

# Global Insights Outlook 2021

## 2021年グローバル市場見通し -世界経済の目覚め

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

### About the authors



**Todd Jablonski, CFA**  
CIO (最高投資責任者)  
Principal Global Asset Allocation



**Binay Chandgothia, CFA**  
ヘッド・オブ・アセットアロケーション (アジア)  
Principal Global Asset Allocation



**Seema Shah**  
チーフ・ストラテジスト  
Principal Global Investors

はじめに

[P.2](#)

新型コロナウイルスワクチン：  
2020年の終わりに待望の  
実用化

[P.3](#)

2021年は債務が大きな  
負担になるのか？

[P.6](#)

新興国市場における投資  
機会

[P.8](#)

60/40のポートフォリオは  
健在で順調に推移

[P.11](#)

グローバルな資産配分に  
関する見解

[P.14](#)

プリンシパル・グローバル・  
アセット・アロケーションの  
資本市場予想

[P.15](#)

For Public Distribution in the United States.

For Institutional, Professional, Qualified and/or Wholesale Investor Use Only in other Permitted Jurisdictions as defined by local laws and regulations.

## はじめに

# 2020年は過去に例を見ない年だった

3月に新型コロナウイルスのパンデミックによる大打撃という不意打ちを食らい、投資家は「高リターンと低ボラティリティ」という安眠からたたき起こされ、上半期の市場は大荒れとなりました。世界中の政府と中央銀行が迅速に金融・財政政策を打ち出したおかげでグローバル資本市場は持ち直しましたが、コロナ禍で抑制された経済状況との明らかな不一致も多く見られます。

方向感が定まらない中、ロックダウン措置は解除と導入が繰り返され、米大統領選は結果をめぐって議論が続く一方、株式市場では大手ハイテク銘柄中心の展開が続きました。世界第1位と第2位の経済大国である米国と中国はウイルス対策で異なるアプローチを取り、両国間の貿易摩擦は悪化の一途をたどりました。最終的に、2020年はこれまでの政治体制に終止符が打たれた年となり、私たちは今、新たな時代への転換期を迎えているのかもしれません。

2021年に目を向けると、市場と投資家にとって2020年よりも安定した年になる可能性を示唆するいくつかの動きが散見されます。



- ▶ 開発中の複数の新型コロナウイルスワクチンで予想を上回る高い有効性が示されており、予想より早期に治療法が確立される可能性があります。2020年はコロナ危機の年となりましたが、2021年は恐らくワクチンの年となるでしょう。
- ▶ 各国中銀が2021年を通じて金利をゼロ%付近に維持することで市場を下支えし、またインフレ目標の上振れを容認する意向を表明していることは追い風です。
- ▶ グローバル市場が安定すれば、新興国市場の構造的成長が最大限に促進される可能性が高まります。

世界各国の持続的な金融刺激策と豊富な財政支出に支えられ、また2020年を通じて市場を苦しめたテールリスクの低減も追い風となり、資本市場はここ数年間で最も良好な状態になっています。2021年は、過去10年間に醸成されて機が熟した景気循環のローテーションがついに実現し、そして重要なことに、それが定着する年となる可能性があります。

とはいえ、高水準の不確実性は2021年に入っても間違いなく続くと思われる。急増する企業負債や政府債務、コロナ禍が経済に残した爪痕、待望のワクチンを順調に配布するために克服しなければならない物流面の重大な課題など、景気循環の復活には様々な困難が待ち受けています。

市場のボラティリティを乗り切るには分散投資が引き続き肝要であり、アクティブ運用には、質を見極めリスクを管理する能力が求められます。2021年に市場を混乱させる公算が大きい要素は世界の経済成長をめぐる懸念ですが、厳しかった2020年の後でもあり、当社は市場、経済、投資の見通しについて極めて楽観的に見えています。

