

JANUARY 2025

2025年の新興国債券の見通し : インカムとレティブバリューが鍵となる 激動の1年に



DAMIEN BUCHET, CFA
Chief investment officer, Principal Finisterre

米国大統領選におけるドナルド・トランプ氏の勝利により頂点に達した政治的・地政学的激動の2024年を振り返ろう。本資料では、新興国債券（EMD）市場から見た世界の現状を明らかにし、いくつかの重要な投資テーマを取り上げたいと思う。また、「インカムゲイン」、個別な投資ストーリーによる「アルファ戦略」、レティブバリューの投資アイデアを融合させた確信度の高いEMD運用が、2024年にそうであったように、よりパッシブな「ベータ」主導のアプローチを大きく上回るパフォーマンスをあげる可能性があるだろう。世界的なリスクイベントや政策の不確実性によって周期的に揺れ動き、割高なバリュエーションが散見され、投資家が「貪欲さと恐怖」の間で絶えず揺れ動くこうした市場環境では、Finisterreの柔軟で適応性の高いアプローチと、最も価値のある投資機会を見極める能力が活かされる環境と言えるだろう。

2024年の振り返り:市場が予想したほどには悪くなかった

2024年は過去20年間で最も激しい選挙イヤーとなり、政治的な不確実性をめぐるノイズやヘッドラインが多くのグローバル投資家をEMDから遠ざけたが、新興国（中国を除く）の成長率は世界的なデフレーションとコモディティ価格の安定により、底堅い回復力を維持してきた（GDP成長率（中国を除く）の低下は2024年の3.5%から2025年の3.2%にとどまる見込み）。実効的な改革、国際通貨基金（IMF）の積極的な救済、コロナ禍でのデフォルト国の債務再編の成功などが、マクロ状況の著しい好転につながった。一方、メキシコやブラジル、パナマ、コロンビア、ルーマニア、ハンガリー、セネガルなど、多くの国々が抱える諸問題が根本的な解決に至ったわけではないため、制度や財政、金融の信頼性に対して、市場参加者は引き続き警戒している。新興国社債のスプレッドは、適切な債務構成と持続的に低水準な債務レバレッジを背景に縮小が続いたことから、米国債利回りの上昇を概ね軽減することができた：新興国ハイイールド（HY）社債のネット・レバレッジは2.3倍と、先進国HY社債の3.5～3.8倍はおろか、米欧投資適格（IG）社債の2.8～2.9倍よりもはるかに低水準である。一方、新興国通貨は主に米ドル高の影響を受けて乱高下し、新興国現地通貨建債券（アジアを除く）は実質利回りと絶対利回りが過去20年間で最高水準にあるにもかかわらず、投資家の関心を集めるには至らなかった。2025年のEMD市場では、魅力的な水準にある利回りと、適切なアクティブ運用による付加価値の相乗効果により、2桁台のリターン達成を目指すことができると確信している。これは、グローバルのIG/HYクレジットとは異なる、高度に分散化されたEMD市場がもたらす魅力であると考えている。

2025のEMD市場の見通し:「トランプノミクス」、経済成長と財政安定次第

2025年のEMDを左右するのは、グローバルなマクロ問題の融合 – 「トランプノミクス」が貿易、経済成長、地政学的リスクといった面で世界に与える影響と、経済成長とインフレのトレードオフ、財政・金融の信頼性に与える影響などの各国固有の成長問題 – であろう。さらなる不透明要素としては、先進国、新興国の双方におけるポピュリズムの台頭である。ポピュリズムはしばしば、一貫性に乏しい意思決定や攻撃的な発言、偽情報、民主主義国家に対する制度的挑戦、経済学の論理に反するマクロ的意思決定をもたらす。投資家はこうした不確実性への備えとして、政治経済情勢を注視する必要があるだろう。

トランプ氏が新興国に与える影響：世間が思うほどには悪くはない

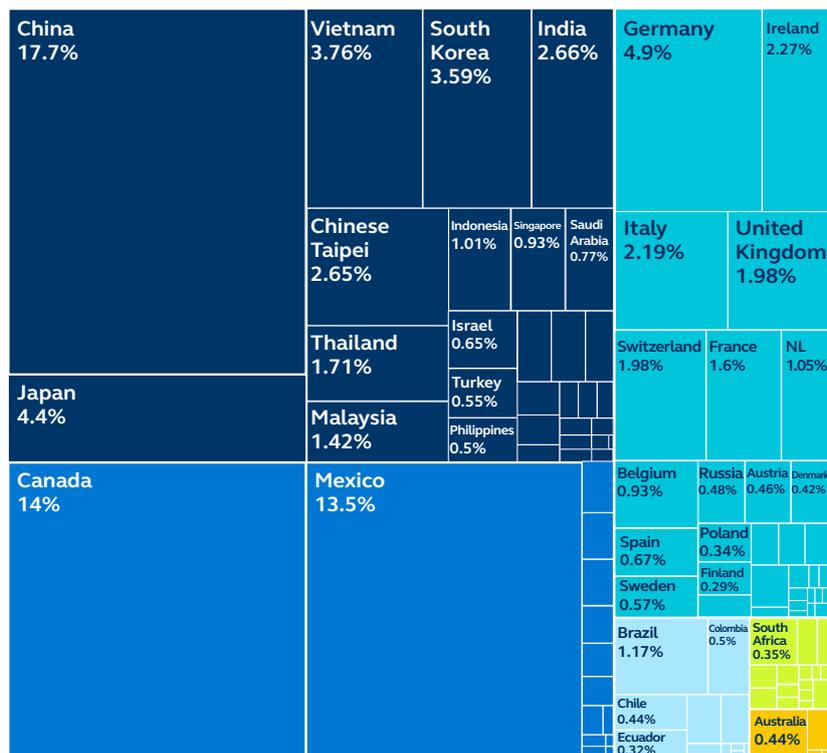
まず認識すべきなのは、トランプ氏が何をするか、或いは何をしないかを事前に予想するのは困難であるということだ。予測不可能性はトランプ氏のトレードマークであり、優位性とも言えるかもしれない。一方で、貿易問題、移民問題、中国の脅威、欧州の民主主義に対する侮蔑、世界の紛争を解決するという主張など、トランプ氏のレトリックに見られる一貫的な主張は、「プロジェクト2025」とともに、少なくとも「焦点」となりそうな国や地域を予測するのに役立つだろう。

