# Bond Blog

PGIM FIXED INCOME

2023 年 8 月 3 日

# 大いなる安定期の終焉： 今後の景気シナリオを検証する

Daleep Singh、チーフ・グローバル・エコノミスト、グローバル・マクロ経済リサーチ責任者
Guillermo Felices、PhD、グローバル・インベストメント・ストラテジスト

2005 年 2 月の議会証言において、当時の米国連邦準備制度理事会（FRB）議長だったアラン・グリーンスパン氏が、米国の債券市場を「謎（コナンドラム）」だと表現したのは有名な話だ。その当時、FRB は前年から会合毎に利上げを実施してきたにも拘らず、米国 10 年債利回りに大きな変化はなく、金利カーブはフラット化していた。

世界で最も重要な中央銀行である FRB の議長が公の場で疑問を投げかける中、多くの当局者がその原因の究明に努めた。当時の FRB 理事だったベン・バーナンキ氏もその 1 人であり、グリーンスパン議長（当時）による議会証言の直後に、低い米国長期債利回りは主に世界的な貯蓄増加がもたらしているとの見方を示した。バーナンキ理事（当時）の指摘は理に適っており、中国などの成長著しいアジア諸国が大幅な米ドル建ての貿易黒字を創出する一方、米国の低成長、低インフレ、低金利の継続が広く予想されていた中で、その資金の価値の保存先として米国債券市場が選ばれていた。

これは的を射た仮説だったと言える。当時は世界経済の「大いなる安定期」の全盛期であり、世界史においても米国の一極構造真っ盛りであった。インフレ率は 25 年に亘って低下し続け、成長率も低位ながらも安定推移し、世界金融危機の記憶も薄れつつあった。米国連邦政府予算は過去 10 年間で黒字が続き、これを受けて米財務省は 30 年国債の発行を停止していた。世界各国の中央銀行は、機械的に経済を微調整することで前例のない信頼を獲得し、実際に主要な報道機関はグリーンスパン議長（当時）を「マエストロ」と称賛した。

その間、政治および地政学も落ち着いた状況にあった。米国では、共和党と民主党ともに中道派が主流を占め、議会における両党の意見の相違は末端で見られるに過ぎなかった。世界的にも冷戦終結の恩恵を享受し続け、フランシス・フクヤマの著書である「歴史の終わり」は、こうした時代背景を捉えてベストセラーとなった。イデオロギーの対立は終わったと多くの人が信じ、共産主義、国家主義、全体主義などの 20 世紀の悪名高い「主義」は廃れ、民主的資本主義とグローバル・サプライチェーンが登場した。実際、中国は 2001 年に世界貿易機関（WTO）に加盟し、鄧小平国家主席（当時）の 20 年来の夢が実現した。また、1997 年にはロシアが主要な民主主義国家に加わり、G7 が G8 となった。新興国の中でも経済成長著しいブラジル、ロシア、インド、中国、南アフリカ共和国（BRICS）が新興国の牽引役となり、数億もの人々を貧困から救った。欧州では 1999 年に統一通貨が導入され、統合への道筋を築きつつあった。さらに、テクノロジー主導の生産性向上を背景に世界経済は成長していた。

それから 20 年も経たないうちに、控えめに言っても、皮肉なことに「状況は変化」してしまった。あるいは、「状況が崩壊した」と言ったほうがより正確かもしれない。現在、我々は少なくとも過去 30 年間、そして恐らく第二次世界大戦以降で誰も経験したことのない複雑かつ不確実な環境に立たされている。成長、インフレ、および金利が低位なボラティリティの下で落ち着いていた「大いなる安定期」とは異なり、我々は将来もたらされる成長率とインフレ率、それらの組合せによって示唆される政策が大きく異なる可能性があることを認識しなければならない。

**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、当初元本に損失が生じる可能性があります。**

また、マクロ経済の定説が大きく変化するレジーム・シフトがより頻発する可能性についても留意を要する。図 1 は、マクロ経済が「大いなる安定期」から、より一層不確実なものへとシフトしたことを示している。

