



Nick Ivanov, CFA

プリンシパル、

エマーシング・マーケット・コーポレート・
ボンド・リサーチ責任者



Aayush Sonthalia, CFA

プリンシパル、

エマーシング・マーケット・コーポレート・
ポートフォリオ・マネージャー

2019年6月

エマーシング社債への投資における超過収益獲得機会を検証する

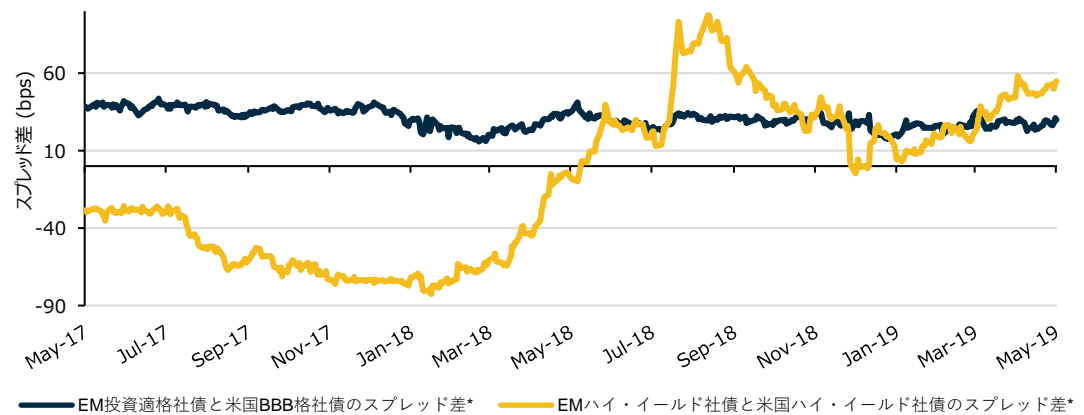
景気サイクルの後期に差しかかり、投資家による**継続的な**利回り追求により幅広いセクターで信用スプレッドが縮小する中、エマーシング社債は引き続き魅力的な投資機会を提供している。しかし、エマーシング国の多くの企業には、各社の信用度とは必ずしも関連性のない特性がある。そのため、先進国市場における企業を評価するのは異なり、ファンダメンタル分析のプロセスがより困難であることが多い。

本稿では、エマーシング社債の投資機会について検証する。そして、現地のビジネス慣行、政治情勢、企業文化、そして確固としたファンダメンタルズ分析について深い知識を持ったグローバルな投資家が、エマーシング社債に特有の投資機会をいかに捉えることができるか、その事例を紹介する。

はじめに

景気拡大局面が世界的に成熟期を迎えつつある昨今において、投資家による利回り追求の動きが顕著になっており、同水準の信用力を持った資産間のスプレッド格差が比較的大きかった以前の時期から、現在は急速にスプレッドが縮小する傾向にある。しかし、クレジット分析がより困難になるような場合は、引き続きスプレッド格差が維持される可能性があり、徹底したクレジット分析を行う投資家にとっては、エマーシング社債に資産配分することでより大きな投資機会が生まれる。例えば、2018年には、減速する世界経済とトルコ的大幅な通貨切り下げを背景にエマーシング市場のハイ・イールド債は急落し、米国ハイ・イールド債とのスプレッド格差は約 50 bps に拡大した。同様に、2017 年半ば以降、エマーシング投資適格債は米国 BBB 格債より約 15~45bps 高いスプレッド水準で取引されてきたが、足元では約 30 bps のスプレッド格差となっている(図 1 参照)。