高水準の不確実性は2021年に入っても間違いなく続きます。市場のボラティリティを乗り切るには分散投資が引き続き肝要です。

# 新型コロナウイルスワクチン：2020年の終わりに待望の実用化

## ワクチンは状況を一変させるものの、そこに至る道筋には多くの不確実性が待ち受けている

複数の新型コロナウイルスワクチンの実用間近に関する明るいニュースは、年末を迎えた市場にとって待望の「特効薬」となり、平常への復帰に向けた見通しの改善につながりました。2021年を通じてワクチン普及の進捗状況が市場の中心的話題となり、投資家はウイルス感染の再拡大に対して、これまでよりも寛容な姿勢を見せると予想されます。そして2021年下半期には経済が完全に再開される可能性もあります。しかし、コロナ危機が経済に残した傷は簡単には癒えず、市場では引き続きワクチン配布をめぐる「物流体制次第」の展開が続くと思われます。

新規感染者数が増加し社会的制約が強化されている状況下での短期的な見通しに比べると、ワクチンや景気回復といった要素が盛り込まれる中期的な見通しは力強い内容となりますが、そこでも多くの不透明感が予想されます。

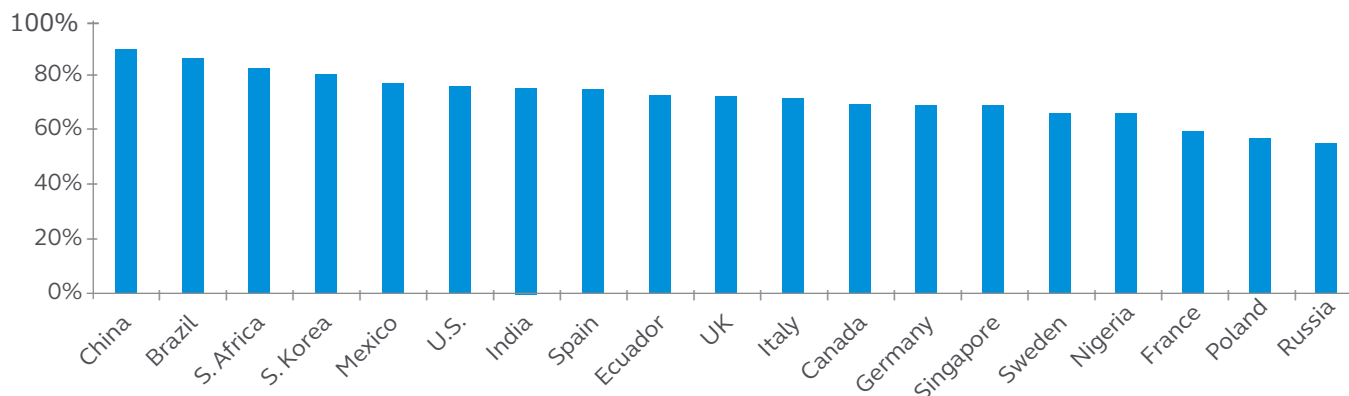
### お膳立ては整っても…

ワクチンに対する人々の反応は、正常を取り戻す上で最大の障害です。ワクチン受容に関するある調査によると、欧米では副反応に対する不安から、「接種開始1年目にワクチンを接種したい」と回答したのは全体の約70%にとどまりました（図表1）。集団免疫を獲得するためには、政府による大胆な動機付けや、あるいは強制的な義務付けが必要になるかもしれません。

### 人々は依然として懐疑的

図表1：新型コロナウイルスワクチンの受容率

ワクチン接種を希望する回答者の割合、国別



Source: Emerson College, Principal Global Asset Allocation. Data as of June 20, 2020.

Data above represents the percent of respondents in each country who responded positively to the question 'If a COVID-19 vaccine is proven safe and effective and is available, I will take it'.

