



2022年 1-3月期 四半期見通し

2022年1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 セクター別見通し 12

先進国金利 13

エージェンシーMBS 14

証券化商品 15

投資適格社債 17

グローバル・レバレッジド・ファイナンス 19

エマージング債券 20

地方債 22

5 見通し一覧 & 資産クラス別の見解 23

個別セクター	Q4	2021	2020	2019	2018
米国投資適格長期社債	3.08	-4.65	13.94	23.9	-7.24
米国長期国債	1.47	-1.13	17.7	14.8	-1.84
欧州レバレッジド・ローン	0.79	4.87	2.4	4.38	1.25
米国レバレッジド・ローン	0.72	5.40	2.8	8.17	1.14
地方債	0.72	1.52	5.21	7.54	1.28
米国ハイイールド債	0.66	5.36	6.2	14.4	-2.26
米国投資適格社債	0.23	-1.04	9.89	14.5	-2.51
米国国債	0.18	-2.32	8.00	6.86	0.86
欧州ハイイールド債	-0.37	3.32	2.9	11.4	-3.35
モーゲージ担保証券 (エージェンシー債)	-0.37	-1.04	3.87	6.35	0.99
エマージング債 (ハードカレンシー建)	-0.44	-1.80	5.26	15.04	-4.26
欧州投資適格社債	-0.66	-0.97	2.77	6.24	-1.25
エマージング通貨	-0.95	-3.09	1.73	5.2	-3.33
CMBS	-1.16	-0.64	8.11	8.29	0.78
エマージング債 (現地通貨建)	-1.78	-5.52	6.07	9.14	0.75

マルチセクター

米国総合	0.04	-1.39	7.51	8.72	0.01
グローバル総合 (米ドルヘッジなし)	0.01	-1.54	9.2	6.84	-1.2
グローバル総合(ヘッジあり)	-0.09	-0.15	5.58	8.22	1.76
円総合	-0.58	-2.85	-0.8	1.64	0.93
ユーロ総合(米ドルヘッジなし)	-0.67	-4.71	4.05	5.98	0.41

その他セクター

S&P 500 指標	11.03	28.71	18.4	32.6	-4.4
米ドル	1.53	6.37	-6.69	1.35	4.9
3ヶ月 LIBOR	0.03	0.18	0.74	2.4	2.23

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものでも、信頼できる指標となるものでもありません。インデックスの正式名称については巻末の留意事項をご覧ください。全ての投資には元本損失のリスクがあります。出所：ブルームバーグ。ただし、エマージング債はJPモルガン、ハイイールド債は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2021年12月31日現在。インデックスに直接投資することはできません。

セクション 1

主要な市場トレンド & 投資テーマ

01

主要な市場トレンド & 投資テーマ

- 1 **再び超過収益の獲得機会に注目が集まる**：コロナ禍からの回復初期段階ではベータが好調なパフォーマンスを示した。しかし、不透明感が高まり、リターンを得られる可能性に大きなばらつきが生じ、世界経済の成長が減速している局面においては、単純に市場の動きに追随するのは非常に困難になりそうだ。
- 2 **レラティブ・バリューに基づいた分析が重要になる**：経済や債券セクター全体にわたって大きなばらつきが生じているが、これは超過収益の獲得機会を捉えるために必要とされるレラティブ・バリューに基づいた分析の重要性を浮き彫りにするものである。
- 3 **資産クラスやセクター間の見極めに留意する**：資産クラスの継ぎ目（クロスオーバー債、ローン対債券、先進国対新興国など）を意識し、コロナ禍によって価値が生み出されているような局面での経済再開から恩恵を受けるセクターの見極めが重要となる。
- 4 **3つのCがもたらすリスク**：中央銀行（Central Bank）の政策ミス、中国（China）の景気減速、新型コロナウイルス（COVID）の感染動向は、2022年以降の世界経済と市場動向を左右する3つの主要なリスクとなる。

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

市場コンセンサスに反して、我々は2022年に経済はやや減速し、債券市場に落ち着きをもたらされると考えている。昨年のボラティリティの高まりを受け、社債、証券化商品、エマージング債券を含む債券セクター全般にわたり、大きなレティブ・バリューの投資機会が生まれている。

02

市場は鎮静化し始めている

新型コロナウイルスはこれまで大きな影響を及ぼしてきたが、財政・金融刺激策が縮小されるに当たって成長率とインフレ率は足元をピークに鈍化し、その結果として大半の債券市場ではリターンが一桁台前半から半ばとなり、その中で高リスクのセクターで相対的に大きなリターンが得られると我々は予想している。こうした穏やかなリターン環境においては、ボトムアップ分析に基づいて超過収益を獲得するという付加価値の重要性が高まる。

経済環境：やや減速か？

我々は、ここ数四半期にわたり加速していた経済成長やインフレが鈍化し始め、人口の高齢化や高水準の債務負担といった新型コロナウイルスの感染拡大前から存在していた基本的なファンダメンタルズが経済の行方を左右する主な要因として再び台頭し、昨年と比べて2022年の成長を鈍化させると見られる。米国では、経済活動の再開や新型コロナウイルス感染者の減少などの一時的要因によって2021年のGDP成長率が一桁台後半にまで押し上げられた。市場の予測では、2022年も一桁台後半の成長が見込まれている（図1）が、これは可能かも知れないものの、野心的な予測に思われる。結局のところ、更に成長を急激に押し上げるような広範な経済活動の再開はあり得るのだろうか？ また、現在インフレ率を押し上げているサプライチェーンの混乱が緩和される可能性はないのだろうか？ 市場における高い期待に対し、我々はやや慎重な見方をしている。

先進国金利：市場は金利上昇が一服するという見方には同意している模様で、中央銀行が景気過熱の抑制に成功することを織り込んでいる。米国情

債市場を含む多くの先進国市場では、2021年第1四半期に金利がベア・スティープ化した後、中央銀行がインフレ抑制のために緩和策を縮小することから、長期ゾーンの利回りは頭打ちとなっている（図2）。更に、市場のコンセンサスに反し、我々は多くの先進国市場では金利が既にピークを打った、あるいは急速にピークに近づいていると考えており、今後数四半期にわたって先進国の金利が全般的により低位のレンジ相場で推移すると予想している（詳細については、当社が発行した「[中央銀行はインフレ抑制に政策を転換、一方で債券市場は強気相場に](#)」を参照）。

ユーロ圏金利：欧州の利回りは長年にわたって米国の金利と似通った水準にあったが、ユーロ危機以降は米金利と異なる推移を示し、日本国債市場と同様の水準にまで低下した（図4）。米金利と乖離して低下した欧州の金利は、一時的な現象というより欧州のファンダメンタルズを適切に反映した動きであり、長期にわたって持続すると考えらる。

世界のクレジット：信用スプレッドは持続的な景気拡大と、それがファンダメンタルズにもたらす好ましい影響から恩恵を受けるが、留意すべき点が2つある。1つは、コロナ禍からの回復局面でのスプレッド縮小の大部分と、それに伴う大きなリターンは既に過去のものであり、スプレッド商品から得られる今後のリターンは相対的に非常に穏やかなものに留まりそうであることだ。もう1つは、スプレッドが縮小した結果、クレジット・イベントが発生した場合に損失を吸収する余地がはるかに小さくなったため、より警戒する必要があるということである。しかし、一方でポジティブな側面も見られる（図5）。

図 1

市場コンセンサスによると、2022年も一桁台後半の高い伸びが見込まれている模様だが、それは大きな願望のように見える。

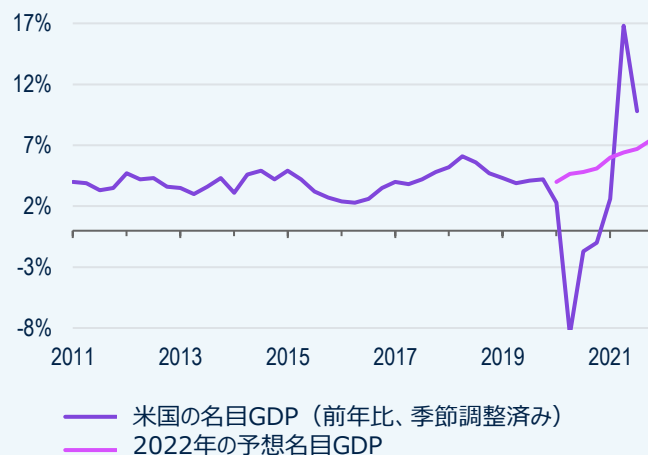
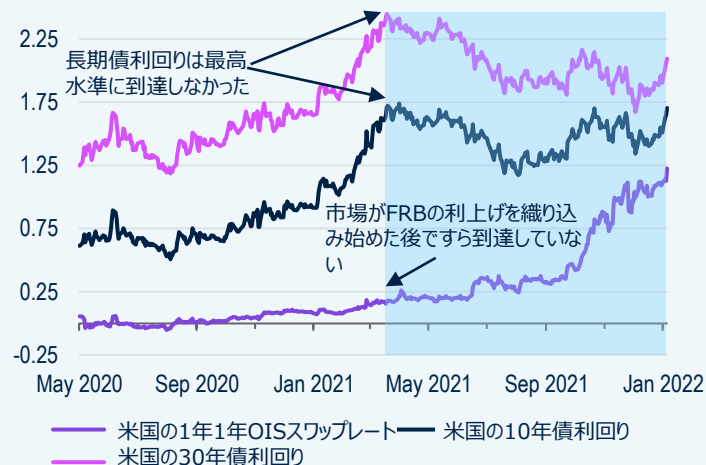


