

## 2020 年の新興国債券（EMD）：「アルファ」の年、そして「政治経済学」の復活

新興国市場（EM）にとって再び激動の展開となった 2019 年が終わり、この機会に 2020 年代最初の年が EMD（新興国債券）投資家にとってどのようなものになるのか、じっくり考察してみたいと思います。

**2019 年の金融緩和、そして財政の刺激策が奏功し、2020 年の世界経済は好調なスタートを切ると予想されます**

新興国市場は 2019 年に、最悪だった 2018 年から完全に反転したように見えます。ほとんどのリスク資産のパフォーマンスは強含んで年を終えました。

世界の中央銀行の大半が 2018 年に金融政策の正常化を試みたものの、2019 年初めに政策運営を 180 度転換しました。2018 年初めは「世界同時成長」というテーマが話題に上ったものの、世界的なポピュリズムの急激な台頭、地政学的圧力要因、米中の覇権争いの激化を背景に、当該テーマが完全に崩壊したことが明らかになったからです。これらの要因は民間企業による投資や貿易量の世界的縮小を加速させるきっかけとなり、最終的に新興国と先進国における資産価格の調整につながりました。

各国中銀の政策転換を契機に 2019 年前半は資産価格が大幅に上昇し、EMD のパフォーマンスは 1 月から堅調に推移し始めました。しかし、3 月には早くも G3 の間で量的緩和（QE）の新たな動きが浮上し、金融政策の運営能力に対する信頼性に陰りが見え始めました。

その時点で、当社は財政支出が再び世界的に俎上に載ってくる可能性を指摘したものの、当初は一貫性に乏しく無秩序な形で実施される、と考えていました。その後、この指摘が正しかったことは、南欧や中国のみならず、ポーランド、韓国、インドネシア、インド、そして直近では（圧力にさらされた結果ですが）チリなどの主要 EM 諸国で起きたことで証明されました。当社が最初に指摘した際にはあまり支持されませんでした。効果がますます薄れる金融刺激策への依存度を低下させる必要性に加えて、グローバルな政策ミックスに財政支出をある程度含めるメリットを支持する意見が、年後半にかけて増えていきました。

こうしたグローバルな政策転換は 2019 年の EMD 資産に大きく寄与し、EM の政策当局が待ち望んだ政策運営の柔軟性をもたらし、投資家のリスク選好度を再び押し上げ、世界規模での利回り追求の動きを復活させ、そして何よりも、米国債主導の強力なデュレーション・ラリー局面を創出しました。危機に直面していた中銀を除き、実質的にすべての EM 中銀で

利下げが可能となり、多くの場合、GDPの0.3~1.0%相当の押し上げ効果を持つ財政支出と共に実施されました。

世界中で地政学上の逆風が強まり、米中貿易摩擦やブレグジットをめぐる不透明感が払拭されない中で、当社は「トップダウン」の観点から新興国の成長見通しに対し前向きな見方で2019年末を迎えました。EMの経済活動の水準は、東南アジアからブラジル、トルコ、おそらくロシアや東欧でも底入れの様相を強めており、2020年上半期の成長は先進国を上回るとみられます。米国と中国が関税を完全撤廃する可能性や2019年12月の英国総選挙で保守党が過半数を制して歴史的勝利を収めたことなど、最近のニュースを受けて、2020年のリスク資産はEM通貨を中心に比較的好調な滑り出しとなっており、EMハイイールド債のスプレッドは一段と縮小すると考えます。

世界中で地政学上の逆風が吹き、米中貿易摩擦やブレグジットをめぐる不透明感が払拭されない環境下でしたが、当社は「トップダウン」の観点からEMD成長見通しに対し明るい見通しを持ったままで2019年末を迎えました。

ポピュリズムの急激な台頭、米ドルの調達競争、グローバルのイベントリスクはEMD投資家にとってどのような意味合いを持つのでしょうか

2019年は国・地域やセクターによるリターンのばらつきも散見されました。背景には、アルゼンチン、エクアドル、ボリビア、レバノン、イラクなどの多くの地域でイベントリスクが急上昇したことがあり、その中には、EM諸国の中で従来は最も安定し予測しやすいとされてきた香港やチリなども含まれました。

