

December 2020

2021年の新興国債券（EMD）見通し： 新型コロナウイルスのパンデミックを受けて

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）を発端とした市場の危機は、市場参加者の間に2008年の世界金融危機と同程度のショックをもたらしました。リスク資産を保有する世界中の投資家は動揺し、不意を突かれた格好となりました。

通常、リスク管理の教科書にパンデミックについての記載はないことから、誰もが即座に適応し、疫学の基本原則を把握しなければなりません。繰り返されるロックダウン、前例のない政策対応、景気のV字回復、ワクチン開発をめぐるニュースといった一連の流れの中で、市場はパンデミックがマクロ経済や市場に及ぼす直接的な影響について理解しようと努め、結果的に2020年12月には急激なリスク資産の上昇につながりました。

グローバル・リスク資産はさまざまな意味で、極めて強固な基盤の上で2021年を迎える

コロナ禍は完全には過ぎ去ってはいませんが、バランスの取れた米国の選挙結果やワクチン実用化に向けた動きにより、2020年の年末にコロナ禍終焉への序章が始まったと言えるでしょう。

ウイルス感染の第2波（あるいは第3波）は欧米諸国をはじめ、ポーランド、ハンガリー、チェコ共和国、ロシア、イスラエルなど、一部の新興国市場（EM）でも依然として拡大しています。ワクチン接種による集団免疫が確立しない限り、こうした状況が今後も経済活動の妨げとなり、実体経済の回復を遅らせることはほぼ間違いありません。しかし、2020年初めと比較した大きな変化として、世界各国でコロナ対応の計画が策定されており、パンデミックが近いうちに収束するとの期待感が投資家の前向きな意欲を押し上げています。さらに、過去に例を見ない規模の景気刺激策により、世界の経済秩序が大混乱に陥るような最悪の事態は引き続き軽減されています。

影響を理解し、ダメージを評価する

2021年の見通しを見極める上で、2020年に起こったマクロイベント、政策措置、市場の反応について正確に分析することが不可欠です。

パンデミックに起因した経済危機は市場に対する影響という点では2008年の経済危機との類似点もありますが、その本質は全く異なるものであり、そうした危機への対策として各国の中銀や国際機関が支持した大規模な財政出動は正しい解決策でした。

2008年の世界金融危機で影響を受けたのは、主にグローバルなマクロ経済を支える金融システムでした。金融システムの根幹を成す銀行が資本水準を維持し、金融の仲介機能としての役割を果たすためには民間の過剰な長期負債を国のバランスシートに移動させる必要があり、中銀からの大規模な流動性の支援を必要としました。

パンデミックに起因した経済危機は市場に対する影響という点では2008年の経済危機との類似点もありますが、その本質は全く異なるものであり、そうした危機への対策として各国の中銀や国際機関が支持した大規模な財政出動は正しい解決策でした。

一方、2020年のコロナ危機は、急停止した経済活動の最前線にいた個人や中小企業を含む、経済構造の大部分に影響が及びました。こうした状況に効率的に対処するには財政出動しかありませんでした。最も必要としているところに流動性を供給する役割を果たすのは中央政府が最適だったからです。経済活動が完全に崩壊し、失業や貧困が政

治によって抑制できないほど急増するのを回避するために、各国政府は失われた賃金を補填し、中小企業に対しては運転資金の融資や減税、賃料の免除といった草の根レベルの支援を行う必要がありました。

金融政策も、間接的ではありましたが重要な役割を果たしました。量的緩和（QE）を通じて、2020年と2021年で合計約12兆米ドル相当の国債が吸収される見通しです¹。注目を集めている現代貨幣理論

（MMT）の支持者であれば、政府債務や財政赤字など「大した問題ではない」との主張でしょうが、そうした財政主導のアプローチには期間や範囲という点で持続可能性に限界があります。だからこそ、早急なワクチン開発が重要なのです（既に接種が始まっています）。

市場は2020年3月の低水準から2つの段階を経て回復しました。3～4月には、「できることは何でもやる」という姿勢の財政および金融政策に同調して、世界的にリスク資産の上昇が起きました。これは、当初導入された厳格なロックダウンが解除されたことに伴う各国の経済活動の（一部は自律的な）「V字」回復を下支えしました。欧州ではパンデミックに起因する諸制限が夏の休暇期間に幅広く緩和されたことで感染の第2波が生じ、米国では熾烈な大統領選が繰り上げられたことで9～10月に投資家の動きは抑制されました（ワクチン開発が期待されていましたが、この時点ではまだ見通しは立っていませんでした）。

