

謹んで新年のお慶びを申し上げます（フィニステール運用チームより）

2021年は新興国債券市場にとって厳しい年でしたが、当チームにとっては達成感のある年となりました。

競合他社の多くで運用資産が目減りする中、弊社の運用資産残高は2020年末の約26億ドルから、2021年末時点では約38億ドルに迫るまでに増加しました。

2022年も、複数のUCITS商品のESG第8条ファンドへの転換やEU市場におけるユーロ建て新興国債券インカム戦略の積極的なマーケティングに加え、米国市場ではGDI戦略での2019年以降の実績を生かした新興国債券ハイインカム戦略、米国以外の市場では欧州やアジアの保守的な機関投資家向けに弊社トータルリターン戦略の投資適格版といった、将来の成長に向けた新商品のアイデアもあり、盛りだくさんの1年となる見通しです。

この6年間に築いてきた皆さまとの強力なパートナーシップなくしては何も成し遂げることはできず、2022年以降もこれまでのような素晴らしい関係を維持していきたいと思っています。

年頭に当たり、フィニステール新興国債券トータルリターン戦略の2021年のパフォーマンスと2022年の見通しについて、以下にコメントを記載します。

2021年のパフォーマンスについて

2021年は新興国債券運用にとって稀に見る困難な年でした。成長懸念とインフレ懸念、ファンダメンタルズとテクニカル、株式と債券から見た異なる視点といった、相反する要素が影響し合う展開となり、矛盾に満ちた不安定な取引が続きました。

2021年は、通常であれば広く相関関係が認められるはずの世界のリスク資産の間で、リターンのばらつきが過去20年間で最も大きくなり、市場ダイナミクスの複雑さを物語りました。

- **当戦略の2021年度のパフォーマンスは2.85%（運用報酬控除後）となり、新興国債券合成インデックス*の3.26%よりは良好でしたが、暦年での絶対パフォーマンスとしては、2013年5月の戦略運用開始以来最低水準となりました。競合他社と比べると上位**

当戦略の運用は、プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社の海外関係会社であるプリンシパル・グローバル・インベスターズ（ヨーロッパ）リミテッドが行っています。

当資料中の意見、予測および運用方針は作成時における判断であり、将来の市場環境の変動等により変更されることがあります。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

30～40%辺りに位置すると見ています。（リップパー、モーニングスター、マーサーによる）

- **2021年の市場は、瞬間的な急落というよりは、どちらかというところ「少しずつダメージを蓄積するかのよう**に下落する」ような状況で、イベントリスク、テクニカルパターン、突然のポジション解消、市場トレンドの騙しなど、様々な要因がマイナスに作用した可能性があります。
- **機敏な投資行動や巧みな市場対応を試みても成果につながらず**、結果的には、2021年にアウトパフォームしたのは単純でパッシブな、低利回りの米ドル建て新興国債券のバイ・アンド・ホールド戦略でした。

*合成インデックスは JPMorgan EM Blended index（JPMorgan GBI-EM Global Diversified1/3、JPMorgan EMBI Global Diversified1/3、JPMorgan CEMBI Broad Diversified1/3 を月次でリバランスした合成指数）
当戦略のリターンはコンポジットのものです。運用実績は運用報酬控除後、米ドル建て。
過去の実績は将来の運用成果を保証するものではありません。

新興国債券合成インデックスの年間パフォーマンスは、流動性が低く感応度の低い新興国社債の+0.91%（中国の不動産は暴落しましたが）によって押し上げられましたが、逆に現地通貨建て債券の-8.75%（利回りが4.2%から5.7%に上昇したことに加えて通貨の下落も重なりました）が足かせとなりました。2021年のサプライズは、米ドル建て新興国ソブリン債が-1.8%という小幅の下落にとどまったことです。米国債の利回り上昇によるマイナス寄与の影響が主に反映された一方で、全体的なスプレッドのワイド化に対しては過去に例を見ない底堅さを示しました。

※以下の寄与度は、運用者の手元データによる速報値です。

マイナス寄与

コロンビア -80bp（-47bp 現地通貨建てクレジットと為替、-33bp 米ドル建てクレジット）

ロシア -56bp（国債と為替）

ブラジル -47bp（-21bp 金利先物、-39bp 現地通貨建てソブリンと為替、+13bp 米ドル建て社債）

ウクライナ -39bp（-50bp 米ドル建て債券、+10bp 現地通貨建て債券）

韓国 -31bp（-31bp 為替）

当戦略の運用は、プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社の海外関係会社であるプリンシパル・グローバル・インベスターズ（ヨーロッパ）リミテッドが行っています。