サプライチェーンに関わるボトルネック、大量生産への課題、ワクチン受容率の低さにより、ワクチンの広範な普及は2021年後半にずれ込む公算が大きいことから、ソーシャルディスタンス措置も長引く恐れがあります。レストラン、ホテル、旅行といった人との接触機会が多いセクターでは引き続きサービスの提供が制限されるとみられ、上半期の業績見通しの重石となっています。

ワクチン接種が順調に行われたとしても、コロナ後の経済はかつての経済とは変容する可能性が高いことを認識することが重要です。消費者と企業は2020年の困難な状況に適応し、テクノロジーやオンラインを活用したサービスを積極的に利用するようになりました。「平常時」に近い状況に戻ったとしても、新たに取り入れたデジタル習慣の一部は元に戻らず、危機前の消費パターンが完全に回復し打撃を受けたセクターが急回復することはないと思われます。

## 回復への道筋は様々

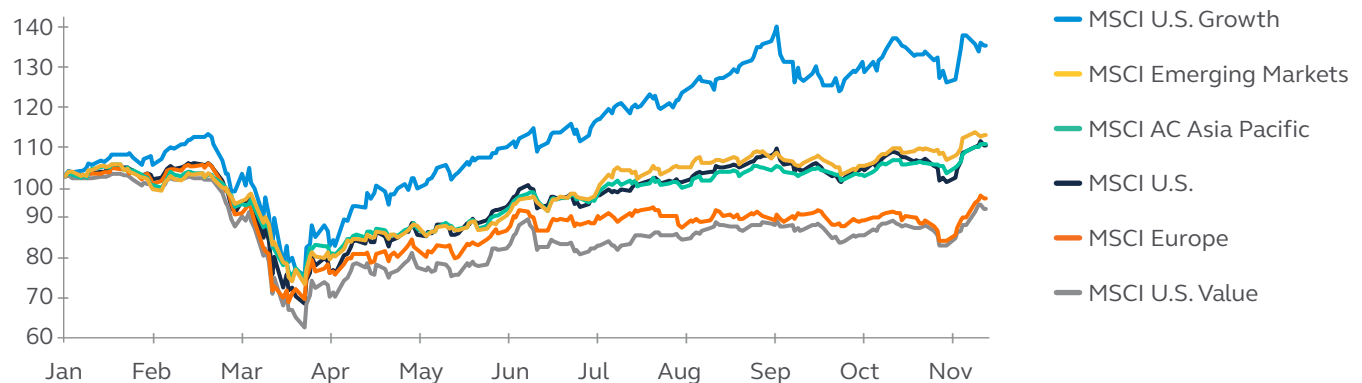
2020年後半に見られたワクチン開発の飛躍的進展により、市場のセンチメントや経済見通しは明らかに上向きしました。しかし、パンデミックの世界経済成長下押し圧力が弱まるのは2021年下半年以降になると推測されるため、有効なワクチンをめぐる明るい見通しも、厳格な社会的制限措置、企業活動の停止、失業といった冬場の厳しい現実を覆すことはなさそうです。感染再拡大が2021年前半の利益回復の重しとなるだけでなく、経済的打撃が長期化した影響から、正常への完全復帰には時間がかかると思われます。

パンデミックの世界経済成長  
下押し圧力が弱まるのは  
2021年下半年以降になると  
みられるため、有効なワクチン  
をめぐる明るい見通しも、厳格  
な社会的制限措置、企業活  
動の停止、失業といった冬場  
の厳しい現実を覆すことはなさ  
そうです。

## 2020年は勝者と敗者が明確に分かれたが、2021年は逆転する可能性も

図表2：世界の株式市場のパフォーマンス

指数のリターン（2020年1月1日～2020年11月13日）



Source: Bloomberg, Principal Global Asset Allocation. Data as of November 13, 2020.

ワクチン接種は最終的に状況を一変させるとみられますが、それまでは、米国の大型株やハイテク株から出遅れ株への循環物色が定着することはないと思われます。投資家は米国市場が2021年上半年も力強いパフォーマンスが維持される展開に備える必要があります。

それとは対照的に、欧州はウイルスとの厳しい闘いや繰り返されるロックダウン措置が足かせとなり、2020年はグローバル市場をアンダーパフォームしました（図表2）。バリュー株のウエイトが高いこともあり、経済が徐々に平常に戻るに連れて欧州市場は力強い上昇が見込まれます。