その後、米国の選挙結果が確定したことに加え（予想以上の接戦となりましたが、かなりバランスの取れた結果で、大規模な暴動も起こりませんでした。本稿執筆の2020年12月現在）、欧米企業が開発する3種類のワクチンの有効性が3週間の間に相次いで確認され、2021年にはパンデミックの終息があり得るとの期待感からリスク資産は再び急騰しました。

新興国債券はどうなったのか？

一方で、EM諸国は3月のショックから着実に回復に向かいました。当初は先進国市場（DM）と同様の徹底したロックダウンや公衆衛生対策を講じようとしたが、方法は限定的で、政策上の制約もありました。

新興国は先進国に比べて使用可能な金融政策手段が少なく、財政の柔軟性の面からも制約が多く、各国それぞれの試練に直面しました。例えば、ブラジルでは不十分または不適切な管理による感染の大爆発が起きました。インドやインドネシアは、厳格ながら、時には不適切なロックダウンを講じた結果、深刻な景気後退局面に陥りました。ペルーやアルゼンチンは不幸なことに、その両方を経験しました。トルコ、ブラジル、南アフリカなどの諸国では、政策の信頼性や柔軟性に問題を抱えたまま危機に直面した上に、景気低迷や資本流出も重なったため、パンデミックによる経済的影響は甚大でした。

中国や北アジア諸国は明らかな例外となりましたが、これらの国は財政が盤石で公衆衛生面の対応も迅速なことに加え、過去のパンデミックの経験が活かされたと言えます。一方、ロシアやメキシコは経済成長とコロナ危機による影響では大きな代償を払いましたが、賢明な金融政策と責任ある財政運営のおかげで、政策の柔軟性をほぼ維持することができました。

1 2020年11月24日現在。出所：JP Morgan Emerging Market Debt Outlook

しかし、最も顕著なイベントリスクは、アフリカ、中米、中東をはじめとするフロンティア諸国で見られました。正式発表ではコロナ危機の影響は比較的軽微となっていますが、一部の国はデフォルトまたは債務再編の瀬戸際に立たされています。米ドル建てでの借り換え市場が閉ざされる中、経常赤字と財政赤字という双子の赤字の膨張、持続できないほど高水準にある政府債務残高の対GDP比率、原油価格やコモディティ価格の下落といった現下の状況において、各国の債務状況は危険水域が続いています。レバノン、ザンビア、スリナムはパンデミック以降に既にデフォルトに陥り、スリランカも近いうちに仲間入りの可能性があります。イラク、オマーン、コスタリカ、エルサルバドル、アンゴラ、ガボン、チュニジア、パキスタンの債務の状況も危険水域近くで推移しています。一部の国では債務再編が行われるとみられますが、それ以外の国の見通しは世界貿易とコモディティ価格の迅速な正常化にかかっており、それも直近の償還期限までに実現しない可能性があります。

とはいえ、EM諸国におけるこうした重大リスクの大半は十分に認識されており、また投資家のエクスポージャーもそれほど大きくないため、システム危機に発展するリスクは回避されています。

とはいえ、EM諸国におけるこうした重大リスクの大半は十分に認識されており、また投資家のエクスポージャーもそれほど大きくないため、システム危機に発展するリスクは回避されています。EMソブリン債のデフォルト率は2020年

に10.6%まで上昇しま

したが、2021年には低下すると予想しています。これに対して、社債のデフォルト率は2.6%前後と低水準を維持しています²。

2021年のファンダメンタルズ、バリュエーション、テクニカル要因は「ゴルディロックス（適温）」の様相

こうした難局にもかかわらず、新興国を取り巻くファンダメンタルズは2021年に入って改善が見込まれます。新興国債券（EMD）の現時点のバリュエーションは、絶対水準、相対水準共に割安であり、世界のリスク環境がポジティブな中で求められる利回りと流動性を提供しています。こうしたバリュエーションは、米国の選挙結果を受けたバランスの取れた政策、DM諸国における大規模刺激策の影響の長期化、2021年にパンデミックが終息するとの期待によって下支えされています。