図 2

特に2021年3月のFOMC以降、市場はFRBによる利上げを織り込む一方（1年後1年OISスワップレートを参照）、長期債の利回りは頭打ちとなっている（%）



2021年は激動の年となった。我々は今後の「穏健化」というテーマに焦点を当ててきたが、ESGやエマージング市場など、いくつかの分野では、そのトレンドに逆行するような動きが続きそうだ。

1. ESG関連の債券発行と運用資産：発行額は急増しており（図6）、ESG関連の資産運用額は2025年までに50兆米ドルを超えるペースで増加している。そうなれば、世界の総運用資産の3分の1を占めることになる。
2. 再生可能エネルギーへの移行はグリーンで容易だと考えられていたかも知れないが、2021年の「グリーンプレーション」（脱炭素化による物価上昇）

によって、エネルギーはいずれグリーンなものになるかも知れないものの、その道のりは一筋縄ではいかないものであることが示唆された。

中長期的により良い世界を作ることが再生可能エネルギーへの移行を目指す目的であるが、2021年には様々な要因によってエネルギー価格が高騰し、その結果インフレ率の上昇がもたらされたほか、ゆくゆくは衰退していく運命にある化石燃料エネルギー業界が発行した債券のリターンも上昇した（図7および図8）。エネルギーの供給面では、1）衰退していくことが予想される炭素燃料の探査を目的とした投資の減少、2）水力発電を阻害する干ばつや、化石燃料輸送の妨げとなる天

候不順など、気候そのものがもたらす問題、3）新型コロナウイルスや英国のEU離脱に伴う輸送人員の不足などが生じた。一方、需要面では、1）経済活動再開に伴うこれまでに類を見ない力強い経済成長、2）気候変動による冷暖房用エネルギー需要の増加などが押し上げ要因となった。

図 4

欧州における最近の金利上昇には、ECBがいずれ「正常化」に向かうという非現実的な見方が反映されているように見られる。我々は、インフレ率が目標以下の水準に回帰し、利上げ観測は完全には無くならないとしても抑制されたと考えている。（単位：％）

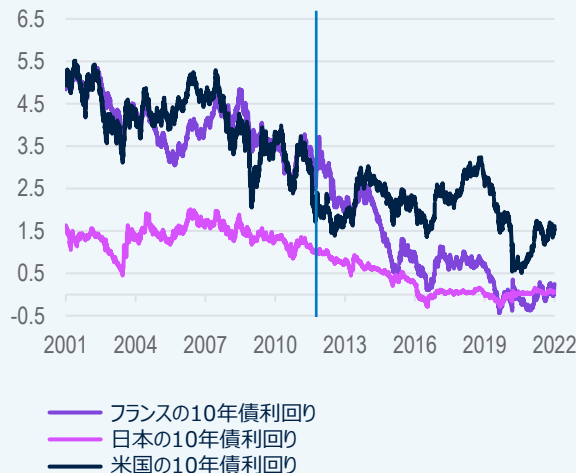


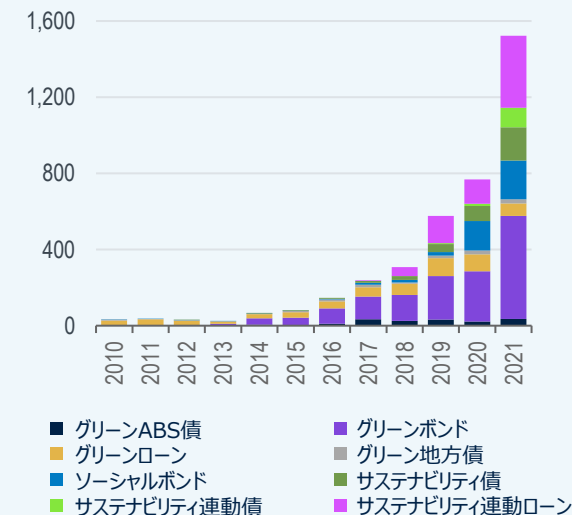
図 5

エマージング社債やハイイールド社債のスプレッドは過去の最低水準との比較では更なる縮小余地があり、これらのセクターではボトムアップ分析に基づく銘柄選択によりリターン獲得の機会が増加する可能性を示唆している。（単位：bps）



図 6

世界のESG債の発行は、経済が全般に穏健化する傾向に反して著増すると見られる（単位：10億米ドル）



3. 現地通貨建エマージング債も不安定な推移となっている。先進国の長期金利が安定して推移したのとは対照的に、2021年のエマージング諸国の金利市場はファンダメンタルズに関する問題やインフレ率の急上昇などにより大きく変動した。変動幅はそれぞれの国の状況に応じて異なっているが、現地通貨建エマージング債が大きく下落（利回りが上昇）したことを受けて、今後数四半期にわたり同セクターにおいて注目すべき投資機会がもたらされる可能性がある（図8）。

結論：新型コロナウイルス禍の下での急落と急上昇のサイクルはほぼ終息したと思われる。経済再開による押

し上げ効果が希薄化するにつれ、より緩やかな景気拡大となるだろう。そのため、長期金利の上昇トレンドはレンジ内での推移に移行しつつあり、信用スプレッドについても同様である。結果として、コロナ禍後のクレジット商品の回復局面ほど目覚ましいものではないものの、債券のリターンは控えめながらプラスを維持すると思われる。国債がキャッシュをアウトパフォームし、クレジット商品が国債をアウトパフォームすると考えられる。これに加え、クレジットや発行体によって回復にばらつきが見られることや、新興国と先進国市場の乖離などを背景に、アクティブ運用を通じて価値を創出する大きな投資機会が生じている。

図 7

エネルギー価格の高騰は全体のインフレ率を押し上げるだけでなく、コアインフレ率の上昇にも間接的に寄与している。（単位：%）

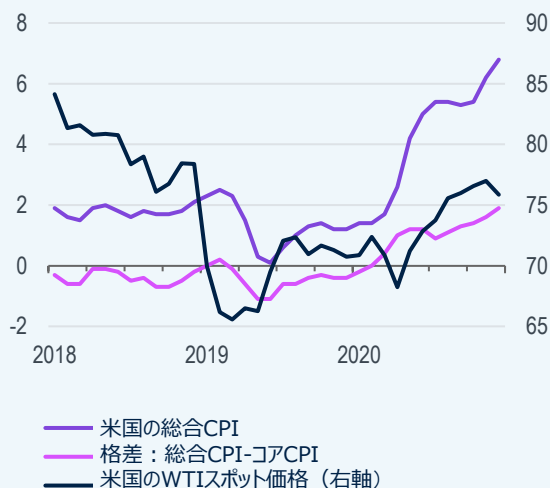


図 8

米国のハイイールド社債のエネルギー・セクターは2021年に非常に良好なパフォーマンスを示した。

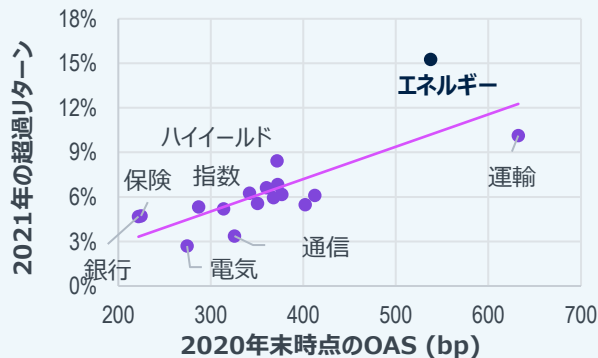
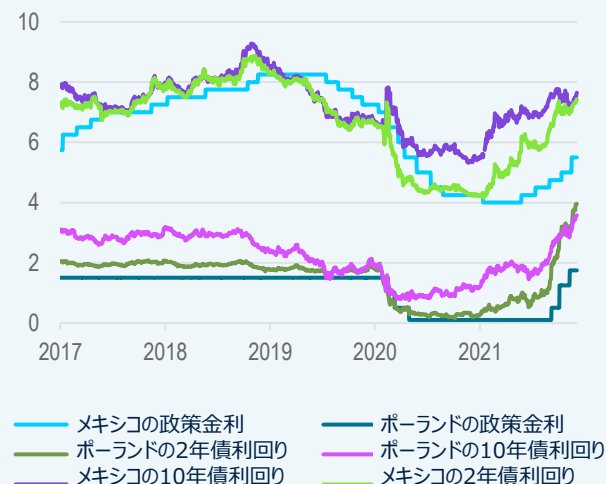


図 9

新興国の中央銀行はインフレ高進を阻止するために行動を起こした。多くの利上げサイクルは道半ばだが、市場はサイクル後期の様相に移行しており、イールドカーブはベアフラット化しつつ数年ぶりの高水準に達している。これは金利がピークに近づいていることを示唆している。



出所：図1-5, 7, 9: PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ；図6: PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ・インテリジェンス；図8: PGIMフィクスト・インカム、パークレイズ

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

コロナ禍の長期的影響は依然として不透明だが、緩和政策の拙速な縮小は中長期にわたる潜在的な成長軌道に影響を及ぼす可能性があり、消えない傷となるリスクがある。我々は、経済成長が減速するのに伴って、高水準の債務や人口の高齢化、技術の進歩といった過去10年間にわたってインフレを抑制してきた要因に中央銀行が再び取り組むことになるという見方を維持している。