貿易と関税をめぐるリスク

まずは、米国の現在の輸入状況を見てみよう（図表1ご参照）。中国、メキシコ、東南アジア、欧州連合（EU）は、米国の輸入額に占める比率が高いことから、明らかに最もリスクが大きいと思われ、1月20日のトランプ大統領就任後、最初に関税の打撃を受ける可能性がある。しかし「第一線」にあるこれらの国々は、EMDの投資ユニバースに占める割合は実は高くない。

私たちは、中国が最初に打撃を受けると予想している。直ちに60%の関税が適用されるわけではないにせよ、少なくとも就任と同時に最初の対中関税引き上げが実施され、交渉が進むにつれてさらに段階的に引き上げられるだろう。一方、メキシコとEUに関してはサプライチェーンが複雑に絡み合っており、甚大なダメージにつながる可能性があることから、その回避のためにそれぞれが交渉の切り札を駆使し、より取引的なアプローチが取られる可能性が高い。メキシコ国境では、入国管理と麻薬や中国からのメキシコ経由での輸出品の取り締まりがさらに強化され、ベトナム、マレーシア、タイ、台湾といった東南アジアの主要経済国経由での中国製品の米国への「輸出迂回ルート」が次なる優先事項となり、一部の国では、米中のどちらを選ぶかをめぐる政治的圧力が強まり、中立的な立場を取ることに中国が圧力をかける可能性がある。EUへの政策の優先度も高いものの、北大西洋条約機構（NATO）加盟国の国防費目標の引き上げ検討や米国のシェールオイルや軍事装備の購入、中国の過剰生産によるダンピング対策のための対中関税の協調体制など、EUサイドの交渉の切り札は多岐にわたる。

図表 1: 2022年の米国の国別輸入額の比率



出所：Observatory of Economic Complexity, MIT for 2022 (<https://oec.world/>).

しかし、これらリスクの高い新興国のなかで、中国と東南アジア諸国は、もはや高い投資ポテンシャルを示してはいない。実際、これらの国の大半は、低利回り、低ボラティリティ、低バリュー・アット・リスク（VAR）であり、IGのソブリン債券や米ドル建社債、低利回りで低「ベータ」の現地通貨建債券や通貨は割高な水準となっている。また、インド、インドネシア、フィリピンといった利回りの高いアジア諸国のEMD全体に占めるエクスポージャーは相対的に高くはない。その結果、管理すべき重要な状況にあるのはメキシコおよび、EUの自動車産業の減速にさらされているチェコ共和国とハンガリーであると言える。こうした市場では、ポジションや特定のリスク要因（スプレッド、金利、為替）をヘッジするための多数の流動性の高い投資手法が確立されており、魅力的なトレードと相対価値の機会を提供している。

地政学、紛争、国際通貨基金（IMF）の役割

新興国が回避するのに苦勞するであろう「トランプ2.0」の第二の側面は、地政学的な観点である。トランプ新政権は孤立主義を志向しつつも、自国の利益に関わる問題には積極的に関与し続けるだろう。また、戦略的に中国を弱体化させることに躍起となり、中国に味方する国には圧力をかけることが予想される。そのため、各国の立ち位置が明確となり、関税、移民問題、石油政策、ウクライナ情勢、中東情勢などあらゆる問題において、大半の新興国は自国の立場を明らかにすることを迫られるだろう。

アルゼンチン、エルサルバドル、イスラエル、ハンガリーなど、トランプ大統領とイデオロギー的にある程度近い国にとっては容易かもしれないが、それ以外の国、すなわちブラジル、南アフリカ、インドなどのBRICS諸国は、自国のスタンスを明確にしなければならないだろう。中国の対米輸出を促進してきた東南アジア諸国もまた、試される立場となるだろう。アジアでは、こうした観点からリスクが低いインドネシア、インド、フィリピンを選好する。

米国が紛争解決に向けて介入するとの思惑から、短期的には利益を得る国もある。イランとその支援基盤を弱体化させるイスラエルの積極的な行動は、中東の平和に向けた重要なステップとなる湾岸協力会議（GCC）諸国とのアブラハム合意の復活への道筋として、トランプ政権によってさらに支持される可能性が高い。ウクライナ情勢に関しては、ロシアの完全勝利以外の条件でプーチン氏が交渉のテーブルに着くかどうかは不透明である。どういった形での停戦も不安定なものであり、ウクライナとEUの双方にとって不利な状況が続く可能性が高い。しかし、短期的には、復興と戦争による財政負担の軽減を可能にする戦闘の一時停止があれば、昨年債務再編されたウクライナの債券価格にとっては歓迎すべきニュースとなるだろう。

IMFは今後も、リファイナンスのストレスにさらされている多くのフロンティア国支援のため、積極的に関与していくものと予想される。2023年後半からのIMFの積極的な介入策は、当初はパキスタン、エジプト、スリランカ、エクアドルといった国々を支援することで地政学的な不安定化を回避することが目的であったが、同時にアフリカのフロンティア国がロシアや中国などの餌食になるのを防ぐことも意図していた。歴史的にIMFの最大かつ最も影響力のある資金提供国であるアメリカの新政権は、おそらくこの介入主義を支持し続けるだろうと予想されるが、今後の支援策についてはやや選択的になったり、西側諸国との政治的協調を条件とするなどの変化もあり得るかもしれない。

「トランプノミクス」、インフレ、米連邦準備理事会（FRB）

2025年も引き続き、EMDを含む大半のリスク資産は米国金利と米ドルの影響下にある。「トランプノミクス」によるインフレリスクには多くの論点がある。移民規制強化の経済への影響（足元の米国雇用市場のパンデミック後の正常化の主な要因）、消費者物価や企業の輸入コストに与える関税の影響、減税が公共部門の支出抑制により十分に補われず、債務不履行や国債発行が急増するリスク、これらすべては、債券市場と為替市場にとって重要な懸念材料である。