これらのリスクの特性は多種多様ですが、当社が2018年後半以降に注目した以下の2つの強力なテーマを通じてつながっています。

- 世界的に共有される国民の不満を背景にしたポピュリズムの台頭
- 世界の中央銀行が流動性を潤沢に供給する一方で、米ドルを中心に、流動性を利用するための選別や競争がますます厳しくなっているという矛盾した状況

これらのテーマは、EMD投資家にとってイベント主導型の投資環境への移行の理由として、十分に説得力があると考えます。

EMD投資家は認識を改める時期に来ています。すなわち、国やインデックス構成銘柄のリターンの分散レベルの上昇、ならびに一段と不安定化する市場動向への適応を迫られることを意味します。「ベンチマークに基づく」伝統的な投資手法では、今後迎える投資環境へ

の適応はますます難しくなります。

## 世界的なポピュリズムの急激な台頭は、「政治経済学」の復活およびEM投資家にとって変化を告げる警告

フィリピン、ロシア、トルコ、ポーランド、ハンガリー、ブラジルなど多くの主要EM諸国では、新しいタイプの指導者が誕生して（または勢いを増して）います。多くの場合、その背景には、同一性を重要視するアイデンティティ政治（同一性に基づく集団の利益を代弁して行う政治活動）、反移民、汚職防止、法律と秩序といったプラットフォームに基づくナショナリズム的命題があります。この「右派」ポピュリズムの最初の波は、マクロ政策にプラスとマイナス両方の影響をもたらしました。最も評価できることとしては、ブラジルのジャイル・ボルソナロ大統領など一部の指導者が、マクロ経済学に頼らず、政策決定を適任者に委ねた点でしょう。最悪の事例としては、右派政権への転換が、フィリピンにおける大規模な国内投資による財政収支と経常収支への大幅な負担、ハンガリーの非伝統的な金融政策による歪み、トルコの破壊的な「成長至上主義」など、マクロ経済政策における意思決定の不確実性上昇につながったことが挙げられます。

一方、メキシコの大統領選でアンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール（通称AMLOアムロ）氏が勝利したこと、香港、イラク、レバノン、エクアドル、ボリビア、チリなど各国で市民による抗議活動が急増したこと、ペルーの内閣総辞職やアルゼンチン大統領選でのフェルナンデス氏勝利などは、世界的なポピュリズムの流れが左方向にシフトしている可能性を示しています。これらはおそらく、為政者による意図的な放置ないしは完全な能力不足により、根本的に解決できていない問題が多く残っているからでしょう（例えば、所得格差、さらなる富の再配分の要求、輸送コストの高さ、そして不動産、公共サービス、医療、教育へのアクセス改善などの問題が挙げられます）。

## EM市場では「イベント主導型」の傾向が強まっており、これが多くのEM投資家の認識にショックを与えています。

その結果、マクロ経済政策はもはや以前のように分かりやすく予測可能なものではありません。メキシコ、香港、チリなど、かつては制度の信頼性や安定性の拠り所とされていた一部の国・地域では、長期投資の見通しはもはや良好とは言えません（例えば、従来はリスク回避志向の欧州の保険会社が、メキシコで15年社債に投資することもありました）。EM市場では「イベント主導型」の傾向が強まっており、これが多くのEM投資家の認識を改めさせることになりました。

現在の環境は「政治経済学」の復活と特徴づけることができます。多くの場合、マクロ政策

は、直近では 1980 年代から 1990 年代初頭にかけて経験したように、合理的なマクロ理論と政治目標との妥協の産物と言えるでしょう。つまり、純粋にマクロの観点から見ると理屈に合わない政策判断が増えていることも、政治や地政学要因が優先されていることを踏まえれば理解できるかもしれません。例えば、トルコのエルドアン大統領が経済成長を優先する余り、大幅なリラ安とインフレ上昇に直面しても中銀の利上げを阻止することに経済的な意味はありません。他にも、メキシコのアムロ大統領が建設半ばのメキシコシティの空港プロジェクトを全面中止するなど、コストが嵩む製油所への投資を優先するために化石燃料に関する法律を凍結してメキシコ石油公社（ペメックス）の油田への海外共同投資を認める決定も同様です。しかし、これらの政策判断は、再選を目指すエルドアン大統領や、財政負担や信頼性への打撃が大きくなって主権を見直したいアムロ大統領が示すナショナリズム的アジェンダには、完全に合致します。米国が戦略的な力を誇示するために関税強化を脅しに使うのも同様であると考えてよいでしょう。ただし、あらゆる証拠が示すように、こうした政治的判断に基づく政策の最後に待っているのは潜在成長力の低下です。