**図 1：レジーム・シフト - 「大いなる安定期」の終焉が、米国の成長率とインフレ率のボラティリティをもたらしている（Z スコア）**

出所：PGIM フィクスト・インカム、マクロボンド。ボラティリティは、四半期毎の平均値からの変化を年率換算した数値の過去 2 年間の移動平均を指します。

こうした中、マクロ経済および市場動向を予測するに当たっては、我々は複数のシナリオを立て、それらに生起確率を付与する方法を採用している。結局のところ、市場価格はそれ自体が何百万人という市場参加者によって形成される期待値の加重平均に過ぎない。**我々の目的は、その期待値のシフトが予測期間を通して市場価格にどの程度の影響を及ぼすか予想することであり、マクロ経済を巡る各シナリオの下で、特に経済の上振れや下振れに対してポートフォリオのパフォーマンスがどのように変化し得るかを予測することである。**

我々がこうしたアプローチを採用する理由は 2 つある。一つ目は単一の基本シナリオや実際以上に正確であるかのように見える 1 点予測への過度な依存を避けること、二つ目は潜在的に発生し得る各シナリオに対して強制的に確率付与することで、予測に謙虚さを組み込むことである。

## シナリオに基づくアプローチの実施方法

このフレームワークの実施に当たり、我々の予測期間を通して市場が織り込むと考えられる幾つかのマクロ経済を巡るシナリオを策定し、各シナリオに生起確率を割り当てることから始める [1]。**このステップにおいては、各シナリオの相対的な生起確率を特定するプロセスが最も重要であり、各シナリオに対して割り当てられる特定の生起確率は二の次である**（最新のシナリオについては、PGIM フィクスト・インカムが発行した四半期見通し、もしくは本レポート巻末の別表を参照）。 その次に、我々は各シナリオの確率分布を用いて、債券市場における各資産クラスの期待リターンを予測する。**我々の確率加重平均によって算出された各資産クラスの期待リターンが市場価格と相違する場合、我々はそこに投資機会を見出す。**

シナリオ策定に当たっては、全ての発生し得るシナリオの完全網羅を目指すのではなく、それらのシナリオが潜在的なレジーム・シフトを捉えるのに十分注目に値するものになることを目指している。我々のマクロ経済見通しの評価は、成長およびインフレ動向を左右する需要および供給面の分析に基づいており、この評価が各シナリオに割り当てた生起確率のアンカーとなる。なお、我々のアプローチは、市場環境の複雑性を反映させるために、金融政策や財政政策の反応関数や地政学リスクの動向といったその他の重要な要素も考慮している。

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、当初元本に損失が生じる可能性があります。

各シナリオに対する生起確率を割り当てるに当たり、正規分布に従うリスクを上書きするものとして、ファット・テールを内包するシナリオを含めることで、我々は広範に亘る想定の下での潜在的な「もしもの」リスクを考慮している。

実際、潜在的にゲーム・チェンジャーとなり得る、マクロ経済や市場への影響を伴う非常に発生確率の低いプラスとマイナス両方のイベントは常に存在する。我々のフレームワークの中では、発生確率が最低水準である 5%を超えない限り、テール・イベントを明示的に独立したシナリオとして考慮しないが、破壊的なイベントの先行指標を特定するために実施する机上演習や事前演習の中で、これらのシナリオがどのように展開し得るかを想像し、具体化することに努めている。

## マクロ経済シナリオの検証を踏まえた、各資産クラスの見通しの考察

各資産クラスに対する我々の見方は、今後 12 ヵ月間の各シナリオにおける資産価格およびリターンの見通しを統合したものであり、フェアバリューの算出に当たっては、確率加重平均に基づくマクロ経済の想定を重要な要素としている。多くの場合、我々のフェアバリューの算出は回帰分析に依拠しており、直観的に統計的関係を有するマクロ経済と市場に関する変数と資産価格を結びづけている [2]。我々は他の潜在的な要素、例えば、構造的要因、金融市場の不均衡、需給環境等を用いてフェアバリュー分析を補完している。これらの補完要因は、我々の予測期間を通して資産価格に影響を与えると考えられるものである。この過程を通じて、全てのシナリオにおける各資産クラスに対する価格と期待リターンが算出され、結果として各シナリオが考慮された資産価格と期待リターンの確率分布が得られる（図 2）。