03

コロナ禍の次の局面として、緩やかな世界経済の成長が訪れる

2021年は成長率とインフレ率が大きく上昇したが、2022年を通して世界経済は、地域差はあるものの、緩やかな成長に向かうと引き続き予想している。コロナ禍最悪期の大規模な政策対応が奏功したことにより、米国や欧州といった世界経済の大部分を占める地域や、インドネシアなどの大きな需給ギャップを抱える新興国についてはトレンドを上回る成長が続くと見られる。

我々は、サプライチェーンを巡る混乱の長期化、高水準の需要、エネルギー価格の上昇を背景に、2022年の大半の期間において多くの国のインフレ率は引き続き目標を上回って推移すると予想している。先進国では、一連のロックダウンとソーシャル・ディスタンス規制を経て、旺盛な需要が労働市場の回復を促し、家計と企業の景況感を引き続き下支えすると見ている。

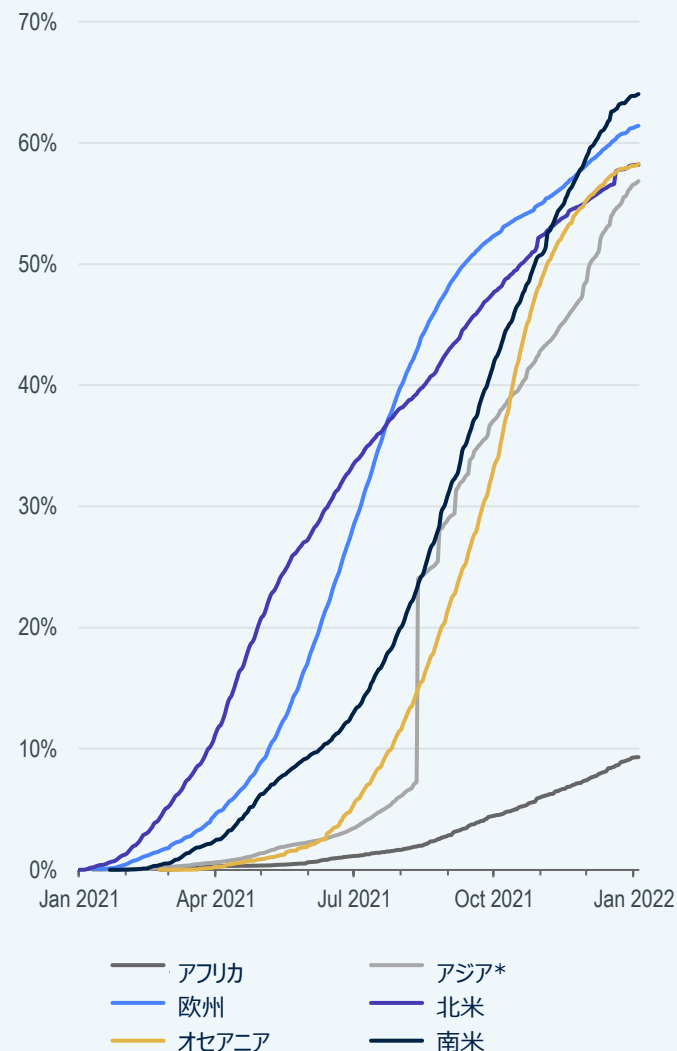
日本では、コロナ禍後の回復に向け、積極的な財政刺激策が始動することで経済活動の再加速が見込まれる。しかし、その他の地域では成長率が著しく低下し、場合によっては潜在成長率を下回ると予想される。中国では、世界経済の減速が外需の重石となることに加え、厳格なウイルス対策を取り続けることが深刻な経済の下振れリスクとなっている。特に不動産セクターが低迷していることを踏まえると、人口の高齢化が進む状況下において、中国の高水準の債務を巡る長年の懸念が引き続き同国経済にとって大きな逆風になるだろう。とは言え、中国の政策当局は、2021年と比較してより成長に配慮した姿勢を

取ることが予想される。ブラジルや南アフリカといったその他の新興国では、構造的な問題を背景に、2022年は著しい成長の鈍化が見込まれる。

こうした成長の減速と、地域間で異なる見通しは、これまでのコロナ禍の対応が反映されたものであり、パンデミック下で新たな局面が出現している。効果的なワクチンの開発と大規模な政策支援が維持されるとの楽観的な見通しを背景に、ある意味では、2021年初の視界はより良好であった。アルゼンチンやマレーシアなどの新興国を含む大規模なワクチン接種プログラムの成功例は、コロナ禍の最悪期が過ぎ去ったことを示唆している。一方で、オミクロン変異株の出現は、新たな行動制限や不安感、大衆の反発を通じた成長の下振れリスクとなるとともに、サプライチェーンの混乱をより長期化させることでインフレの上振れリスクにもなる。ウイルス感染拡大を巡る不透明感やアフリカをはじめとする地域ごとのワクチン供給の偏りが、引き続き世界経済の回復に影を落とすと考えられる。しかし、こうした不透明感が解消し始めれば、経済の再開と適応が進む中でリスクは後退し、様々な景気刺激策が終了を迎える影響は一部相殺されると見られる。

図 1

新型コロナウイルスのワクチン接種完了者の割合 (%)



*中国のデータは不定期で報告されている。
出所：アワー・ワールド・イン・データ

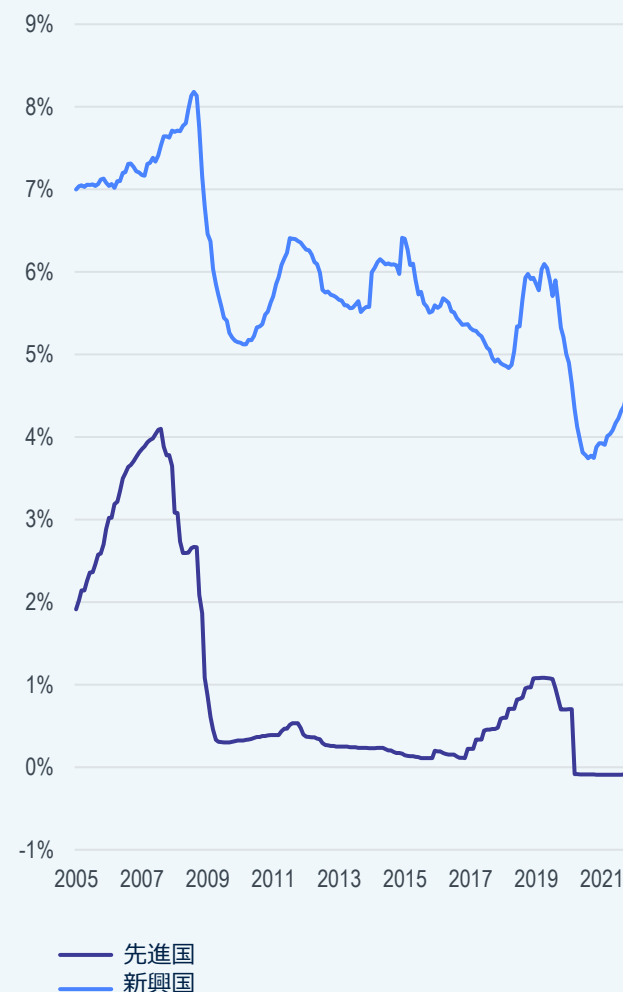
新たなパラダイムへと進む中で、金融・財政政策も新たな局面を迎える。政府と中央銀行は過去18ヵ月にわたって実施してきた類を見ない大規模な支援策の縮小を開始した。財政刺激策の規模は正味で縮小しているが、地域によってその状況は異なる。米国では、2021年3月に成立した救済策が新型コロナウイルス関連の最後の大規模パッケージとなる可能性がある。また、新たな首相が誕生したドイツを含む欧州では、2023年の財政規律の再構築に政策の焦点が移りつつある。「次世代のEU基金」からの資金供給は2022/2023年にピークを打つと予想されるが、プログラムの延長に向けて政治的機運が高まるとは考えにくい。中国では、景気刺激策が国内の成長を下支えすると見られるが、これに伴う世界経済への影響は過去の例と比較すると限定的となる可能性がある。

金融政策面からの支援も2022年を通して縮小していくと見られ、これがもう1つの世界的なトレンドとなるであろう。サプライチェーンの混乱を背景に、先進国を中心とした需要の急増が、インフレの急上昇を予想以上に長引かせている。更に、ロシアとウクライナとの間で緊張が続くことで、冬期のエネルギー価格高騰に拍車がかかる可能性がある。ノルウェー、ニュージーランドといった小規模で開放的な先進国や英国が他国に先んじて利上げを実施したが、米連邦準備制度理事会（FRB）はテーパリングを加速し、今年中に利上げを開始すると予想される。基本的には年内に少なくとも2回利上げが予想されるが、FRBの最新の予測では3回の利上げもあり得ると見ている。中東欧、中南米などの新興国もインフレ懸念の高まりを受けて金融政策の引き締めに着手し始めている。一方、目標を下回るインフレ率といった長年の問題に取り組むユーロ圏、

日本、中国は引き続き例外的な存在となっており、当面は相対的に緩和的な金融政策が維持されると予想される。

金融引き締めへの転換、特に米国における金融引き締めは新興国経済にとって逆風となる。世界的な金融引き締めによる「プッシュ要因」は、相対的な投資魅力度に影響を及ぼす新興国の国内要因を一部相殺してしまう一方で、先進国による金融引き締めは新興国経済を下支えする成長モメンタムの継続を反映しているともいえ、どちらの方向にも作用し得る。強固な制度、信頼のおける財政規律、新型コロナウイルスへの耐性を有する国を選別的に見極めていく必要がある。また、世界的に政策支援が後退し始めてはいるものの、絶対的な意味で米国とユーロ圏は依然として緩和的であり、建設的な信用リスク環境と高利回り投資における価値が創出されている。コロナ禍の長期的影響は依然として不透明だが、緩和政策の拙速な縮小は中長期にわたる潜在的な成長軌道に影響を及ぼす可能性があり、消えない傷となるリスクがある。我々は、経済成長が減速するのに伴って、高水準の債務や人口の高齢化、技術の進歩といった過去10年間にわたってインフレを抑制してきた要因に中央銀行が再び取り組むことになるという見方を維持している。

