PGIM FIXED INCOME

PERSPECTIVES

2018 年 6 月

グローバル債券投資のすすめ

債券へのアロケーションを構築する際に、大半の投資家が自国内の債券市場に目を向けるのは自然なことです。しかし、国内債券のみを対象としたアロケーションは、本当に最適な戦略と言えるのでしょうか？足元では次に挙げるような理由から、グローバルな債券投資の魅力が一段と高まっています。

- 第一に、ドイツ、スイス、スウェーデン、日本など一部の国では利回りがゼロあるいはマイナスまで低下したため、予想リターンが低下する一方、「金利の正常化」を巡る懸念が市場参加者にデュレーションの短縮を促しています。
- 第二に、多くの国では国債と政府関連セクターが国内債券市場の大半を占めているため、投資先を分散する機会が限られています。金利リスクが集中している市場にエクスポージャーを保有している投資家は、上昇リスクよりも下落リスクにさらされる可能性があります。
- 最後に、大規模な非政府債セクター―投資適格社債、レバレッジド・ファイナンス、ストラクチャード証券、エマージング債を含む―を持つ米国や欧州などの市場でも、信用スプレッドが過去平均を下回る水準に縮小しています。こうしたスプレッド商品は、株式同様、景気減速や景気後退に対して脆弱です。

一部の投資家は、特定のクレジット・セクターを対象とするアラカルト型のアロケーションを通じて難しい市場環境に対応してきました。しかし、世界の債券市場を網羅する幅広いセクション横断型のダイナミックなアロケーション（通常は為替ヘッジ付）であれば、以下に挙げる 3 つの潜在的効果が期待できる代替的なアプローチとなり得るでしょう。

- 第一に、投資家の国内市場への金利集中リスクを緩和する効果が得られます。
- 第二に、クレジットへのエクスポージャーを、グローバルなクレジット・セクターや発行体に可能な限り幅広く分散できる可能性があります。
- 第三に、国別配分やセクター配分および銘柄選択を通じ、最良のグローバル・タームプレミアムや信用スプレッドをダイナミックに獲得できる可能性があります。

本レポートでは、先進国の主要 6 市場（米国、欧州、英国、日本、カナダ、オーストラリア）における債券投資に焦点を当て、それぞれの国・地域の主な国内債券指数と、新興国債券も含む幅広いグローバルな債券指数と比較しています。我々はセクターのウェイト、リスク、相関、リターンを比較することにより、債券へのアロケーションを自国市場外に拡大することに伴って生じるリスクとリターンを検証しています。**我々の結論は、追加的なリターンの獲得あるいはリスクの低減、もしくはその両方を求める投資家（特にスプレッド市場と政府債市場の両方に投資している場合）にとって、ある程度グローバルに分散を効かせることが、有効な戦略であるというものです。**

Arvind Rajan, PhD
マネージング・ディレクター
グローバル/マクロ責任者

Robert Tipp, CFA
マネージング・ディレクター
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

本レポートの作成における協力者
Kishlaya Pathak, CFA（シニア投資アナリスト）、Monika Patel（アナリスト）、Natalie Carthy（投資アナリスト）

国内債券指数とグローバル債券指数の比較

我々はまず、主要 6 通貨（米ドル、ユーロ、英ポンド、円、カナダ・ドル、豪ドル）の国内債券市場の動きを示す主な債券指数と、グローバル債券市場の動向を反映する総合債券指数を比較しています（図表 1）。各国の指数は自国通貨建ての債券で構成されていますが、比較し易くするため、ここではすべての市場の時価総額を米ドル建てで表示しています。

図表 1：6 つの主要国内債券指数とブルームバーグ･バークレイズ･グローバル総合指数の特徴

通貨	指数名称	第 1 のポイント 時価総額（10 億米ドル）	第 2 のポイント 時価総額に占める国債の割合（%）	第 2 のポイント 時価総額に占める非国債の割合（%）	第 3 のポイント 利回り（%）	第 3 のポイント グローバル総合指数（為替ヘッジ後）の利回り（%）	デュレーション（年）	OAS（bps）
米ドル	ブルームバーグ･バークレイズ米国総合	19,825	38	61	3.15	3.25	6.1	37
ユーロ	ブルームバーグ･バークレイズ欧州総合	12,977	59	40	0.65	0.26	6.8	49
日本円	Nomura BPI	9,604	83	17	0.12	0.51	8.8	4
英ポンド	FTSE アクチュアリー コンベンショナル英国国債オール･ストック	1,985	100	0	1.52	1.40	11.4	NA
カナダ･ドル	ブルームバーグ･バークレイズ･カナダ総合	1,277	30	70	2.54	2.50	7.6	45
豪ドル	オーストラリア債券コンポジット 0+ Yr	765	51	48	2.60	3.22	5.2	19
グローバル	ブルームバーグ･バークレイズ･グローバル総合（ヘッジなし）	50,501	56	44	1.87		7.0	35

出所：PGIM フィクスト･インカム、ブルームバーグ、ブルームバーグ･バークレイズ指数、FTSE　2018 年 2 月 28 日現在

図表 1 から分かる**第一のポイント**は、グローバル指数の時価総額は 50 兆米ドルに達しており、それに比べればどの国の指数も小さく見えてしまうことです。最大の通貨ブロックである米国と欧州でも、債券市場の時価総額はそれぞれ 20 兆米ドル弱、13 兆米ドル弱と、グローバル指数を大きく下回っており、他の国・地域ではグローバル指数との差がさらに際立っています。**第二のポイント**は、グローバル債券指数は国債[1]だけにとどまらず、クレジット等の幅広い選択機会を投資家に提供していることです。そのため、国債や州及び地方債セクターが市場の大半を占める国の投資家にとって、グローバル投資は多様な債券バスケットにエクスポージャーを構築する唯一の手段であると言えます。**第三のポイント**は、米国、日本、オーストラリアでは、為替ヘッジ後のグローバル指数の利回りが国内指数を上回っているのに対し、欧州においてのみ、為替ヘッジ後のグローバル指数の利回りが域内の指数を大幅に下回っていることです。その理由は、ユーロの為替ヘッジコストが比較的高いことや、現在、欧州全体でイールドカーブが極めてスティープな状態にあるためです。

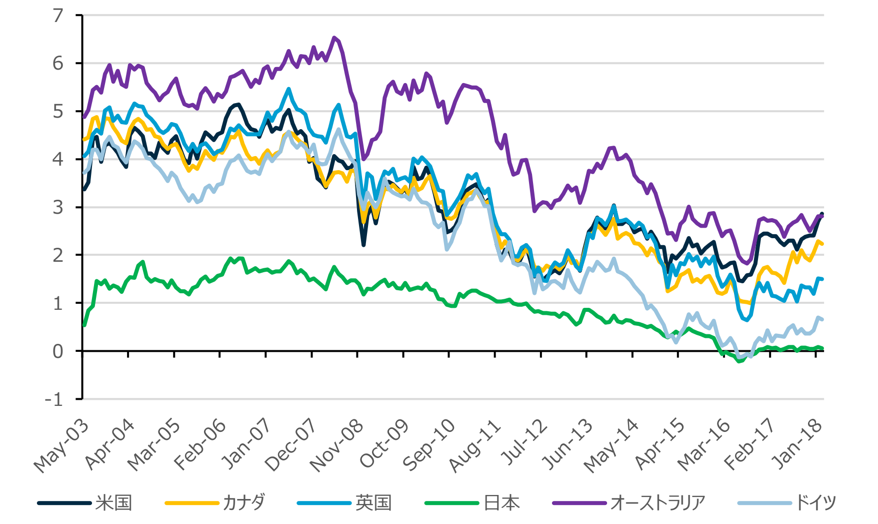
欧州と日本の利回りは依然として極めて低い水準にあり、多くがマイナスの領域にあります。**こうした環境において、ヘッジ後のグローバル指数の利回りがそれぞれの国・地域内指数の利回りと似通った水準にあるのはなぜでしょうか？その理由は為替ヘッジの影響です。為替ヘッジはすべての債券を元々の通貨から投資家の自国通貨建てに転換することで為替リスクを取り除いているばかりでなく、実質的には、他通貨のイールドカーブを自国通貨の短期金利（ただしクロス・カレンシー・ベーシスを差し引いたネットベース）が起点となるように転換しているからです。**2018 年 6 月半ば時点で、欧州では Euribor が-33bps の水準にありますが、米国では LIBOR がクロス・カレンシー・ベーシスを差し引いたネットベースで 227bps 前後で推移しています。ユーロ建て債券を米ドル建てに転換すれば、すべての債券の利回りが (227 ― (-33)) bps、つまり 260bps 押し上げられることになります。しかし、為替ヘッジ後の債券のイールドカーブは、ユーロ建て債券のイールドカーブに元々のスプレッドを上乗せした形状となります。