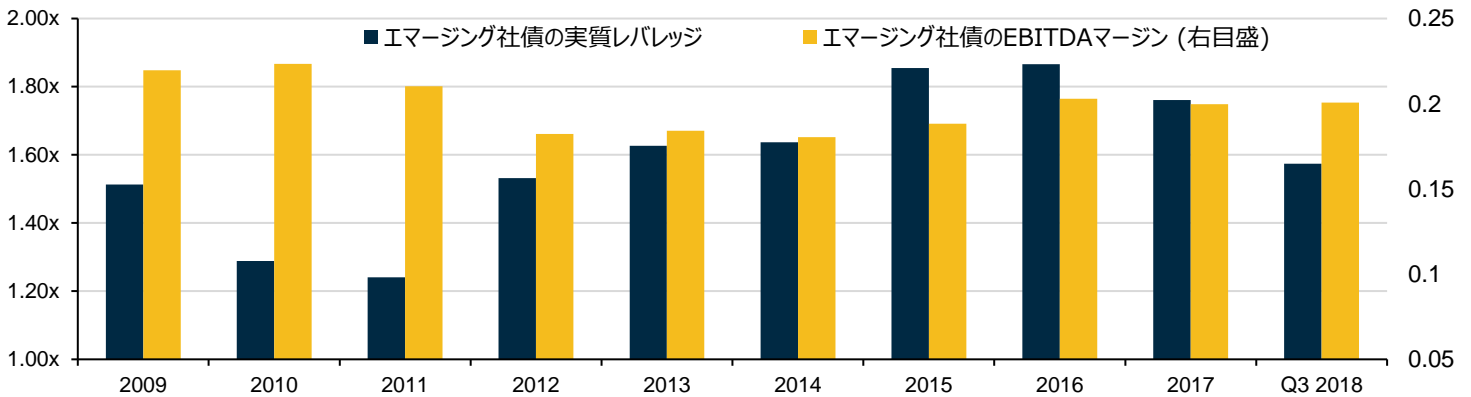
図 1 : エマーシング投資適格社債は、これまで米国 BBB 格社債よりも大きなスプレッドを提供してきたが、足元ではエマーシング・ハイ・イールド社債も同様に大きなスプレッドを提供している。



出所：ブルームバーグ(2019年6月現在) * スプレッドは、J.P.モルガン、CEMBI ブロード・ディバーシファイド (エマーシング社債)、JULI (米国 BBB 格社債)、GABI (米国ハイ・イールド社債)による。この図は、例示を目的としたものである。

しかし、エマージング社債と先進国社債のスプレッド格差は、エマージング社債の信用力が相対的に低いことが原因であると考えられるべきではない。近年、エマージング社債セクター全体の実質レバレッジ比率は2015年のピーク時の1.9倍から約1.6倍に低下するなどレバレッジ削減（デレバレッジ）が進み、EBITDA マージンは直近の最高値に近い水準を維持している（図2参照）。対照的に、米国の投資適格債とハイ・イールド債の2018年第3四半期の実質レバレッジ比率は、それぞれ2.2倍、3.3倍であった。¹ 米国ハイ・イールド債の2019年の予想デフォルト率が1.5%であるのに対し、エマージング社債セクターについては、デレバレッジを背景として2.2%のデフォルト率が予想されており、これはハイ・イールド債の長期的な平均デフォルト率である3.0%~3.5%を下回る水準である。²

図2：EBITDA マージンが堅調な中、新興国企業の純レバレッジは足元では低下



出所：J.P.モルガン（2019年6月現在）この図は、例示を目的としたものである。

スプレッドとデレバレッジを定量化した指標は、エマージング社債の相対的価値を計る上で有用である。そして、当資産クラス全体にわたって無数に存在する固有の特性により市場に非効率性が生まれ、エマージング各国の知識とエマージング社債の分析に関して豊富な経験を持つ運用マネジャーは、この非効率性を活用する機会を得ることができる。以下では、こうした特性のいくつかについて触れた上で、超過収益獲得の機会を求めて、アクティブ・マネジャーがこうした特性にどのように対応するか例示する。

数多くの特性

国の存在：先進国市場とエマージング市場の企業セクターにおける大きな違いは、後者には非常に多くの国有企業が存在している点が挙げられる。実際、ベンチマークである CEMBI 指数の40%以上は国有企業で構成されているが、中でも中国の社債のうち60%以上の発行体が国有企業であるなど、一部の国については国有企業が占める割合がさらに高まる。国有企業の社債を検討する場合には、企業の公表するレポートが不十分で、投資家向け説明会が実施されないなど情報提供の頻度が少ないことに加え、それぞれの国の政治や政策を注意深く分析する必要がある。後述するメキシコ・シティ・エアポート・トラストの例は、エマージング社債への投資に国家がどのような影響を与えるかを示すものである。

