

現地通貨建エマーシング債への投資において 起こりつつある変化

PERSPECTIVES | 2020年10月



MARIUSZ BANASIAK, CFA
現地通貨建債および通貨
責任者



PRADEEP KUMAR, PhD, CFA
ポートフォリオ・マネージャー
エマーシング債券チーム



SANDY LU, CFA
アソシエイト
ポートフォリオ・アナリスト・グループ

- 過去数年にわたり、投資家は多くの場合、現地通貨建エマーシング債への投資を敬遠してきた。しかしながら、最近では同セクターにおいて、これまでより前向きな変化が生じている。
- 本稿では、過去数年にわたって為替が現地通貨建エマーシング債のリターンに与えてきた影響と、為替リスクのヘッジに関する意思決定を行う際に考慮すべき点について検証する。
- 為替と各国金利との間の相関は 3 つの段階を経て低下しており、今後も相関関係は現在のような低い水準のまま推移する可能性が高いと我々は考えている。
- 現地通貨建エマーシング債は、通貨によるリターンと債券のターム・プレミアムによるリターンのバランスが取れたリターン特性を有し、信用力の高い長期の債券から、魅力的なキャリーとロールダウン特性を持ったより利回りの高い短期の債券まで、多様な投資機会を投資家に提供している。

世界各国の国債利回りは歴史的な低水準にあるが、これは過去 2 年間に世界中で同時に金融政策が緩和されてきたことを最も明確に示すものである。各国の中央銀行が新型コロナウイルスによる影響に対処する中で、いくつかの中央銀行は非伝統的な金融政策も実施するようになった。歴史的な低金利と中央銀行が選択する金融政策の対応に変化が起きたことで、現地通貨建エマーシング債の超過収益獲得機会にパラダイム・シフトが起こっている。

足元で投資家の利回り追求の動きが見られる中、理論上は現地通貨建エマーシング債は魅力的な資産クラスである。現地通貨建エマーシング債は相対的に利回りの高い資産で構成されており、いくつかの信用力の高い国では長期債が発行されており、また異なる信用力の債券が多様な地域で発行されている。しかし、過去 10 年間にわたる同資産クラスへの資金流入は、他の債券（その中には、現地通貨建エマーシング債と同等、あるいはより魅力の劣る債券も含まれる）と比較して出遅れている。それでは、投資家の一部、とりわけ年金基金やその他の負債見合いで投資を行う運用機関などの利回りとデュレーションを追求する投資家は、なぜ同セクターを敬遠してきたように見えるのだろうか。

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。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。

新興国の通貨と金利に高い相関が見られる中、為替リスクが現地通貨建エマーシング債投資の主要なリスク要因となっていた。

その最大の理由は、現地通貨建エマーシング債のリターン特性が、長期間にわたってバランスが取れていなかったことによると我々は考えている。現地通貨建エマーシング債に投資する主要な理由の1つに、先進国との金利差が大きいエマーシング通貨建のエクスポージャーを獲得することが挙げられる。しかし、2013年の連邦準備制度理事会（FRB）による量的緩和縮小（いわゆる「バーナンキ・ショック」、ないし「テーパータントラム」）以降、エマーシング通貨のパフォーマンスは一貫して米ドルのパフォーマンスを下回っており、低調なリターンと高いボラティリティを示してきた。そして、新興国の通貨と金利に高い相関が見られる中、為替リスクが現地通貨建エマーシング債投資の主要なリスク要因となっていた。イールドカーブが比較的フラットな状況では、デフレーションを長くしたとしても為替リスクを相殺できなかった。例えば、2013～2019年の期間では、ほとんどの新興国で5年債と10年債の利回り較差は約25～50bpsである一方、為替の変動率は10～15%であった。