[1] 本レポートでは全体を通じ、国債及び財務省証券は国内のソブリン債のことを指しており、米国債も同様です。

デュレーションや金利エクスポージャーの共通点

債券市場では過去 15 年にわたり利回りが低下していますが、図表 2 ではボラティリティの大きさに違いはあるものの、時折見られる急落や急伸も、概ね各国の市場で同時に起きていることを示しています。

図表 2: 6 カ国の 10 年国債利回り（過去 15 年）

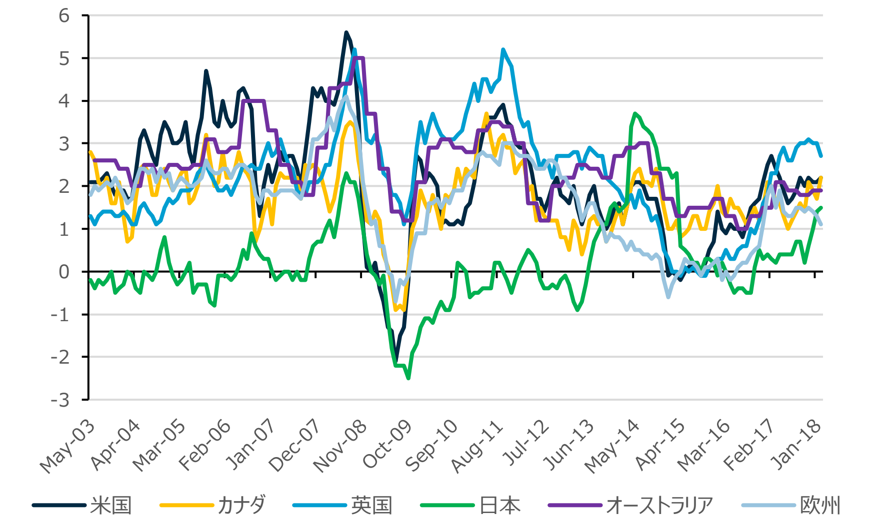


出所: ブルームバーグ　2018 年 2 月 28 日現在

また図表 2 でも明らかなように全般的な金利の収斂は、テクノロジー、貿易のグローバル化、国境を越えた所有権など、ますます相関性の高まっているグローバル要因によって拍車がかかっています。さらに、2008-2009 年の世界金融危機、それを受けた G4 中央銀行による利下げや量的緩和策を通じた流動性供給、そして徐々に進められている量的緩和の解消やバランスシートの縮小といった共通の要因が、市場の相関レベルを押し上げてきました。

しかし、各国の個別要因も国内の債券利回りに影響を与えており、今後もそうした動きが続く見込みです。例えば、現在のグローバルな環境を見れば、米国経済は欧州よりも数年早く回復が進んでいる一方、日本は依然として経済の正常化に向けた努力を続けています。グローバルな要因が引き続き利回りや債券価格の相関性を押し上げている一方、こうした違いが主要市場における金利水準やイールドカーブの形状、長期的な金利推移に相違をもたらしています。

図表 3: 6 カ国･地域のインフレ率（過去 15 年）



出所: ブルームバーグ　2018 年 2 月 28 日現在

図表 3 は、過去 15 年にわたる 6 ヵ国・地域のインフレ率の動きを示しており、強力かつ共通のグローバル要因が存在していることが分かります。インフレ率は金利と同様に長年にわたって低下しており、金融危機から 10 年近く経つにもかかわらず、大半の中央銀行は 2%のインフレ目標を達成するのに苦しんでいます。しかし、各国中銀による足並みをそろえた量的緩和策や低金利政策によって、世界のインフレ率は中央銀行の目標水準に向けて上昇し始めてています。

こうした要因の共通性は図表 4 にも表れています。この表では、10 年債利回りの変動の相関係数はプラスで、2000 年以降は相関係数が 0.7 を上回っており、世界の国債利回りに強い連動性があることを物語っています。名目成長率が比較的低水準にとどまっている日本は相関性が低い数少ない例の一つですが、カナダ債の利回りは米国債の利回りと密接に連動しているほか、英国債の利回りは米国債及び欧州債の利回りとの相関性がかなり高くなっています。

図表 4：6 通貨圏の 10 年国債利回りの相関係数

	米ドル	ユーロ	日本円	英ポンド	カナダ・ドル	豪ドル
米ドル	1.00	0.79	0.41	0.80	0.86	0.76
ユーロ		1.00	0.40	0.84	0.74	0.72
日本円			1.00	0.41	0.39	0.37
英ポンド				1.00	0.78	0.73
カナダ・ドル					1.00	0.76
豪ドル						1.00

出所: ブルームバーグ 2018 年 2 月 28 日現在。 2000 年 1 月から 2018 年 2 月までの月次データを基に作成。10 年債利回りの月次変化に基づく相関。

共通要因が強く作用していることを踏まえれば、先進国の国債利回りやインフレ率は今後も比較的低水準でレンジ内の動きが続く見込みです（"Long-Term Interest Rates: Perfect Storm, Buying Opportunity, or Both? "をご覧下さい）。国境を越えた貿易、投資資金のフロー、グローバルなサプライチェーンが実質金利やインフレ率の収斂を促す一方、人口動態やテクノロジーは持続的なディスインフレや低金利環境を生み出してきました。こうした動きは予測し得る将来に渡って持続すると予想されます。**世界の利回りが強力な「主要要素」を共有している結果、国内債券のベンチマークをヘッジ付グローバル債券ポートフォリオに置き換えた場合のトラッキングエラーが比較的低くなりました。**