**現在の環境は「政治経済学」の復活と特徴づけることができます。多くの場合、マクロ政策は合理的なマクロ理論と政治目標との妥協の産物と言えるでしょう。**

過去に遡ると、1990 年代後半から 2000 年代初めは広い意味で、マクロ合理性の時代と表現できます。アジア、ロシア、アルゼンチン危機の後遺症を受けて、大半の EM 政策当局は財政・金融政策および国際収支の改革に関して「ワシントン・コンセンサス」（先進国の国際機関が新興国に融資する際に条件とした、市場原理に基づく財政政策や税制改革、規制改革など）を採用しました。市場は当時、成長戦略、金融政策、財政シグナルに的確に反応していました。2000 年代半ば以降の民間部門の信用やレバレッジの世界的蓄積が、ファンダメンタルズに対する市場の反応を歪め、最終的に 2008 年の世界金融危機につながりました。その後に来たのが量的緩和（QE）時代であり、これが伝統的なマクロ・シグナルに対するあらゆる市場の反応を本質的に減弱させ、ボラティリティ、リスクプレミアム、デフォルト率を実質的に抑制しました。2018 年のグローバル金融政策の「正常化」が目指していたのは、ボラティリティやリスクプレミアムをより「通常の」水準に戻すといった、市場動向のバランス是正でした。

しかし、2019 年に世界各国で緩和政策が完全復活し（金融に加え、財政も徐々に拡張）、G3 で QE が再開したにもかかわらず、一貫性のない政策の策定、EM と先進国市場（DM）の地政学リスクの上昇、政治との相互作用がもたらしたマクロ・シグナルの難解な解釈により、投資見通しは不透明になっています。その結果、国や発行体ごとのリターンのはばらつきが拡大し、イベントリスクが高まっています。投資家は、こうした政治経済学シグナルを読み解く方法を改めて学ぶ必要に迫られるでしょう。

**2020年に関する疑問は、左派ポピュリズムに発展するような、世界的に共有される新たな不満が足元で広がっているかどうかです。**

2020年に関する疑問は、強力な指導者の誕生につながった不満の根本原因が解決していない中で、左派ポピュリズムに発展するような、世界的に共有される新たな不満が足元で広がっているかどうかです。確かに、足元見られたポピュリズムは、伝統的な社会主義者／共産主義左翼というよりも、社会政策／再分配政策とナショナリズムの融合によるものに見えます。メキシコのアムロ大統領は非常に高い支持率を維持しており、こうした運動を盛り上げる新たなリーダーなのかもしれません。

### グローバル市場に溢れる流動性と米ドル資金調達競争激化という矛盾した状況

グローバル流動性の潤沢な供給環境の回復にもかかわらず、2017年の米税制改革に伴い海外に滞留する大量の米ドル資金が米国内に環流したため、米ドル資金の調達および流動性へのアクセスが依然として極めて困難であることも懸念されます。米国外のドル需要が依然として旺盛である一方、米国外の銀行のドル残高が縮小している点も、最近の米レポ市場の緊張の一因と考えられます。

ドルの需要サイドである中国、香港、シンガポールの銀行セクター、およびフランスとドイツの銀行は、今後数年間に満期を迎える海外での米ドル建て借入を大量に抱えています。