図1の現地通貨建エマーシング債のリターンの内訳は、2003年以降の同セクターのパフォーマンスについて、いくつかの事実を示している。

1. エマーシング通貨のリターンがマイナスとなった8年間のうち、7年はベンチマークである現地通貨建エマーシング債インデックス全体のリターンもマイナスとなった。これは、債券のリターン（キャリーと債券価格変化によるもの）が、通貨のリターンのマイナス（米ドルに対するエマーシング通貨の下落によるもの）を相殺できなかったためである。¹ 2000年代初めにインデックスが設定されて以来、2005年を唯一の例外として、このような事象が見られる。
2. エマーシング通貨のリターンがプラスとなった年は、インデックスのリターンに対するエマーシング通貨の貢献度は相対的に小さく、エマーシング通貨のリターンがマイナスとなった年は、インデックスのリターンに対するエマーシング通貨の貢献度が大きい。
3. エマーシング通貨のリスク調整後リターンが低いことが、現地通貨建エマーシング債全体のリスク調整後リターンの足を引っ張っている。
4. 債券のキャリーは債券価格の上昇よりもトータル・リターンに寄与しており、依然として同セクターの利回りがトータル・リターンを左右する重要な要素となっている。これは、現地通貨建エマーシング債券を含むほとんどの債券について当てはまることでもある。
5. エマーシング通貨と債券利回りには、多くの場合、正の相関が見られ、エマーシング通貨が下落した年には債券利回りが上昇した（債券価格は下落）。特にエマーシング通貨がマイナス5%より大幅に下落した年では、その傾向が顕著であった。ただし、この相関は常に成立している訳ではない（2020年、2014年、2011年、2008年、2005年など）。

図1：現地通貨建エマーシング債の年率リターンの内訳

	年初の インデックス利回り	リターン			
		インデックス (米ドル)	通貨	債券価格	キャリー
2020	5.22	-6.32%	-11.16%	1.33%	4.11%
2019	6.46	13.47%	1.00%	6.04%	6.06%
2018	6.14	-6.21%	-9.10%	-2.95%	6.20%
2017	6.79	15.21%	5.78%	2.63%	6.17%
2016	7.13	9.94%	0.54%	3.03%	6.19%
2015	6.50	-14.92%	-17.62%	-3.04%	6.43%
2014	6.85	-5.72%	-12.84%	1.65%	6.44%
2013	5.45	-8.98%	-8.72%	-6.33%	6.31%
2012	6.57	16.76%	2.68%	7.02%	6.39%
2011	6.69	-1.75%	-9.39%	1.80%	6.54%
2010	7.30	15.68%	3.82%	4.27%	6.95%
2009	7.45	21.98%	10.59%	2.93%	7.25%
2008	7.56	-5.22%	-14.48%	3.35%	7.32%
2007	6.72	18.11%	10.72%	-0.03%	6.67%
2006	6.68	15.22%	6.22%	2.00%	6.38%
2005	6.86	6.27%	-4.35%	4.53%	6.38%
2004	6.88	22.97%	10.03%	4.64%	6.91%
2003	6.04	16.92%	9.09%	-0.39%	7.57%