図 2
先進国と新興国の中央銀行政策金利の加重平均



*GDPは市場価格の米ドルベース。
出所：国際決済銀行、PGIMフィクスト・インカム



セクション 4

セクター別見通し

04

先進国金利

見通し：ボラティリティの高かった2021年から一変して、2022年は市場が織り込んでいる各国中央銀行の利上げが実現するにつれて先進国金利も落ち着きを取り戻すだろう。ボラティリティの適度な落ち着きはレティブ・バリューに基づく投資の追い風となり、個別銘柄間の著しい価値の乖離が正常化に向かうと予想される。

■ 昨年先進国金利に大きな影響を及ぼした要因（予想を上回る世界的な物価上昇やそれに伴う政策金利引き上げ期待の再織り込み）が、今年も金利動向を左右すると見られるものの、インプライドおよび実質のボラティリティは今後大きく低下すると考えている。我々は、新型コロナウイルスの感染拡大やインフレ圧力が後退するとの予想を基本シナリオとしている。足元では、FRBは物価上昇を抑制すべくタカ派的なスタンスに転じているが、FRB高官と同様に、我々もインフレは徐々に鎮静化すると考えている。

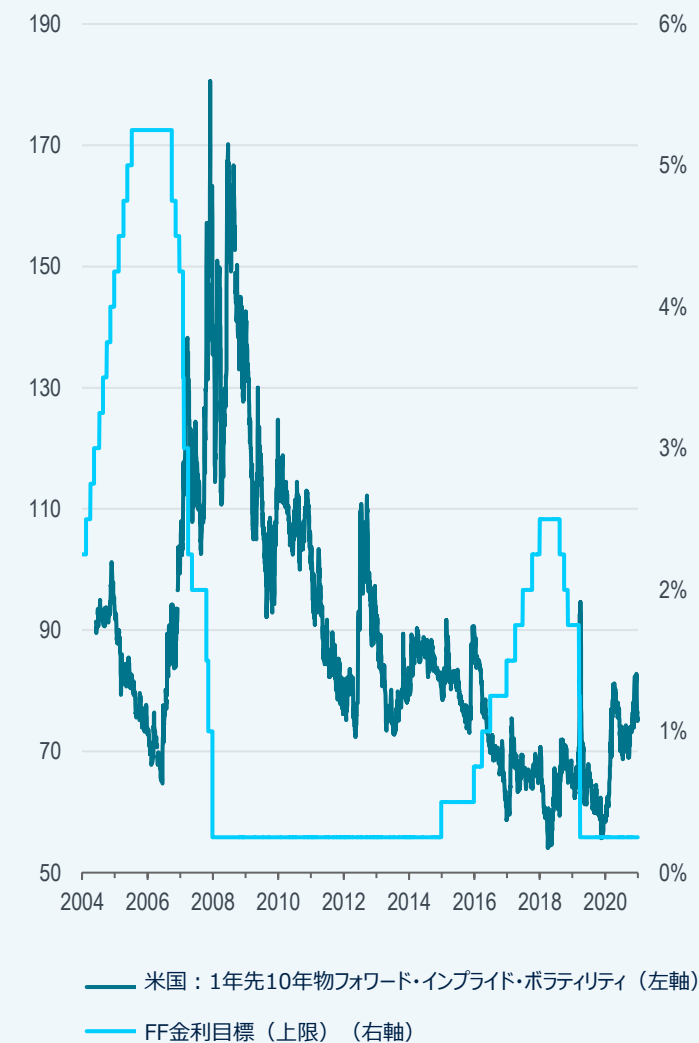
■ ボラティリティの低下を予想する背景として、過去のFRBによる利上げサイクルが辿った道筋が挙げられる。2004～2006年と2015～2019年の過去2度の利上げサイクルの間、市場の織り込むフォワード金利が現実のものとなるにつれてインプライド・ボラティリティは一貫して低下した（図1）。今回もそれと同じ推移を示すと考える。市場は既にFRBによる年内3回の利上げ予想を織り込んでおり、スポット金利もそれに近い軌跡を辿ることで、全体的にボラティリティは低下するだろう。

■ 昨年の著しいボラティリティ上昇により、もともと相関が高い筈の債券間で位置関係が崩壊し、銘柄間の価値の乖離は、2008年の世界金融危機や新型コロナウイルスの感染初期など深刻なシステミック危機時にしか見られなかった極端な水準にまで拡大した。市場の動揺が収まるにつれて、米国、英国、カナダ、オーストラリアで見られた歴史的な価値の乖離は、より正常な水準へと回帰するだろう。また、低ボラティリティ環境下では、レティブ・バリュー戦略には再び資金が流入すると見られ、これによっても平均回帰が加速すると見られる。

■ 米国公債については、ずっと割安となっていた新発20年債と7年債に改善を予想している。我々は、20年債の近い年限の先物に対するロング・ポジションを維持している。米財務省による20年債の大幅な発行削減計画や、テーパリングの中でのFRBによる買い入れ継続が追い風になると考える。また、最近になってシカゴ・マーカント取引所（CME）が20年債を受渡銘柄とする新たな先物契約を創出するとの計画を発表したことも、同セクターに対する需要を喚起すると見られる。

図1

過去のFRBの利上げ局面では、インプライド・ボラティリティが低下（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

エージェンシーMBS

見通し： 国債に対するMBSのアンダーウェイトを維持する。バリュエーションは依然として割高だが、FRBによる買い入れ規模の縮小を見据えてスプレッドがやや拡大し始めている。FRBによる買い入れ規模の縮小によりTBAの需要が後退し、これがダラーロールの減少につながり、スプレッドにとって逆風となるだろう。

■ エージェンシーMBSは、様々な逆風の中で2022年を迎えたが、最も強い逆風はFRBのテーバリングであり、1月からMBSの買い入れ額が月額100億米ドルずつ縮小される。プラスの正味供給額（但し、2021年の水準は下回る）が予想される中でFRBによる買い入れ需要が減少するが、オプション調整後スプレッドは依然として総じてタイトであり、これはFRB以外の買い需要が不透明であることを浮き彫りにしている。

■ 但し、FRBによって吸収されるTBAが減るため、MBS債の割高度合いは低下すると共に、コンベクシティ（特に2022年に適合ローンの上限引き上げの影響も相俟って）も悪化すると思われる。

■ こうした環境は、我々の国債に対するMBSのアンダーウェイトを裏付けるものだが、今後の見通しは更に悪化する可能性もある。今年FRBがMBSの再投資を減額することは我々の基本シナリオではないが、継続的に物価上昇圧力が高まり、FRBのバランスシート縮小が正当化されるならば、このシナリオがMBSセクターにとって深刻な悪材料として浮上することも考えられる。

■ また、バイデン政権は住宅取得支援策の拡充をFHFA（連邦住宅金融局）や政府抵当

金庫（GNMA）などに求めており、政策リスクも依然として燻っている。

■ 同セクターに関する好材料が、これらの悪材料を若干相殺すると考えられる。MBSは昨年末まで総合指数内の他セクターをアンダーパフォームしていたため、同セクターに対するアクティブ運用の投資家の巨額なショート・ポジションが、MBSが著しく割安になる中では買い戻しに回る可能性があり、よってスプレッドの拡大余地は限定されるかも知れない。

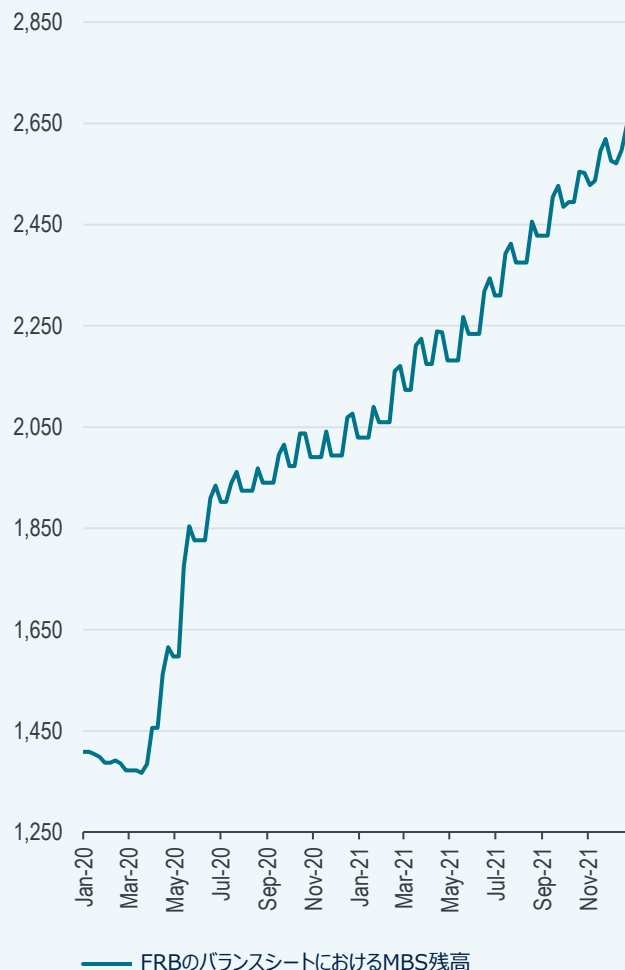
■ また、今年はFRBの政策ミスが重要なリスクとなる可能性がある。FRBが積極的に利上げを実施するスタンスに転じ、それが広範にわたってリスク・センチメントに悪影響を及ぼすというシナリオでは、ベータが低いMBSは他のスプレッド商品をアウトパフォームする可能性がある。