そのため、これらのEM発行体（政府、企業を問わず）にとって、高水準の短期借り換えニーズと政策への信頼性と柔軟性の問題（多くの場合、ポピュリスト圧力とつながっている）が組み合わさった、難しい資金調達環境が引き続き生まれています。これは2018年および2019年に多くの状況、特に小規模な「フロンティア」新興国で見られたことです。2018年初め以降のEMの様々な状況に、この「資金調達ニーズ + 信頼性ギャップ」というフィルターを通すことにより、当社のEMトータルリターン戦略は、トルコ、アルゼンチン、レバノン、バーレーンなどの現状を把握することでリスクを回避し、時には当該局面から恩恵を受けることができました。この分析は、当社が現在行っている複数の投資判断の指針となっています。例えば、当社はエジプト、バーレーン、コートジボワール、ウクライナへの配分を強く選好する一方、過去3カ月にわたりナイジェリア、イラク、スリランカへの投資を削減し、同時にアルゼンチン、エクアドル、レバノンなど、2019年の「地雷が埋まった国」の下落は回避しました。

2020年もリターンと状況は、フロンティア市場を中心に引き続きばらつきがあるものの、状況が改善を示す可能性もあります。今後数カ月以内に、エクアドル、チリ、アルゼンチン、トルコ、場合によっては南アフリカでも、基調が反転する可能性があるかとみています。

## 2020 年の EMD の基調

前述の通り、2019 年にリスク選好度とグローバル成長を押し下げた 2 つの重要な要因は、現在のところ解消したように見受けられます。英国総選挙での保守党の地滑りの勝利は少なくとも 2020 年 1 月 31 日のブレグジット実現に道を開いており、米中通商交渉は「第一段階」の合意（一部の関税撤回を含む）に至りました。英国と EU に関しては難航が予想される通商交渉が近く再び注目を集めると思われ、また米中の覇権争いは今後も続くと考えられますが、こうした合意に繋がる動きは 2020 年初めの世界のリスク選好度の支援材料になりそうです。

減速が続く DM の経済、景気／市場サイクルの転換点を迎える可能性、米大統領選リスクなどの逆風は、引き続き将来のセンチメントの重しとなります。しかし今のところは、ブレグジットと米中貿易摩擦をめぐる不透明感の後退により、EMD 投資家は前向きな意欲を持って新年をスタートすることができました。さらに、企業の景況感やグローバル貿易量の改善も今後数週間でマクロデータに反映され始めるでしょう。最終的に、EM 債券投資家は「熱過ぎず、冷た過ぎない」理想的なグローバル環境、すなわち重大なシステミックリスクを伴わず、安定したインカムの源泉を後押しする環境を享受できると考えます。

マクロの観点では、EM の全般的な政策の方向性は、2019 年のように概ね緩和的に維持される見込みです。中銀はインフレのリスクをある程度取る体制が整っており、引き続きハト派に傾き過ぎるきらいがあります。しかし、政府も財政圧力の軽減に注力、またはチリのようになり、金融刺激策に加えて財政からある程度の支出が追加されるとみられます。

**最終的に、EM 債券投資家は「熱過ぎず、冷た過ぎない」理想的なグローバル環境、すなわち重大なシステミックリスクを伴わず、安定したインカムの源泉を後押しする環境を享受できると考えます。**

全般的に、これは大半の新興国にとってプラスになる見通しです。ただし、効力があり利用しやすい刺激策と、政策に対する信頼性やマクロの安定性に影響を及ぼす制御されていない支出の差は紙一重です。だからこそ、これはフロンティア新興国にとって引き続き重要になると考えられます。これらの諸国では、2019 年にレバノン、エクアドル、アルゼンチン、ボリビア、そして程度は低いもののチリで見られたように、持続可能性と危機の境界線が事前警告なく容易に超えられて危機に陥る可能性があります。中銀のハト派姿勢と財政面からの債券供給の組み合わせにより通常は国内金利カーブはスティープ化するものの、政策に対する信頼性がリスクにさらされていると市場が認識すると、対外債務のスプレッドは拡大する恐れがあります。マクロの安定性が疑問視されない限り、EM 通貨は実際の成長率の押し上げにつながる刺激策にプラスに反応すると考えます。