欧米の将来がワクチンに委ねられている一方で、中国、韓国、シンガポールなどのアジア市場では、人の移動とウイルスのつながりを断つことに成功している模様です。アジア経済は全体的に、感染を爆発的に拡大させることなく、新型コロナウイルスと共生する方法を早い段階で学習しており、そのためこれらの市場ではワクチン普及をきっかけとした株価上昇は最も小幅になる状況です。

コロナ禍による大打撃を受けた新興国市場では、有効なワクチンの普及により大幅な上昇が予想されます。残念ながら、早期にワクチンが配布される国・地域は限定され、新興国市場はワクチン接種でも大きな障害に直面するとみられます。ロシア（および中国）といったワクチン生産国を除くと、多くの新興国は有効なワクチンを早急に入手するための大規模契約を締結しておらず、経済活動の正常化は2021年後半にずれ込む見通しです。

## 普段の生活を取り戻す

投資家はコロナ後の世界で予想される、以前とは違う側面について推察する必要があります。多くの企業で株式のバリュエーションが大幅に割高になっていることは、市場の牽引役が交代する機が熟していることを示唆します。実際、過去10年間アウトパフォームしてきたグロース株は明らかに割高な水準にあり、パフォーマンスの逆転の影響を最も受けやすい位置にあります。

経済成長への力強い道筋とコロナ禍からの正常化に関する見通しの改善は、バリュー株、景気循環株、小型株への緩やかな主役交代を後押しするとみられます。こうした企業は本質的に景気回復に対する感応度が高く、しかも今回の景気回復は大規模なものになると思われます。大半の各国中銀が金利をゼロ%付近に維持すると予想される中、バリュー株が大いに待ち望んでいたイールドカーブの長期ゾーンに対する上昇圧力が高まるでしょう。コロナ危機で深刻なダメージを受けた一部の市場では回復に時間がかかるかもしれませんが、それでもワクチンが徐々に普及することで大幅に上昇すると予想されます（図表3）。

どのような投資決定をするにせよ、投資家は慎重になる必要があります。コロナ禍は深い傷痕を残し、世界経済が完全に立ち直すには長時間を要すると思われます。各国が冬場の感染拡大の抑制に取り組んでおり、有効なワクチン配布まで数カ月はかかると思われることから、投資家は引き続き、大型ハイテク株の力強いバランスシートやプラスのキャッシュフローを好感すると思われますが、直近数四半期に比べると上昇幅はかなり縮小すると予想されます。大型ハイテク株の上昇とバリュー株の上昇が同時に起こる可能性もあります。

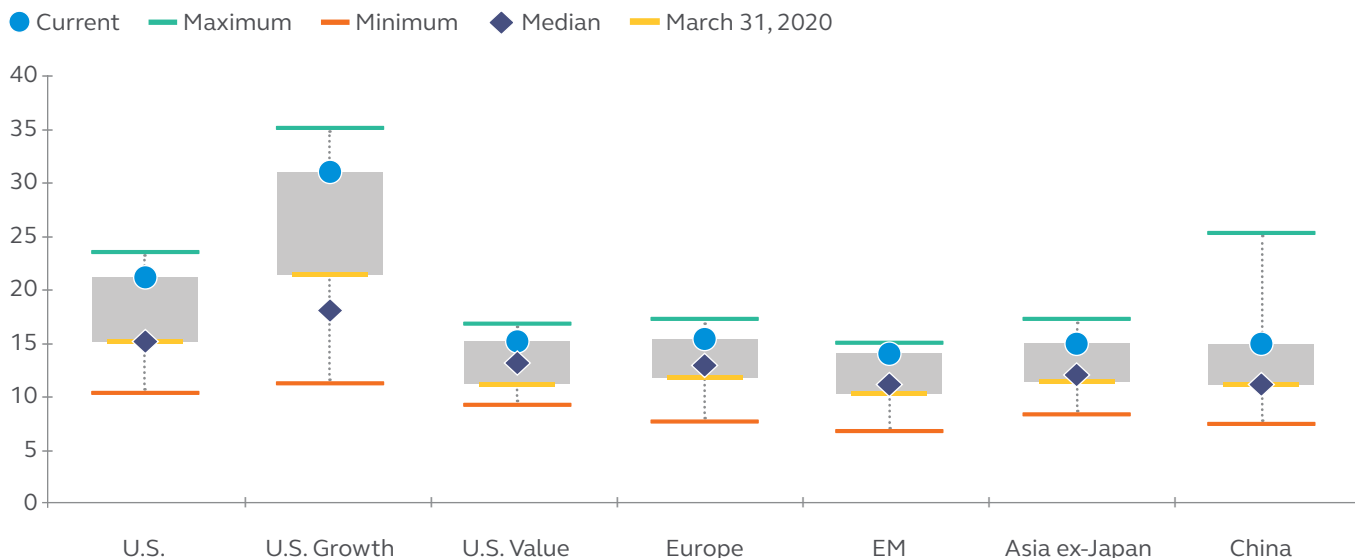
世界の市場はワクチン開発の進展を好感しています。足許のバリュエーションは大幅に落ち込んだセクター、投資スタイル、市場に大きな上昇余地があることを示していますが、パンデミックが経済に及ぼした悪影響を考えると、2021年は優良企業とそうでない企業を識別することがこれまで以上に必要不可欠となるでしょう。選択眼があり、クオリティを重視する投資家が、今後も大きなリターンを獲得すると当社は考えます。