その最たるものが、2024年9月に開始された利下げサイクルが継続するかどうかである。私たちは、FRBは2025年に25ベースポイント（bps）の利下げを2回実施し、米国の政策金利を4%弱まで引き下げると予想している。リスク・フリー・レートが4%になることで、米国の民間債務やHY社債の借り換え懸念が軽減されるかどうかはわからない。逆に、関税が米国の消費者に与える影響は不透明で、関税が物価への一過性の打撃とみなされるか、ないしは何か月にもわたり国内物価への長期的な上昇圧力となるかによるだろう。

とはいえ、大統領就任直後に多くの政策が議論されたとしても、実施には少なくとも2025年後半を待つ必要があり、データへの実際の影響は2026年以降になる可能性が高いというのが現在の見方である。また、関税引き上げの影響をFRBが「一過性」の価格調整とみなし（過剰反応する可能性は低い）、私たちの予想通り、米国の関税が他の諸国にとって（米国への輸出減により中国の過剰生産が増加するため）デフレの影響を及ぼすのであれば、金融環境がよりタイトになることはないだろう。FRBは慎重なスタンスを取るかもしれないが、米国の経済指標が「トランプノミクス」をより先取りするようなことにならない限り、将来の利下げに対する現在の織り込みは、すでにそうした慎重さを反映しているものと考えられる。今のところ、米国のマクロコンセンサスは、米国のGDP成長率が2024年の3%から2025年に2%に減速し、インフレ率は年率2%から2.5%にとどまるというものである。これは2〜3回の利下げと整合的であり、グローバルおよびEMDのスプレッドが縮小を続けるには十分な水準である。

米ドルの見通しはもう少し複雑である。私たちは、足元の米ドル高と新政権による関税リスクを考慮し、新興国通貨に対するディフェンシブな見方を続けているが、2024年11月中旬以降のいわゆる「トランプ・トレード」の状況にも注目している。こうしたトレード（米ドルロング、中国元とユーロのショート、米国債と米国金利先物のショート、米国金利先物のスティープナーポジション、米国株ロング対EU・新興国株ロング）は、すでにうまく機能しているか、あるいは過度なポジションが取られているように見える。総合的に見て、投資家は米国大統領選でのトランプ氏の勝利に備え、あらかじめポジションを取っていた可能性が高い。しかし、「トランプノミクス」をめぐる全体的なシナリオが、1月20日の大統領就任式に向けたこれら取引の基本的なロジックを否定しないのであれば、「ペイン・トレード（市場参加者がそうやって欲しくはないと思っていた相場展開）」が実現し始め、過剰なコンセンサス・ポジションのために米ドルと米国債利回りが軟化する局面が来る可能性がある。

2025年のEMDの明るい兆し

一方、2025年の市場環境は、リスク資産にとって「ゴルディオックス（適温相場）」に近い状況と言える。トランプ2.0の影響が2026年以降のデータで顕在化するならば、実際には2025年はほぼ変化がないと言えるからだ。欧州と中国は緩和ペースをより速める一方、FRBは緩やかな緩和モードを維持し、米国の成長率は3%弱から2%程度に減速するものの健全性を維持し（今後の規制緩和と減税への期待もある）、米国債の発行拡大は、巨額の米銀預金や7兆ドルにもなるMMF（マネー・マーケット・ファンド）残高、FRBの量的引き締めを終了により消化され、世界的な紛争の一部は収束し、欧州と中国の景気減速は、消費者の節約志向と新たな公共投資のおかげで幾分和らぐだろう。一方、中国を除く他の新興国は財政の立て直しを表明しており、一部の国々では財政懸念があるものの、トルコ、南アフリカ、ブラジル、メキシコを中心に財政再建が見込まれるため、新興国中銀は利下げに対してあまり身構えなくなる。加えて、グローバル投資家によるEMDの恒常的な保有不足の状況から（現地通貨建債券は2002年以降の低水準、ハードカレンシー建債券は2012年の低水準に逆戻り）、EMDへの新たな資金流入が大幅なテクニカル・ラリーを生み出すのにそれほど時間はかからないだろう。

新興国通貨：取引パターンの変化

こうした環境では、新興国通貨が米ドル高のプレッシャーに常時晒されるのではなく、そのメリットに着目した取引の増加が予想される。小規模な開放経済国（タイ、マレーシア、韓国）よりも大規模な国内経済国（インド、インドネシア、トルコ）、政策の信頼性が高く緩和余地のある高利回りの現地通貨建資産（南アフリカ、ペルー、メキシコ？）、改革路線を維持するフロンティア国の通貨（ナイジェリア、トルコ）、IMFの支援を受けている国の通貨（エジプト）を選好し、的確かつ高度に差別化されたアプローチを取ることにより、魅力的なリターンを生み出すことが期待されるだろう。新興国通貨の全般的な価値を定義するのは困難だが、過去数年にわたる米ドルに対する絶対ベースおよび実質ベースでの減価の蓄積は、投資家に大きなポテンシャルを提供するだろう。

過去3年間の米ドル高基調は新興国通貨にとって厳しい局面であったため、投資家は新興国通貨をその地域内の基軸通貨に対する観点から判断するようアプローチを見なしているものと思われる。中欧通貨は長年、米ドルよりもユーロに対する相関が高い。アジア通貨に関しては、貿易フローの地域化が進むにつれて中国元と日本円に対する連動が高まっているという議論もある。アジアの金利が米国の金利と比べて構造的に低いことは、為替相場の不安定化の要因にはならないことは明らかである。