当資料中の意見、予測および運用方針は作成時における判断であり、将来の市場環境の変動等により変更されることがあります。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

- マイナス寄与（コロンビア/ブラジル/ロシア）の大半は、インフレ率が上昇し、金融引き締めが織り込まれたことで、高利回りの現地通貨建て債券が第7-9月期にアンダーパフォームしたことによるものでした。
- ウクライナもマイナスに寄与しましたが、これは主にロシア軍がウクライナ国境周辺において部隊を展開したことに対する11-12月の反応でした。弊社はロシアがウクライナに侵攻するリスクはなく、また国際通貨基金（IMF）による新たな計画の承認が大きなプラス材料になると認識しています。
- 韓国はハイテク分野に強く、米国と中国の経済にバランスよくエクスポージャーを持っていることから、パフォーマンスが期待されていましたが、為替が低迷しました。中国の不動産価格の急落と国内株式の不振が相まって、為替は圧力を受け続けています。当戦略では昨年半ば以降、韓国ウォンのポジションを保有していません。

プラス寄与

ポーランド +77bp (+94bp 金利スワップ、-17bp 為替)

中国 +41bp (+48bp 中国国債、+30bp 米国債ヘッジ、-17bp 社債)

ガーナ +33bp (+34bp タローオイル社債)

米国 +29bp (+29bp ヘッジ/スワップ)

オマーン +19bp (+19bp ドル建てソブリン債)

プラス寄与の背景はさまざまで、2021年にパフォーマンスをもたらした要因が多岐にわたっていたことを示しています。

- 当戦略はこれまで、金利のショートポジションもしくは金利カーブの形状変化にベットしたポジションで成果を挙げてきました（ポーランド、チェコ、最近ではハンガリー、メキシコ、チリ、インド、タイでも）。昨年夏以降、ポートフォリオの中で国内金利戦略の配分を増やしてきましたが、当初は金利上昇を見込んだアウトライトのショートポジションが中心で、その後、世界的にインフレが上昇し、ハンガリー、メキシコ、ロシア、チェコといった新興国市場の金利サイクルが成熟してきたため、9-10月にイールドカーブのフラット化を見込むポジションに移行しています。

当戦略の運用は、プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社の海外関係会社であるプリンシパル・グローバル・インベスターズ（ヨーロッパ）リミテッドが行っています。

当資料中の意見、予測および運用方針は作成時における判断であり、将来の市場環境の変動等により変更されることがあります。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

- 中国国債のロングポジションは、10年物米国債利回りに対するスプレッドトレードとして年間を通じて保有していましたが、結果的に両サイドでパフォーマンスをもたらしました。短期の不動産クレジットの残存ポジションが約17bpのマイナスとなりましたが、7月の最初の下落から反発した8月の高値付近で大半を手放すことができたため、急落は免れることができました。
- 米国債デュレーションのアクティブ運用もプラスに寄与しました。
- ガーナとオマーンでのプラスのパフォーマンスは、弊社が新興国ハイイールド債市場における個別銘柄特有の反発局面を捉えることができるポジション能力があることを実証しています。ガーナのタローオイルは2020年末に流動性危機の瀬戸際から立ち直り、銀行と与信条件の再交渉を行い、2021年第1四半期には短期債の借り換えのために社債を新規発行しました。オマーンのケースでは、年初に新たな財政改革プログラムがIMFから承認され、その後に石油価格が上昇したことで、ソブリン債が回復しました。

2022年見通し

インフレ懸念と成長懸念という足元の難問、そしてそこから米連邦準備制度理事会（FRB）をはじめとする各国中銀が政策をどの程度まで引き締める必要があるのかというリスクが重なり、今後さらに3～6週間にわたって新興国債券の回復を妨げ続けると予想されます。

一方で、2022年の新興国債券市場に対する弊社の基本スタンスは、以下を前提に強気に転じるというものです。

- バリュエーションの調整は2021年に概ね終了しており、スプレッドと国内金利、および現地通貨はいずれも、実際のリスクレベルを調整した上で、絶対レベルにおいても、また他の多くのリスク資産と比較した相対レベルにおいても極めて割安に見えます。
- テクニカル的には2013年や2017年後半と比べてはるかに良好であり、新興国市場、特に現地通貨建て債券市場にホットマネーはほとんど存在しません。
- 米ドルが他のG10通貨に対して堅調な展開が続き、米国債の利回りが上昇し続けるという潜在的逆風は既に十分に織り込み済みであるため、双方が上昇し続けたとしても、もはや新興国債券投資家にとってショックではないと思われます。
- それどころか、2021年に新興国のソブリン債と社債のスプレッドは米国の利回りの上昇に全く反応せず、底堅さを示しました。