EMDの現時点のバリュエーションは、絶対水準、相対水準共に割安であり、世界のリスク環境がポジティブな中で待望の利回りと流動性を提供しています。

EMとDMの短期的な成長格差はポジティブ

新興国の政策当局者は政治経済的判断を合理的に下す傾向があり、結果的に大半の国で感染拡大のリスクが解消されていないにもかかわらず経済活動を再開させていますが、感染の再拡大を回避するために移動制限の再導入を強いられた欧米諸国と比べると、新興国はより着実に回復に向かっています。このため、EMとDMには今後3～6カ月にわたり成長格差が生じると予想されますが、ワクチンが大量に普及すればDMの成長率も急加速し、2020年第2四半期の急落を一気に取り戻すと思われます。こうした状況から、EMの株式や通貨は2021年第1四半期に、バリュエーション面でDM資産に追い付くとみられます。

今のところ、原油およびコモディティセクター全体は複数のテーマによって支えられています。具体的には、中国経済の持続的回復、2021年に世界経済が回復するとの期待感、石油輸出国機構（OPEC）非加盟国を含むOPECプラスによる規律ある供給、鉄鉱石および銅の供給制限などで、これらは全てEMを取り巻くファンダメンタルズにとって好材料となっています。

米国の政策ミックス、金利、流動性の流れ

米国の選挙結果は完全に予想通りとはいきませんでした。接戦だったことやねじれ議会になりそうなことで、米国の財政支出にチェック機能が働かないリスクは軽減され、また過去数カ月間検討されてきた大規模な追加経済対策が覆される心配もなくなりました。これにより、EMDの2021年のトータルリターンの押し下げにつながる恐れのある、米国債利回りの大幅な上昇やイールドカーブのスティープ化といった可能性は低くなりました。（本稿の執筆の2020年12月現在の見方）

2 2020年11月現在。出所：JP Morgan, BAML

米国の財政支出が縮小された場合、FRBによる強力な流動性供給でカバーされることになり、結果として世界的な利回り追求の動きは持続し、米ドルの過剰な流動性がEM資産に流入すると予想されます。

一方、政策ミックスに関しては、米国の財政支出が縮小された場合、米連邦準備制度理事会（FRB）による強力な流動性供給でカバーされることになり、結果として世界的な利回り追求の動きは持続し、米ドルの過剰な流動性がEM資産に流入すると予想されます。歴史的に見ても、これはグローバル経済の回復局面で

よく見られる動きです。しかし、2021年のEMに対するリスク選好の持続には、景気回復を伴う米国債の利回り上昇が、実質金利の上昇ではなく、米国の期待インフレ率の上昇によってどの程度押し上げられるかが重要な要因であり、EM資産の相対的な魅力度が失われないことが肝要です。

EM通貨の上昇は当面続く見込み

予想以上に接戦となった米国の選挙結果により、極端なドル安見通しはやや後退しました。双子の赤字（経常赤字と財政赤字）、米国例外主義の終焉をめぐる飛び交う憶測、あるいは準備通貨としての米ドルの地位低下にもかかわらず、米国経済は引き続き2021年のDM経済の持続的回復を牽引するとみられます。ただし、EM経済が一段と安定的に回復した場合、少なくとも向こう3～6カ月にかけてEM通貨は自国の経済成長とバリュエーション上の割安度を背景に上昇が見込まれます。

これは景気サイクルにおける極めて稀な局面となります。EMの政策当局は失策への応急措置として通貨安をしばしば利用し、2020年には大幅な利下げにより得られるキャリーが低くなっているにもかかわらず、EM通貨の相対バリュエーション（実質ベース）とEM経済がDM経済より速いペースで成長するとの見通しから、EM通貨は2021年第1四半期に上昇すると予想されています。

ハードカレンシー建てEMDは引き続き恩恵を受ける見通し

このような環境は、ハードカレンシー建てEMソブリン債と社債のクレジットスプレッドにとってもプラス材料となるはずですが。パンデミックの後遺症によりDM経済が実際に成長を取り戻すまでには時間がかかるとみられ、強気なFRBが必要に応じて2021年にイールドカーブコントロールに乗り出す可能性もあることから、米国債の利回り上昇は緩やかなものにとどまると考えられます。EMのBB+格債券のクレジットスプレッドは300ベースポイント（bp）台後半の水準にあり、過去12年間の取引レンジ（250～400bp）の最もワイドな水準近くでの取引が続いていますが、バリュエーションや流動性の観点ではDMハイイールド債や投資適格債と遜色ありません。