スプレッド・セクターとクレジットの多様化

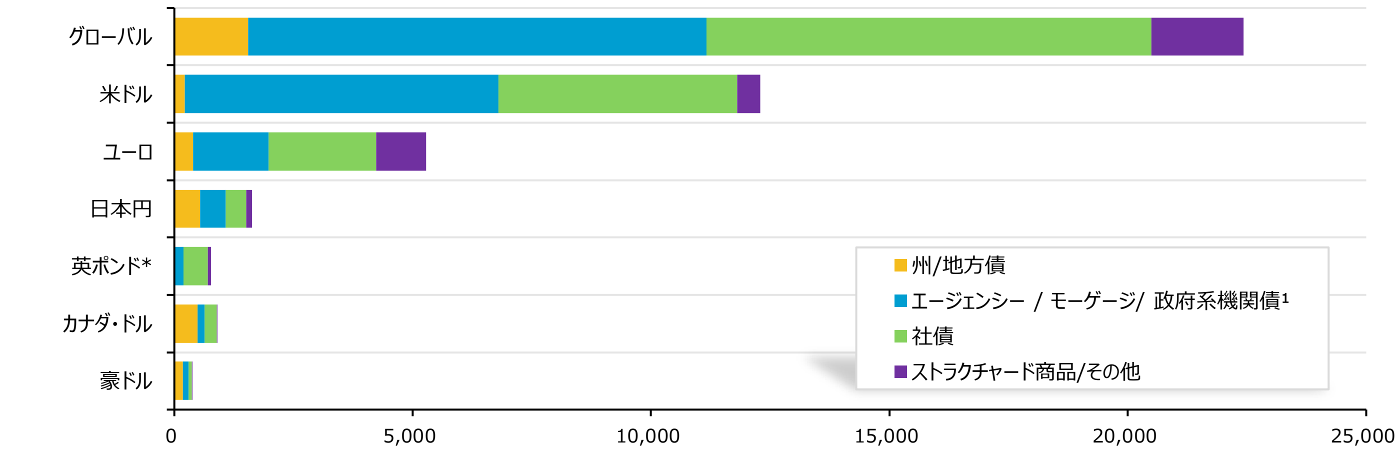
クレジット・セクターに目を向ければ、金利と株式の伝統的なリスク構成の多様化を目指すグローバル・アセット・アロケーターにとって、少なくとも 4 つの要因が重要な投資機会を創出しています。**第一に**、ソブリン、ストラクチャード商品ビークル、レバレッジド・ファイナンス・セクターの発行体の多くは普通株を発行していないため、それらの機関が発行した債券を保有することは、上場株式市場を通じては手に入らないリスクプレミアムやクレジット特性へのエクスポージャーを構築することになります。**第二に**、普通株を発行している企業の社債については、企業価値に対するアウト・オブ・ザ・マネーのプット・オプションの価値を社債が反映している（潜在的な回収率が理由）ため、金利リスクと共に、株式とは異なる種類のプレミアム（リスクフリー・レートに上乗せされるスプレッド）を内包しています。そのため、社債と株式にはそれぞれ企業価値の異なる側面が反映されています。

第三に、ポートフォリオにおけるクレジットのリスクプレミアムには、持続的及び循環的に大きな超過収益源が反映されています。特に、景気サイクル全体を通じてクレジットを保有すれば、投資家は長期のリスクプレミアムを獲得することができます。さらに、それらのプレミアムは景気サイクルを通じて変化するため、資産配分をアクティブに行う場合には魅力的なターゲットとなります。最後になりますが、経験的に見て、スプレッド商品は株式とは異なる動きを示します。つまり、スプレッド商品は通常、リターンの上値余地が限られているほか、クレジット・マイグレーション（信用格付けが悪化するリスク）を伴いますが、一方で、市場が急落した後に平均回帰に向かう強い傾向が見られます。こうした特性を全面的に享受するには、グローバルなクレジット市場やセクターを最大限に網羅したアクティブな投資判断が必要となります。

図表 5 は、6 つの主要債券市場を、a）州／地方債、b）エージェンシー／モーゲージ／国際機関ならびに準ソブリン債、c）社債、d）ストラクチャード商品のセクター別に、グローバルなベンチマークと比較したものです。米国の非国債市場は市場規模や発行体数の面で、他の市場をすべて合わせたよりも大きく[2]、これに次ぐ市場規模や多様性を有するのが欧州の課税対象となる投資適格クラスの非国債セクターです。

[2] 米国の地方債の大半は免税債であるため、州／地方のカテゴリーから除外しています。

図表 5：国内及びグローバル指数における非国債セクターの市場規模比較（単位：10 億米ドル）



	州 / 地方債		エージェンシー / モーゲージ/ 政府系機関債		社債		ストラクチャード商品 /その他	
通貨	OAS (bps)	発行体数	OAS (bps)	発行体数	OAS (bps)	発行体数	OAS (bps)	発行体数
グローバル	48	272	37	490	94	2282	47	761
米ドル	88	138	31	55	96	932	56	518
ユーロ	34	64	37	161	81	660	39	191
日本円	17	78	17	74	33	400	33	209
英ポンド*	34	8	55	47	124	353	97	59
カナダ・ドル	58	28	24	19	96	123	40	2
豪ドル	28	21	41	50	84	138	65	8

出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、ブルームバーグ・バークレイズ指数　2018 年 2 月 28 日現在。ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合指数はヘッジなし、米ドル・ベースです。データは 2018 年 2 月 28 日現在。*英ポンドはグローバル総合指数の英ポンドの部分を参照しています。

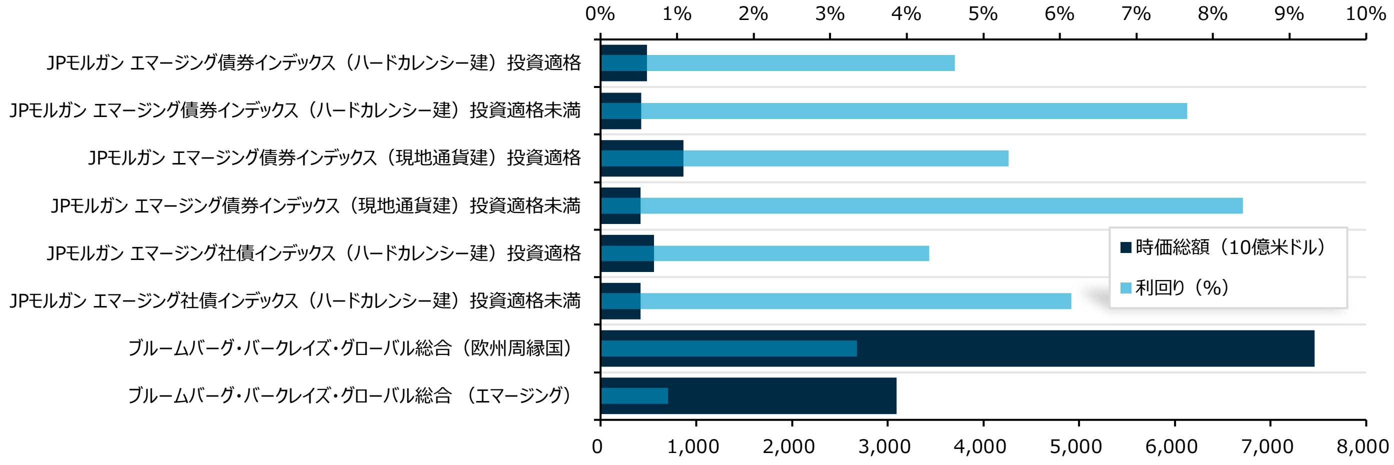
それぞれの資産クラスにおけるスプレッドや発行体の多様性の見地から、2 つのことが読み取れます。ひとつは、米ドルやユーロの市場は投資の厚みや分散を求める投資家にとって重要な役割を果たしていることで、特にこれらの地域以外の投資家にとって重要度が高くなっています。もう一つは、グローバルなベンチマークの地理的及びセクターの多様性を踏まえれば、特定のセクターにおける短期的なボラティリティの高まりをうまく利用できる投資機会がたびたび出現するということです。