DMの精彩に欠ける成長見通し（米国のモメンタム減速、EUと英国の漸進的な進展）に対して、EMは全体として政策の柔軟性に支えられ、2020年初めに一段と堅調さを示すと引き続き考えています。しかし、地政学リスクや社会問題を背景にEMD資産の投資環境は「イベント主導型」の傾向を強め、EMDマネージャーは「アルファ」トレーダーになることを余儀なくされ、2019年よりもはるかに戦術的に市場のタイミングを見極める必要に迫られると思われま

す。力強さには欠けるものの回復中である世界経済成長見通し、根強い政治および社会の不透明感、極めて緩和的なグローバル政策ミックスの組み合わせは、EMD資産にとって総じて良好な環境を生み出しており、投資家はインカムの源泉を確保しつつ、様々な差別化された状況においてアクティブなポジショニングをとることで、戦術的に利益を得ることも可能だと考えます。

各国のイールドカーブは、金融スタンスがハト派的で財政政策が拡張的な環境下では長期金利が上昇するとみられます。成長見通しが改善すれば、保有比率が低くアンダーパフォームしていることが既知のEM株式に関心が集まり、その場合には特に、EM通貨が対米ドルで上昇すると考えられます。一般的に、EMソブリン債のクレジットスプレッドは、世界的な利回り追求や、DMソブリン債と比べた魅力的なバリュートを背景により安定的に推移すると予想され、JPモルガンEMBIグローバル・ディバーシファイド指数のスプレッドは、2018年に付けた250bpのタイトな水準まで戻る可能性もあります。ただし、一般的なスプレッドのタイト化でハイイールド債と投資適格債の格差が縮小しても、2019年のように、国ごとのばらつきは続く見通しです。

多くのEM投資家はこのように差別化され、ばらつきのある環境を経験したことはなく、一部は、特にアルゼンチン、レバノン、エクアドルにおける最近のドローダウンを通じて急速に学習していることは確かです。政治経済的要因をファンダメンタルズ分析と統合すること、および変動が激しく「アルファ主導型」の環境を乗り切るために必要な柔軟性と確信を備えることは、ベンチマークに基づく伝統的な投資手法では容易ではないかもしれませ

**2020年は「アルファ」の深掘り、相対価値取引、市場のタイミングの見極めが重要になると考えます。**

2020年は「アルファ」の深掘り、相対価値取引、市場のタイミングの見極めが重要になるとみられます。従って、EMD投資家は、取引が比較的狭いレンジにとどまりリターン

一チを取る必要があります。それでも新興国債券市場から魅力的なリターンを得る可能性はまだ残っています。

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、複数のインカム創出ポジション、特定の個別アルファ獲得機会への選択的アプローチ、流動性が高く「ベータ」感応度の高い EMD 債券や通貨に機動的に資産配分を行うことで、短期的な市場トレンドも捉え、トータルリターン目標を十分に達成できると考えています。

## 主要新興国の 2020 年の見通し

### 中国

コンセンサス予想では中国の 2020 年経済成長率は 5.6%~5.8%に減速するとされていますが、当社は中国が減速に合わせた多数の政策手段を依然として備えているとの見方を維持しています。米中貿易合意によって経済成長に大きな変化がもたらされるとは思われません。これは、中国の輸出企業は米中摩擦の影響を受けやすい製品の生産拠点をベトナムやバングラデシュなどの海外に移転することによって、既に対中関税に部分的に対応しているからです。このため、2019 年にはこれらの国で対内投資水準が大きく上昇しました。2019 年の所得税減税および新たな財政/インフラ支出（いずれも効果は控え目なことが判明）を受けて、今後は支出の効率性と都市化/輸送に対する優先順位の移行に焦点が当てられるとみられます。

中国の政策当局は景気刺激策と引き締め策の間で綱渡りの政策運営を続けるとみられますが、これまでのところ比較的手堅く対応してきました。当社は国内のデフォルト率上昇についてはさほど懸念しておらず、システム的なパニックを引き起こさない限り、資本配分の効率化に伴って生じる通常の副産物であるとみなしています。通貨については、貿易相手国との緊張がさらに高まらない限り、調整変数であることに変わりはないと予想しています。結局のところ、システム的な崩壊が起こらない中で経済成長の鈍化に伴って一連の政策措置が打ち出されれば、中国国債の妙味は維持されるでしょう。実際、10 年国債利回りは 3.40%~3.50%に近づいており、買いの好機と考えています。ハイイールド債を発行する中国の不動産デベロッパーについては、2019 年に米ドル建て社債を大量発行した後に海外での資金調達再び制限されたため、見通しは複雑かもしれません。しかし、既に過去 2 年間にわたり土地在庫を補充してきたデベロッパーについては引き続きチャンスがあると考えます。