■ 期限前償還のペースは昨年から引き続いて鈍化すると見られ、バーンアウト効果や、18カ月にわたる高水準の期限前返済による流通量減少によって、高クーポンの30年債への関心が引き続き高まる可能性がある。

■ 2022年に入り、国債に対するMBSのアンダーウェイトを維持するとともに、30年物および15年物よりも20年物を引き続き選好する。また、我々は現行クーポン債のアンダーウェイトに対して、それより高位および低位のクーポン債をロングとするバーベル型の戦略を取っている。それ以外では、GNMAのアンダーウェイトを維持しつつ特定プールを選好する一方、TBAポジションの抑制に努めている。

図1

FRBのバランスシートにおけるMBSの保有額が着実に増加（10億米ドル）



出所：ブルームバーグ、2021年10月現在

証券化商品

見通し：横ばいで良好に推移する見通し。高格付CLOのスプレッドが良好なキャリアをもたらす一方、CMBSのスプレッドは投資適格社債に連れて推移するだろう。RMBSに関しては住宅価格の底堅い推移が予想され、ABSのスプレッドについては積極的な見方を維持する。

■ **CLO：**2022年も米国および欧州では高水準の供給が続くが、資本構成全体に対する旺盛な需要がこれを部分的に吸収すると予想される。発行総額は過去最高には達しないものの、純発行額は過去最高を

記録する見込み。米国および欧州のCLO市場は、各バンクローン市場の62%程度を占めている。

■ スプレッドは縮小しやすい地合ながら、今後の供給増とその他のスプレッド・セクターにおけるスプレッド拡大が、スプレッド縮小の阻害要因となる可能性もある。デットランシエがキャリア相応のリターンをもたらす一方、エクイティランシエも引き続き13%程度の「利回り」をもたらすと予想する。バンクローンの良好なクレジット環境がCLOクレジット全体を下支えしている。

■ 起債市場におけるSOFRへの移行は新たな話題としては一過性のものとなるが、開示文書の標準化により透明性の改善が見込まれる中でESGへの関心が顕著となるであろう。

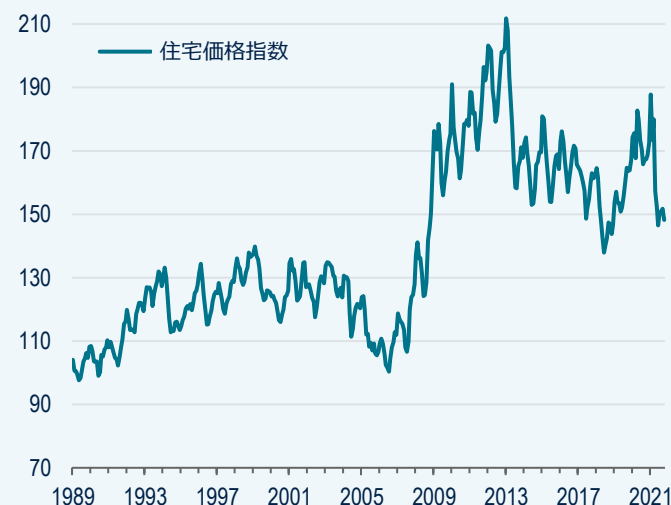
■ **CMBS：**当該資産クラスの証券間スプレッドとリスクは均衡していると見られる。新規発行は特にシングルアセット/シングルボロワー型（SASB）やCRE CLOを主体として高水準ではあるものの、吸収できる水準にある。スプレッドは投資適格社債に連れてレンジ内で推移する可能性が高い。

図 1
2021年10-12月期のパフォーマンス概要

セクター		サブセクター	スプレッドの変化 (bps) Q4	LIBOR OAS 12/31/21
CMBS	CMBS:コンデュイット型 AAA	利子先払い10年債	+5	68
	CMBS:コンデュイット型 BBB-	BBB-	+25	350
	CMBS:SASB - シニア	AAA	+10	80
	CMBS:SASB - メザニン	BBB-	+50	225
	CMBS:エージェンシー集合住宅	シニア	+9	26
非エージェンシー RMBS	レガシー	RPL シニア	+10	70
	レガシー	2006/2007年のオルトA	0	120
	GSEリスクシェアリング	M2	-11	150
CLOs	CLO 2.0	AAA	+3	116
	CLO 2.0	AA	+10	170
	CLO 2.0	BBB	+35	315
ABS	無担保消費者ローンABS	シニア	+5	60
	無担保消費者ローンABS	B クラス	+10	85
	民間学生借り換えローン	シニア	+15	65
	クレジットカード ABS	AAA	+5	7

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：PGIMフィクスト・インカム、2021年12月31日現在。

図 2
低いモーゲージ金利が住宅取得を下支えしている



出所：全米不動産協会、PGIMフィクスト・インカム、2021年12月現在

セクター別見通し

■ ホテルや小売物件の延滞率は依然として上昇しているものの改善傾向にあり、問題のある物件は既に概ね特定されている。オフィス物件の賃貸契約は増加しており、アベイラビリティ・レートは横ばいかやや低下している。但し、在宅勤務の長期化によりオフィス使用面積に構造的な変化が生じている可能性も高く、CMBSのリース期間が長期にわたることを踏まえると、その影響は徐々に顕在化してくる可能性がある。

■ CRE（商業用不動産）のキャップレートは概ね長期平均を上回っている（長期平均で推移している集合住宅と、長期平均を下回って推移しているインダストリアル物件を除く）。全体的に不動産市場のファンダメンタルズは改善しており、CREのバリュエーションは妥当に見える。

■ **RMBS**：2022年は住宅価格の上昇が沈静化すると予想するが、それでも6～8%の健全な伸びを維持するだろう。低い住宅ローン金利が住宅取得を下支えしており、住宅価格はバブルの様相を呈しているようには見えない。アフォーダビリティ指数は長期平均に近付きつつあるが、依然として長期平均を上回っている。一方、新規および中古住宅の供給は制約を受けている。

■ また、慎重なモーゲージの引受とオリジネーション基準によって、投機的な需要の拡大は予防されている。また借手に寛容な抵当権執行免除政策が連鎖的な債務不履行を食い止めており、モーゲージがディストレスト化する兆候は見えない。人口別で見ると、ミレニアル世代の家計形成局面がピークを迎えており、これが将来需要を促進する材料となるだろう。

■ 投資可能なRMBS債のユニバースに関して、

足元の縮小したスプレッド水準では、ジャンボ債、非適格モーゲージ、リバフォーミングローン、欧州MBS証券には投資妙味がないと考えられる。既存のクレジットリスクトランスファー（CRT）債は、今後数四半期は慎重な引き受けと力強い住宅価格の上昇が追い風になると見られるが、今後組成予定の債券については今後の住宅ローンの質を巡る不透明感がマイナス材料となる。CRT債のスプレッドはボックス圏で推移すると見られ、ハイイールド社債に連動して推移するだろう。モーゲージ・オリジネーション用ウェアハウス・ファシリティなど、引き続きスプレッドの厚いカスタムメイドのRMBS投資案件を選択する。

■ **ABS**：新規発行額は消化できる水準である一方、継続的な需要がスプレッドを下支えするため、今年の需給環境は良好だと見られる。2022年の発行総額は2021年と同程度の2,600億米ドルと予想しており、純供給額は300～400億米ドルを予想する。また、大半の主要発行体は潤沢な流動性を維持しており、市場金利が上昇した場合には発行額を減らすことが可能だ。

■ 新型コロナウイルス関連の支援プログラムが打ち切りとなる方向に向かっているものの、消費者クレジットのパフォーマンスは依然として良好である。とはいえ、今後は平均的な水準に向けて緩やかに悪化することが予想され、懸念には及ばないものの注視が必要である。ABSのプロテクション構造は引き続き堅牢であり、高まる損失予想にも十分に対処できる。バイデン政権は、消費者金融保護局（CFPB）などの政府機関に消費者金融業者への監督強化権限を与えており、規制面での逆風は続いている。

■ バリュエーション魅力の高い一部のABS（一部発行体の無担保消費者ローン、サブプライム自動車ローン、グローバルなプライム自動車ローンのCRT債など）に対しては、引き続き我々は積極的な見方を維持する。

低い住宅ローン金利が住宅取得を下支えしており、住宅価格はバブルの様相を呈しているようには見えない。一方、新規および中古住宅の供給は制約を受けている。

投資適格社債

見直し：選別的に投資機会を捉える。企業が負債削減を進める中で、キャリアの獲得やスプレッドの縮小が見込まれるBBB格債を引き続き選好する。米国大手銀行など一部のセクターには引き続き魅力があるが、高まるマクロ経済の不透明感やセクター固有のイベントリスクに注視する。

■ 2021年後半に米国投資適格債のスプレッドが拡大したことから、2022年上期は若干の反発が見られるだろう。但し、年末までのスプレッド見直しについては過去数年よりもばらつきが予想され、そのため個別銘柄に超過収益獲得機会が生じる可能性がある。スプレッドの下限については、再びスプレッドが80bps前半まで縮小してくれば、流通市場における需給は緩み始めると予想する。