“ 選択眼があり、クオリティを重視する投資家が、今後も大きなリターンを獲得すると当社は考えます。 ”

## バリュエーションの歪みは大きな投資機会が残っていることを示唆

図表3：グローバル株式市場のバリュエーション

フォワード株価収益率（PER）、2003年1月1日～2020年10月31日



Source: Bloomberg, MSCI, Principal Global Asset Allocation. Data as of October 31, 2020.

U.S. = MSCI USA Index, U.S. Growth = MSCI USA Growth Index, U.S. Value = MSCI USA Value Index, Europe = MSCI Europe Index, EM = MSCI Emerging Markets Index, Asia ex-Japan = MSCI AC Asia ex-Japan Index, China = MSCI China Index

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。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。

# 2021年は債務が大きな負担になるのか？

連邦政府と企業の高水準の債務は経済に対する重しとなっているが、2021年にリスク資産に悪影響を及ぼすことはない見通し

2008～2009年の世界金融危機を受けて市場関係者は、債務を増やすことは持続可能な成長のための解決策にはならないと自身に強く言い聞かせました。ところが、それから10年後、私たちは同じ道を進んでいます。

世界金融危機をきっかけに金融政策が一気に緩和されたことが、政府と企業による莫大な借入れを助長しました。経済の成長促進を目的とした中銀と政府による大胆な景気刺激策に後押しされ、債務の山はますます高くなりました。そして、新型コロナウイルスのパンデミックという大きなショックと、それに伴う財政・金融面からの対応により、債務の山は2020年に一段と積み上がりました。

パンデミックの結果として世界の債務水準が過去最高に達する中、2021年を迎えるに当たり、どのようなリスクと機会が投資家にはあるのでしょうか。

## 負債を負っているのは誰か？

米国では2007年末以降、連邦政府（223%増）と企業（68%増）で債務が大幅に増加しており、増加率は名目GDP成長率（47%）を上回っています。対照的に、家計（13%増）と地方政府（12%増）の債務は緩やかな増加にとどまり、対GDP比では低下しています。世界金融危機以降、家計は全体的に借入れに対して非常に慎重になっており、長期にわたり負債縮小が進んだ結果、財務状況は改善しています。