異なる地域やセクターのスプレッドに相関性がある（「第 1 主要素」がスプレッド変化をもたらす要因の大半を占めている）ため、一見すれば、グローバルなスプレッド・セクターに幅広く分散させることに大きな意味はないように見えるかもしれません。しかし、短期的な動きの相関性が、必ずしも中長期的に同じような結果につながるとは限りません。どの国も個別に景気後退に陥り、その国のスプレッド市場全体が打撃を受ける可能性があります。また、困難な環境に見舞われれば個別セクターの大部分がジャンク等級に格下げされる可能性もあります。そうした実例としては、2000 年代初めの米国の通信セクター、2005-2008 年の米国の自動車セクター、2011-2012 年の欧州のソブリン債、2015 年の米国の石油セクターの大半、国民投票でブレグジットが決まった後の英国の社債などが挙げられます。**グローバルなポートフォリオは単一通貨のポートフォリオに比べ、それらのリスクをはるかにうまく分散することができるでしょう。同じように、あるセクターが急落すれば絶好の投資機会が生まれる場合があり、それは前述したそれぞれの事例に該当しています。**

エマージング市場のソブリン債、現地通貨建て債券、社債

グローバル債券投資におけるアロケーションにとって地理的な分散が重要な要因であることを考えると、エマージング諸国のソブリン・リスク・プレミアムを追加することによって、グローバルな金利、株式、社債に加え更なるアロケーションの分散が図れます（ただし、それらは市場のリスク要因との間で、ある程度の時価ベースの相関性があります）。図表 6 は、一部のエマージング市場における投資適格級及び非投資適格級のソブリン債、社債、現地通貨建て債券市場のベンチマーク（完全を期すために、欧州周縁諸国のソブリン債のベンチマークも追加）の規模や利回りを表しています。

図表６：新興国及び先進国ソブリン債市場の利回りと市場規模



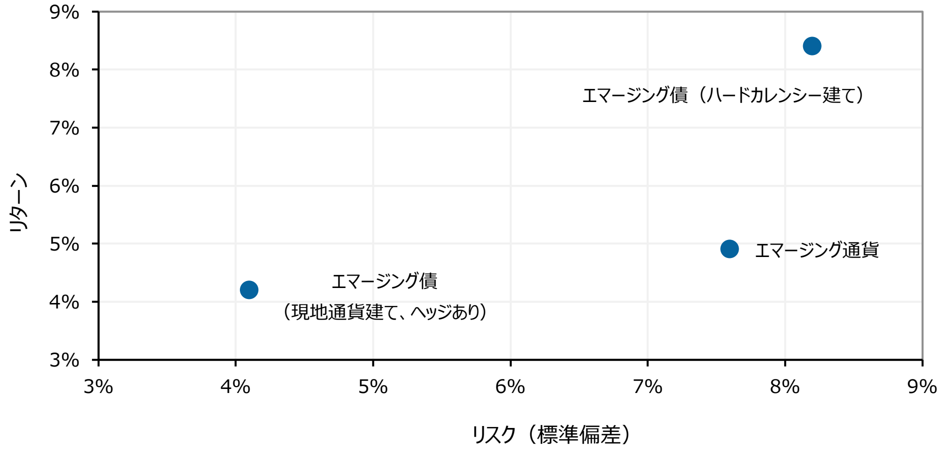
出所: JP モルガンおよびブルームバーグ・バークレイズ 2018 年 2 月 28 日現在

ハードカレンシー建てのエマージング債に関しては、ソブリン債、社債とも市場規模は約 1 兆米ドル（大半は米ドル建てですが一部ユーロ建てを含む）で、急速に拡大しています。投資可能な現地通貨建債ベンチマークの市場規模も概ね 1 兆米ドルですが、現地通貨建債市場全体では市場規模は遥かに大きくなります。指数への組み入れ条件を満たしていない投資可能な債券があるため、これらの数字もエマージング諸国の資産クラスの規模を正当に表していません。実際、欧州の投資家は、欧州以外の投資家が回避あるいは無視するケースが多い欧州周縁諸国のソブリン債市場にしばしば資産を配分しており、その資産クラスは数兆米ドル相当の市場規模に達しています。

投資家はエマージング債の 3 つの資産クラスのうち一つまたはそれ以上で個別の特化型アロケーションを構築することができますが、そのアプローチは慎重な管理を必要とします。**第一に**、投資適格級及び非投資適格級のソブリン債、社債、周縁諸国債券は全て同一スペクトル上に並ぶ投資対象であり、それらセクター間のアロケーションの決定は、それぞれのベンチマークに合わせてたまに調整するのではなく、よりダイナミックに行う必要があります。**第二に**、エマージングのソブリン債、社債、現地通貨建て債券、通貨へのアロケーションは、いずれも国に対するエクスポージャーを構築することになるため、部分的にではなく総合的に管理しなくてはなりません。**第三に**、投資家によっては、一つの国への集中度や非投資適格級債券へのエクスポージャー、あるいはその両方を制限したいと考えるかもしれません。適切なガイドラインや制約条件を備えたグローバル・ポートフォリオは、これら 3 つの点すべてについて、投資家の利益にかなう形で管理できる可能性があります。

投資家はベンチマークに含まれる一部の銘柄に対する懸念から、セクター内の特定分野を一括して避ける可能性があります。例えばエマージング社債市場は、米国による制裁、不透明な企業ガバナンス、他の要因などから回避されるかもしれません。しかし、当該市場全体を回避すれば、投資家は多くのグローバルな投資機会を逸する可能性もあります。そうした懸念は資産クラス全体を排除するよりも、投資ガイドラインを通じて対処することが最善です。

図表 7：エマージング市場のハードカレンシー建て債券、現地通貨建て債券（ヘッジあり）、通貨のリターン/リスクと相関係数（過去 15 年）



	相関		
2018 年 2 月 28 日現在	**エマージング通貨**	**エマージング債（ハードカレンシー建て）**	**エマージング債（現地通貨建て、ヘッジあり）**
エマージング通貨	1.00	0.69	0.53
エマージング債（ハードカレンシー建て）		1.00	0.72
エマージング債（現地通貨建て、ヘッジあり）			1.00

出所：JP モルガン 2018 年 2 月 28 日現在

エマージング債市場は成長していますが、アロケーションが少ない資産クラスです。グローバル債券投資ではすべてのエマージング債へのアクセス手段が提供されるため、図表 7 の過去のリターン/リスク特性に沿ってリスクプレミアムを獲得する大きな機会が投資家に提供されることになります。実際、多くのエマージング市場では、ソブリン債は現地の株式市場に比べ安全性が高く、インフォメーション・レシオも高水準にあります。グローバル・ポートフォリオでは、ハードカレンシー建てのソブリン債、社債、現地通貨建て債券に効率的に資産を配分できるため、それぞれの国のクレジット、通貨、金利に対するエクスポージャー全体を最適化することができます。

グローバルな投資機会におけるアクティブ運用の必要性

グローバル投資で得られる幅広い投資機会や、関連する資産クラスとセクター間の相対価値を見極める能力は、銘柄選択やアクティブなポートフォリオ運用の重要性を浮き彫りにしています。実際、為替市場はエマージング市場 30 通貨と G10 通貨で投資機会が構成され、システミック要因と相対価値に基づいて選択されるため、戦術的及び長期的な通貨選択の機会が数多く提供されています。金利市場では、先進国とエマージング国を合わせて約 30 のイールドカーブが存在し、デュレーション、イールドカーブ、銘柄固有の選択機会を提供しています。また、クレジット市場の投資ユニバースは、3 つの市場のうち最も幅広く豊富な投資機会を提供しており、セクター、業種、地域、資本の優先劣後構造に関する投資機会のほか、数千ものソブリン債、準ソブリン債、エージェンシー債、社債、ストラクチャード証券が、発行体固有の相対価値を追求する機会を生み出しています。