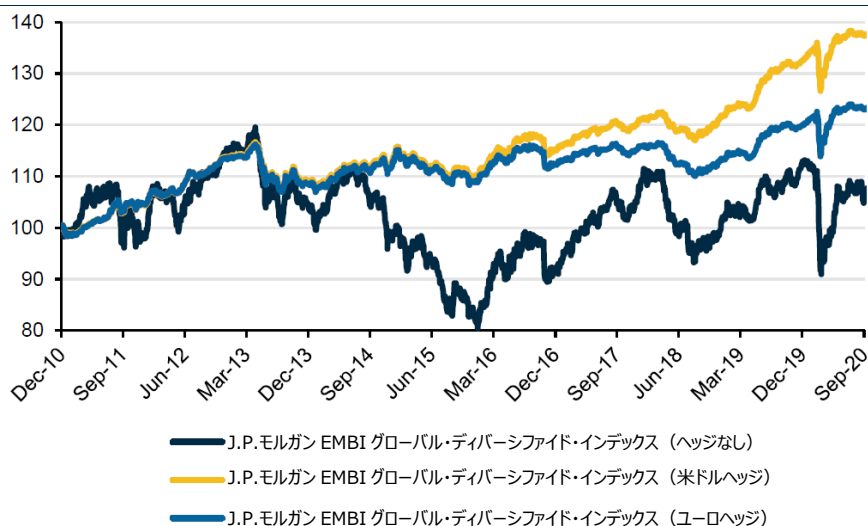
出所：J.P.モルガン、ブルームバーグ。2020年9月30日現在。

¹ 本稿で参照している現地通貨建エマーシング債のインデックスは、J.P.モルガン EMBI グローバル・ディバースィファイド・インデックス。

為替リスクのヘッジ

エマージング通貨が現地通貨建エマージング債のリターンに影響を与えることを踏まえると、為替リスクをヘッジした場合のパフォーマンスに当然ながら関心が向くだろう。図 2 は、米ドルとユーロで為替リスクをヘッジすることにより、過去から現在に至るまでリターンのボラティリティが低下し、特に 2011 年から 2020 年にかけてより高いトータル・リターンが得られたことを示している。

図 2：現地通貨建エマージング債の米ドルおよびユーロによるヘッジ効果（2010年12月31日=100）



出所：ブルームバーグ。2020年9月30日現在。

FRB が新たに導入したより柔軟な平均インフレ目標を通じて暗黙のうちに米ドル安政策を追求していると考えられる状況の中で、ヘッジなしの現地通貨建エマージング債は追加的なリターンをもたらす可能性がある。

それでは、ヘッジ有りの現地通貨建エマージング債のインフォメーション・レシオが高いにもかかわらず、なぜ現地通貨建エマージング債の運用を委託する際に、為替リスクをヘッジしないことが多いのだろうか。簡単に言えば、為替ヘッジのコストが高すぎたからである。さらに、現地通貨建エマージング債市場では、為替がキャリー獲得機会の支援要因になっている。

図 3 はベンチマークとしているインデックスの利回りを示したものである。これは、現地通貨建エマージング債のキャリーを表すものであるが、ここでは為替とヘッジ有りの現地通貨建エマージング債利回りに分解して内訳を示している。2013年のバーナンキ・ショック後の5年間は、キャリーの大部分が利回りではなく為替によるものとなっており、他の期間とは異なっている。この期間中にエマージング通貨をヘッジしていたら（または為替の売りを行っていたら）、新興国と先進国の金利差が大きいために、大きなマイナスのキャリーが発生したことになる。例えば2013年6月、同インデックスの名目利回り6.4%のうち為替が5.4%ポイントを占め、ターム・プレミアム（ヘッジ有りの現地通貨建エマージング債利回り）は1.0%ポイントに留まった。

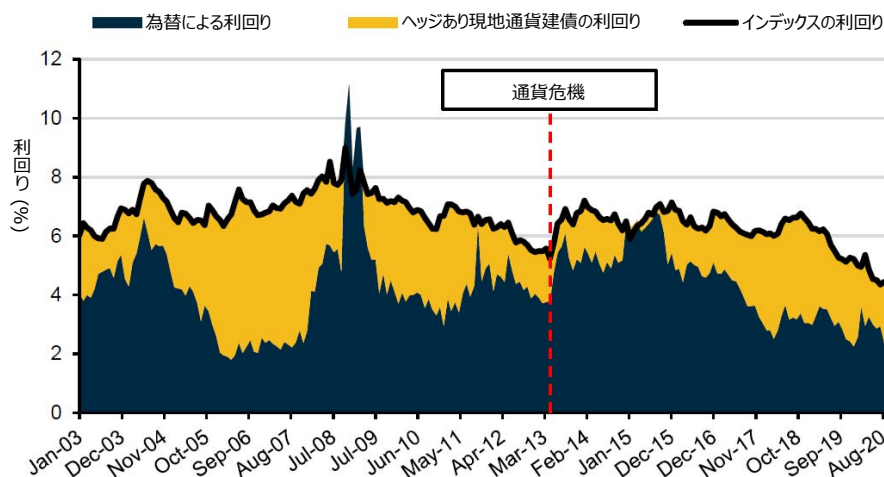
為替のスポット取引を現地通貨建エマージング債のイールドカーブの短期ゾーンであると考えれば、過去10年間の大半の期間で、為替のポジションが現地通貨建エマージング債の超過収益獲得の原動力であったと結論付けることができる。為替から得られるリターンは相対的に高かった一方で、より長期の債券を保有してデレートを長期化させることによって得られる追加の利回りは相対的に低かったところか、そうすることで利回りが減少するような期間もあった。相対的に高いエマージング通貨のキャリーが同資産クラスの大きな魅力であり、為替リスクのヘッジは常に二の次となっていた。