EM社債は各セクターで堅調

EM社債は相対的に資金流入が少ない状況が続いていますが、通信、中南米の鉱業・金属、中国の不動産、ブラジルの食肉、紙・パルプといった複数のセクターでは、ファンダメンタルズが引き続き堅調です。輸出企業や米ドルで売上高を計上している企業は自国通貨の下落からも恩恵を受けており、金属生産企業の業績は中国製造業の回復に概ね連動しています。

全体的に見ると、社債市場では極端なクレジットイベントは驚くほど見られませんでした。これは主に、リスクの高い債務構造がなく、過去数年間に低下の一途をたどった金利環境下で定期的に借り換えを行ってきたことが理由となっています。危機に直面しているブラジルの航空会社でさえ、2020年10月にキャッシュフローが黒字を回復したことを受けて、社債価格は上昇しました。大半のEM中銀が継続する緩和政策と各国のイールドカーブのスティープ化も、EMの金融機関にとって避けられない不良債権増加の適切な管理に寄与するとみられます。こうしたことから、特定の金融機関が発行するAT1債は、魅力的な予想損失調整後のインカム獲得機会をもたらすと思われます。

現地通貨建てEMDに投資する場合

今後、資産クラスとして現地通貨建てEMDに投資する場合、注意点が2つあります。

- 4.5年満期でクーポン4.5%の場合、当該資産クラスの平均利回りは過去最低水準となっています。
- 国内債務の代替としての国外における資金調達に加えて、一部のEM中銀（インドネシア、南アフリカ、ポーランドなど）が新たに導入したQE政策の後押しがあって債券発行は増加する可能性があり、これはイールドカーブのスティープ化をもたらします。

とはいえ、ブラジルや南アフリカのスティープ化したイールドカーブは最悪の財政圧力をおそらく織り込み済みであり、今後は適切な水準への回帰が予想されることから、これらのイールドカーブにも投資機会は存在します。また、メキシコ、ロシア、インド、インドネシアのように政策に柔軟性があり、利回りの高い国も引き続き魅力的で、10～15年債において利回りは6～8%となっています。さらに、高水準の実質金利の機会がペルー、エジプト、そして可能性としてはウクライナに残っています。

DMクレジットの発行が不足する中でのEMDのテクニカル要因

グローバルの「クロスオーバー」投資家やバランス型「60／40」ファンドは、ある程度の流動性と共に利回りを提供するDM債を見出すのに苦戦しており、テクニカル要因はEMDへの更なる資金流入を引き続き裏付けると予想されます。

グローバルの「クロスオーバー」投資家やバランス型「60／40」ファンドは、ある程度の流動性と共に利回りを提供するDM債を見出すのに苦戦しており、テクニカル要因はEMDへの更なる資金流入を引き続き裏付けると予想されます。2021年の米国社債の供給は12年ぶりの低水準になるとみられ³、利回りも数年来の低水準で新年をスタートしました（米ドルベース）。EMファンドの資金フローでは、9月以降、米ドル建てソブリン債への資金流入傾向が示されており、現地通貨建てEM資産に対する関心の高まりとともに、EM資産の保有状況がより通常のパターンに戻る可能性は引き続き高いと考えられます。こうした点を踏まえると、2021年に予想されるEMソブリン債と社債の大幅な発行増加は歓迎されるに違いありません。

通貨高はいつまで続くのか？

当社は2021年にかけて全てのEMD資産クラスが好調に推移すると楽観的な見方をしていますが、これは当社の見通しとしては稀なケースであり、明確に順序を追って説明すべきでしょう。

現在の全面高の様相は1月まで続く見込みですが、その間にバリュエーション面で不規則な動きが見られる可能性は常にあります。クリスマス休暇後に欧米で感染状況が悪化する公算が大きく、例年1月にEM債の発行が増加することと相まって、バリュエーションの短期的急落につながるかもしれません。

現在の基調が続く場合、EMD資産は、1月末にファンダメンタルズに基づく適正価値と当社がみなす水準に達すると予想されます。すなわち、JPモルガンEMBIグローバル指数のスプレッドは更に30～40bpタイト化し、EM通貨は更に5～7%上昇すると当社は予想します。