**図 2：各シナリオにおける期待リターンが実現する確率は、マクロ経済シナリオ及びその他の要素が基礎となる**

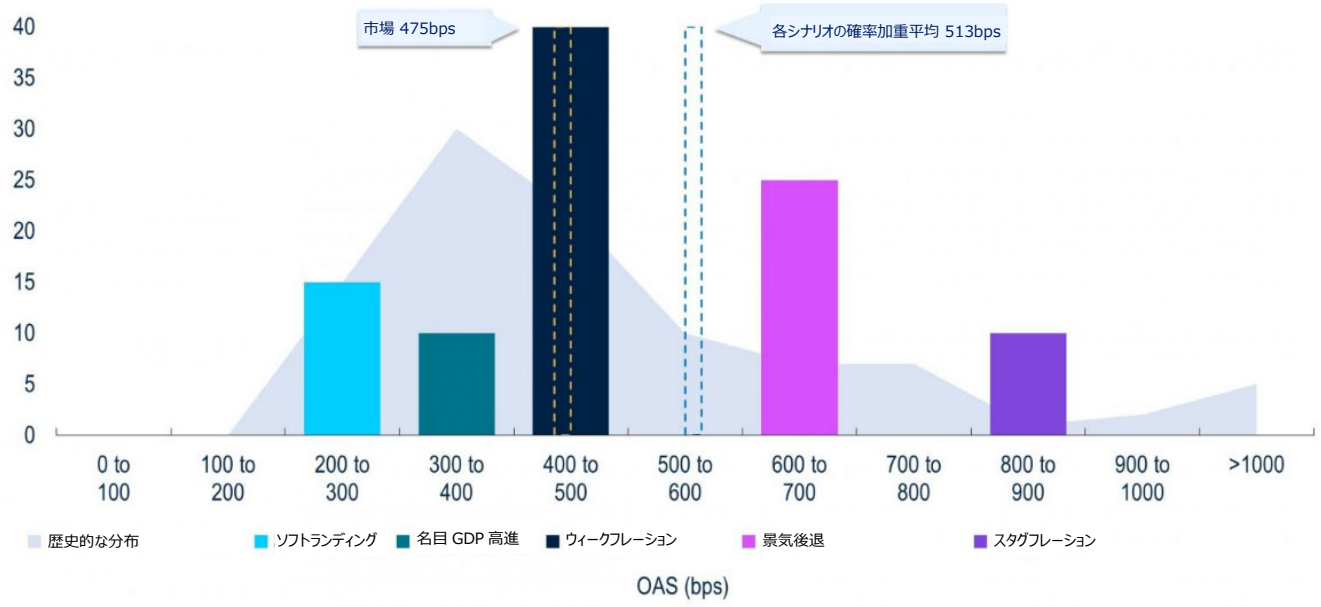
出所： PGIM フィクスト・インカム

結果として得られる資産価格の分布には、市場見通しを考える上で多くの示唆が内包される。例えば、我々は各シナリオの確率加重平均によって算出される資産価格を代表値として、これらの情報を要約することができる。このような方法では、基本シナリオに対して大きな上振れ/下振れを有するその他のシナリオが存在する場合、基本シナリオからの乖離が生じる可能性があり、**こうした確率加重平均に基づく価格と市場価格を比較することにより、我々の見方が市場よりも強気なのか弱気なのかを即座に確認することができる。**さらに、こうした見方の背景となる各要素を再検証することもできる。これには、我々の基本シナリオに反映された確信度の高い市場の方向性に対する要素、あるいは各シナリオのリスクバランスに由来する要素等が含まれる。なお、我々のフレームワークでは、各シナリオに関連する資産価格の潜在的な上振れ/下振れリスクについても検証することができる。

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、当初元本に損失が生じる可能性があります。

図 3 は、こうした考え方の一部を説明するために、欧州ハイイールド債のオプション調整後スプレッド（OAS）の確率分布を例示したものである。我々の基本シナリオである「ウィークフレーション」の生起確率は 40%であり、このシナリオで予想される OAS は足元で市場が織り込むスプレッド水準と大きく相違していない。一方、確率加重平均で算出される OAS は、「景気後退」と「スタグフレーション」という 2 つのより弱気なシナリオ（それぞれ 25%と 10% の生起確率）によって右方向に偏り、基本シナリオよりもワイドな水準となる。この現象は、我々の基本シナリオに起因したものではなく、シナリオの非対称性が我々の欧州ハイイールド債のスプレッドに対する慎重な見方を裏付けていることを示唆するものである。**すなわち、我々のシナリオ分析はスプレッドの拡大リスクが 35%あるとの警鐘を鳴らしている。仮に、我々が基本シナリオに基づく 1 点予測しか実施しない場合、このリスクは見落とされることになる。また、図 3 が潜在的にスプレッドは大きく拡大し得ることを示唆していることは非常に重要である。我々が想定する最もワイドなスプレッド（800～900bps）は足元の市場水準に対して、想定される最もタイトなスプレッド（200-300bps）よりも、より極端な水準となっている。**