変動の激しいインフレ率：いくつかのエマージング国ではインフレ率が非常に高く、財務データを分析する際の複雑さが増す。例えば、アルゼンチンのような一部の国ではインフレ率が非常に高く、ハイパーインフレに対応する会計手法が必要となる。

複雑な組織：エマージング国の企業組織は複雑かつ多層構造であることが多く、数十から数百の子会社により構成されている場合がある。こうした複雑な企業構造は、企業の税務戦略や、時には安全上の配慮など特定の事情により、実際の株主や企業オーナーを曖昧にしたいとの目論みが生じ、背景となっている。後述する Aabar Investments による債券発行の例は、複雑な組織構造の事例を示すものである。

ガバナンス上の問題：コーポレート・ガバナンスは、エマージング社債に投資する際に考慮しなければならない、もう一つの重要な点である。取締役会の独立性は、会社が国有企業なのか、非公開企業なのか、あるいは株式取引所に上場されている公開企業なのかによって大きく異なる。一般的に、取引所が定める上場要件を満たす上場企業は、相対的に優れたコーポレート・ガバナンスの基準を有している。ガバナンス上しばしば取り上げられる別の問題点として、エマージング国の企業は先進国企業と比べて関連企業との取引頻度が高いということが挙げられる。

¹ 出所：米国投資適格社債の実質レバレッジ比率は J.P.モルガン、米国ハイ・イールド社債の実質レバレッジ比率(コモディティを除く)は BofA メリルリンチ・グローバル・リサーチ

² デフォルト率の出所は J.P.モルガン

発行体：エマージング社債市場は数年間で2倍以上に拡大するほどの急成長を続けており、2011年に8,600億米ドルだった市場は2018年末には2兆2,000億米ドルになった。³ このように、債券の発行体が増加する中、こうした新規発行体については、過去のデータ、信用サイクル全体にわたるパフォーマンス、その他さまざまな実績が存在しない、あるいは見つけることが困難であるため、クレジット分析は一層難しいものになる。

会計基準：エマージング市場では、過去10年にわたり会計基準と透明性の改善という点において進展が見られたものの、依然として国際会計基準よりも現地の会計制度に従っている企業もあり、引き続き会計上の問題が懸念される。例えば、メキシコ企業は業績報告時にキャッシュフロー計算書を発表しないことが多い。それどころか、こうした情報はメキシコ証券取引所への提出書類でのみ報告が求められており、多くの場合はスペイン語のみで記載されている。これに加え、チリのような中南米諸国の中には、依然として直接法を用いてキャッシュフロー計算書を作成している国があり、よって運転資本と流動性の変化を確認することが容易でない。さらに、エマージング国における多くの企業の財務諸表における脚注の質、および説明の詳しさは、国や企業によって異なる。ロシアなど一部の国では、重要な企業情報は、企業が直接発信するのではなく、主に現地のメディアを通じて発信されている。現地の言語に通じていることに加え、こうした情報の信頼性と正確性を慎重に検討する必要がある。

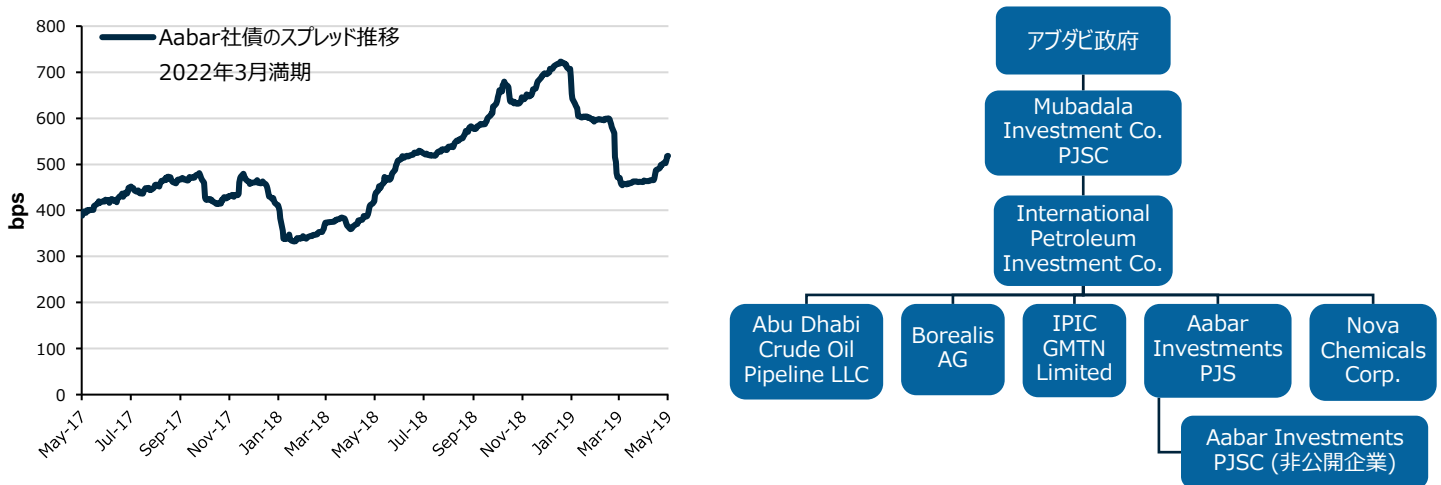
比較の難しさ：エマージング社債に関する過去の情報を比較し、基準値を確立することは難しい。実際、いくつかのエマージング国の企業は頻繁に機能通貨（事業活動上の主要な通貨）を変更しており、財務諸表の変更も必要となっている。また、M&Aや大規模な資産買収・売却を反映するためのプロフォーマ・ベースの報告書を提供していない企業もある。