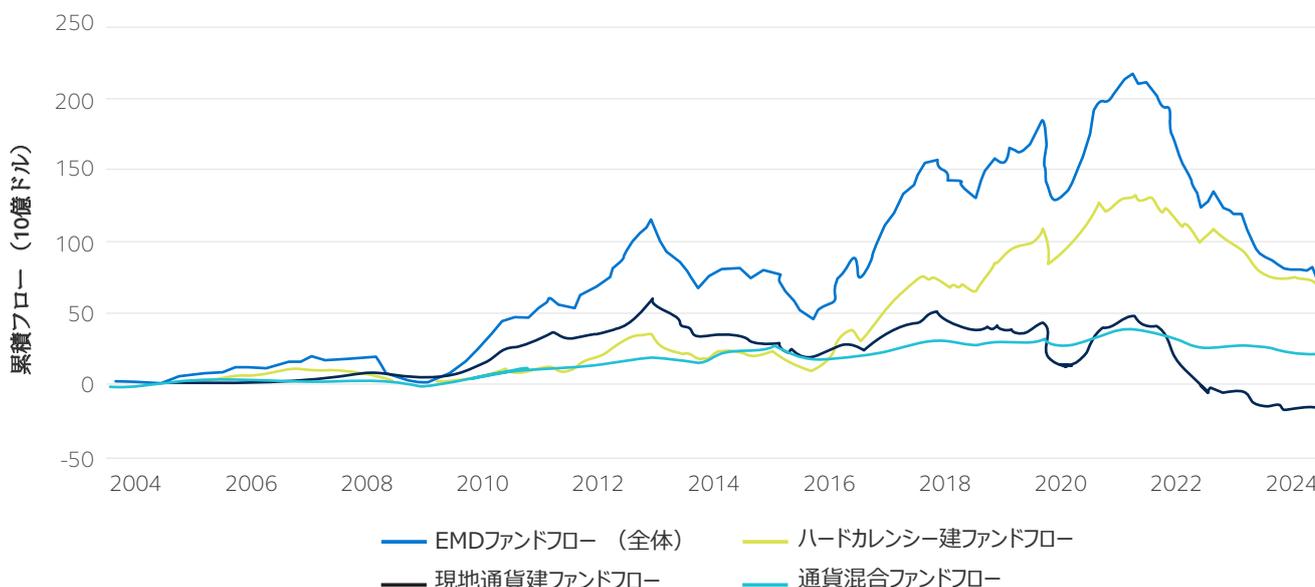
一方、中南米通貨は引き続き米ドルの動きに大きく左右されるだろう。中南米諸国では、国内の不確実性が高い局面で、ヘッジや価値の保存先として米ドルへ資金が向かうからである。トルコリラや南アフリカランドといった、より特殊な動きをする新興国通貨は、米ドルとユーロまたは中国元の動きとますます連動するようになるだろう。

新興国通貨をユーロや豪ドルといった米ドルとは異なる通貨に対する観点から投資することで、魅力的なインカムゲインを得ながら新興国の現地通貨建債券や為替のボラティリティを大幅に低下させることができるオプションもあるということも併せて言及しておきたい。

新興国現地通貨建債券の利回り: アジアを除く新興国の現地通貨建債券の利回りは過去20年で最も高い水準にあるが、投資家を惹きつけてはいない

前述のとおり、新興国の現地通貨建債券のグローバルな保有比率は途方もなく低水準となっている（図表2ご参照）。

図表2：2004年以降の世界のEMDファンドの累積フロー



出所：Morgan Stanley Research, EPFR、2024年12月6日時点、2004以降の累積フロー。

グローバルでの供給は増加しているものの、インドネシア、インド、タイ、マレーシア、メキシコ、チリなどで、国内銀行や保険会社、年金基金のバランスシートの急成長に伴い国内投資家の保有が増加したことから、2019年以降、アクティブ運用、パッシブ運用の双方においてこの動きが見られる。2024年にブラジルの国内ヘッジファンドが自国政府の財政運営の無謀さに反旗を翻し売りに転じたケースはあったものの、国内投資家の保有増加は、彼らが弱気に転じない限り、現地通貨ベースでの債券価格変動の抑制につながる（他の新興国では、上記ヘッジファンドのようなアクティブで政治的バイアスのある国内投資家は見当たらないが）。国内債券市場における国内投資家の保有比率が80%以上を占めるまでに上昇している状況は、他国への影響の波及が小さいことを説明できる要因でもある。実際、過去3年間、トルコ、南アフリカ、メキシコ、ブラジルといった大国が困難な状況にあった際にも、他国への為替変動の波及はほとんどなく、リスク分散の効果が実証される結果となっている。

アジア以外の多くの新興国の利回りは名目ベースで過去20年来の高水準に近い。大半の新興国のインフレは足元ほぼ落ち着いているにもかかわらず、多くの国では長期インフレと政策リスクに対して異常に高い実質リスクプレミアムを示している。また、多くの新興国の10年債利回りは、1年物の「事前予想」インフレ率に基づく絶対利回りも実質利回りも非常に高い水準にある。同様に、米国債券の利回りに対しても高い水準を示している（図表3ご参照）。

図表3：新興国と米国の10年債利回りバリュエーション

地域	10年債利回り	10年債推定実質利回り (1年物の事前予想インフレ率に基づく)	米国10年債利回りとの差	
			名目差	推定実質差
EMEA				
South Africa	10.23%	5.56%	5.83%	3.77%
Turkey	28.09%	3.21%	23.69%	1.42%
Russia	6.35%	0.65%	1.95%	-1.14%
Hungary	6.46%	2.89%	2.07%	1.11%
Poland	5.87%	2.29%	1.47%	0.50%
Romania	7.21%	3.42%	2.81%	1.63%
Czech Republic	4.15%	1.98%	-0.25%	0.19%
Israel	4.37%	1.78%	-0.03%	-0.01%
LATAM				
Mexico	10.13%	6.36%	5.74%	4.58%
Colombia	11.27%	7.34%	6.87%	5.55%
Brazil	14.84%	10.71%	10.44%	8.92%
Peru	6.62%	4.14%	2.23%	2.36%
Chile	5.55%	1.98%	1.15%	0.19%
Asia				
Korea	2.82%	0.95%	-1.57%	-0.83%
Indonesia	7.12%	4.57%	2.73%	2.79%
India	6.75%	2.83%	2.35%	1.04%
Malaysia	3.84%	1.07%	-0.56%	-0.72%
Thailand	2.34%	1.25%	-2.05%	-0.53%
United States	4.40%	1.79%		