**図 3：欧州ハイイールド債市場における基本シナリオ及びその他のシナリオでのスプレッド水準（生起確率 %）**




出所： PGIM フィクスト・インカム、2023 年 6 月現在。

## 見通しの調整

我々は、定期的、少なくとも四半期毎に見通しの調整を実施し、各最新情報を反映させている。これは、関連するマクロ経済および市場動向を評価し、これらの要素をシナリオに考慮する中で、我々の見通しも絶えず更新されることを意味している。FRB が経済データ次第の政策運営を行う中、低ボラティリティ環境下での予測と比較すると、各シナリオにより多くの変更が生じる可能性がある。

しかしながら、長期的な運用を行う投資家として、マクロ経済ファンダメンタルズの前提、リスク、意味合いの大きな変化が正当化されない限り、我々は各シナリオの前提を変更しないよう努めている。また、見通しの調整に当たっては、我々の予測期間の見通しに対する最新情報に基づいた変更が反映され、足元の市場価格とは独立して実施されていることは強調したい。

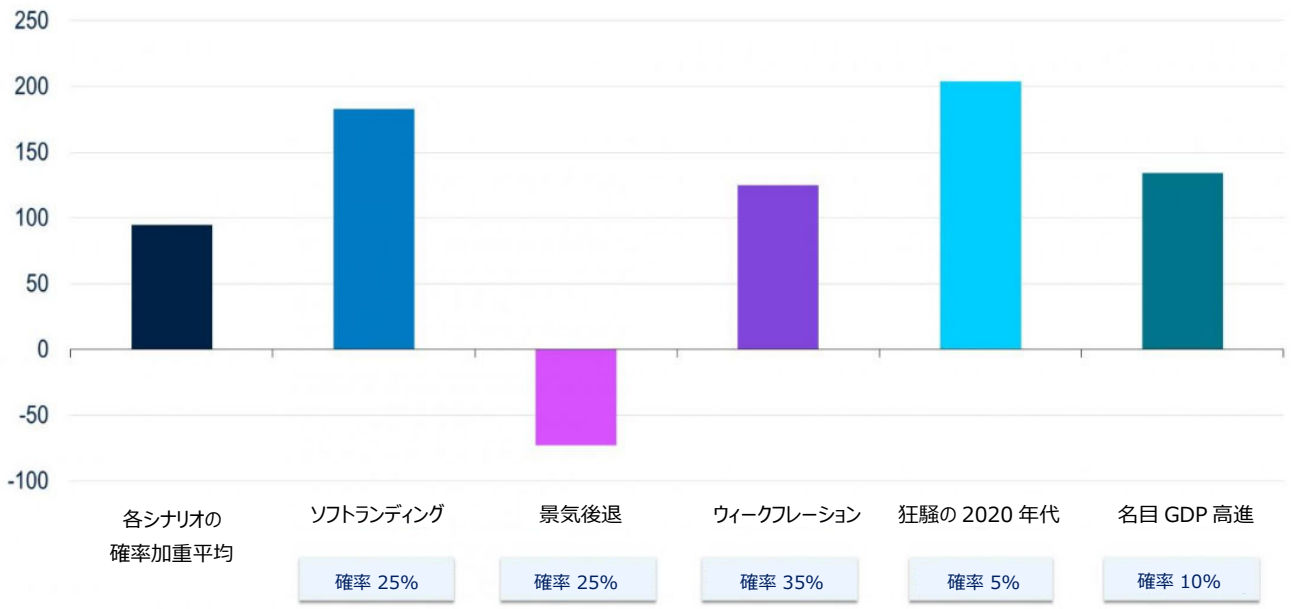
## シナリオ分析のフレームワークのポートフォリオへの適用

我々の採用するフレームワークでは、ポートフォリオの感度分析を実施することができる。このフレームワークによって、潜在的な「もしもの」リスク分析が可能となり、マルチセクター等の複雑なポートフォリオの各シナリオ下における期待リターンを確認することができる。我々は、このフレ

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、当初元本に損失が生じる可能性があります。

ームワークをシナリオとパフォーマンスの変化が相互に作用するよう設計しており、ポートフォリオ・マネジャーは各シナリオにおける前提の違いや、資産配分の変更に対する各ポートフォリオの感応度も検証することができる。なお、各資産クラスの分析と同様に、このフレームワークによって、各シナリオにおけるポートフォリオのパフォーマンスの潜在的な上振れ/下振れを評価することもできる（図 4）。