このようなエマージング社債が持つ特性は、クレジットに関するファンダメンタル分析をより困難なものにしている。しかし、こうしたエマージング市場における評価と市場特性への対応の難しさは過剰反応を生んでいる可能性があり、これは投資機会にもなり得る。後述するケース・スタディが示すように、こうした投資機会を見出すためには、ボトムアップ分析と現地事情に通じた知識が不可欠となる。

ケース・スタディ

Aabar Investments は、複数の業界に投資を行う比較的複雑な組織構造を持つ企業である。2005年にSheikh Mansourによって設立された後、アブダビの長期的な戦略投資を担う政府系ファンドであるMubadala Investment Co., Ltd. が所有しているInternational Petroleum Investment Co. (IPIC)によって2010年に買収された。Aabarは、イタリアの銀行であるUniCreditの株式に転換可能な2つのユーロ建社債を発行している。⁴ これら債券のスプレッド水準は魅力的であり(図3参照)、また次の理由によって他の債券に比べて割安となっている。i) 単体での財務情報がなく、格付けのない非公開企業(Aabar)によって発行された債券であり、政府との間には間接的な資本関係しか存在しない、ii) Aabarはチュールツに拠点を置くFalcon Private Bankに対して投資を行っているが、この投資はマレーシアの1MDB投資ファンドを舞台にしたマネーロンダリングに関するスキャンダルによって評価を下げた、iii) この債券は転換社債のベンチマークとなるインデックスに含まれていないため、インデックス投資家などの投資対象から外れている、iv) Aabarに関するニュースや財務情報が、IPICやMubadalaからほとんど発信されていない。

図3：Aabarは多重構造の組織構成を持つ企業で、スプレッドは相対的に高い水準で推移している



出所：ブルームバーグとPGIMフィクスト・インカム（2019年6月現在）この図は、例示を目的としたものである。

³ 市場規模はJ.P.モルガンのCEMBI指標に基づく。

⁴ AabarはUnicreditの株式を5%保有している。株式時価総額は13億米ドルと推定。

Aabar を取り巻く環境が複雑であることを考慮しながら、我々はこの地域における経験を活用して、同社への投資に関する見解を形成した。歴史的に見ると、2009年の当地域の不動産危機以降、アブダビ政府は海外の債券保有者に対し非常に支援的な姿勢をとっている。そこで、Aabar の資産推移を把握するために、我々は2010年以降のIPICの財務報告書を分析した上で、現地の投資家とも協議を行った。結果として、我々は次のような投資テーマに基づいて投資を行っている。i) Aabarと政府の繋がりが強いこと、ii) 海外投資家にとって取引のしやすさという点でアブダビは良好な実績があること、iii) IPICがAabarの少数株主の株式持分を買い取り続けたことで、Aabarを支援する姿勢が示されていること、iv) Mubadalaのバランスシートに占める発行済債券の割合が比較的小さいこと、およびいずれかの傘下企業が債務不履行に陥った場合でも政府系ファンドの評判が損なわれる可能性が低いこと。