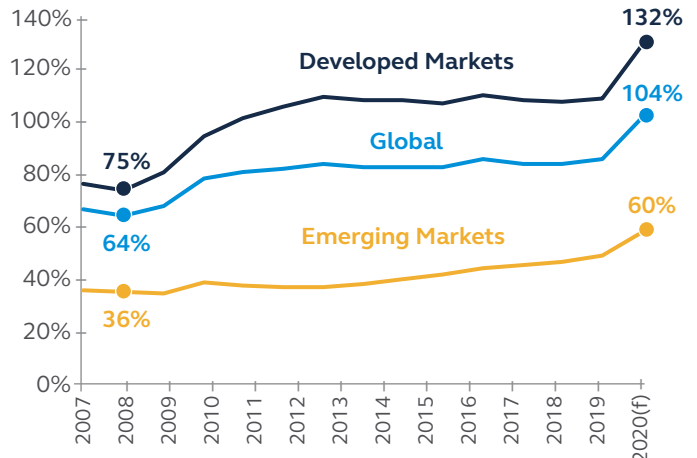
## 債務残高に関する2つの状況

絶対額で見ると先進国と新興国の債務残高には大きな差異がありますが、GDP比を見ると、どちらも2008年以降ほぼ倍増しています。先進国の債務のGDP比率は第2次世界大戦以降で最高水準に達する見通しで、新興国でも過去実績と比べると同様の道筋をたどっています（図表4）。

## 新興国と先進国の債務水準は2008年以降にほぼ倍増

図表4：世界的に積み上がる債務

債務の対GDP比



Source: Bloomberg, International Monetary Fund, Principal Global Asset Allocation. 2020 data is forecasted. Data as of October 31, 2020.

世界経済を牽引する米国と中国はいずれも、負債を財源とした成長モデルを採用しています。中国では、債務総額のGDP比率は2007年の139%から2019年には300%に跳ね上がり、その中でも社債残高のGDP比率は101%から205%に上昇しました。

米中両国とも過去10年間の低金利が借入れの増大につながりました。米国ではその上、企業が資本構成を見直し、株主還元の原資とするために社債を発行したことも債務拡大に寄与しました。一方で、中国の場合はマクロ経済目標を達成するために、国有の銀行システムが累積債務を押し上げました。現在、米国の債務拡大は勢いが弱まることなく続いています。中国では最近の政策転換が奏功して債務の積み上がりはやや抑制されています。

## 債務：先送りされた心配の壁

債務の増加には代償が伴いますが、過剰な累積債務による副作用が2021年に表面化する可能性は低いと当社は考えます。

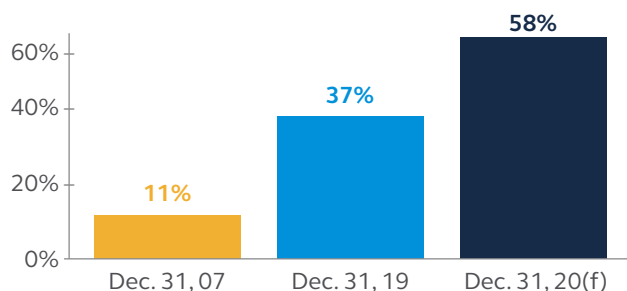
### 金融緩和という生命線が断たれる公算は小さい

主要な各国中銀は、ゼロまたはマイナス金利、積極的なフォワードガイダンス、バランスシートの拡大、社債購入による企業資産への直接的な資金供給などを通じて、債務拡大に重要な役割を果たしました（図表5）。米連邦準備制度理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、日銀は将来の市場ストレスを軽減するため、今後も国債や社債を大量に吸収し続けると予想されます。パンデミック以降の成果が全て打ち消されることに対する「恐れ」から、少なくとも2021年はハト派スタンスが維持される見通しです。

### G3中銀のバランスシートは巨大化かつ拡大中

図表5：G3中銀のバランスシート合計の対GDP比（予想）

FRB、ECB、日銀のバランスシート合計



Source: Bloomberg, Principal Global Asset Allocation. 2020 data is forecasted. Data as of October 31, 2020.