**図 4：各シナリオにおけるマルチセクター・ポートフォリオの期待アクティブ・リターン [3]**




出所：PGIM フィクスト・インカム、2023 年 6 月現在。

## 結論

パラダイム・シフトに内在する不確実性は 2 つあり、将来に対する未知だけでなく、過去の既知に関する不確実性も存在する。世界経済が相対的に安定推移した「大いなる安定期」が過去のものとなる中、歴史的に見ても複雑な時代が到来しつつあり、1 点予測では潜在的に起こり得る広範な事象を捉えきれないだろう。各マクロ経済シナリオと市場動向に生起確率を割り当てることによって、確率加重平均の期待リターンが市場価格と異なる場合に投資機会を即座に特定でき、ポートフォリオ・マネジャーは各シナリオにおけるポートフォリオの感応度を検証することができる。

**実際、足元の環境においては、リスク管理の最大の課題は、記憶力の欠如ではなく、想像力の欠如であると言えるだろう。我々は、「もしもの」リスクの探求に努めており、サプライズを回避して予期せぬ事態が必然的に起こるような状況に備えている。**

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、当初元本に損失が生じる可能性があります。

## 別表

米国の今後のマクロ経済シナリオと発生確率

### ウィークフレーション（35%）

金融、財政、信用状況の引き締まりが相俟って、成長率は横ばいを僅かに上回る程度まで鈍化する。底堅い労働市場を背景にサービス・インフレは高い水準が維持され、FRB の利下げは 50～75bps にとどまる。高インフレが長期債利回りの低下を妨げるものの、リスク資産は堅調に推移する。

### 景気後退（25%）

労働市場は勢いを失い、金融、財政、信用状況の引き締まりが重石となり始める中、所得と支出が押し下げられる。失業率の上昇後、インフレ率が低下し、FRB は 2023 年 10-12 月期に大幅な緩和サイクルを開始し、中立金利を下回る水準まで利下げする。米国金利は低下し、リスク資産は調整する。

### ソフトランディング（25%）

成長率は 1～2.5%のレンジで底堅く推移し、インフレ率は個人消費支出（PCE）目標の 2%に収束する。銀行を巡る苦境は緩和、労働市場は軟化するが、消費を後押しする十分な力強さを維持する。FRB はインフレ低下と底堅い成長を背景に利下げを実施する。金利とリスク資産にとって好ましい環境となる。

### 名目 GDP 高進（10%）

銀行破綻の迅速な解決により、インフレ率が 2%を上回って推移する一方で、成長率は底堅さを維持する。堅調な労働市場が消費者需要を支える。目標を上回るインフレ率を背景に、FRB は高い政策金利を維持し、フォワード金利に対しての国債利回りは高い水準で推移する。金利カーブは逆イールドが続き、リスク資産は底堅く推移する。

### 「狂騒の 20 年代」再来（5%）

米国の成長率は、パンデミック時の公共投資とテクノロジーの普及を背景とした生産性向上に支えられ、トレンドを上回って加速する。供給ショック、賃料、労働市場の緩和によりインフレ率は急速に低下し、FRB は最終的に金融緩和に転じる。リスク資産と金利が上昇する。

1. 我々は長期運用によって良好なパフォーマンスを得ることを目標とする運用会社ではあるが、シナリオ分析については時間軸を 1 年としている。
2. 米国 10 年債のモデルを例に取った場合、変数としては FRB の政策金利、米国のインフレや成長率予測などが挙げられる。
3. ここで示される各シナリオの詳細は、巻末の別表を参照。

データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム、2023 年 8 月 1 日現在。
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。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本に損失が生じる可能性があります。

## 留意事項 1

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プルーデンシャルル・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、金融の専門家にお問い合わせください。**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、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ものですが、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職員が、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(Autoritiet Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定の EEA 諸国では、それが認められる場合には、英国の EU 離脱後の一時的な許可取決めに基づき、PGIM リミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIM リミテッドまたは PGIM ネーデルラント B.V.によって、FCA の規則が定めるプロの投資家、および/または第 2 次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可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.

© 2023 PFI and its related entities.2023-5729

**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、当初元本に損失が生じる可能性があります。**

**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"The End of the Great Moderation: Forecasting in Elevated Uncertainty"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。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
PGIMJ101341