Power Finance と **REC Limited** は、インドの発電セクターに資金を提供する会社であり、大部分が政府によって所有されている。インド政府は財政赤字を補填するために売却計画を練り、約20億米ドルを調達すべくRECの株式をPower Financeに売却すると発表した。これにより、政府によるRECの実質的な持分比率が50%を下回ることを受け、REC債のチェンジオブコントロール(CoC)条項が変更された。CoC条項とは、発行体の所有者の不利な変化(例えば、レバレッジを使った未公開企業の買収など)から投資家を保護することを目的とした標準的な条項であり、債券保有者は額面価格または若干プレミアムが付いた価格で債券を新しい所有者に売る権利が与えられる。

債券保有者にCoC条項(額面価格で債券を買い戻すと述べられており、これは現金の流出をもたらす)を放棄するよう求めるために、RECは投資家に発行済み債券の額面価格の5%を支払うことを申し出た。この提案は、要するに政府による資産売却の発表後の債券の取引価格(つまり額面価格の95%)とCoC条項で認められているプット価格(100%)との差額を意味したものだ。しかし、この提案には、これらの債券は売却発表前には額面価格のおよそ80%で取引されていたということが加味されておらず、提案のあった5%とは程遠い差額が発生していた。したがって、債券保有者は5%の提案を拒否するとともに、CoC条項がなかったとしたら実際には債券価格は額面価格の80%半ばで取引終了していただろうと考えられるため、同意にはより大きな報酬が必要となることを同社に示した。インドの会計年度末が迫ってくる状況の中で、同社は同意のためのフィーとして額面価格の14%を支払うことに合意した。このようにして、PGIMフィクスト・インカムを含む債券保有者は、もともと債券に組み込まれていたCoC条項の恩恵を受けることができた。

図4：RECのPower Financeへの売却に伴うCoC条項の発動を予想したREC債の価格変化



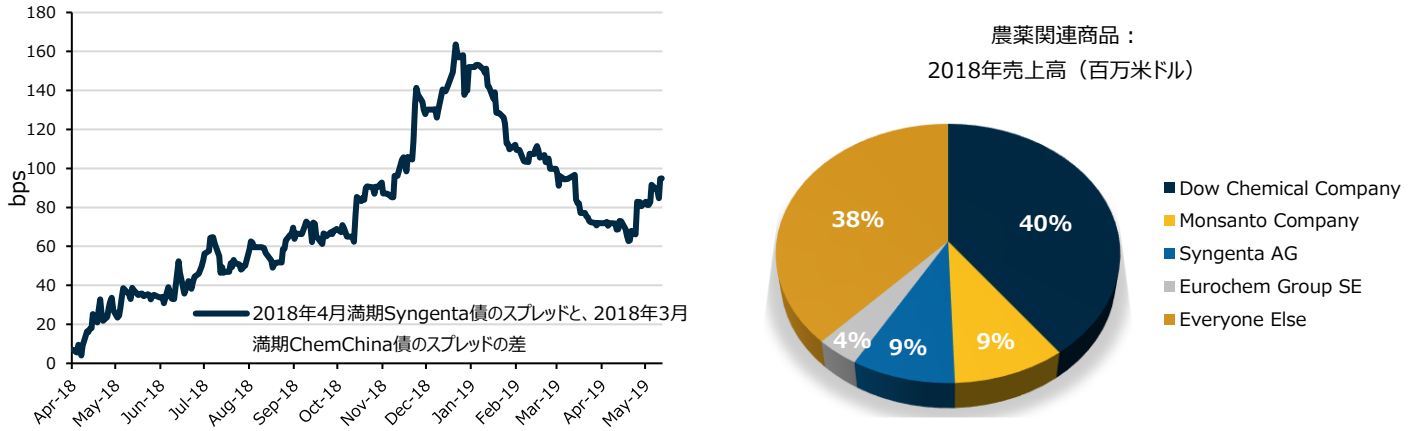
出所：ブルームバーグとPGIMフィクスト・インカム(2019年6月現在) この図は、例示を目的としたものである。