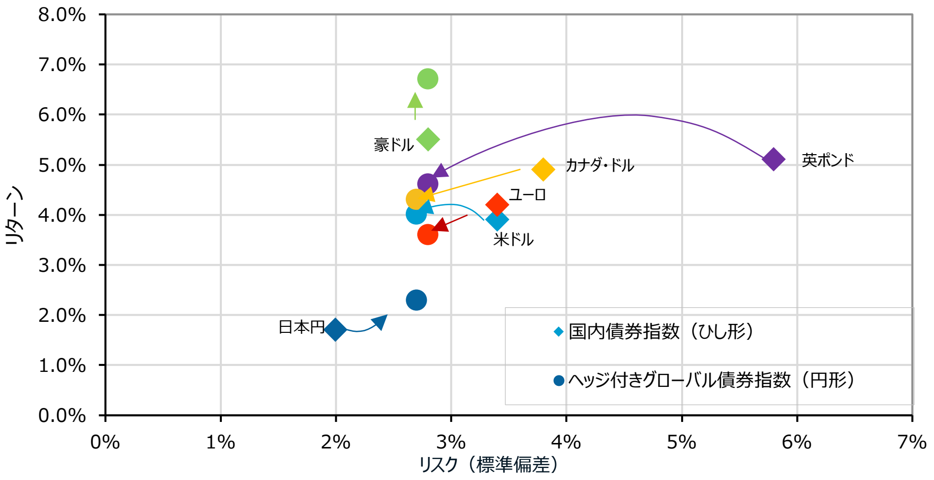
米欧の大規模債券市場の何れか一方—例えば米国コア・ポートフォリオやユーロ圏コア・ポートフォリオ—に投資している投資家ですら、それらの投資機会の多くを見逃しています。その具体例を 4 つ挙げてみましょう。**第一に**、インドネシアのソブリン債について考察します。同国は米ドル建てとユーロ建ての両方で発行していますが、同じ残存期間の債券のスプレッドは需給要因により両通貨で大きく異なっている場合があり、相対価値に基づく投資機会をもたらしています。最近は、インドネシアのユーロ建てソブリン債のスプレッドが米ドル建て債を上回る水準で取引されています。**第二に**、テクノロジーやエネルギーなどのセクターでは、同一セクター内で、米国、欧州、エマージング市場の中から最も優れた発行体を選別することにより、セクター内のリスク管理の効率化を可能にします。例えば、各国の石油銘柄へのエクスポージャーは、グローバル総合型の債券投資という観点から測定、管理することができます。**第三に**、優先証券と劣後債、そしてシニア債の関係は、米国、アジア、欧州の銀行で大きく異なっており、またこれらの債券は投資適格債市場とハイイールド債市場の双方に跨っています。**最後に**、米ドル建て、ユーロ建て、ポンド建てのストラクチャード証券のシニア債は基本的に低リスクのファイナンシング・ビークルですが、格付けに対し割安な価格で推移しています。それは、これらの債券が最も汎用的な総合型の債券ベンチマークから除外されていることと関係があるかもしれません。こうした種類の投資機会は変化しつつある市場環境を反映するもので、最も魅力の高い債券を購入した上で不要なリスク（例えば金利や為替リスク）をヘッジするグローバル債券投資を通じて最もうまく追求できる可能性があります。

サイクルの異なる時点では、インフォメーション・レシオが最大となるアロケーションは異なる可能性があります。ある時点では、AAA 格の米国のストラクチャード商品と BB 格のユーロ建て新興国ソブリン債にバーベル型のアロケーションを構築することで、インフォメーション・レシオが最大になるかもしれません。また別の時点では、単に A 格の米国の産業セクター社債を保有するだけで十分かもしれません。様々なセクターで時折みられる相場の急変と急落その後に訪れる投資機会をうまく活かすには、アクティブなローテーションが求められます。

リターン格差とトラッキングエラーの検証

我々はこれまで、自国内の債券市場のみに資産を配分するよりも、グローバルに投資機会を広げることで、より幅広い市場や資産クラスの選択肢からアクティブ運用を通じて投資価値を高める機会が得られるだけでなく、グローバルな金利へのエクスポージャーを維持しながらクレジットへの分散度合いを高められる可能性について論じてきました。しかし、実際にはどんな結果をもたらしてきたのでしょうか。国内債券とヘッジ付グローバル債券へのアロケーションとの間に、どのようなリターン/リスクの格差がこれまで生じてきたのでしょうか。それを把握するため、6 市場の国内債券指数とヘッジ付グローバル債券指数の 15 年にわたるリターンとリスク（リターンの標準偏差）を比較した図表 8 を見てみましょう。図表 8 に付随している一覧表は、主要 6 カ国の 10 年債利回りと、利回りのインプライド・ボラティリティの水準を表しています。

図表 8：ヘッジ付グローバル債券のリターンは国内債券と同程度、リスクは低い



時点		2/28/2018	国内債券指数		ヘッジ付き グローバル債券指数		リターン/リスク		リスク特性		
通貨	10 年債利回り (%)	インプライド・ボラティリティ (bps)	リターン (%)	標準偏差 (%)	リターン (%)	標準偏差 (%)	国内債券	ヘッジ付き グローバル 債券	トラッキング エラー (%)	12 ヶ月 最大ドローダウン(%)	年月日
米ドル	3.09	70	3.9%	3.4%	4.0%	2.7%	1.2	1.5	1.27%	-2.88%	10/30/2009
ユーロ	0.60	43	4.2%	3.4%	3.6%	2.8%	1.2	1.3	1.73%	-6.01%	11/30/2012
日本円	0.05	13	1.7%	2.0%	2.3%	2.7%	0.9	0.8	2.33%	-4.13%	10/31/2008
英ポンド	1.50	59	5.1%	5.8%	4.6%	2.8%	0.9	1.7	4.09%	-10.15%	12/30/2011
カナダ・ドル	2.50	63	4.9%	3.8%	4.3%	2.7%	1.3	1.6	2.11%	-4.50%	2/27/2004
豪ドル	2.88	63	5.5%	2.8%	6.7%	2.8%	2.0	2.4	2.41%	-8.65%	1/30/2009

出所：PGIM フィクスト・インカム、ブルームバーグ、ブルームバーグ・バークレイズ指数。2018 年 2 月 28 日現在。ヘッジ付きグローバル債券指数のデータはブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合インデックスの各通貨に対するヘッジ後の数値を示します。

ここでは、ヘッジ付グローバル債券のリターンが過去 15 年にわたり国内債券と同程度であることが明らかになり、グローバルなアロケーションを検討している投資家にとって心強い結果となりまた。しかも、日本を除きどのケースでも、ヘッジ付きグローバル債券指数の標準偏差は国内債券指数と同程度か、あるいはそれを下回りました。さらに重要な点として、日本を除くすべてのケースで、（それぞれの通貨の）リターンの平均値を標準偏差で除したレシオは、ヘッジ付グローバル債券指数の方が国内債券指数よりも高くなりました。小規模な 3 市場（英ポンド、カナダ・ドル、豪ドル）における結果はとりわけ鮮明で、このレシオが著しく改善しました。このように、過去のデータは、グローバルなアロケーションに強い分散効果があることを示す前述の見解を裏付けています。