現在の基調が続く場合、EMD資産は、1月末にファンダメンタルズに基づく適正価値と当社がみなす水準に達すると予想されます。

適正価値そしてその先へ

ただし、EMDの上昇基調は、野心的な行動、ポジショニングの問題、利回り追求、より割高な伝統的資産クラスとの相対価値といった複数の要因により、適正価値を超えて更に続きそうです。世界中のさまざまな顧客との意見交換を通じた洞察に基づく、機関投資家のマナデートや資産配分においてEMD資産の割合が上昇しており、新年最初の数カ月に資金が流入すると当社は認識しています（既にクロスオーバー投資家、個人投資家、グローバル・プライベートバンクは、2020年9月以降市場に参入しています）。そうなれば、スプレッド、利回り、通貨の価値は適正価値とみなされる水準を大きく超えることもあり得ます。

この間、当社は通貨およびハイイールド債全般のロング・ポジションを維持する方針で、「モメンタム」資産やスプレッドの縮小を見込んだトレードを選好します。

こうしたEM資産の好調期は、広範なワクチン接種の効果が欧米のマクロ情勢に実際に反映され始めるまで続くと推測されます。ワクチンの効果が表れて恩恵を受けるのはおそらくEMよりもDMであり、DM経済は最終的に長引くロックダウンから脱却するでしょうが、多くのEM諸国はワクチン供給の順番待ちの最後尾にいます。加えて、G7の中銀と政府は、景気回復の腰折れを回避するための保守的な判断から、景気刺激策を延長しようとするかもしれません。こうした緩和策が実施されれば、リフレの兆候の増加と共に、当面の間グロース株と米ドルの復活が正当化される可能性が

あります。これは必ずしもEMの急落を予兆するものではありませんが、とりわけ米国債利回りが実質利回りに牽引されて上昇し、FRBの「自由放任的」政策運営を疑問視する動きにつながれば、スプレッドのタイト化と通貨高のトレンドはこの時点で足踏みすることも考えられます。

従って、当初のEMDの上昇基調は、2021年第2四半期末頃に、利益確定や反落のリスクに直面する恐れがあります。

従って、当初のEMDの上昇基調は、2021年第2四半期末頃に、利益確定や反落のリスクに直面する恐れがあります。その時には穏やかなタイト化環境が醸成されていると考えられ、

米国債利回りの調整には限界があるため、投資家は複利のインカムとスプレッドの小幅縮小に注目するようになるでしょう。そこで取るべき適切なアプローチとは、パフォーマンスの要として改めてインカムに注目しながら、EM市場との連動性が低い特異な投資機会または国をまたいだ相対価値トレードからアルファ獲得の機会を模索することだと当社は考えています。

年後半はより厳しい展開を予想

当社は現在の危機の影響が長期化することを懸念しており、そのため、世界的にインフレ率が上昇・持続するとの見通しについて疑問視しています。ワクチンの接種が始まったにもかかわらず、以下のリスク要因によって、回復プロセスは大方の予想より遅くなる可能性が高そうです。

- 刺激策によって「ゾンビ」企業が延命
- 構造的失業の増加
- より保守的な消費行動の長期化（中国では、全面的な経済再開から時間が経っているにもかかわらず、そうした傾向が見られます）
- 成長痛。事業モデルの転換を強いられた多くのセクター（エンターテインメント、旅行、運輸、目抜き通りの小売業、商業用不動産、文化的製品など）は、いずれ新たな成長の牽引役になると思われますが、その前に、企業としての投資や収益の見通しが立たない期間を乗り越える必要があります。

結局のところ、一挙両得とはならないことを合理的に理解しなければなりません。すなわち、コロナ危機の後遺症が長引いて早急な正常化期待が打ち碎かれるか、あるいは、世界的に経済活動が正常化しても、将来の政策ミスや混乱を回避するために緊縮財政論の高まりを受け入れるか、2つに1つしかありません。当社は主にこうした理由から、2021年下半期についてやや厳しい見通しを立てています。確かに、世界の政策当局者は、国民の不満の高まりと所得格差拡大の解消に加えて、将来的な統治能力の問題を回避するため、引き続き意識的に政治経済学的方針を取捨選択し、インフレおよび将来の政策の信頼性にある程度リスクを負い続けるでしょう。

最終的に、EMD資産クラスの2021年のリターンは満足できるものになる公算が大きいものの、EMD投資家にとって2021年は引き続き難しい年になりそうです。ファンダメンタルズに基づくバリュエーションが時に不明確になる環境、そして相対価値やテクニカル要因が重要な役割を果たす可能性が高い環境にあっては、市場のタイミングを適切に見極め、リターンの各種源泉をうまく入れ替えることが重要になると考えられます。2021年のキャピタルゲインの大半は上半期に実現すると思われ、下半期にはインカム創出や相対価値を生み出す要因が注目されるかもしれません。

2021年のキャピタルゲインの大半は上半期に実現すると思われ、下半期にはインカム創出や相対価値を生み出す要因が注目されるかもしれません。

2021年の注目ポイント

中国: 新たな準備通貨か?