当戦略の運用は、プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社の海外関係会社であるプリンシパル・グローバル・インベスターズ（ヨーロッパ）リミテッドが行っています。

当資料中の意見、予測および運用方針は作成時における判断であり、将来の市場環境の変動等により変更されることがあります。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

さらに、弊社は2月以降に2つの重要なカタリストが浮上すると予想しています。

- **新興国市場でインフレのピークは近いとみられ、各国の引き締めサイクルは終わりが近づいています。** コモディティ価格の上昇は頭打ちとなっており、他の混乱要因（サプライチェーンや労働市場）は先進国の問題です。
- **中国は不動産不況に伴う投資の減速を取り戻すため、旧正月明けに**経済成長の再開を積極的に図るとみられます。**** また、オミクロン株からの先進国の回復は、財よりもサービス分野で顕著に表れると予想されることから、中国の対外収支の好転にはそれほど寄与しないとみられます。これらの理由から、政策対応が大幅に強化されるとみられ、**新興国市場全体の経済成長に関する多くの懸念が軽減され、アジアを中心にセンチメントが上向くと予想されます。**

現地通貨建て債券と為替

- 米国債の利回り上昇や米ドルの上昇による圧力は続いています。まずは現地通貨建て債券や為替を中心に回復すると弊社は考えています。当戦略のアプローチでは、最初に、財政の信頼性が維持されている国（ロシア、メキシコ、南アフリカ、インドネシア）の現地通貨建てハイイールド債に焦点を当て、さらに G10 諸国の超低水準の利回りに対する強力な代替として、中国の現地通貨建て債券にも着目します。その後、既存のカーブトレードを徐々に解消し、各国（チェコ、ブラジル、そして恐らくいずれかの時点でポーランドとハンガリー）の利上げサイクルが完了し、インフレがピークアウトし始める段階で金利低下による利益を狙う金利スワップのロングポジションもしくは債券のロングポジションの配分を高めます。

外貨建てソブリン債

- 外貨建てのソブリン債に関しては、バリュエーションの機会として、米国の利上げサイクル開始時に底堅さを発揮する傾向のあるハイイールド債へのバイアスを維持しています。この分野では2つの投資テーマがあります。石油およびコモディティ関連国（GCC 諸国、オマーン、アンゴラ、イラク、エクアドルなど）のソブリン債のロングと、IMF と適切かつ信頼できる関係を築く方法を見出す可能性のある国（アルゼンチン、チュニジア、そしていずれはエルサルバドルやスリランカ）の回復に賭ける特別なケースです。

当戦略の運用は、プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社の海外関係会社であるプリンシパル・グローバル・インベスターズ（ヨーロッパ）リミテッドが行っています。

当資料中の意見、予測および運用方針は作成時における判断であり、将来の市場環境の変動等により変更されることがあります。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

外貨建て社債

- 弊社は社債に対してオポチュニスティックなスタンスを維持しています。この分野は底堅さと同時にやや割高感もありますが、パンデミックの期間を通じてファンダメンタルズは最も底堅く、発行体のオーナーは強固です。具体的には、アフリカおよびカリブ諸国の通信企業、投資適格銀行の Tier 1 債、イスラエル、ブラジル、アフリカの鉱業、金属、石油関連企業を選好しています。不況に陥っている中国の不動産業界は、国内の規制が緩和されれば投資テーマとして戦術的に利点もあるかもしれませんが、現時点では長期保有の対象として検討していません。一方で、2022 年後半に中国からの渡航規制が一段と緩和されることを見越して、マカオのカジノセクターにポジションを取り始めています。

2022 年のリターンは主にインカムによってもたらされる見通しですが、2-3 月以降は（利回りの低下と一部通貨の上昇により）現地通貨建て資産が大幅に上昇する可能性があります。また、ハイイールドソブリン債の спреッドは 1 年間で 100~150bp 縮小し、JPMorgan EMBI Global Diversified の спреッドは 2022 年後半に 300bp 台に戻る可能性があるとして弊社は見込んでいます。