Syngenta AG はスイスの農薬会社で、中国政府が100%所有し、汎用化学、特殊化学、農薬などのビジネスを展開する中国最大の化学会社である中国化学総公司(ChemChina)によって買収された。440億米ドルの買収金額は、中国企業による海外企業を買収としては過去最大であり、買収規模およびSyngenta買収をもたらすであろう同社利益の増大を考慮すると、戦略的な重要性を帯びた買収となっている。レバレッジが上昇したことを受け、ムーディーズは買収後にSyngentaの信用格付けを非投資適格級に引き下げたが、このムーディーズの格下げには中国政府やChemChinaからの支援は一切考慮に織り込まれていなかった。その後、ChemChinaはSyngentaに対し20億米ドルの資金を注入し、同社のバイアウト・ローン支払いを実際に支援した。

我々は、ChemChinaのSyngentaに対するサポートの程度を確認すべく、両社とコンタクトを取った。また、我々のリサーチによると、Syngentaがさらなる支援を必要とした以前の状況下においても、その流動性は十分な水準であったという心強い結果を得られた。世界的に寡占が進んでいる農薬セクター(図5参照)における第3位のプレーヤーということで、Syngenta単体での信用力は市場で看過されてきたのではないかとと思われるが、課

題であった ChemChina からの確固たる支援と、Syngenta 単体での強い信用力が具現化したことで、実際に Syngenta の債券価格は順調に回復した。

図 5 : Syngenta のスプレッドは、世界有数の化学企業として単体で十分な信用力を有しているにもかかわらず、ChemChina による買収で拡大した。



出所：ブルームバーグと PGIM フィクスト・インカム（2019年6月現在）この図は、例示を目的としたものである。

Mexico City Air Trust (MEXCAT)は、メキシコシティの新国際空港の資金調達を目的として設立された 100%国有の企業である。2014年、既存の空港施設の収容能力が限界に近づいているということで、メキシコ政府は新空港の建設計画を発表した。新空港の推定建設費用は130億米ドルで、公的資金と資本市場の両方から資金を調達する計画であった。MEXCAT は、既存空港及び計画されている新空港から出国する旅客に課される出国税を担保とした 60億米ドルの債券を発行した。その後、新たにメキシコ大統領となったオブラドール氏は新空港の建設反対を表明。国民投票において大多数の国民が建設を拒否したことを踏まえ、既に 30億米ドルを超える費用が発生していた同計画を、2018年10月に中止した。

これを受けて新政権は MEXCAT 債のテnder・オファーを開始した。このテnder・オファーは、最大で 30%の債券につき額面価格の 90%から 100%で買い入れる一方で、最低限の同意報酬を払うことと引き換えに新空港へのレファレンス削除に同意するよう債権者に求める内容であった。しかし、債券保有者は協調し、賢明にもこの提案を拒否した。その後テnder・オファーは改訂され、テnder・オファーの価格は全件につき額面価格まで引き上げられた。さらに、テnder・オファー、市場での買付、あるいは満期のいずれかによる返済に備えて年間 2億米ドルを拠出すべく、債券発行体のために「元本累積勘定」が設立された。MEXCAT の投資事例は、政治的な理由に基づいて稚拙な経済的判断がなされた事例である。しかし、メキシコ政府及び国有企業は、引き続き資本市場からの資金調達が必要であったことから、MEXCAT 債の保有者は良好なパフォーマンスを享受することができ、その後 MEXCAT のスプレッドは回復を見せた(図 6 参照)。