■ 企業のレバレッジ水準は約3倍とコロナ禍前を若干下回っており、EBITDAの更なる拡大とともに今後も低下することが見込まれる。また、利益成長率は10%程度に減速すると見られる。格付機関の動きは概して信用力の改善に逆行する傾向がある。ライジングスター（投資適格に格上げされる銘柄）は1,000億米ドル以上に達すると見込まれ、今後12～18カ月は格上げの流れが続くとみられる。

■ 需給面については、供給は昨年と同程度になることが予想されるが、銀行による起債が最大の不確実要素となりそうだ。2022年を迎え、ディーラーのバランスシートは昨年10月～11月

よりも柔軟性が高まっているように見える。各国の政策金利にばらつきが見られる中、為替のヘッジコストが上昇していることから、海外からの需要が減退する可能性があり、機関投資家の需要動向はまちまちである。対照的に、米国国債イールドカーブのフラット化がクレジットカーブのステープ化をもたらし、積立状況が改善した年金基金による長期債需要の増加につながる可能性がある。

■ ポジションに関しては、スプレッド・デュレーションを中立に近づけ、許容される範囲でAAA格のCLOを追加している。また、クロスオーバー債や格上げの可能性があるBB格債を引き続き選好している。通常、我々は償還期間の短いBBB格債を選好するが、デレバレッジへのコミットメントや格上げの可能性など、特定の状況下にあるBBB格の長期債をオーバーウェイトしている。年限15年から20年には魅力的なロールダウンの投資機会があると見ている。セクター別には、エネルギー（レバレッジ解消および格上げの可能性）、大手銀行（産業セクターよりも割安でイベントリスクが低い）、公益事業（産業セクターよりやや割安で景気動向に左右されない）を引き続きオーバーウェイトとする。

■ 同セクターのリスクとしては、利益率低下の可能性、フリーキャッシュフローを自社株買いや増配、設備投資に振り向けるとことが挙げられる。

図 1

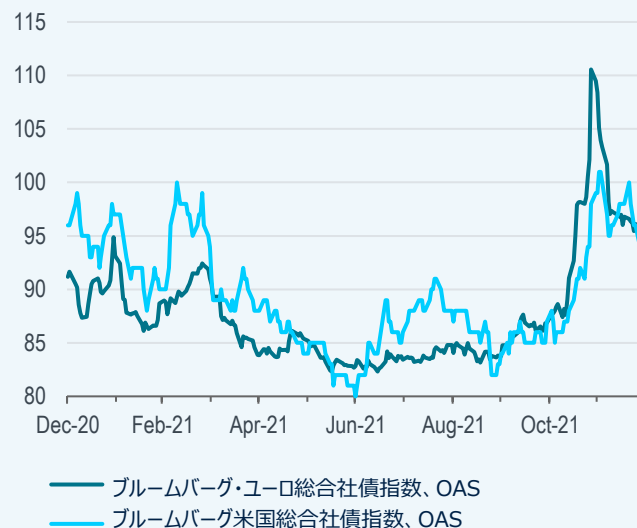
2021年10-12月期のパフォーマンス概要

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS (bps)
	Q4	2021	Q4	2021	12/31/21
米国投資適格社債	0.23	-1.04	8	-4	92
欧州投資適格社債	-0.66	-0.97	12	3	94

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。上記は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）のデータに基づきます。出所：ブルームバーグ、2021年12月31日現在。インデックスに直接投資することはできません。

図 2

2021年の大半の期間で米国社債のスプレッドは欧州に比べてワイドな水準で推移し、同程度の水準で年末を迎えた (bps)



出所：PGIMフィクスト・インカム、ブルームバーグ、2021年12月現在

■ 昨年の記録的なM&A活動が投資適格社債に及ぼした影響は相対的に軽微だったが、M&A活動は依然として活発であり、今年はマイナスのイベントリスクをもたらす可能性がある。投資適格企業の大型LBO案件も見られると予想する。とは言え、スプレッドにとって最大のリスクとなるのは、FRBの政策ミスとそれに伴う景気後退の可能性だと考えている。

■ 不透明なマクロ経済や需給悪化といった逆風は**欧州投資適格社債**の見通しに影を落とすものの、新発市場でコンセッションが広がる可能性があり、これがスプレッドの有意な拡大につながるような局面では積み増しを検討する。

■ 今年は、潜在成長率を上回るユーロ圏の経済成長がクレジット・ファンダメンタルズを下支えするため、信用力指標の改善によって更なる格上げがもたらされると予想する。一方で、発行体間の信用力の乖離は拡大すると予想しており、これが個別銘柄からの超過収益の獲得機会をもたらすと見られる。

■ スプレッドが比較的タイトな水準で横這いで推移する環境では、キャリーの重要性が高まるだろう。そのため、昨年初めからの「ベータ」の削減に替わってBBB格債をオーバーウェイトしており、スプレッドがタイトな長期債のオーバーウェイトを回避する。引き続き、金融、ハイブリッド社債、場合によってはBB格債にスプレッド縮小余地があると見ている。

■ 足元で欧州投資適格債のスプレッド・デューレーションをやや引き下げたが、引き続き米ドル建のスプレッド・デューレーションを若干引き上げつつユー

ロ建のスプレッド・デューレーションを小幅に引き下げること検討している。一般的に、同程度の信用リスクで厚いスプレッドが確保できる非CSPP適格債を、我々は引き続き選好する。よって、欧州投資適格債については、ECBの買い入れによってタイトなスプレッド水準で取引されているCSPP適格債を引き続きアンダーウェイトとし、リバースヤンキー債をオーバーウェイトとしている。

■ **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ているが、リスクはオーバーウェイトする。規律ある新発債投資（積極的にになりたいが、新発債ではリスクを積み増さない）と指数の長期化が相俟って、ユーロ建債のスプレッド・デューレーションは更に小幅ながら低下する。

■ 我々はBBB格債とハイブリッド社債をオーバーウェイトとしているが、タイトなスプレッド水準で取引される長期社債の入れ替えを行い、ユーロ建債のスプレッド・デューレーションを引き下げの中で、これらのエクスポージャーを削減する見込みである。また、例えば、米国銀行のような一部のセクターを除いてユーロ建債と米ドル建債といった通貨間での見方については中立を維持しており、特にスプレッドの変動が大きいイールドカーブの長期ゾーンにおいて、異なる通貨間での魅力的な投資機会があれば機敏に対応する方針である。

■ 米国と同様に、サプライチェーンの混乱によって出荷数量が減少する、あるいは投入コストの上昇により利益率が圧迫されるような場合は、これが業績拡大のリスクになると考えている。また、資本配分の優先順位が、バランスシートの改善からM&Aや株主還元の重視へと転換されるかにつ

いても注視する。

スプレッドが比較的タイトな水準で横這いで推移する環境では、キャリーの重要性が高まるだろう。

グローバル・レバレッジド・ファイナンス

見通し：慎重ながらもやや強気な見通し。米国と欧州のデフォルト率は歴史的に低い水準を維持するだろう。B格債は米国および欧州ともに割安感があると見られる。また、足元のCLO組成および金利上昇に関する投資家の懸念が、レバレッジド・ローンには支援材料になると考えられる。的確な銘柄選定が引き続き極めて重要である。

■ 我々は、堅固な信用ファンダメンタルズを背景に今後2年間にわたりハイイールド債のデフォルト率は低位で推移すると見ており、2022年末のデフォルト率は0.9%、2023年末は1.0%を基本シナリオとしている。規律ある資本政策、積極的な資金調達によるM&Aが限定的であること、格付機関による格上げが続いていることなどが、安定したファンダメンタルズを裏付けている。また、今後12～18カ月間に非投資適格から投資適格への格上げが大量に発生すると予想されることや、世界的な利回り追求の動きも需給を下支えすると考えられる。

■ とはいえ、広く認知されている様々なマクロ・リスクがスプレッド拡大要因となる可能性がある。堅固なファンダメンタルズと様々なマクロ・リスクを対比させて考えれば、現在のスプレッドは適正水準に近いと我々は考えている。ポジションに関しては、B格債に相対的な魅力があると考えのほか、我々は独立系発電事業者、住宅関連およびカジノ関連銘柄のオーバーウェイトを維持する。

■ 米国レバレッジド・ローンでは、金利上昇に備えて投資家に変動金利資産を偏好していること

から、ローン投信への資金流入が続くと見られる。一方、CLO組成とリファイナンスは引き続き活発であり、この勢いは今後も継続すると考えられる。我々は、米国レバレッジド・ローンがクーポン水準に近いリターン（～4.0%）を提供し、2022年のデフォルト率は1.0%を下回る水準に留まることを基本シナリオとしている。

■ 欧州ハイイールド債については、足元でスプレッドが拡大していること、および米国ハイイールド債に対する相対的な割安感から、我々は慎重ながらも前向きな見方をしており、欧州ハイイールド債のスプレッドは2022年を通じて縮小すると考えている。我々は、マクロ・リスクが存在する一方で、欧州ハイイールド債および欧州レバレッジド・ローンのデフォルト率はそれぞれ0.9%と1.0%の低水準に留まることを基本シナリオとしている。需給面では、今年も記録的な大量発行が予想されており、局地的には荷もたれ感が出てくるリスクがある。とはいえ、デフォルト率が低位で推移していることに加え、利回り追求の動きがバリュエーションの支援材料となっていることから、当面は足元の良好な投資環境が持続すると考えている。

