレは、中央銀行の信頼性の向上、期待インフレの安定、限定的なインフレに対する賃金の感応度などを通じて、自己強化されてきた。しかし、足元ではこれらの要因がより不安定化し、潜在的に反転する可能性も生じている。図 5 は、こうした過去の好ましい要因が、過去のインフレに与えた影響と、将来のインフレに与えると予想される影響を示したものである。

図 5 : 将来のインフレに対して予想される様々な要因の影響

要因	過去のトレンド	今後のトレンド予想	インフレ目標達成の条件
グローバル化/人口動態	世界貿易の統合の深化と労働市場の部分的なグローバル化によって、安価な製品の輸入が可能となった。	フレンド・ショアリングやニア・ショアリングに基づくサプライチェーンの再編が、製品の相対コストを上昇させる可能性が高い。	エネルギーを除く製品価格の 1pp の上昇は、これを相殺するために、サービス価格の 1pp の低下が必要となる。
エネルギー政策	安定的で柔軟なエネルギー供給。	再生可能エネルギーへの移行は容易ではなく、代償も大きい。	エネルギー価格の 1pp の上昇は、エネルギー以外の 0.1pp の低下が必要となる。
安定化された期待インフレ	安定化された期待インフレと小幅な相対価格変動がインフレに対する賃金の感応度を限定的とした ⁸ 。	より大きなインフレ・ショックと期待インフレの不安定化によって、インフレに対する賃金の感応度が上昇する。	実質所得のショックの 50% は、賃金上昇によって相殺され得る ⁹ 。

出所：PGIM フィクスト・インカム。

8. Layard, Nickell, Jackman による“Unemployment: Macroeconomic performance” (1991 年)、および「失業：マクロ経済パフォーマンスと労働市場」、および Broadbent による講演 (2022 年) を参照。
<https://www.bankofengland.co.uk/speech/2022/october/ben-broadbent-speech-at-imperial-college-the-inflationary-consequences-of-real-shocks>

9. 同上

結論

コロナ禍以前のインフレ環境は、一般的には「穏やか」あるいは「極端に低い」と表現される。物価を押し上げるために様々な前例のない政策を実施した金融政策当局にとっては、非常に残念な結果であろう。これは現在の状況とは著しく対照的であり、今後、投資家はどのようなインフレ環境に直面するかという疑問が生じている。こうした中、将来のインフレ動向に関する我々の検証は、3つの重要な要素に焦点を当ており、これらが今後どのように展開するかを考察している。

1つ目の重要な要素であるインフレ目標の明示的な変更について、少なくとも当面は、その可能性が低いと我々は見ている。とは言え、許容されるインフレ目標からの乖離幅が拡大する、あるいは、インフレ目標を設定するフレームワーク構築に向けた挑戦は今後も続いていくだろう。

2つ目の重要な要素である相対価格変動は、本質的には一時的であるものの、その規模が大きくなり、発生頻度も増える可能性が高く、インフレのボラティリティの高まりに繋がると見られる。好ましくない相対価格変動が生じた場合、長期にわたりインフレ率を最大 0.2pp 押し上げる可能性がある。

3つ目の重要な要素である数年にわたり持続する相対価格のトレンドは、今後は過去の好ましい傾向が後退する可能性があり、インフレ目標達成のためには他の製品及びサービス価格の上昇率がより緩やかになる、あるいは低下する必要がある。価格の下方硬直性を考慮すると、これによっても「粘着的なインフレ」が引き起こされる可能性があり、国内のインフレ率に対して最大 0.5pp の押し上げ要因となると見られる。また、我々はインフレに対する賃金の感応度を考慮しており、実質賃金を下げることの難しさを考慮すれば、実質賃金コストは 20bps 程度増加する可能性がある。

これらの要素が組み合わさることで、長期にわたってインフレ率は最大 1pp 押し上げられる可能性がある。VILE（インフレ変動を伴う低成長期：Volatile Inflation, Less Expansionary）は、名目利回りの上昇を通じて資産価格を圧迫する可能性があり、投資家のセンチメントを大いに高めるようなものではないかも知れない。しかし、より高水準で不安定なインフレ環境に投資家が適応するにつれ、こうした環境の変化によってもたらされるリターンにも順応するようになるかもしれない。実際、インフレの新時代は、高金利、イールドカーブの変化を通じた超過収益の機会、銘柄選択による幅広い投資機会などによって構成される新たなパラダイムの一部となるであろう。

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、2023年11月現在。

当レポートは、金融機関、年金基金等の機関投資家およびコンサルタントの方々を対象としたものです。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。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。

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。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もありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。一般的に、PGIMフィクスト・インカムは、適格機関投資家、金融仲介業者、機関投資家の皆様にサービスを提供しています。特定の投資ニーズに関する情報が必要な投資家のお客様は、金融の専門家にお問い合わせください。

本資料に掲載されている予測、予想および特定の情報は当社独自の調査に基づくものであり、投資アドバイス、投資に関する提案または勧誘、あるいはいかなる金融商品の購入または販売を意図したものではありません。予測や予想自体には限界があり、実際のパフォーマンスを保証するものではなく、実際の取引、流動性の制約、手数料などについても反映されていません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、および意見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のですが、その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIM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はありません。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。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。

債券市場への投資は、市場リスク、金利リスク、発行体リスク、信用リスク、インフレリスク、流動性リスクなどに晒されています。ほとんどの債券および債券戦略は、金利変動の影響を受け易く、満期までの期間が長い債券および債券戦略は、満期までの期間が短いものに比べてより金利変動の影響を受け易く、価格が大きく変動する傾向があります。一般的に、金利上昇によって債券価格は下落し、特に低金利環境下で当リスクが高まります。相対取引における取引相手方のカウンターパーティー・リスクが高まることで、市場の流動性低下や債券価格の大きな変動がもたらされる可能性があります。債券投資では、償還時に当初取得価額に損失が生じる可能性があります。モーゲージ証券およびABSは特に金利変動の影響を受け易く、期限前償還のリスクがあります。また、一般的には、政府、政府機関または民間の保証人によって支援されていますが、保証人がその義務を果たす保証はありません。高利回りの低格付債券は高格付債券よりも大きなリスクを伴い、これらに投資するポートフォリオは、投資しないポートフォリオよりも大きな信用リスクおよび流動性リスクに晒される可能性があります。外国債券に投資する場合には、特に新興国を中心に、為替変動、経済的・政治的リスクに晒される可能性があります。為替レートは短期間で大きく変動する可能性があり、これによってポートフォリオのリターンが減少する可能性があります。商品は、市場リスク、政治リスク、規制リスク、自然条件に関連するリスクなどに晒されており、全ての投資家に適した投資対象ではありません。また、分散投資によって損失が回避される保証はありません。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域 (EEA) では、PGIMネーデルラント B.V. 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.

留意事項 2

本資料に記載の内容は、PGIM フィクスト・インカムが作成した"From NICE to VILE - The Future of Inflation"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC の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。

本資料は、プロの投資家を対象としたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

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、本案内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。

本資料に記載されている市場動向等は現時点での見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。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。

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。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。

“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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

PGIMJ104241