出所：Principal Finisterre, Bloomberg、2024年12月16日時点

2025年の中国を除く新興国の成長が底堅く、関税をめぐるリスクにも関わらずデysinフレが続くという私たちの見方が正しければ、こうした異常に割安なバリュエーションは修正されるはずである。また、一部の国における財政状況の改善により、市場が織り込んでいる以上のさらなる利下げの余地があることが示唆されれば、それも追い風となるだろう。

新興国の米ドル建ソブリン債券と社債のスプレッド：「バリュー・フォー・マネー」の議論

上述の通り、過剰流動性は依然極めて高く、利回りへの需要も旺盛なことから、既に割高なグローバルのクレジットスプレッドはさらに割高な水準となる可能性がある。そのため、新興国のソブリン債券と社債は、「限界まで縮小」するスプレッドの動きに乗ることになるだろう。多くの点で現在の環境は、米国10年債利回りが4～5%、インフレ率が2～4%のレンジにあった2004年後半から2007年初めにかけての状況と似ている。この時期は、民間の借入とレバレッジが世界的に急上昇した過剰流動性の時期であった。現在の状況は世界的な過剰貯蓄によるものであるが、個人および企業のバランスシートが総じて健全であるのに対し、政府債務の水準は大幅に上昇している。一言で言えば、2004年から2006年にかけてと同様に現在のバランスの取れた環境が続けば、2025年にはEMDのスプレッドがどれほどタイトで割高なものになるか、私たちは驚くことになるかもしれない。

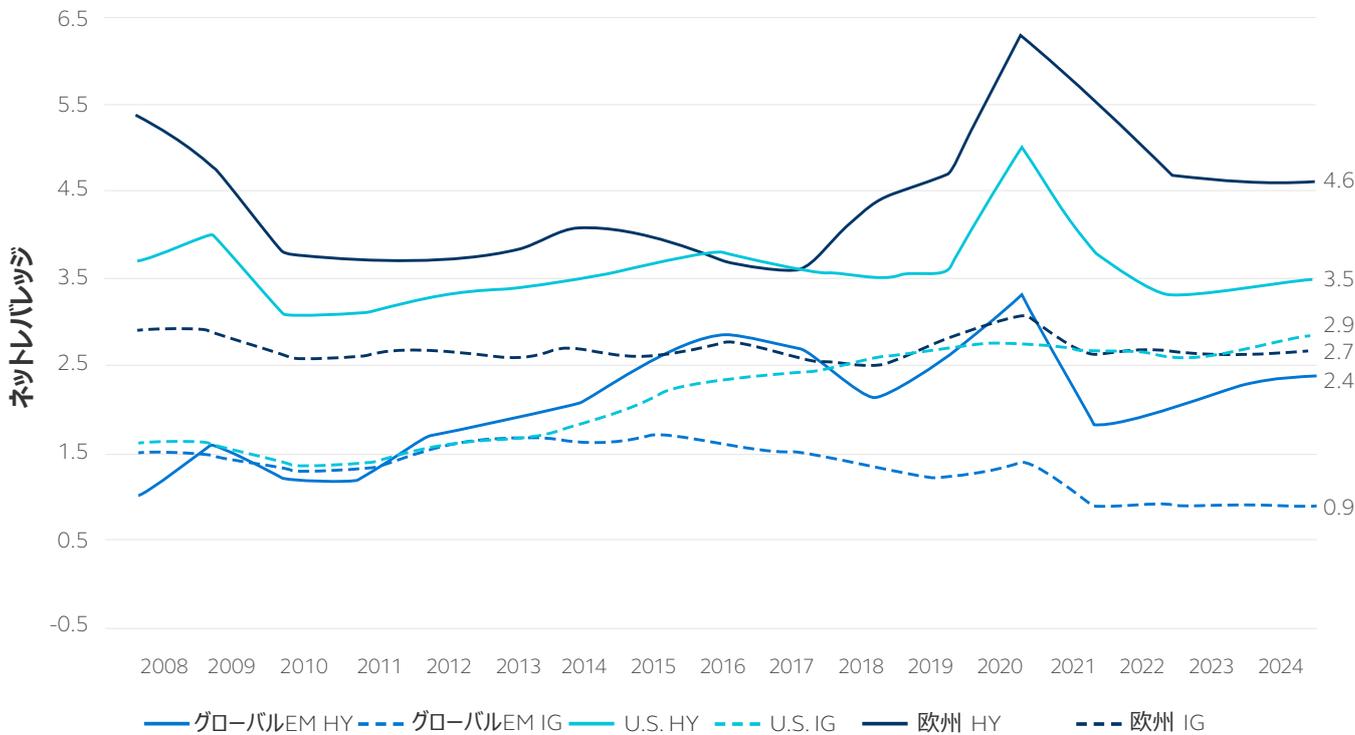
重要な論点の1つは、EMDの先進国クレジット対比での相対的な「バリュー・フォー・マネー」である。この1年でグローバルのクレジットスプレッドが大幅に縮小したという見方がある一方、EMDのスプレッドは依然先進国のように20年ぶりのタイトな水準にはなっていない。また、新興国社債はデフォルト率が著しく低く、グローバルポートフォリオにおいて、マクロリスクによるデフォルトのリスクを大幅に分散する機能を果たしているにも関わらず、すべての格付けレベルにおいて、同格の米国債に対するネットのスプレッド・プレミアムを依然として提供している。

新興国社債について特筆すべきなのは、新興国社債が提供する各格付けにおけるマクロリスクの大幅な分散とデフォルト率低減の効果とともに、すべての格付けにおいて米国社債(1)と比較してネット・レバレッジが著しく低い点である。

(1) 出所：Standard and Poor's default and transition statistics, 1980-2020.