まとめとして、2022 年に新興国債券ポートフォリオを運用するに当たって留意すべき主要テーマを挙げておきます。

- **インフレのピークを見極める**：インフレを左右する複数の要因（コモディティ価格、供給不足、物流のボトルネック、労働市場の歪みなど）を注視する。イールドカーブの動向に着目する（ベアフラットニングからブルスティープニング）。
- **新興国市場のインフレは早期にピークアウトする可能性があります**、その場合、2021 年にバリュエーションの急激な調整とポジションの解消が行われたことから、政策の転換に伴って現地通貨建て資産が極めて魅力的になる可能性があります。これにより、金利は低下し、為替は上昇する可能性があります。
- **財政面の動きに再注目**：市場では金融引き締めへの懸念が広がっていますが、先進国の財政縮小と、一部（全てではない）の新興国での財政悪化リスクの再燃に注意を払う必

当戦略の運用は、プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社の海外関係会社であるプリンシパル・グローバル・インベスターズ（ヨーロッパ）リミテッドが行っています。

当資料中の意見、予測および運用方針は作成時における判断であり、将来の市場環境の変動等により変更されることがあります。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

要があります。一部のフロンティア市場（アルゼンチン、エクアドル、チュニジア、イラク、場合によってはスロバキアも）にとっては、引き続き IMF の関与が救いの手となります。

- ▶ 米国の成長モメンタムが勢いを失う一方で、**政策への反応で 2022 年第 1 四半期に中国が反発**すれば、新興国資産に追い風となる可能性があります。タイミングとしては、先進国での消費が財からサービスにシフトし、中国の輸出の伸びが鈍化し始める時が重要です。
- ▶ **政治**：ポピュリズムや攻撃的な地政学的スタンス（中国、ロシア、トルコ、イラン、米国、EU 内部の緊張など）を理解するためには、「**政治経済**」的視点が必要です。中南米（ブラジル、コロンビア、チリ）では 2022 年に重要な選挙が幾つも控えています。コロナ前の世界において注目材料であった要因を再び注視すべきでしょう。
- ▶ **米国および世界の金融市場の流動性**：テーパリング、利上げ、財政引き締めが行われ、企業投資が加速すると、リスク資産の流動性や価格動向にどのような影響が及ぶのでしょうか。こうしたトレンドが緩やかに進み、警戒を怠らない限り、新興国債券は持ちこたえるはずです。
- ▶ **オイルダラーの復活**：2015 年に原油価格が暴落して以来、オイルダラーの目立つ動きはほとんどありませんでしたが、ここにきて GCC（湾岸協力会議、湾岸アラブで構成）諸国を中心とした産油国には再び現金が蓄積されています。そのため、これら産油国の投資適格債の供給減と需要増が見込まれ、海外資産への投資意欲は高まっています。これにより、世界の流動性とテーパリングをめぐる懸念は 2022 年に多少軽減される可能性があります。
- ▶ **長期的なリスク選好見通し**：大規模なセクターシフト、自国回帰と保護主義、労働者と消費者の長期的な行動変容、ESG や気候変動問題が顕在化する中、コロナ後の世界では、経済成長に関するニューノーマルとはどのようなものになるのでしょうか。新興国市場の成長モデルにとって、これらの要素はどのような意味を持つのでしょうか。

当戦略の運用は、プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社の海外関係会社であるプリンシパル・グローバル・インベスターズ（ヨーロッパ）リミテッドが行っています。

当資料中の意見、予測および運用方針は作成時における判断であり、将来の市場環境の変動等により変更されることがあります。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

■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プリンシパル・グローバル・インベスターズ（ヨーロッパ）リミテッドの一部門であるフィニステール・キャピタル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
投資一任契約に係る運用報酬（消費税 10%含む）	年率最大 0.11%または年間 110 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年率 0.85%
受託報酬	ファンド全体の純資産総額の年率最大 0.022% ただし、年間最低受託報酬額は年間 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

下記は債券投資に伴う一般的なリスクを記載したものであり、すべてのリスクを網羅するものではありません。また、これらリスクにより元本に欠損が生じる恐れがあります。

- 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：繰上げ償還条項が設定されているものがあります。当初の期限前償還禁止期間を経過すると、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可能性があります。金利低下局面で期限前償還された場合には、当該金利低下による価格上昇を享受できないことがあります。また、組入銘柄が期限前償還された場合、償還された元本を再投資することになりますが、市場動向によっては再投資した利回りが償還まで持ち続けられた場合の利回りより低くなる場合があります。
- 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可能性があります。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可能性、取引を決済する場合に反対売買が出来なくなる可能性、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可能性などがあります。
- 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。

本資料に記載の主なリスクは一般的な説明です。各投資対象や手法によっては固有のリスクがあり、元本に欠損が生じるおそれがありますので、特定投資家以外の投資家のお客様は契約締結前書面等の内容を必ずご覧下さい。

■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

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会