中国（実際にはアジア）が2020年末のコンセンサストレードとなりました。他の新興国および先進国の双方と比較した経済成長力、パンデミックの封じ込め、強力な財政支援、10年債利回りが3.3%の中国国債の主要グローバル債券指数への組み入れは、いずれもかなり明確なマクロトレードの材料となりました。一方、中国は財政出動による製造業主導のリフレから、金融政策による消費主導型のリフレに軸足を移そうとしており、2021年に中国の成長モメンタムは頭打ちとなる可能性があります。こうした中、中国の国内金融システムの長期改革は今後も続くと考えられ、それに伴いデフォルトが発生する恐れがあり、投資家のリスク選好度が揺らぐ局面があるかもしれません。財や資本の構造的輸入国となった時のために国内市場の成熟は、海外投資家の資金を国内市場に呼び込むために必要とされます。このような環境下で中国国債は引き続き構造的に魅力的な投資機会になると予想しますが、人民元の上昇基調は、成長モメンタムが減速し始める2021年のある時点で足踏みする可能性があります。

正常化トレードに衆目が集まる

2021年には、多くの投資家が「正常化」を見越したトレード構築に知力を傾けるでしょう。

観光業の正常化は年後半になりそうですが、多くの国にとって2020年に陥った苦境から脱却する助けになるはず。特に、トルコ、チュニジア、エジプト、モロッコ、ドミニカ共和国、スリランカ、タイは、歴史的に見て観光関連の資金流入がそれぞれGDPの7～13%を占めているため、見通しの改善につながると期待されます。同様に、一部の国では、国際収支に大きく貢献している海外就労者からの送金が回復するとみられ、先行き見通しの改善につながります。スリランカ、フィリピン、エルサルバドル、コスタリカ、エクアドルは特にそうしたトレンドの恩恵を受けると考えられます。

一部のEM諸国では政策余地が限られており、その多くはDM諸国より早期に財政収支の是正を迫られると予想されます。

金融・財政政策の「出口」戦略のタイミングや順番もまた、2021年の正常化の重要な焦点になると考えられます。一部のEM諸国では政策余地が限られており、その多くはDM諸国より早期に財政収支の是正を迫られると予想されます。実際、時期尚早の引き締めには成長リスクや政治リスクが伴うものの、一部の行き過ぎた状況では財政の正常化は必要になると思われ、個別には以下のように当社は考えます。

- **ブラジル** は、国内債務の状況が不安定なことから、2021年上半期に緊縮財政を打ち出すことにより、国内投資家の不安を早急に解消する必要に迫られるはず。
- **南アフリカ** は国営電力会社エスコムの再編を進めつつ、公的セクターで2,300億ランドの賃金削減を目指すと考えられます。
- **トルコ** では、とりわけ通貨の価値保存手段としての位置づけが国民の間で崩れ始める中、マイナスの外貨準備を抱えつつ低金利と財政拡大という政策の行き詰まりへの対応を強いられると推察されます。

これらの主要新興国は自国の運命をまだコントロールすることが可能ですが、政策正常化が早期に実現すれば、2021年の成長シナリオを描くための大きな支援材料となるかもしれません（政治的な困難を伴う取引が一部あったとしても）。

原油価格はピーク水準

原油価格の暴落は見込んでいませんが、現水準からの上値余地は限定的とみています。これまで抑制されていた供給が、追い詰められたOPECプラスの一部が増産に走るリスクに加えて、米国シェール企業の生産開始の可能性を踏まえると、おそらく1バレル45～55米ドルのレンジが妥当と判断します。

原油の消費に関しては、世界の主要国で再生可能エネルギーへの移行シナリオを策定し、戦略的転換を図る動きが増え、2020年は電気自動車の需要が急激に加速しました。そのため、原油需要が予想以上に早くピーク水準に達するとの観測が浮上しています。2021年はこうした新たな需給力学が試される1年になる見込みで、アンゴラ、ガボン、イラク、エクアドル、オマーンといったEM産油国の債務の持続可能性見通しの再評価につながることも考えられます。