一方、国内債券の投資家は自国金利の負債を抱えているという事実から、もっともな疑問を抱くかもしれません。つまり、国内の負債に対して国内のデュレーションではなくグローバルなデュレーションを保有することによって、トラッキングエラーはどうなるのかという疑問です。図表 8 下表に示したとおり、米国では、国内債券指数とヘッジ付きグローバル債券指数のトラッキングエラーは 1.27%で、管理できる水準にあります。英国を別にすれば、他の市場のトラッキングエラーも 1.7%から 2.5%の範囲にあります。また、国内債券指数に対するヘッジ後のグローバル指数の過去 12 ヵ月における最大ドローダウンも示されています。ここでも、ドローダウンが最も小さかったのは米国の-2.88%で、最大は英国の-10.15%でした。英国に関しては極めて高い国内金利のボラティリティによって、トラッキングエラー、ドローダウンともに大きく押し上げられています。

国内債券指数のデュレーションと大きく異なるデュレーションの負債を持つ投資家にとって、こうした結果は、国内市場とグローバル市場の金利変動の違いだけでなく、デュレーションの相違もトラッキングエラーを押し上げる要因になることを浮き彫りにします。こうしたベーシス・リスクに対処するため、国内のイールドカーブに基づく明確なベンチマークを持つ投資家（LDI の投資家、国内で資金調達する機関投資家、政府系ファンド等）は、ヘッジ付グローバル債券指数のベンチマークの代わりに負債ベースのベンチマークを用いることもできます。つまり、ポートフォリオ・マネージャーは国内あるいは海外の最も魅力的な債券を購入し、為替や金利ターム・ストラクチャーの相対パフォーマンスについて特段の見通しがない限りは、通貨や金利のリスクを国内負債ベンチマークのターム・ストラクチャーと同等のエクスポージャーにヘッジバックすることになります。こうした方法を通じ、投資家はグローバル債券指数の持つアルファ獲得に向けた優位性と分散投資効果を手に入れる一方、ポートフォリオとターゲットとする国内イールドカーブのミスマッチを縮小することができます。[3]

グローバルか国内か？ヘッジ付利回り、ボラティリティ、相関の比較

ヘッジ付グローバル債券は全般的にリターン/リスク特性が魅力的ですが、将来の見通しはどうでしょうか？将来のリターンは不確かで、それを予測するのは複雑な作業ですが、以下の 2 つの要素を比較することにより、利回りや分散に関してある程度の見通しを立てることができるかもしれません。

・利回りの比較（ヘッジ付グローバル債券 vs. 国内債券）

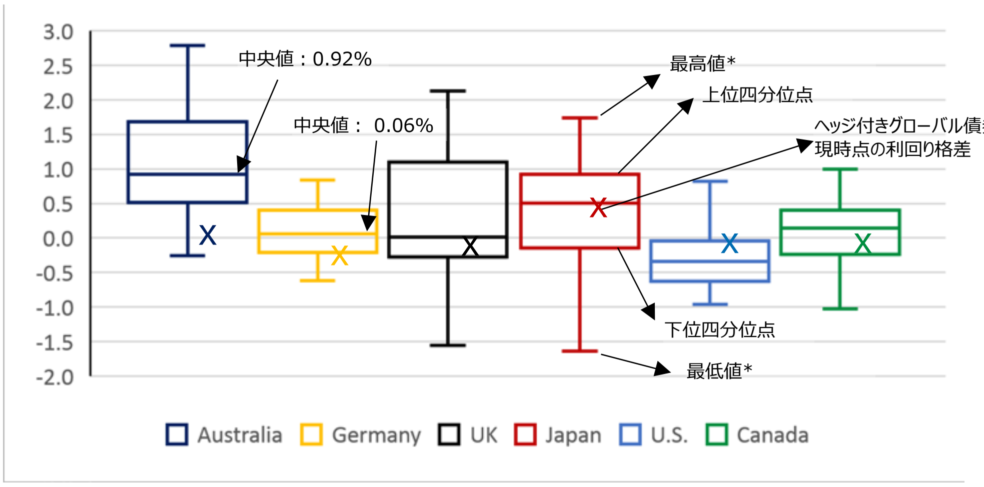
・ボラティリティ水準の比較（ヘッジ付グローバル債券 vs. 国内債券）

非国内債券への投資で高められる、あるいは失う可能性のある利回りを把握するため、図表 9 はヘッジ付グローバル債券の利回りと個々の国の利回りについて、現在と過去を比較しています。両者を同一の条件で比較するため、我々はそれらの市場の実際のデュレーションは異なることを認識しながらも、すべての市場について 10 年国債の利回りを用いています。為替リスクをヘッジすれば投資リスクはデュレーションのみとなり、すべての証券を国内通貨建てとみなすことになります。こうした観点で現在の市場水準から判断すれば、豪ドル、日本円、米ドルで投資する投資家は、他の条件が全て同じだとすれば、程度の違いこそあれ、それぞれの国内市場に比べプラスのキャリーを得られる見込みです。過去の事例は参考にならないかもしれませんが、それでもこうした関係を過去にさかのぼって検証することには価値があります。例えば、ヘッジ付グローバル債券の利回りはオーストラリア国債の利回りを現時点で 0.14%上回っているだけですが、歴史的に見ればこの差はもっと大きくなっています（中央値ではヘッジ付グローバル債券の利回りは現地債券の利回りを 0.92%上回っています）。

別の例では、ヘッジ付グローバル債券の利回りは現在、ユーロ建て現地債券利回りを 0.29%下回っています。しかし、ヘッジ付グローバル債券の利回りの過去の中央値はもっと高く、ユーロ建て現地債券利回りを 0.06%上回る水準にあります。

[3] こうしたアプローチを用いている投資家（グローバルに投資するものの負債構造とマッチさせるために期間や通貨へのエクスポージャーをスワップバックしている投資家）は、アルファ追求型の投資に本質的に付随するリスクに加え、ヘッジコストに影響を及ぼす経済及び市場の圧力や、ヘッジツール（例えば LIBOR スワップなど）と国内負債の割引率（米国の企業年金基金の多くの場合は格付けが AA の企業の割引率）の変化がもたらす影響に起因するベーシス・リスクにさらされることになります。

図表 9：現時点の利回り格差と過去の利回り格差の中央値（ヘッジ付グローバル債券 vs 現地 10 年国債利回り）



出所：PGIM フィクスト･インカム、ブルームバーグ、ブルームバーグ･バークレイズ指数。データは 2000 年 9 月 29 日～2018 年 4 月 30 日までの期間。*閾値を除く

大まかに言えば、投資家は自国の国債の代わりにヘッジ付グローバル債券ポートフォリオを構築することにより、概ね同程度の利回りを獲得できると結論づけることができそうです。ヘッジ付利回りが将来のパフォーマンスを後押しすると想定したくなりますが、ヘッジなしの利回りの相対的な変動も将来のリターンドライバーになり得ることを忘れてはなりません。つまり、ヘッジ付利回りは市場間のキャリーの格差をもたらしますが、元本や価格の変動は関連する市場の利回り変化に左右されます。このことが示唆するのは、短期金利やそれらの間のベーシスの変動は短期的なキャリーや利回り格差に変化をもたらす可能性がある一方、元本や価格の変動に影響を与えるのは、関連する市場の長期金利の変動のみであり、後者は特に短期的にはキャリーの効果を容易に打ち消してしまう可能性があるということです。利回りのみの比較はまたイールドカーブのロールダウン効果をも無視することになります。

利回りやヘッジコストは相対リターンを左右する重要な要因です。相対的なヘッジ付利回りや長期利回りの変化は市場リターンを決定づける上で重要な役割を果たす可能性があるものの、グローバル投資によって実現アルファが高まる場合には、投資リターンが大きく異なる可能性があることを投資家は認識する必要があります。これは前述の通り、クレジット特性、セクター配分、ターム・ストラクチャーなどに関する投資機会の拡大がもたらした結果であると言えるでしょう。