### ブラジル

ブラジルでは最近の経済活動指標に示されるように、待望の景気回復が実現すると予想しています。2019 年に重要な年金改革法案を可決したこと、緩和的な金融政策、世界的な環



境の改善を背景に、企業は先送りしてきた設備投資を最終的に推進することになるでしょう。全体として、通貨は実質ベースでも過去水準との比較ベースでもなお割安に見えます。多数回の利下げが織り込み済みで、現地のリスクプレミアムは記録的な低水準にあるため、現地通貨建て債については慎重な見方を強めています。ただし、イールドカーブがさらに平坦化する可能性はあるため、こうしたイールドカーブの動きを見込んだ取引を選好しています。鉄鋼／牛肉セクターの少数の銘柄と同様に、特定の金融銘柄のバリュエーションには妙味があると考えます。また、国営石油会社ペトロブラスについては継続的な負債削減の進展を見込み、クレジットカーブは平坦化しながら低下すると予想しています。

### メキシコ

メキシコは米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）が新たに締結されたことを受けて、米国との貿易関係の見直し改善という点で恩恵を受ける見込みです。メキシコの国内成長モメンタムは順調に見え、財政目標の未達度合いはなお低水準にあるため、中銀は実質金利に対する圧力を徐々に緩和し、少なくともFRBに追随して利下げを実施することが可能になるとみられます。現地のデュレーションを引き続き保有の中核（コア）に据えるべきだとの見方を維持しつつも、カーブの機会を模索しています。通貨については、強気の見方はしておらず、新興国モメンタムの改善に概ね追随すると考えています。社債では金融セクターの特定のクレジットへの投資機会を引き続き模索しており、現時点ではバノルテ銀行の永久債と消費者金融会社ユニフィンのポジションを保有しています。最後に、メキシコ石油公社（ペメックス）は政府系機関にとどまり、今後はこれまで以上に安定的な支援を受けると考えます。これはメキシコ国債に対するペメックスのクレジットスプレッドがタイト化するとの当社の前向きな見方を裏付けています。

### ロシア

ロシアがここ数年間にわたり経済制裁の脅威と原油価格の大幅な変動から自国経済を防御する努力を払ってきた点は、評価しています。過去数年間に講じた極めて保守的な一連の政策措置に支えられ、ロシアの資産は世界の地政学的状況が不安定な中でも底堅く推移しています。2019年には低いインフレ率と高い実質金利を背景に中銀が利下げに着手したため、当社のポートフォリオの中では特に現地通貨建て債が堅調なパフォーマンスを上げました。通貨は政府の不胎化政策に加えて、貿易／地政学／市場のノイズの影響を比較的受けにくいとの理由から、原油価格の変動に対して一段と底堅さを見せています。現行の制裁により、ロシアの海外債務に米国投資家が投資することは禁止されているため、当社の投資ユニバースの中では極めて「停滞した」分野となっています。

## 南アフリカ

南アフリカにとって **2019** 年の状況は最悪でした。財政目標は未達となり、経済成長の低迷が続き（これがさらなる格下げにつながりました）、様々な準ソブリン債発行体の危機で年を終えることになりました。国営の南アフリカ航空（**SAA**）は管財人の管理下に置かれ、国営電力会社エスコムは大規模な給電停止を実施したため、監査人によってもはや継続企業とはみなされなくなりました。事前にメルトダウンが発表されるような状況下においてよく見られる逆説的な話ですが、大半の投資家が年間を通じてディフェンシブなポジションを維持する中で、南アフリカ通貨は年初来で最高の部類のパフォーマンスを上げました。ソブリン債の **5** 年のクレジット・デフォルト・スワップ（**CDS**）のспレッドは **225bp** から **168bp** に縮小しました。不意打ちを食らわされる場面は頻繁にありましたが、その前兆については引き続き注目しています。南アフリカは事態好転に苦戦するとみられます。エスコムでは給電停止が最近増加しており、これが最終的な債務再編に向けて事態が急速に悪化する契機となる恐れがあることを当社は懸念しています。