2021年の政府支出：環境・社会・ガバナンス（ESG）を優先する機会

コロナ危機は世界各国の政府にとって、財政出動を通じて政策議題の主導権を取り戻すと同時に、ESG課題を優先政策にするという、またとない機会を創出しました。多くの国はこの機会を適切に活用し、支出の条件に環境目標を設定しており（例えば、先ごろ承認された7,500億ユーロ規模のEUの財政措置の37%はエネルギー移行プロジェクトに使用することが義務付けられています）、これは持続可能な成長に対するグローバルマインドの歴史的転換になり得ると言えそうです。十分な財政支援のおかげで、グリーン経済で利益を稼得することは既に希望的観測の域を出たと考えられます。

十分な財政支援のおかげで、グリーン経済で利益を稼得することは既に希望的観測の域を出たと考えられます。

実際、既に2020年にEMD投資業界でも、ESGに対する考え方が様変わりしました。EM関連のポートフォリオマネージャーは、協力すればEM諸国の政府からより持続可能な政策を引き出せること、そして二酸化炭素排出量が特に多い発行体と直接意見交換することで気候変動対策に影響を及ぼす可能性があることを認識したようです。

当社のフィニステール新興国債券トータルリターン戦略はこの点に関して、アクティビストとしての役割を一段と強化するためのアプローチを考案する方針であり、2021年は運用プロセスの大半でESG目標を更に取り入れる計画です。

将来のEM債務再編に対する民間セクターの関与

G20諸国はパンデミックにより、最貧国73カ国に二国間および多国間の債務返済を猶予する債務支払猶予イニシアティブ（DSSI）を初めて採用し、その後延長しました。これに関連して、世界の政策当局者、国際通貨基金（IMF）、経済協力開発機構（OECD）、世界銀行から、将来の債務再編に民間セクターが自動的に関与するべきとの強い要望が出されました。

ただし、民間債務者に対して受託者義務と矛盾する条件への合意を強制する然るべき法制度が整っていないため、こうした要請の効力はおそらく限定的と思われる。一方で、G20諸国の予算は限られており、今後は自国の支出を削減する必要を余儀なくされることから、こうした意見は2021年に一層強まりそうです。

米国バイデン政権、国際社会での新たな役割

米国のバイデン次期大統領は、トランプ政権が採用していた孤立主義的、そして時にはまさに敵対的なアプローチから180度方向転換するというのが大方の見方です。気候変動に関するパリ協定や世界保健機関（WHO）に復帰するとの決定が示すように、多国間協調主義がある程度復活し、米国は再び「ルールに則って」行動するようになると予想されます。また、国務省で同意に基づく指名が行われることで、米国の外交は再び力を得るであろうことを指摘しておきます。

中国に対する封じ込め路線は戦略的な目標として維持されたと考えています。香港情勢をめぐり人権問題が大きな争点となる公算が大きく、バイデン政権はおそらく欧州の同盟国と協力体制の構築を目指すはずです。更にイランとの核合意への復帰が見込まれます。以上を総合的に判断して、当社は地政学的問題に対してより予測可能なアプローチが取られるとみており、当該アプローチでは直ちに結果を出せない可能性もありますが、グローバル市場のイベントリスクは低減するものと見ています。

This material is provided by and represents the current views and opinions of Finisterre Capital, a specialized investment boutique of Principal Global Investors. Principal Global Investors leads global asset management at Principal®.

Risk Considerations

Investing involves risk, including possible loss of principal. Fixed-income investments are subject to interest rate risk; as interest rates rise their value will decline. International and global investing involves greater risks such as currency fluctuations, political/social instability and differing accounting standards. Risk is magnified in emerging markets, which may lack established legal, political, business or social structures to support securities markets. Emerging market debt may be subject to heightened default and liquidity risk. Emerging market debt may be subject to heightened default and liquidity risk. Investment in foreign currency can result in losses and values may fluctuate based on foreign exchange rates, exchange restrictions, or other actions of governments or central banks.

Important Information

This material covers general information only and does not take account of any investor's investment objectives or financial situation and should not be construed as specific investment advice, a recommendation, or be relied on in any way as a guarantee, promise, forecast or prediction of future events regarding an investment or the markets in general. The opinions and predictions expressed are subject to change without prior notice. The information presented has been derived from sources believed to be accurate; however, we do not independently verify or guarantee its accuracy or validity. Any reference to a specific investment or security does not constitute a recommendation to buy, sell, or hold such investment or security, nor an indication that the investment manager or its affiliates has recommended a specific security for any client account. Subject to any contrary provisions of applicable law, the investment manager and its affiliates, and their officers, directors, employees, agents, disclaim any express or implied warranty of reliability or accuracy and any responsibility arising in any way (including by reason of negligence) for errors or omissions in the information or data provided.