図表4は、新興国と先進国の社債のネット・レバレッジ（ネット負債/EBITDA 比率）の比較である。新興国のHY社債は先進国のIG社債よりもレバレッジ水準が低いにもかかわらず、同格付けの米国企業よりもスプレッド水準がワイドである。

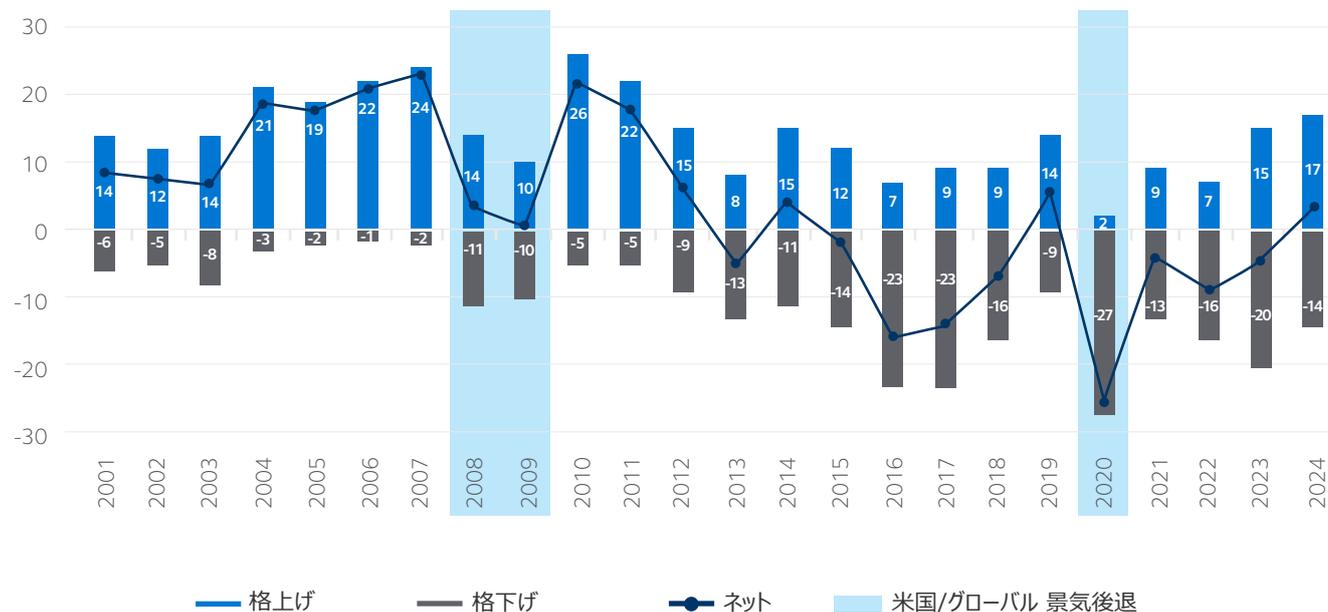
図表4：新興国のハイイールド社債は欧米の高格付け発行体よりもレバレッジが低くスプレッドは厚い



出所：J.P. Morgan research, Principal Finisterre. 2024年6月30日時点

新興国のサブリン格付けは、底堅い成長（中国を除く新興国の成長率は2022年と2023年とともに上方修正された後、2024年の3.5%から2025年には3.2%へとわずかに低下する）を背景に、2024年には5年ぶりに格上げが格下げの数を上回り、プラスに転じた（図表5ご参照）。

図表5：2000年以降の新興国のサブリン格付けの格上げと格下げ件数



出所：Principal Finisterre, JP Morgan, S&P, Moody's, Fitch. 2024年12月時点

ソブリン債券では、IMFなどの国際機関が引き続きフロンティア国（パキスタン、エジプト、ケニア）への支援に深くコミットしており、その他の国々においては、国内改革による好転や（アルゼンチン、ナイジェリア、トルコ）、デフォルト債の債務再編による市場への復帰（ウクライナ、ガーナ、ザンビア、スリランカ）、かろうじて苦境を脱するなど（チュニジア、エクアドル）、各種状況が見られる。また、「ブルーボンド」のような新たな資金調達手段は、対外流動性を改善するためのタイムリーな債務管理を可能にした（エクアドル、ガーナ、バハマ、ガボン）。主力のBBB格のセグメントのバリュエーションは総じて割高かもしれないが、南アフリカ、コートジボワール、サウジアラビア、イスラエルなど、よりアクティブなトレードが求められる特定の回復力のある投資ストーリーを見出すことができる。ルーマニア、コロンビア、パナマなど、財政不安により割安になっている国もあり、2025年のいずれかのタイミングで回復の可能性はある。

2025年のシナリオと6つの投資テーマ

上記の予想が現実のものとなった場合、ハードカレンシー建債券のトータルリターンは、HYソブリン債で7.17%、HY社債で6.34%という現在の利回りがサポート要因となるシナリオが考えられる⁽²⁾。米国10年債利回りの緩やかな低下や、それに伴う一部の高利回り新興国での利回り低下、ハードカレンシー建債券のスプレッドの縮小なども、リターンのプラス要因となる可能性がある。アクティブな為替取引による「アルファ」や中南米のフロンティア国の高利回り現地通貨建債券による追加的リターンも期待されるだろう。米国金利と為替についてはとりわけアクティブな運用が求められ、早ければ1月下旬から2月上旬にかけて一時的なリスク回避の動きが見られるかもしれない。しかし、そうしたリスクオフの動きは極めて一般的なことであり、2025年を通じて投資ユニバースの大部分で良好なファンダメンタルズが見込まれることから、調整局面は買い場であると考えられる。2023年、2024年と同様、2025年後半に「トランプノミクス」の顕在化に伴い留意すべきなのは、メインシナリオの周辺にある極端なポジティブから極端なネガティブへの絶え間ない市場認識の変化である。そういった観点から重要なのは、ポートフォリオを運用する際の指針とすべき特定の投資テーマをしっかりと持つことである。以下、2025年のEMD運用における指針となる6つのテーマを提示する。