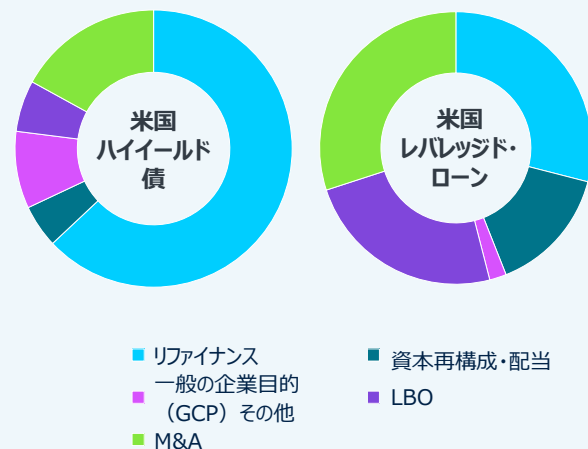
■ ポジションに関しては、変化し続ける市場環境の中、レバティバリューに基づく投資機会に重点を置いており、足元は厳選されたB格およびCCC格債からの堅実なキャリー獲得機会に着目している。もしボラティリティが上昇する場合、最終的にはアクティブ運用と的確な銘柄選択がリターンの源泉になると考えている。

図 1
2021年10-12月期のパフォーマンス概要

	トータル・リターン (%)		スプレッド変化 (bps)		OAS/DM (bps)
	Q4	YTD	Q4	YTD	12/31/21
米国ハイイールド債	0.66	5.36	-5	-76	310
欧州ハイイールド債	-0.37	3.32	28	-28	337
米国レバレッジド・ローン	0.72	5.40	1	-47	439
欧州レバレッジド・ローン	0.79	4.87	9	-44	415

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：ICE BofAML、クレディ・スイス、2021年12月31日現在。インデックスに直接投資することはできません。欧州ハイイールド債および欧州レバレッジド・ローンはユーロ・ヘッジ後のリターン。

図 2
2021年における米国ハイイールド債と米国レバレッジド・ローンの調達資金の使途



出所：PGIMフィクスト・インカム、JPモルガン

エマージング債券

見直し：アクティブ運用の投資家にとって魅力的。
「程々に高い」経済成長と、逆風となっていた要因が和らぎつつあることを背景に、ハードカレンシー建債を引き続き選好するほか、現地通貨建債への関心も強めている。一方、エマージング通貨については慎重な見方を維持する。

■ 2022年は、エマージング市場にとってより好ましい環境になると予想する。エマージング地域のGDP成長率は2021年を下回る+4.4%と予想しており、これは2020年までの過去5年平均と同水準である。

■ 大半の新興国は、先進国よりも財政面で余裕がある。2022年にエマージング諸国の財政赤字は改善する見通しであり、債務水準は上昇したとはいえ、引き続き対処可能な水準に収まっている。そして、2022年の国債発行量は落ち着いた水準となる見込みである。また、国際機関からの融資や先進国からの二国間融資が、新興国の財政を支えると考えられる。一方、市場では、今後、新興国で起きる可能性が高いマクロ・リスクが既に織り込まれている。

■ **ハードカレンシー建債**のスプレッドは、米国における流動性の縮小を織り込む形で、2021年後半に大幅に拡大している。より巨額の貿易赤字や財政赤字を抱える相対的に脆弱な発行体を中心に、スプレッドが更に拡大する可能性もあり、その大半は、ガーナやエルサルバドルなどのB格あるいはCCC格の発行体である。2022年に物価上昇が鈍化すれば、FRBの金融引き締めは予想よりも緩やかに留まり、エマージング市場のスプレッドは縮小する可能性がある。

■ エマージング・ハイイールド債の利回りは、米国ハイイールド債よりも約300bps高く、この利回り較差は長期的に見ても非常に大きい水準にある。投資家の関心が再びエマージング債券に向かった時に、大半の投資家のポジションは大幅なアンダーウェイトになっているだろう。

■ 我々の基本シナリオに対するテールリスクとしては、中国のGDP成長率が4%を下回る水準にまで大幅に減速すること、東欧、イラン、南シナ海における地政学的緊張の高まりなどが挙げられるが、いずれのリスクも、まだ市場では織り込まれていない。今後、世界経済の成長が予想を下回るようになれば、非常に脆弱な国における債務再編が増える可能性がある。そして、これらのシナリオは、いずれも新たなポジション構築の好機となるだろう。

■ 我々は引き続きハードカレンシー建債を選好しているが、短期ゾーンでは高利回り債、長期ゾーンでは高格付債に資金を振り向けている。そして、この組み合わせによって、様々なシナリオにおいて優れた運用成果を実現できると我々は考えている。

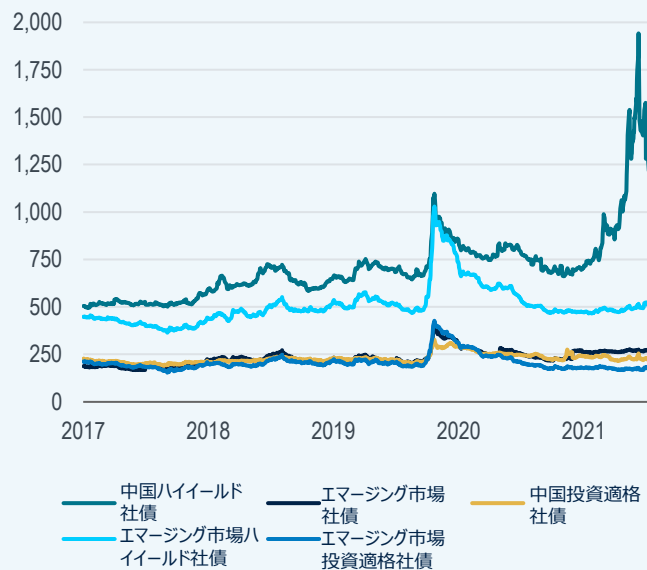
■ 高格付債の中では、中東欧（消費の回復とEU資金支援が利用可能）と湾岸協力会議国（原油の価格上昇と増産、大量の原油埋蔵量、ならびに限定的な起債）に強気な見方である一方、中南米（財政の悪化圧力と政治リスク）をアンダーウェイトしている。

図 1
2021年10-12月期のパフォーマンス概要

	トータル・リターン (%)		スプレッド / 利回り変化 (bps)		OAS (bps) / 利回り% 12/31/21
	Q4	2021	Q4	2021	
エマージング債券 (ハードカレンシー建)	-0.44	-1.80	12	17	369
エマージング債券 (現地通貨建てヘッジ有)	-1.78	-5.52	42	150	5.72
エマージング通貨	-0.95	-3.09	108	277	--
エマージング社債	-0.61	0.91	11	-16	312

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：JPモルガン、2021年12月31日現在。インデックスに直接投資することはできません。

図 2
恒大集団の影響で中国ハイイールド債のスプレッドは拡大したが、他市場への波及は限定的（単位：bps）



出所：PGIMフィクスト・インカム、JPモルガン、2021年12月現在

セクター別見通し

■ 短期ゾーンで保有する債券については、アンゴラやコートジボワールなど、ファンダメンタルズが改善しており、相対的に安心感の持てる資金繰り計画を立てている国を重視している。ウクライナはファンダメンタルズが好調に推移しているが、地政学リスクが目先の見通しに影を落としている。トルコも個別国要因からスプレッドが大幅に拡大している。現在の価格水準を踏まえ、我々はウクライナのハードカレンシー建債をオーバーウェイトにし、トルコをアンダーウェイトにしている。

■ **エマージング社債のスプレッド**は、2022年のハイイールド債のデフォルト率（中国とアルゼンチンを除く）が1%近傍の低水準に留まる見通しだという良好なファンダメンタルズにも拘わらず、先進国の社債に対して出遅れている。

■ BB格のエマージング社債（除く中国）とBB格の米国社債のスプレッド較差は150bps以上であり、過去の水準と比較して拡大している。同セグメント内では、我々はブラジルやメキシコ、ペルー、インド、タイを選好している。

■ また、政府支援や魅力的なスプレッドの恩恵が見込まれる国営石油会社のPemexなどの準ソブリン債に引き続き投資妙味があると見ています。南アフリカのEskomの短期債にも政府支援と魅力的なスプレッドという恩恵が見込まれるほか、これまでアンダーパフォームしてきたコロンビアのEcopetrolの債券を小幅に積み増した。

■ 中国不動産セクターでは、今後、デフォルトが増加する可能性があるが、市場はこのシナリオを既に織り込んでいる。中国人民銀行は、5%程度の経済成長達成に向け、流動性の緩和を始めている。

■ 大量の償還、買入入札、買戻しによって、2022年のエマージング社債のネット供給量は最小限に留まる可能性が高く、需給面で大きな支援材料になると考えられる。また、総発行額も昨年の記録的な水準から減少する可能性がある。

■ **現地通貨建エマージング債**に関しては、2022年第1四半期に入り、エマージング諸国への逆風が幾分弱まり、最終的にはインフレ率を押し下げようとする追い風に変わっていくと予想されることから、我々は現地通貨建エマージング債に対する慎重な見方を若干修正した。

■ エマージング各国の政策金利は第1四半期にピークに達し、それから一定期間、据え置かれた後、早い時期に利上げを開始した国（ロシア、ブラジル、チェコ）が利下げに転じる可能性が高い。米国における中期的な中立金利水準が1.5%である場合、10年物米国債利回りに対する現地通貨建債券ベンチマーク指数の足元のスプレッドは約4.20%であり、適正な水準にあると考えられる。