期待リターンはもちろんリスクについても考慮する必要があります。グローバル投資を進めればリスクが増大すると想定されるかもしれませんが、図表 8 では、ヘッジ付グローバル債券のボラティリティは 6 市場のうち 5 市場で国内債券のボラティリティと同水準か、それより低いことが示されています。ポートフォリオ・レベルでのもう一つのリスク要因は相関です。投資を検討する際の重要な要素は、その投資がすでに投資家が保有している資産とプラスの相関があるか、あるいはマイナスの相関があるかということです。なぜなら、それによって新たな投資が既存のポートフォリオのボラティリティを増幅させる要因（プラスの相関）にも、改善する要因（マイナスの相関）もなり得るからです。

最終的に、投資家はポートフォリオ・レベルで、ヘッジ付グローバル債券から何を得ることができるのでしょうか？相対的な市場のパフォーマンスを予測することは困難です。しかし、現在のヘッジ付グローバル債券利回りが国内債券利回りと比較的近い水準にあることや、過去の変動レンジが大きく重なっていることは心強く、デュレーション調整ベースで同水準のリターンが期待できることを示しています。他のすべての条件が同じだとすれば、ヘッジ付グローバル債券も国内債券も投資対象としての魅力は同等だと言えるかもしれません。

しかし、他のすべての条件が同じということはありません。主要市場全体にわたりヘッジ後の期待リターンのバランスが取れていることに加え、我々は以下の 2 つの効果から、ヘッジ付グローバル債券が代替的な投資先として、国内債券よりも優れていると考えています。1）グローバル投資を進めることによる付加価値（アルファ）の創出機会拡大、2）国内債券だけでは完璧な相関の導出に限界があるため、国内債券に対する分散投資効果。投資にフリーランチはありませんが、分散投資の効果はそれに最も近いものかもしれません。

レラティブ・バリューやヘッジにおけるデリバティブの価値

グローバル債券ポートフォリオにとって、デリバティブの適切な役割とは何でしょうか？債券や通貨のデリバティブには、為替フォワード、金利先物及びスワップ（IRS）、個別銘柄のクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）などが含まれます。デリバティブはこれまでも、金融危機の際に重要な役割を果たしており（1998 年と 2008 年の例が思い浮かびます）、「金融の大量破壊兵器」とも呼ばれてきました。実際、投資家はポートフォリオにレバレッジをかけるためにデリバティブを利用する際には慎重を期すべきで、特にそのリスクが予測しにくい場合はなおさらです。それでも、我々は以下に挙げる幾つかの理由から、グローバル債券ポートフォリオにおけるデリバティブの利用を強く推奨します。

- デリバティブ商品はクレジット・リスク・プレミアムを分離すると同時に、必ずしも魅力があるとは限らない金利リスクや通貨リスクをヘッジすることを可能にします。その結果、投資家はイールドカーブ、通貨、クレジットの最適なエクスポージャーを構築できるようになります。

- デリバティブ商品を用いれば、ベンチマークのリスクを効率的にヘッジすることができます。例えば、日本のイールドカーブは低水準でフラットな形状をしており、クレジット・セクターのスプレッドはタイトな水準にありますが、投資家はキャッシュを使わなくとも、金利デリバティブを通じて望ましい円建ての金利ポジションを構築することができます。その分、キャッシュは他の分野で用いることが可能になります。

- こうしたデリバティブを使えば、カーブ・トレードなど、レラティブ・バリューの投資機会を活発に追求することも可能になります。例えば、米連邦準備制度理事会（FRB)の動向は米国金利にとって大きなリスクです。短期のフォワード金利契約、スワップ、先物を用いれば、投資家はそのリスクから利益を獲得したり、リスクをヘッジしたりできるほか、イールドカーブのフラット化を見込んだ取引などのカーブ・トレードを活用することも可能になります。

- これらのデリバティブを用いれば、経済的レバレッジを必要に応じて賢明かつ管理された形で用いることも可能になります。例えば、同じ量のスプレッド・リスクを積み増す場合でも、低格付の債券に投資したり 30 年物の社債を購入したりするよりも、CDS を通じた短期のクレジットへのエクスポージャーの方が景気サイクルの終盤では望ましい選択肢かもしれません。加えて、現物債と比較して、一部の CDS はキャッシュよりも割安な水準で取引されており（一部のソブリン債など）、ロールダウンの特性もやや優れている場合があります。

なぜ大半のグローバル投資家にとって為替ヘッジ付グローバル・ポートフォリオが（ヘッジなしよりも）好ましいのか

投資家から繰り返し尋ねられる質問に、グローバル債券のベンチマークは為替ヘッジすべきか、あるいはすべきでないかという問題があります。本レポートで、為替ヘッジ付グローバル債券指数を用いてきたのは、以下に挙げる理由からヘッジ付指数のリスク調整後リターンが全般的に優れているためです。

- G10 通貨には恒常的にプラスのリスクプレミアムが存在しているわけではありません。

- 短中期的なヘッジなしリターンは通貨ボラティリティに支配される傾向があります。例えば、グローバル債券ベンチマークの半分以上は米ドル以外の通貨建てで、米国の投資家は為替だけで約 500bps のボラティリティにさらされています。米国以外の投資家は更なる為替のボラティリティにさらされています。為替相場が上昇／下落する時期（2011-2017 年の米ドル高局面などのように）には、原資産の動きにかかわらず、為替変動が国内債券とヘッジなしのグローバル債券のパフォーマンス格差を決定づける要因となります。

- ヘッジを正当化する経済的理由は、大半の投資家の負債は国内通貨建てで、しかも明確な負債マッチングの枠組みよりもリスクを管理したうえで資産の最大化を目指す投資家ですら、暗黙のうちに国内通貨建ての負債を抱えていることです。そのため、彼らにとっては、おそらくヘッジ付ベンチマークを用いる方が適しています。

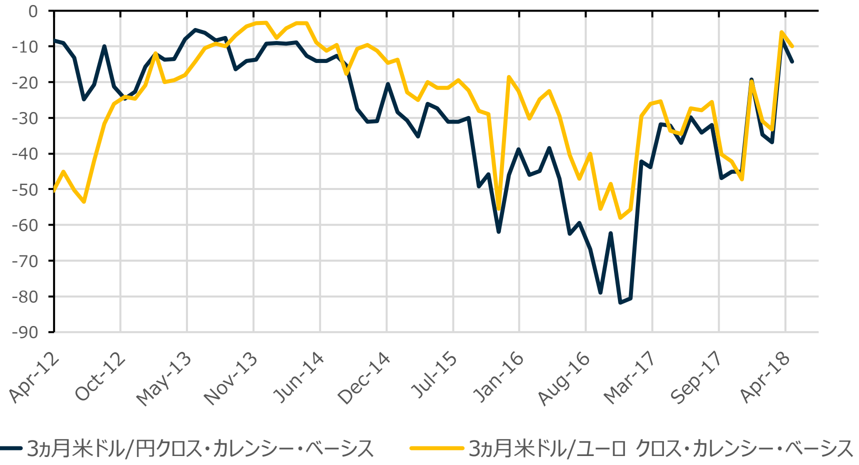
- 国内以外の株式、不動産、オルタナティブ資産へのアロケーションの多くはヘッジされていないか、あるいは部分的なヘッジしか行われていないため、投資家はこれらの資産を通じ、かなり大きな為替エクスポージャーを抱えています。