しかしながら、2018年半ば以降は、インデックスの利回りの約50%が為替、50%がターム・プレミアムによるものとなっており、リターン特性が比較的バランスの取れたものになっている（図3の下段）。

このようにバランスの取れたリターン特性は、通貨とデレートをそれぞれ独立して意思決定できるという利点を考慮すれば、ポートフォリオを構築する上での柔軟性を高めるものである。これにより、投資家は2つの異なる魅力的な選択肢を得ることができる。その選択肢とは次の通りである。1) ヘッジ有りの現地通貨建エマージング債は、足元で世界中の他の債券市場と比較して魅力的な利回りを提供している。2) 為

替リスクを取ることを選好するのであれば、FRB が新たに導入したより柔軟な平均インフレ目標を通じて暗黙のうちに米ドル安政策を追求していると考えられる状況の中で、ヘッジなしの現地通貨建エマーシング債は追加的なリターンをもたらす可能性がある。

図 3 : 現地通貨建エマーシング債インデックスの利回りにおけるターム・プレミアムと為替の寄与の内訳



金融・財政政策に関する意思決定のフレームワークが変化することで、各国における相関もたやすく変化し得ることを示している。



出所：PGIM フィクスト・インカム、J.P. モルガン、ブルームバーグ。2020年9月30日現在。

コロナ禍以前および以降における為替と金利の相関

エマーシング通貨の為替ヘッジコストが大幅に低下しているものの、それだけで為替リスクをヘッジするかどうかを判断するには不十分である。為替と金利の相関も、同じく重要な役割を果たすからである。新興国の為替レートと金利は正の相関があるが、相関の大きさは大きく変化する。即ち、市場の急落時には相関がより大きくなり、また市場のボラティリティが低下する時には、相関も低下する傾向が見られるなど、相関の程度は状況によって変化する。さらに、為替と金利の相関は国によって異なっており、これはエマーシング資産の多様性を示している。

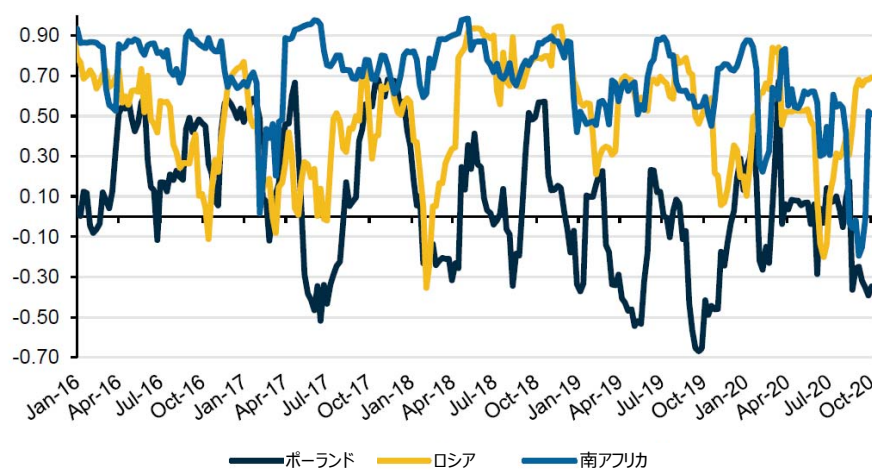
ベンチマークとしているインデックスには、AA 格(チリ、チェコなど)から BB 格(ブラジル、南アフリカ、トルコなど)まで幅広い格付を持つ国の債券が含まれている。一般的には、南アフリカのような格付の低い国はより大きな脆弱性を抱えており、海外からの資金調達に依存している。そのため、こうした国の為替と債券利回りの相関が高くなる傾向がある(図 4 参照)。南アフリカの為替と債券利回りの相関は最大 0.8 にもなり、そしてトータル・リターンのおよそ半分を為替の要因が占めていることから、投資家は南アフリカ債の金利と為替レート