This material may contain 'forward-looking' information that is not purely historical in nature and may include, among other things, projections and forecasts. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader.

This material is not intended for distribution to or use by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

Principal Funds, Inc. is distributed by Principal Funds Distributor, Inc

■運用報酬等について

当運用戦略は、投資一任契約資産からフィニステール・キャピタル LLP が運用する外国籍ファンドにご投資する方法でご提供することを想定しています。

諸費用	標準料率（税抜/年率）
投資一任契約に係る運用報酬	0.10%または 100 万円のいずれか大きいほう
ファンド管理報酬	ファンド全体の純資産総額の 0.85%
受託報酬	ファンド全体の純資産総額の最大 0.022% ただし、年間最低受託報酬額は 1 万 5 千米ドルとします。

また、買付あるいは解約申込時に、希薄化防止賦課金が適用される場合があります。本賦課金の額は市場環境等を考慮し計算され、有価証券の売買に伴う費用等に充当されます。

上記のほか、その他の費用（売買手数料、証券保管費用等）が発生しますが、運用状況などにより金額が変動するため事前に表示することができません。その他の費用同様、それらを含む手数料の合計額、または上限額についても、事前に表示することができません。

■リスクについて

債券運用には主に以下のようなリスクがあります。したがって、お客さまの投資元本は保証されているものではなく、これらにより損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

- 金利リスク：一般に債券の価格は、金利が上昇すれば低下し、金利が低下すれば上昇するという金利変動の影響を受け、価格が下がるリスクを持っています。
- 信用リスク：一般に債券の価格は、企業業績等が発行体の元利支払能力や格付けに影響を与え、価格が下がるリスクをもっています。当運用戦略で投資する可能性のあるハイールド社債及びエマージング債券等は一般債券と比べ、信用度が低いいため前記の影響を強く受け、価格変動がより大きくなる傾向があります。景気の後退局面では特にこの傾向が顕著です。また利払いや償還金の支払が遅延または停止されるリスクも一般債券と比べ大きく、リスク管理によっても回避できない場合があります。
- 流動性リスク：ハイールド社債及びエマージング債券等は一般の債券に比べ市場規模や取引量が少なく、組入銘柄の売却と現金化が必要な場合に、売却が遅れたり期待する価格で売却できない場合があります。また売却と現金化を優先するため、他の良好な投資機会を見送る場合もあります。
- 期限前償還リスク：当初の期限前償還禁止期間を過ぎると、金利情勢や発行体の財務状況等により、満期前であっても償還されるリスクがあります。
- 為替変動リスク：組入資産については、原則として対円での為替ヘッジを行いません。したがって、円ベースの運用成果は為替レートの変動に大きく影響されます。
- デリバティブリスク：金融商品取引契約に基づくデリバティブとよばれる金融派生商品を用いることがあり、その価値は基礎となる原資産価値や指標などに依存して変動し、デリバティブの種類によっては、基礎となる原資産や指標の価値以上に変動するリスクがあります。また、取引相手の倒産などにより、当初の契約通りの取引を実行できず損失を被るリスク、取引を決済する場合に反対売買が出来なくなるリスク、理論価格よりも大幅に不利な条件でしか反対売買ができなくなるリスクなどがあります。
- カントリーリスク：組入資産の価格は、発行または取引する国の政策、税制、法制、事業規制、投資規制などの影響を受けて変動し、価格が低下するリスクがあります。

■重要な情報

当資料は、投資一任契約に基づく記載戦略の説明を目的としたものであり、個別商品の勧誘を目的とするものではありません。

当資料の情報は、弊社及びプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社において信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、適用法令にて規定されるものを除き、弊社およびプリンシパル・ファイナンシャル・グループの関連会社は当資料中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を保証するものではありません。また、当資料中の意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく変更されることがあります。当資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部をコピーすることや配布することは出来ません。なお、当資料中の情報は、投資に関する完全な情報が記載されているものとして依拠されるべきではありません。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

東京都千代田区内幸町一丁目 1 番 1 号 帝国ホテルタワー

お問合せ先：営業部 03-3519-7880(代表)/pgij.marketing@principal.com

ホームページ：http://www.principalglobal.jp

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 462 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