#1 グローバルなクレジットスプレッドの回復力：2025年上半期も利回りへの需要が続く中、さらに割高な水準まで引き締まるだろう

- いくつかのセグメントで割高感があるものの、米国社債に牽引された世界的なスプレッド縮小の動きは続くだろう。
 - 米国経済は2025年後半までに3%から2%のペースに減速する見込みだが、その回復力については総じてポジティブな見通し。
 - スコット・ベッセント氏の財務長官起用と歳出削減の可能性を考慮すると、これまで懸念されていたほど極端な財政悪化には陥らないことが期待される。
 - 米国債発行による資金調達は長期債を必要としない可能性。現金残高とMMFが極めて潤沢なため、短期債と残存期間が短い国債で賄える可能性。
 - 「トランプノミクス」の影響が見え始める2025年後半まで、まだ2回の利下げが実施される可能性。
- 流動性が世界的に高く、米ドル建て資産への需要があり、米国10年債利回りが4～5%台で推移し、インフレが予防的に管理されている現在の環境は、散發的かつ一時的なスプレッド拡大が需要増により常に消化されていた2004年半ばから2007年前半の環境を彷彿とさせる。
- スプレッドはタイトな状況にあるものの、BB格/BBB格の新興国社債と、貿易、安全保障、政策の信頼性リスクが低い主要新興国のソブリン債券に「バリュー・フォー・マネー」を見出している。

⁽²⁾ ソブリン債券はJ.P. Morgan EMBI Global Diversified Index、社債はJ.P. Morgan Corporate EMBI Indexによる。2024年12月31日現在。

#2 原油価格の下落に備えたポートフォリオの調整：原油価格は70～80ドルから60～70ドルのレンジへ。一方、多くの産油国は底堅さを維持するだろう。

- 2025年前半は、EUと中国が依然として伸び悩む一方、米国はやや減速し、世界的な消費の鈍化につながるだろう。
- 一方、2025年の世界の石油生産は（トランプ大統領の影響を除けば）、ブラジル、ガイアナ、アフリカ、リビア、米国などにより潤沢。
- OPECプラスは、減産による調整を行う一方で、市場シェアを堅持しようとするだろう。
- イランとベネズエラに対する新たな制裁と、ロシアに対するマクロ的な圧力の高まりは、原油価格の下値を抑える可能性がある。
- 10ドルを超える下落でも、アンゴラ、イラク、アゼルバイジャン、カザフスタン、バーレーン、クウェートなどの国々を圧迫するが、湾岸協力会議（GCC）諸国、ナイジェリア、エクアドルは財政的打撃に耐え得るだろう。

#3 ポピュリズム、偽情報、地政学的リスク、制度的信頼性の問題は、新興国に対する「政治経済」的アプローチの重要性を示唆

- メキシコ、ルーマニアの大統領選、シリアのアサド政権崩壊、韓国の戒厳令、インドのアダニ・グループに対する米検察の起訴などは、市場では材料視されず。
- IMFは引き続きフロンティア国に対する主要な資金提供者であるが、米国主導の政治的アプローチによる選別が強まるリスクもある。
- イベント発生時には、リターン獲得のために最悪のケースに焦点を当てた戦術的で逆張りのスタンスで運用に臨む。
- ブラジルのボルソナロ前大統領の処遇、2026年に選挙を控えるハンガリーのオルバン首相の動向、コートジボワールの後継者問題、チュニジアのIMFからの支援プログラムの動向、アルゼンチンの2025年10月中旬選挙などが注目材料。

#4 新興国通貨は米ドルに対して構造的に保有しにくい：地域内でのよりシステマチックな相対価値に着目

- 「トランプノミクス」の効果が現れるにつれ、米ドルの方向性はより予測不可能になるだろう。どちらにも転ぶ可能性があるが、戦術的であるべきだ。
- アジア通貨対中国元または日本円、CE4（ポーランド、チェコ、ハンガリー、スロバキア）通貨対ユーロ、中南米通貨対米ドル（および/またはメキシコペソ）、南アフリカランド対米ドルおよび/または中国元などのポジションが有効か。相対価値取引は、明確な差別化要因である。
 - 財政支出圧力のなか、より良い政策バッファと信頼性を持つ国はどこか？
 - 貿易リスク：開放経済を取る小国や中国の輸出の経由国よりも、国内経済大国を选好。
 - 米中の中で政治的選択を迫られるのはどの国か？（BRICS、東南アジア諸国に注目：タイバーツ、マレーシアリング、ベトナムドンショートとフィリピンペソ、インドルピー、インドネシアルピアのロングが有効か。南アフリカランドを注視。）
 - 財政と成長の信頼性については改善と悪化の双方が混在（南アフリカランドとトルコリラを选好）。
- バリュートラップに注意：為替では割安感カタリストではなく、通貨は「平均回帰」はしない。
- ただし、実質利回り、絶対利回り、また対米国債利回りのいずれにおいても、利回りが低い通貨よりも高い通貨の方がクッションになり得る。

#5 ポピュリズムや成長率の減速（中国を除く成長率予想：3.5%～3.0%）を背景に財政のひずみが拡大。2025年には新興国の財政収支はマイナスになると予想される。

- 中国を除く大半の新興国の財政収支は2025年はマイナスとなり、多くの新興国の大国では財政赤字の削減が見込まれる（南アフリカ、メキシコ、トルコ、インド）。
- 政策実行リスク（セネガル、インド、メキシコ）や信頼性リスク（ハンガリー、パキスタン、コロンビア）を抱える国もある。その他は、引き続き成果を上げている（トルコ、南アフリカ、メキシコもか）
- 財政緩和の誘惑に駆られた政府（ブラジル、インドネシア、コロンビア）では、市場参加者や議会、最高裁判所などの国家機関が抑制力となっている。

#6 新興国の金利：中央銀行はよりディフェンシブなスタンスに。財政需給は金利カーブを維持する上で決定打

- FRBとECBの動向が新興国中銀の緩和ペースを決定するだろう。アジア諸国は、米中および日本の金融政策の方向性の中で立ち往生。
- 財政赤字削減が明言され、自国の国内投資家による債券需要がある高利回りの国（南アフリカ、メキシコ、ブラジル、ペルー）を愛好。
- その他、ECBによる利下げから恩恵を受ける中欧（ポーランド、チェコ、あるいは需給が良好なハンガリー）の金利スワップに注目。
- 米国債対比での利回りの低さに行き過ぎ感があり、実質利回りが最も低い国（韓国、タイ、イスラエル？）での金利スワップ。

Risk considerations

Past performance is no guarantee of future results. Investing involves risk, including possible loss of principal. Fixed-income investment options are subject to interest rate risk, and their value will decline as interest rates rise. 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. 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.

Inflation and other economic cycles and conditions are difficult to predict and there is no guarantee that any inflation mitigation/protection strategy will be successful.