■ 我々は、引き続きアジアと中南米の債券をオーバーウェイトにしている。国別では中国、ロシア、インドネシアがオーバーウェイト上位となっており、特に中国を中核的なポジションとしている。他方、中東欧、中東、アフリカをアンダーウェイトにし、国別ではポーランド、ハンガリー、コロンビアを個別国要因を考慮してアンダーウェイトにしている。

■ 残存期間別では、5年までの年限をアンダーウェイトにし、5年から15年までの年限をオーバーウェイトにしている。

■ **エマージング通貨**では、米ドルのロング・ポジ

ションを選好しつつ、エマージング通貨間の相対価値に着目している。エマージング通貨への逆風として中国の不十分な刺激策や、FRBのタカ派スタンスの強まり、経常収支の悪化、株式市場への低調な資金流入、現地通貨建債券市場からの資金流出などが挙げられる。

■ 我々は、景気循環に敏感な通貨のうち、経済成長が低調または中央銀行が非正統的な金融政策を実施している国の通貨、例えば南アフリカ・ランド、メキシコ・ペソ、コロンビア・ペソ、ハンガリー・フォリント、シンガポール・ドルなどをアンダーウェイトにしている。他方、相対的に高成長で、高い実質利回りが見込まれ、バリュエーションが割安な通貨、例えばポーランド・ズロチ、インドネシア・ルピア、インド・ルピーをオーバーウェイトにしているほか、当面はロシア・ルーブルもオーバーウェイトとしている。トルコ・リラのロング・ポジション（金融政策に対するエルドアン大統領の影響力が弱められた場合）や、ロシア・ルーブルのショート・ポジション（地政学的緊張が高まった場合）など、一部の通貨に潜在的な投資機会があると見ています。

■ 一部のエマージング通貨を予想外に押し上げる可能性がある追い風としては、多くの中央銀行の利上げによる利回り上昇、割安感の高まり、投資家のポジションが比較的軽いため、投資余力が大きいことなどが挙げられる。また、エマージング経済の成長加速やFRBのハト派的スタンスへの転換もエマージング通貨を押し上げる要因になる可能性があるが、ともに第1四半期に発生する確率は低い。

地方債

見通し：堅調な需給、底堅い信用力、安定的な信用スプレッドを背景に強気な見方。但し、流通市場における投資機会が限定的であるという点が、好材料を一部相殺している。

■ **非課税地方債**市場における旺盛な需要と引き続き希少性があることを理由に、我々は第1四半期について強気な見方を維持している。今年の総供給量は2021年と同程度になると見られるが、1月と2月の純供給量は、需要を約150億米ドル下回ると見込まれる。金利が急上昇しない限り、多額の資金流入が続くと予想されるほか、Build Back Better（より良い復興）法案の一環で、税金に関して富裕層に有利となる法案成立の成否を注視している。

■ 2020年以降、景気刺激策により推定1.2兆米ドルの資金が地方債市場に流入しており、健全な信用力が維持されると予想される。11月に成立したインフラ投資・雇用法により、先送りされてきたインフラの保守・新設プロジェクト向けに州政府・地方自治体に対して更に5,500億米ドルが供給されると予想される。他方、税収は回復を続けており、州による税収は2019年以降で約14%増加している。

■ バリュエーションに関しては、ファンダメンタルズと需給面の追い風を背景に、**課税地方債**のスプレッドは過去最も縮小した水準近辺で推移すると予想される。我々は、有力な大学や病院が提供する日常生活にとって必要不可欠なサービスを考慮し、これらの発行体を選好している。地方

自治体の一般責務とは違い、こうした発行体の事業はビジネスと類似した形で運営されており、政治よりもその使命と財政的な安定が優先されている。但し、流通市場においてこうした発行体の債券を購入するのは容易ではない。2021年の取引高は前年と比較して30%減少したが、今後数四半期についても同様の環境が続くことを予想している。

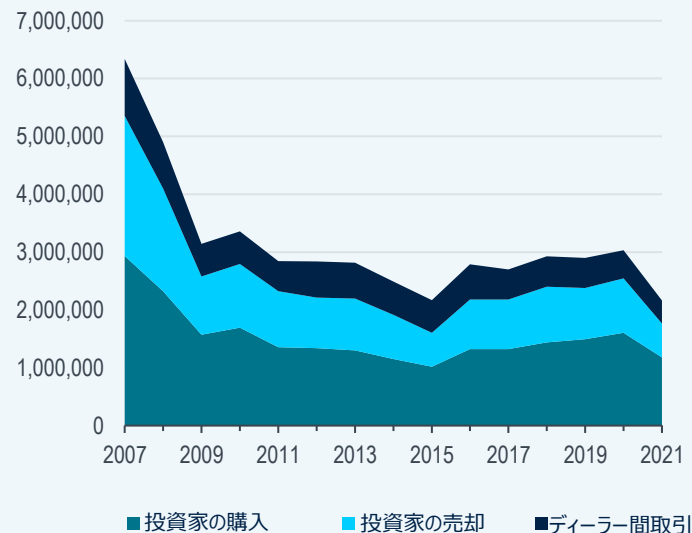
■ **課税地方債**においては、低い流動性に起因して第4四半期は出遅れたが、消化可能な供給量、スプレッドの拡大、健全なファンダメンタルズを受けて、再び投資家の関心を集めると考えられる。

図 1
2021年10-12月期のパフォーマンス概要

	トータル・リターン (%)	
	Q4	2021
高格付非課税債	0.7	1.52
ハイイールド非課税債	1.16	7.77
長期課税地方債	0.83	1.80

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。このデータは、ブルームバーグ地方債インデックスによります。出所：ブルームバーグ、2021年12月31日現在。インデックスに直接投資することはできません。

図 2
地方債取引高の減少（額面価額、百万米ドル）



出所：PGIMフィクスト・インカム、SIFMA



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	ボラティリティの高かった2021年から一変して、2022年は市場が織り込んでいる各国中央銀行の利上げが実現するにつれて先進国金利も落ち着きを取り戻すだろう。ボラティリティの適度な落ち着きはレバティブ・バリューに基づく投資の追い風となり、個別銘柄間の著しい価値の乖離が正常化に向かうと予想される。	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	国債に対するMBSのアンダーウェイトを維持する。バリュエーションは依然として割高だが、FRBによる買い入れ規模の縮小を見据えてスプレッドがやや拡大し始めている。FRBによる買い入れ規模の縮小によりTBAの需要が後退し、これがダラーロールの減少につながり、スプレッドにとって逆風となるだろう。				
証券化商品	横ばいで良好に推移する見通し。高格付CLOのスプレッドが良好なキャリーをもたらす一方、CMBSのスプレッドは投資適格社債に連れた推移となるだろう。RMBSに関しては住宅価格の底堅い推移が予想され、ABSのスプレッドについては積極的な見方を維持する。	CMBS 非エージェンシー		CLOs ABS	
投資適格社債	選別的に投資機会を捉える。引き続き、負債削減を進める中でキャリーの獲得やスプレッドの縮小が見込まれるBBB格債を選好する。米国大手銀行など一部のセクターには引き続き魅力があるが、高まるマクロ経済の不透明感やセクター固有のイベントリスクに注視する。	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	慎重ながらもやや強気な見通し。米国と欧州のデフォルト率は歴史的に低い水準を維持するだろう。B格債は米国および欧州ともに割安感があると見られる。また、足元のCLO組成および金利上昇に関する投資家の懸念が、レバレッジド・ローンには支援材料になると考えられる。的確な銘柄選定が引き続き極めて重要である。	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	アクティブ運用の投資家にとって魅力的。「程々に高い」経済成長と、逆風となっていた要因が和らぎつつあることを背景に、ハードカレンシー建債を引き続き選好するほか、現地通貨建債への関心も強めている。一方、エマージング通貨については慎重な見方を維持する。	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	堅調な需給、底堅い信用力、安定的な信用スプレッドを背景に強気な見方。但し、流通市場における投資機会が限定的であるという点が、好材料を一部相殺している。	非課税債		課税債	

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1月現在

PGIMフィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、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, (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（当初の配布先へ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, 2022-0187

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の固定金利の名目国債を参照しています。財務省短期証券は満期上の制約により除外されていますが、別の短期国債インデックスの一部となっています。

モーゲージ証券(MBS)

ブルームバーグ米国MBSエージェンシー固定金利インデックス：ブルームバーグ米国MBSインデックスは、ジニーメイ(GNMA)、ファニーメイ(FNMA)、フレディマック(FHLMC)が保証するエージェンシー不動産担保バススルー証券(固定金利型、およびハイブリッド・アーム型)を参照しています。このインデックスは、個々のTBA受渡適格MBSプールを、プログラム、クーポン、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・バススルー証券)、ABSおよびCMBSの各セクターの債券を含んでいます。このインデックスに含まれる債券は、最終満期までの期間が1年以上で、ムーディーズ社、S&P社、フィッチ社の各格付の中央の格付けが投資適格 (Baa3/BBB-/BBB-) 以上でなければなりません。

S&P 500®は、米国大型株の唯一最良の指標として広く認識されています。この指標をインデックス、もしくはベンチマークとする資産は9.9兆米ドルを超えており、そのうち約3.4兆米ドルが当指標をインデックスとしています。この指標には500の主要企業が含まれており、時価総額の約80%をカバーしています。

留意事項 2

- 本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した“Q1 22 Quarterly Outlook / Published January 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

PGIMJ87606

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。