を歴史的に同一視してきた。こうした背景から、投資家はヘッジなしの現地通貨建南アフリカ債、あるいはデリバティブ市場のいずれかに投資している。

一方、ポーランドのような信用力がより高い国では、長期的に見ると金利と通貨の相関はほぼゼロとなっている。これにより、投資家は為替と金利のポジションに関する意思決定を、より容易に独立して考えることができる。とは言え、図 4 が示す通り、こうした相関は時間とともに変化する。例えば、ロシアは伝統的に利回りの高い国と見なされており、地政学的な不安を背景として発生した 2014 年のルーブル安は、多くの投資家の記憶にも新しいであろう。しかし、2020 年の大半の期間で、ロシア債は新興国の中でも安全資産だと見なされ、現地通貨建ロシア債の為替と金利の相関は（足元で地政学的な緊張が再び表面化するまで）、2020 年半ばにかけては低下した。これらの事例は、金融・財政政策に関する意思決定のフレームワークが変化することで、各国における相関もたやすく変化し得ることを示している。

図 4：ポーランド、ロシア、南アフリカの為替と各国金利の相関（移動 12 週間）

新型コロナウイルス後の相関は、過去 2 年間で最も低い水準にまで低下している。



出所：PGIM フィクスト・インカム、J.P. モルガン。2020 年 10 月 2 日現在。

市場環境もまた、エマージング・セクター全体にわたる相関水準に対して重要な役割を果たしている。例えば、2020 年第 1 四半期に新型コロナウイルス流行の影響を受けてあらゆるリスク資産が下落した時に、相関は大幅に上昇した。その後の上昇局面では相関が低下に転じ、多くの新興国の為替レートと金利に負の相関が見られた。図 5 が示すように、新型コロナウイルス後の相関は、過去 2 年間で最も低い水準にまで低下している。チリ、チェコ、中国、マレーシアなど、いくつかの低利回りの国では、負の相関も見られる。トルコ、メキシコ、インドネシア、ロシア、南アフリカなどの高利回りの国においては、金利と為替のパフォーマンスは過去の水準から大きく乖離している。

図 5 : コロナ禍以前および以降の為替相場および金利の相関 (移動 12 週間、コロナ禍前 : 2016 年~2020 年 2 月、コロナ禍以降 : 2020 年 3 月~2020 年 9 月)

	ブラジル	チリ	中国	コロンビア	チェコ	ハンガリー	インドネシア
コロナ前	0.55	0.09	-0.06	0.42	0.01	0.05	0.60
コロナ後	0.39	-0.27	-0.56	0.46	-0.44	-0.07	0.36

	マレーシア	メキシコ	ペルー	ポーランド	ロシア	南アフリカ	タイ	トルコ
コロナ前	0.48	0.50	0.37	0.09	0.50	0.73	0.25	0.60
コロナ後	-0.17	0.03	0.09	-0.10	0.38	0.27	0.02	0.58

低利回り国

高利回り国

出所 : PGIM フィクスト・インカム。図 5 は、J.P.モルガン EMBI グローバル・デバースィファイド・インデックスの国別利回り、各国の為替のスポット取引のレートとの相関を、2020 年 10 月 2 日までの週次データを用いて示したものである。