当社では政策の頼みの綱としての同國中銀の信頼性については認識しており、シリル・ラマポーザ大統領が改革実行に意欲的であると考えています。しかし、双方とも選択肢が制約されている模様であり、中銀にとっては利下げに踏み切った場合の通貨下落リスク、大統領にとっては与党アフリカ民族会議（**ANC**）内の改革反対派の存在が制約要因となっています。当社は南アフリカの資産に対しては戦術的アプローチを維持する方針であり、現時点では、現地通貨建て債のイールドカーブの長期ゾーンに妙味があると考えています。ただし、財政債発行の可能性に加えて、**FTSE** 世界国債指数からの同国の除外につながるさらなる格下げリスクに直面する中で、国内投資家はポジションを縮小しているため、イールドカーブのステープ化基調の変化をすぐに促すきっかけは見当たりません。情勢が悪化しない限り、通貨は唯一これに耐えるとみられます。一方、エスコムの事業好転を後押しし得る信頼に足る事業再編シナリオについては、**2020** 年を通じて注視していく方針です。

## ウクライナ

**2019** 年はウクライナの政治にとって極めて重要な年となりました。**4** 月にはテレビ・コメディアンウォロディミル・ゼレンスキー氏が地滑りの勝利を収めて大統領に選出され、その後 **7** 月の議会選挙では同氏が率いる「国民の公僕」党が圧勝しました。ゼレンスキー大統領は強力な信認を武器に断固とした改革政策を迅速に推し進め、西側同盟国との関係を深化させ、ロシアとの関係を正常化しました。前政権が実行した改革の結果、同国のマクロ経済状況は既に盤石なものに見え、経済成長率は **3%** を大きく上回り、インフレ率は **1** 桁台に低下し、債務の対 **GDP** 比は **60%** を割り込む水準までに改善しました。ゼレンスキー氏に政治経験が無いことやオリガルヒ（新興財閥）のイーゴリ・コロモイスキー氏との緊密な個人的関係をめぐる当初の懸念は、概ね解消されています。国際通貨基金（**IMF**）のクリスタ

リナ・ゲオルギエバ新専務理事は3~4 四半期の長期にわたる交渉の後、12月初めに55億ドルの3年物融資をウクライナに提供すると発表し、「ゼレンスキー政権が過去数カ月間に改革の推進と健全な経済政策の続行で目覚ましい進展を遂げた」とコメントしました。2019年にはクレジット、通貨、現地金利がいずれも堅調なパフォーマンスを上げました。全体として、当社は2020年についても前向きな見方を維持しています。現在、ウクライナ通貨フリヴニャの上昇は幾分行き過ぎの状態にあり、高いヘッジ・コストを勘案すると現時点で金利低下を追いかけて買いを入れることには消極的ですが、利回りがさらに低下する余地はあると考えます。クレジットは改善しつつある堅調なファンダメンタルズに支えられて引き続き魅力的であり、2020年にはGDP連動型ワラント債に基づく種の負債管理取引が行われる公算が大きいと考えます。

## エジプト

2016年末に始まった改革プロセスと景気回復が2019年に入っても続く中で、経済成長率は5.5%に加速し、インフレ率は引き続き低下し、債務の対GDP比は(3年前の103%から)83%に低下しました。IMFが2016年に導入した支援措置は2019年11月に正式に期限切れとなり、現在、エジプト当局は今後もIMFとの関係を継続する手順について協議しています。当社は2020年上半期に何らかの正式な(ただし未払いの)プログラムが打ち出され、プログラムでは構造改革のプロセスの深化に焦点が当てられると予想しています。財政赤字は2016年以降大幅に縮小しているものの、公的債務に関わる膨大な金利負担のため、引き続き高水準(7%超)にあります。2020年には短期債務の金利がより低い水準に設定し直されるのに伴い、資金調達コストは大幅に改善するとみられます。2019年を通じてエジプトのクレジットと通貨は上昇し、国内金利は低下しました。2020年を迎えるにあたり、当社は同国に対して概ね前向きな見方をしています。また、中銀が過去の過ちを繰り返す、為替レートの安定性に不当に執着するようになるのではないかと幾分懸念していますが、これが2020年の懸念材料になる公算は小さいとみられます。