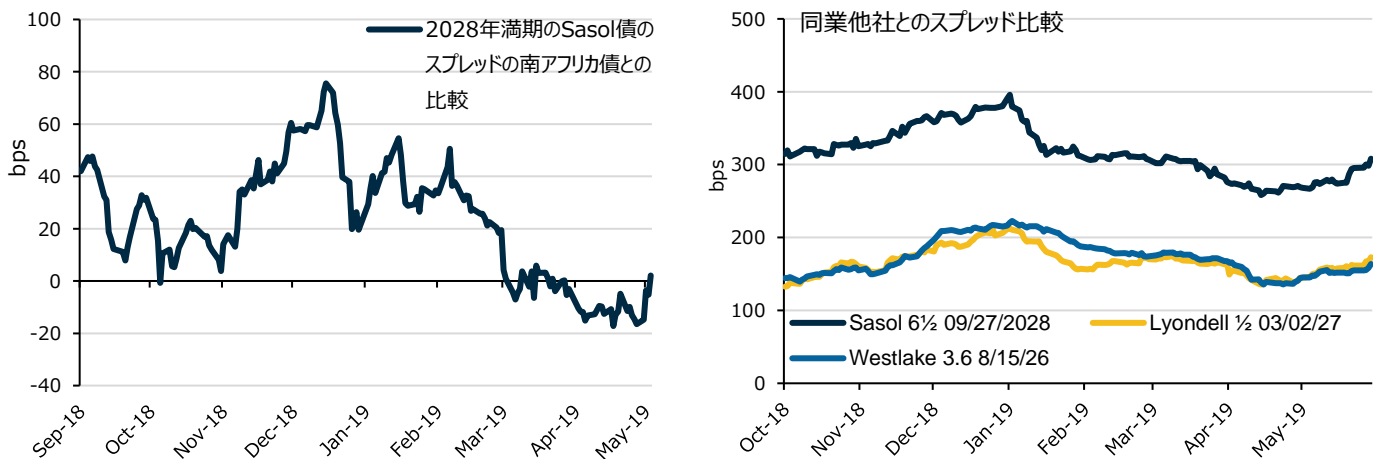
図 6 : MEXCAT 債の保有者の協調によりテnder・オファーの内容が改訂されたことで、MEXCAT のスプレッドは回復した



出所：ブルームバーグ（2019年6月現在）この図は、例示を目的としたものである。

Sasol は、石炭を原料とした液体燃料製造の世界的なリーディング・カンパニーである。長い年月をかけて、同社は南アフリカでの事業を世界的な規模にまで拡大し、幅広い燃料や石油化学製品を生産してきた。現在、Sasol の営業利益の約 60%は南アフリカで、20~30%は欧米などの先進国市場で生み出されている。しかし、同社は 2019 年に米国で操業開始予定の、世界規模のエタンクラッカー/誘導体工場建設を目的とした 120 億米ドルを超える投資資金調達最終段階にある。3~4 年後には、この複合的な工場が営業利益の約 4 分の 1 相当を生み出すと同社は見込んでいる。その時点では、欧米の営業利益が南アフリカを上回る見込みである。南アフリカは長年にわたりマクロ経済が不安定であり、同国からの営業利益の割合が低いほど、Sasol が抱えるカントリー・リスクは低下する。Sasol の先進国市場における存在感の高まりにもかかわらず、同社の債券は南アフリカのカントリー・リスクが割引かれた（ディスカウントされた）価格で取引されている。米国での化学工場施設が操業し、利益が生まれ始めるにつれて、南アフリカ・リスクによるディスカウント取引が縮小して Sasol の債券価格は上昇し、他の国際的な大手化学メーカーと同水準で取引されるようになると見込まれる(図 7 参照)。

図 7 : Sasol のスプレッドは南アフリカ債に比べて縮小しているものの、依然として先進国の同業他社よりも 125 bps 以上大きなスプレッドで取引されている



出所：ブルームバーグ（2019年6月現在）この図は、例示を目的としたものである。

結論

歴史的な低金利と先進国市場で一般的に信用スプレッドが縮小するという環境の中、投資家は継続的に利回りを追求している。エマージング社債は、国有企業、組織の複雑さ、多様な会計基準など、当資産クラス特有の性質に関して豊富な分析経験を持つ投資家に投資機会を提供し続けている。本稿で取り上げたケース・スタディにより、これら資産クラス特有の性質がクレジット分析のプロセスにどのような影響を与えるか、また、必要とされるリサーチ能力を持った運用マネジャーが急速に成長するエマージング社債という資産クラスの特徴をいかにうまく利用できるかが示された。

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、2019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 インクおよびブルデンシャル・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、世界における次の事業も含まれます。(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 Japan)、(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。ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするブル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、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す。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) では、PGIMインクの間接子会社である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からの許可・規制を受けており(登録番号：193418)、EEAの様々な法域での正式な営業権を有しています。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2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。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)

© 2019 PFI and its related entities.

2019-2947

留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"Uncovering Alpha Opportunities in Emerging Market Corporates"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
PGIMJ201907110744