エマージング通貨と金利の相関は 3 つの段階を経て低下・・・しかし、今後も相関が低い状況が続くのか？

エマージング通貨と金利の相関は、新型コロナウイルスの流行とそれに対応した中央銀行による金融政策のパラダイム・シフトが起きて以来、3 つの段階を経て低下した。大幅なインフレ低下圧力を背景として、先進国と同様に、新興国の中央銀行も積極的に利下げを行い、非伝統的な金融政策を実施した。その結果、新興国では通貨が下落し、債券利回りも各年限にわたって低下した。第 1 段階に当たるのは 2020 年 3 月下旬から 4 月上旬で、この時期に新興国の中央銀行は積極的に金利を引き下げ、その結果として、ほとんどの新興国で債券利回りがブル・スティーブ化するとともに、通貨は下落した。ポーランド、チェコ、チリなどの信用力の高い新興国においては、中央銀行がこうした金融政策の対応を行うことは予想されていたが、南アフリカ、トルコ、ブラジルなどの高利回りの新興国でも同様の措置が講じられた。第 2 段階は、米国において FRB が様々な債券を購入し、市場を下支えしたことに始まる。これを受けて新興国の中央銀行は、現地通貨建エマージング債のイールドカーブの長期ゾーンを下支えする一連の非伝統的な政策の実施に乗り出した。その結果、エマージング通貨は上昇し、現地通貨建エマージング債の利回りはブル・フラット化した。そして、現在は第 3 段階に入っており、米ドルに対するエマージング通貨のパフォーマンスはまちまちであり、現地通貨建エマージング債の利回りは小幅にベア・スティーブ化している。例えば、多くの新興国の 5 年~10 年の債券利回りは 75bps の範囲内となっており、為替の変動率は 10%未満となっている。

6 月下旬から 7 月にかけて為替と金利の相関が過去最低水準となった後、8 月に相関は若干上昇した。相関の低下は底を打ったと考えられる一方で、この先相関が大きく上昇する可能性は低いと我々は考えている。コロナ禍以前の産出量ギャップ（潜在産出量と実際の総産出量の差）が大きく、またインフレ率が当局の物価目標を下回る状況の中、多くの新興国と先進国の中央銀行は緩和政策を正常化させることには消極的になると見ている。インフレに関する不確実性は、市場が織り込んでいる今後の金利動向に反映されており、ほとんどの国においては今後 2~5 年間にわたって小幅の利上げが実施されることが織り込まれている。その後の 5 年~10 年を超える期間のターム・プレミアムは非常に大きなものとなっているが、これは各国固有のカントリー・リスクが過去数年と比較して相対的に高いことに由来する。

10 年以上も続いたドル高のサイクルが終わりつつある。

我々の予想を覆す可能性のある要因として、インフレの急上昇によって新興国の中央銀行が金融緩和政策を転換して利上げを実施せざるを得なくなること、財政赤字の急増による負のスパイラルから大幅な信用格下げが起きること、新たな貿易摩擦によって地政学的な緊張が高まることなどが挙げられる。しかし、先進国の中央銀行が金融緩和政策の長期的な維持を表明し、10 年以上も続いたドル高のサイクルが終わりつつあるという足元のマクロ経済環境を踏まえれば、こうした要因が現実化する可能性は低いと我々は考えている。仮に相関の低下という我々の仮説が誤りだったとしても、エマージング通貨の利回りが低いことは為替ヘッジコストが低いことを意味しており、リターンへの影響は最小限に留まる。

結論

これまで長い間、投資家は現地通貨建エマーシング債への投資を敬遠してきた。以前は「リターンが低すぎる」あるいは「ボラティリティが高すぎる」と批評されてきたが、足元では「利回りが歴史的な低水準にある」と評されている。しかし、資産配分は絶対ベースではなく相対ベースで意思決定されることが多く、現地通貨建エマーシング債の利回りは他の債券と比較して依然として魅力がある（図 6 参照）。