結局のところ、通貨分散の見地からヘッジなしのアロケーションが好ましいという声もあるかもしれませんが、それは明確な対価なしにボラティリティを生み出す要因となりかねないうえ、負債にマッチしない投資となる可能性があり、投資目的を慎重に吟味する必要があります。債券へのアロケーションを安全な投資先と位置づけていたり、負債と密接にマッチさせたいと考えている場合には、ベンチマークをヘッジ付きすることが適切です。

長期的な為替相場に関する特定の見解を反映させるためにグローバル債券ポートフォリオを用いるというアイデアはどうでしょうか？米ドルに対して弱気の見方をしている米国の投資家を例にとってみましょう。リターンを最大化するという観点からすれば、米ドルは今後、ユーロや他の G10 通貨に対してトータルリターン・ベースで下落する見込みです。それは、グローバル・ポートフォリオにおいて米ドルにショートのバイアスを取ることを正当化する理由となります。しかし、米ドルのショート・ポジションは非常に変動しやすく、米ドルの見通しも時間と共に変化する可能性があります。たとえ米ドルに対するパッシブなショート・ポジションがうまく機能したとしても、一本調子での米ドル安は考えられません。従ってこのようなポジションは低インフォメーション・レシオ戦略となりそうです。為替に関する特定の見解を反映させるには、ヘッジなしのベンチマークを採用するよりも、アクティブで裁量的な通貨アロケーションを行う方が適している可能性があります。

安全資産に資金が逃避する場面では、グローバルな通貨ポートフォリオで構成するポートフォリオの方が好ましいかどうかを予測するのは困難です。米ドル、ユーロ、円はいずれも、安全資産に資金が逃避する様々な場面で（危機の性格に左右されますが）安全資産としての役割を果たします。しかし、豪ドルやニュージーランド・ドルなど他の G10 通貨は、リスクオフ・ムードが広がれば下落する傾向があります。そのため、英国など小規模な国の投資家か、カナダ・ドルや豪ドルなど資源国通貨圏の投資家にとっては、ヘッジなしのベンチマークが有利に働く可能性があります。

図表 10：クロス･カレンシー･ベーシス VS. 米ドル LIBOR：円及びユーロ（2012 年～現在）



出所：ブルームバーグ 2018 年 4 月現在

為替ヘッジに関して投資家が検討すべきもう一つの要因はクロス・カレンシー・ベーシスです。欧州や日本の長期利回りが低水準、あるいはマイナス圏で推移する中、これらの国の多くの投資家は為替リスクをヘッジしながら海外債券の高い利回りを享受しようとしています。その結果、米ドル建ての資産をユーロや円でヘッジする需要が膨らんでいるため、米ドル／ユーロや米ドル／円のクロス・カレンシー・ベーシスを押し上げています（図表 10 参照）。クロス・カレンシー・ベーシスが拡大している場面では、欧州や日本の投資家にとって、米国に為替ヘッジ付きの投資を行う魅力が薄れることになります。しかし、ベーシスが大きければ、米ドルで投資する投資家にとっては、欧州や日本の債券を為替ヘッジ付きで購入する魅力が高まります。

米国のイールドカーブがフラット化するのに伴い、デュレーションの長い資産を円やユーロでヘッジバックして購入する需要が鈍化しているため、最近はクロス・カレンシー・ベーシスが縮小しています。今後は米国のイールドカーブのフラット化がさらに進み、欧州の景気サイクルが米国の後を追う可能性があるため、この動きは今後も持続する見通しで、歪みをもたらすベーシスの効果も薄れています。

結論

グローバル投資を進めれば、著しい分散投資効果が得られるほか、国やセクターのローテーション、発行体の選別、ターム・ストラクチャーに関するポジションを通じ、投資価値を高める機会が大幅に拡大する可能性があります。その概要は以下の通りです。

- **金利の分散：**世界の金利市場に完全な相関性があるわけではないため、ヘッジした上で様々な国に投資すれば、ボラティリティを引き下げる一方、リターン効率やインフォメーション・レシオの改善につながる可能性があります。
- **ファンダメンタルなクレジットの分散：**グローバル投資を行えば、ポートフォリオが保有する国、業種、発行体、銘柄のリスクを分散することができます。スプレッド商品の価格変動は多くの国で短期的にはプラスの相関があるかもしれませんが、それでもファンダメンタルなクレジットの分散を進めれば、中長期的にリターン効率に好ましい影響がもたらされます。

以上は、非国債市場が極めて小規模な地域の投資家に当てはまることですが、最大規模地域の投資家にとっても、グローバル債券へのアロケーションを通じてファンダメンタルに基づく分散を達成できることに違いはありません。

アクティブなリターン獲得機会：幅広い国、セクター、発行体、ターム・ストラクチャーに投資すれば、分散効果が得られるのに加え、アクティブ運用を通じて投資価値を高めることができる可能性が増大します。

デリバティブ：リスク分離、レラティブ・バリュー、ヘッジ、賢明な経済的レバレッジを可能にするため、制限を設けながらのデリバティブの使用を推奨します。

先進国市場ではヘッジなしよりもヘッジ付き：大半の分散投資効果は証券及び金利市場における投資機会の拡大を通じて達成されます。一方、為替は比較的報酬の少ないリスクのように見えます。そのため、多くの場合、ヘッジなしよりもヘッジ付きのグローバルなエクスポージャーの方が好ましい選択肢となりそうです。

結論：アセット・アロケーションの選択肢として、ヘッジ付グローバル債券は長期的に見て、概ね大半の国内債券市場並みか、それを上回るパフォーマンスを示してきました。しかし、それ以上に重要な点として、1）ヘッジ付グローバル債券は先進国及びエマージング市場全体にわたり、アクティブ運用を通じて投資価値を高める幅広い機会を提供している、2）ヘッジ付グローバル債券は国内債券と同等の相関と、同等あるいはそれより低いボラティリティをもたらすケースが多く、それはポートフォリオレベルにおけるインフォメーション・レシオの上昇をもたらす可能性があります。

留意事項 1（原本の NOTICE を翻訳）

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、2018 年 6 月現在

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社である PGIM インクおよびプルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。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社とし、世界的にみると次の事業も含みます。(i) ロンドンの PGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) 東京の PGIM ジャパン株式会社（PGIM ジャパン）、(iii) シンガポールの PGIM（シンガポール）におけるパブリック債券部門。プルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするプルーデンシャル社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。**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ー、また信頼できる指標となるものでもありません。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。

英国および欧州経済領域（EEA）内の様々な法域では、PGIM リミテッドが情報提供を行います。PGIM リミテッドの登記上の本社住所は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIM リミテッドは英国金融行動監督機構（FCA）の認可を受けており、FCA の規制が適用される他（登録番号 193418）、EEA 内の様々な法域でも正式に認可を受けています。本資料は PGIM リミテッドが FCA の金融行為規制ソースブックに基づき、機関投資家や適格機関投資家向けに作成したものです。一部のアジア諸国では、シンガポール金融管理庁（MAS）に登録し、その認可を受けた同国の投資運用会社である PGIM シンガポールが担当しています。日本では、金融庁に登録されている投資顧問会社である PGIM ジャパン株式会社が担当しています。韓国では、韓国国内の投資家に直接投資一任運用サービスを提供することを認可されている PGIM, Inc.が担当しています。香港では香港証券先物取引委員会に登録している PGIM (Hong Kong) Limited,が証券先物条例スケジュール 1 パート 1 で定義された機関投資家を対象に提供を行っています。

© 2018 PFI and its related entities.

2018-2807

留意事項 2

本資料は PGIM フィクスト・インカムが作成した"Perspectives / The Case for Global Bonds"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。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

PGIMJ201808200868

原文（英語版）につきましてはウェブサイト（https://www.pgim.com/pgim-fixed-income）をご参照ください。