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.

All figures shown in this document are in U.S. dollars unless otherwise noted.

This material may contain 'forward looking' information that is not purely historical in nature. Such information 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.

Any forecasted returns, yields or other forward-looking performance shown in this material are not meant to predict the returns of any portfolio or strategy and do not guarantee future results. The forecasted returns are shown for illustrative, informational purposes only and subject to change without notice. These forecasted returns do not reflect any deductions for investment management fees or expenses that would reduce the actual returns realized by investors and there is no guarantee that the forecasted returns will be realized or achieved or that any investment strategy will be successful.

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.

This document is intent for use in:

- The United States by Principal Global Investors, LLC, which is regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission.
- Europe by Principal Global Investors (Ireland) Limited, 70 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, D02 R296, Ireland. Principal Global Investors (Ireland) Limited is regulated by the Central Bank of Ireland.

Clients that do not directly contract with Principal Global Investors (Europe) Limited ("PGIE") or Principal Global Investors (Ireland) Limited ("PGII") will not benefit from the protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority or the Central Bank of Ireland, including those enacted under MiFID II. Further, where clients do contract with PGIE or PGII, PGIE or PGII may delegate management authority to affiliates that are not authorized and regulated within Europe and in any such case, the client may not benefit from all protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority, or the Central Bank of Ireland. In Europe, this document is directed exclusively at Professional Clients and Eligible Counterparties and should not be relied upon by Retail Clients (all as defined by the MiFID).

- United Kingdom by Principal Global Investors (Europe) Limited, Level 1, 1 Wood Street, London, EC2V 7 JB, registered in England, No. 03819986, which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA").
- This document is marketing material and is issued in Switzerland by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH.
- United Arab Emirates by Principal Investor Management (DIFC) Limited, an entity registered in the Dubai International Financial Centre and authorized by the Dubai Financial Services Authority as an Authorised Firm, in its capacity as distributor / promoter of the products and services of Principal Asset Management. This document is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on or otherwise distributed by the recipient to any other person or organisation.
- Singapore by Principal Global Investors (Singapore) Limited (ACRA Reg. No. 199603735H), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore and is directed exclusively at institutional investors as defined by the Securities and Futures Act 2001. This advertisement or publication has not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore.
- Australia by Principal Global Investors (Australia) Limited (ABN 45 102 488 068, AFS Licence No. 225385), which is regulated by the Australian Securities and Investments Commission and is only directed at wholesale clients as defined under Corporations Act 2001.
- Hong Kong SAR (China) by Principal Asset Management Company (Asia) Limited, which is regulated by the Securities and Futures Commission. This document has not been reviewed by the Securities and Futures Commission.
- Other APAC Countries/ Jurisdictions. This material is issued for Institutional Investors only (or professional/sophisticated/qualified investors, as such term may apply in local jurisdictions) and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on, used by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

Principal Global Investors, LLC (PGI) is registered with the U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) as a commodity trading advisor (CTA), a commodity pool operator (CPO) and is a member of the National Futures Association (NFA). PGI advises qualified eligible persons (QEPs) under CFTC Regulation 4.7.

Principal Asset ManagementSM is a trade name of Principal Global Investors, LLC. Principal Finisterre is an investment team within Principal Global Investors.

© 2025 Principal Financial Services, Inc. Principal®, Principal Financial Group®, Principal Asset Management, and Principal and the logomark design are registered trademarks and service marks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company, in various countries around the world and may be used only with the permission of Principal Financial Services, 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プリンシパル・フィニステー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。

本資料に記載の運用報酬等の費用は一般的な説明です。弊社との投資一任契約の締結をご検討頂く際に、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。

■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。

無登録格付に関する説明事項 (Moody's)

1. 無登録である旨

当該資料において用いられている信用格付は、金融商品取引法第 66 条の 27 による登録を受けていない信用格付業者（無登録業者）によって付与されております。

2. 登録の意義

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

3. グループ名称・グループ内登録業者の名称/登録番号

格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第 2 号）

4. 「格付付与の方針・方法の概要」又は「格付付与の方針・方法の概要を登録業者から入手する方法」

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ (https://www.moody.com/Pages/default_ja.aspx) の「信用格付事業」をクリック後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

この情報は当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

無登録格付に関する説明事項 (S&P)

1. 無登録である旨

当該資料において用いられている信用格付は、金融商品取引法第 66 条の 27 による登録を受けていない信用格付業者（無登録業者）によって付与されております。

2. 登録の意義

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

3. グループ名称・グループ内登録業者の名称/登録番号

グループ名称：S&P グローバル・レーティング

グループ内登録業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第 5 号）

4. 「格付付与の方針・方法の概要」又は「格付付与の方針・方法の概要を登録業者から入手する方法」

S&P グローバル・レーティングホームページ (<https://www.spglobal.com/ratings/jp/>) の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」 (<https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered>) に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界

S&P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

上記の情報は当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記 S&P グローバル・レーティングのホームページのホームページをご覧ください。

無登録格付に関する説明事項 (Fitch)

1. 無登録である旨

当該資料において用いられている信用格付は、金融商品取引法第 66 条の 27 による登録を受けていない信用格付業者（無登録業者）によって付与されております。

2. 登録の意義

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

3. グループ名称・グループ内登録業者の名称/登録番号

グループ名称： フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内登録業者の名称及び登録番号： フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第 7 号）

4. 「格付付与の方針・方法の概要」又は「格付付与の方針・方法の概要を無登録業者から入手する方法」

フィッチ・レーティングスのホームページ（<https://www.fitchratings.com/ja/region/japan>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

上記の情報は当社がとらえた情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

■重要な情報

当戦略の運用は、弊社海外関係会社のプリンシパル・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のプリンシパル・フィニステールが行っています。

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。

通貨：特段記載のないものは米ドルベース。過去の実績は将来の成果を約束するものではありません。

当資料に掲載の情報は、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。適用法令にて規定されるものを除き、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。当資料中の分析、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。

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

東京都千代田区有楽町一丁目5番2号 東宝日比谷プロムナードビル

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

ホームページ：<https://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