図 6：他の債券と比較した現地通貨建エマーシング債の利回りとデレージョン

セクター	インデックス	最低利回り	デレージョン	利回り/デレージョン
ハードカレンシー建 エマーシング債	EMBI グローバル	4.81	8.29	0.58
エマーシング社債	CEMBI プロード	4.06	5.02	0.81
現地通貨建 エマーシング債	GBI-EM グローバル・ディバースファイド	4.48	5.37	0.83
現地通貨建 エマーシング債 (40% 中国)	バークレイズ EM ローカル・カレンシー	3.24	7.06	0.46
グローバル BBB 格債	バークレイズ・グローバル・クレジット Baa	1.89	7.16	0.26
グローバル ハイイールド債	バークレイズ・グローバル・ハイイールド	5.94	4.27	1.39
グローバル債券	バークレイズ・グローバル・アグリゲート	0.90	7.36	0.12
グローバル社債	バークレイズ・グローバル・クレジット	2.17	6.83	0.32

出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ・バークレイズ、J.P. モルガン

さらに、FRB が新たに導入した平均インフレ目標および米ドルの過大評価を受けて、米ドル安となる可能性が増している。J.P.モルガン GBI-EM インデックスやバークレイズ・グローバル・アグリゲートなどの主要な債券インデックスに中国が組み込まれたことによって、現地通貨建エマーシング債の主要インデックスの平均的なクレジットの質が次第に向上してきた。これは、現地通貨建エマーシング債という資産クラスに対するより広範な債券投資家層からの評価にとつて、プラス材料となっている。

さらに、現地通貨建エマーシング債のリターン特性は、通貨からのリターンとターム・プレミアムによる利回りからのリターンの割合がよりバランスが取れたものになってきている。そして、為替ヘッジコストが低下することで、通貨と金利を別々に判断することが可能になり、ポートフォリオの分散効果をより高めることにつながる。従って、現地通貨建エマーシング債のポートフォリオをアクティブ運用することで、この資産クラスに起こりつつある変化をうまく利用し、信用力の高い長期の債券から、魅力的なキャリーとロールダウン特性を持つより高利回りより短期の債券まで、多様な投資機会を投資家に提供することができる。その結果、現地通貨建エマーシング債券が投資家の資産配分における戦略的な構成要素になり、今後は同セクターへの資金流入が増加すると我々は予想している。

留意事項 1

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、2020年10月現在。

PGIM フィクスト・インカムは、1940年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク (PFI) の子会社である PGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社として登録されていることは、何らかの水準、スキルまたは訓練を満たしていること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. (iv) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(v) シンガポール拠点の PGIM (シンガポール) における債券運用部門 (PGIM Singapore)。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、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。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、米国労働省によって定義されている受託者としての役割を果たしているものではありません。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、意見及び推奨を示したものです。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ありますが、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いません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第二A部をご覧ください。

欧州経済領域 (EEA) では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラントが第二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庁(FCA)からの許可・規制を受けており(登録番号：193418) 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、MiFIDのトップ・アップ・サービス能力を有するオルタナティブ・インベストメント・ファンド・マネージャーとして認可されています。(登録番号：15003620) PGIMリミテッドとPGIMネーデルラントは、EEAの様々な法域でサービスを提供あるいは正式な営業権に基づき事業することが認められています。本資料は英国金融行為規制機構 (FCA) の行為規制ソースブックを目的として、第二次金融商品市場指令 (MiFID II) の 2014/65/EU に定義されている適格機関投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、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) リミテッドが証券先物条例の第一項第一条のセクション1 ((a) から (i)の段落) 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 (Cap.571)。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の監督下であり(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)

© 2020 PFI and its related entities.

2020-6626

留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した“The Shifting Dynamics in Emerging Markets Local Currency Investing”をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果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。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を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。

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。

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
PGIMJ76825