## アルゼンチン

アルゼンチンでは2019年には10月の大統領選挙が最重要事項として常に念頭にありました。同国の将来に関しては極めて異なる2つのビジョンが提示されていました。マウリシオ・マクリ氏は2015年に大統領に就任し、ペロン主義を標榜した過去からの脱却を目指して、リベラルな考え方に触発された政策課題を遂行しました。マクリ大統領は正しい方向に向かっており、その取り組みは国内外の投資家に受け入れられましたが、国民の支持を維持するために必要とされた持続可能な成長を生み出すことはできませんでした。公的債務の対GDP比が40%弱から80%に上昇し、アルゼンチン・ペソが1米ドル=10ペソから40ペソ強に下落したにもかかわらず、マクリ政権の下でプラス成長を記録したのはたった1年

でした（2017年に2.7%の緩やかな成長率を記録）。

2019年8月にマクリ大統領は公式の予備選挙でペロン主義を掲げる野党のアルベルト・フェルナンデス候補に16%の差で敗れたため、フェルナンデス候補の選挙での勝利がほぼ確実となりました。この結果を受けて、アルゼンチンの金融市場は暴落し、外債は1カ月間に40ポイント下落しました。当社は予備選挙に先駆けてアルゼンチンのリスク資産を手仕舞いしていましたが、新政権における海外債権者にとって極めてネガティブな結果を市場が織り込みつつあるとの見方から、クレジットのポジションをさらに低い水準で再び組み入れました。新政権が発足する中で、当社はこの見方を維持しています。多くの課題はあるものの、債権者とアルゼンチン当局の間には交渉による解決の見込みがあり、これが今後の価格上昇につながると考えています。

### ■ 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。

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。

また、ファンドの買付申込あるいは解約申込に関して、市場環境等により、希薄化防止賦課金が適用される場合があります。本賦課金は有価証券の売買に伴う費用等に充当されます。

### ■ 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

本資料はフィニステール新興国債券トータルリターン戦略の情報提供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。本資料は、特に記載がない限り、資料作成時点でプリンシパル・グローバル・インベスターズ（以下、「PGI」）及びグループ関連会社において信頼できると考えられる情報源に基づいて作成された英文の訳文です。本資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。適用法令で規定されるものを除き、本資料中の情報・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。本資料は、あらゆる投資家の投資目的及び経済状況を考慮しておらず、特定の投資助言や推奨、ないし、一般的な市場等に関する将来の投資成果を示唆または保証するものではありません。本資料中の見解及び予測等は本資料作成時点のものであり、事前の予告なく変更される場合があります。特定の投資や有価証券に関するあらゆる言及は、売買または保有等を推奨、示唆するものではありません。いかなる場合にも、PGI 及びグループ関連会社、またその役職員等は、本資料及び本資料中で提供される情報やデータの誤り及び内容に起因して発生した損害については、一切の責任を負いません。

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではなく、投資判断を行う際に依拠すべきものではありません。本資料に記載の数値は、特に記載がない限り、米ドル建てとなっています。投資に際してはリスクが含まれるものであり、元本を毀損する場合があります。

本資料は将来の予測情報を含みますが、完全な史実に基づくものと見做すべきではなく、それらの予測が将来実際に起こる保証はありません。また、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。

本資料中の情報は、弊社の文書による事前の同意が無い限り、その全部又は一部のコピーや配布はご遠慮ください。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社  
〒100-0011 東京都千代田区内幸町 1-1-1 帝国ホテルタワー  
電話：03-3519-7880（代表） ファックス：03-3519-6410  
代表者：代表取締役社長 板垣 均  
ホームページ：<http://www.principalglobal.jp>  
金融商品取引業者登録番号：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

広告資料：1068648  
EXP：2020/12/31