### インフレは予想を下回り、債務は急増

大規模な財政ファイナンスと過度な景気刺激策にはインフレが伴いますが、実際のインフレ率は政策目標を一貫して下回っています。2021年に回復が予想されるものの、政策を転換させるほどの水準にははるかに及ばないでしょう。留意すべき点として、インフレの回復は売上高の成長とデフォルト懸念の低下につながるため、企業セクターにとって好材料です。

### 低金利は借り手にとって負担の軽減を意味する

債務によって資金を調達する事業体にとって、高い借入れコストは悩みの種であり、しばしばデフォルト増加の前兆となることがあります。しかし、足許の借入れコストは名目上でもインフレ調整後でもかなり低水準で、これを受けてスプレッド商品の2021年の見通しは安定しています（図表6）。

### 利回りは超低水準が持続

図表6：米国の借入れコスト

過去最低水準に近い借入れコストは、高い債務水準にとってのクッション



Source: Bloomberg, Principal Global Asset Allocation.  
U.S. High Yield = Bloomberg Barclays U.S. Corporate High Yield Index.  
Data as of October 31, 2020.

### 当面は信用収縮のリスクはない

金融システムには潤沢な流動性があり、ストレスが発生するポイントは差し迫っていません。投資適格社債、ハイイールド社債、新興国債券の発行体は、パンデミックにもかかわらず2020年に大量の債券を発行しており、一部は必要資金を前倒しで調達している可能性もあります。極めて緩和的な借入れコストと豊富な流動性により、こうした発行体の2021年の資金調達にも問題は無い模様です。

### グローバル・キャリートレードに有利な環境

極めて緩和的な信用状況、インフレの改善、コロナ禍からの回復をめぐる楽観的見方を背景とした成長加速が、新興国市場への資金流入を促進すると弊社はみています。新興国市場は成長のための資金源としてクロスボーダーのキャリートレードによる資金流入に依存しているため、資金移動の回復は市場にとって追い風です。

### 投資家にとっての意味合い

時期尚早な金融政策の引き締めへの転換、ワクチン配布の遅れ、新たな地政学的問題の浮上といったリスクが、景気回復や債務見通しを逆転させる可能性もありますが、当社は引き続き2021年について楽観視しています。債券系プロダクトへの賢明な資産配分や当該資産内での配分については慎重に検討することが重要です。国および企業レベルで固有のストレスが浮上する可能性があるため、分散投資を維持し、適切なアクティブ資産運用会社を選択することが成功のカギを握ります。実際、山のような債券プロダクトを調査しながら自力で運用することは不可能ではありませんが、そのためには十分な精査と数理計算によるアプローチが必要です。

# 新興国市場における投資機会

## より高い潜在成長力を理由に、米国以外に投資する

米国のリスク資産はFRBの景気刺激策、堅調な経済成長、ハイテク企業の高いウエイトを背景に、過去10年間にわたり好調に推移してきました。今回の危機（コロナ禍）から脱するのに伴い、投資家は新興国経済の良好な人口動態と経済の自立性の高まりについて、今後10年間の先導役となる時期が来ているかどうかを評価する必要があります。米国のリスク資産が主役となり続けるのでしょうか、それとも他の国・地域が米国との差を縮める展開となるのでしょうか？

### 人口動態：構造的なプラス材料

投資家は長年にわたり、新興国市場の魅力的要因として特に人口動態の変化を挙げてきました。当社はその基調は依然として損なわれていないと考えます。新興国の人口の伸びは先進国を上回っており、概ね若年層の人口増加がその中心になっています。通常この2つの要因は、相対的に潜在成長力が高く、バリュエーションの上昇を意味します。

### 新たな新興国経済の到来

銀行、エネルギー、素材といった景気循環に極めて敏感なセクターが中心の状況から、新興国市場の時価総額構成は大きな進化を遂げました。情報技術（IT）、一般消費財、通信サービス、ヘルスケアのセクターがMSCIエマージング・マーケット指数に占める割合は、2007年末の28%から52%に上昇しています（2020年6月30日現在）。ゲーミング大手のテンセント・ホールディングス、Eコマースのリーダー企業のアリババ・グループ、検索エンジンのバイドゥ・インク、そしてサムスン電子などの企業は新興国市場全体を先導しており、米国の大手ハイテク企業との競争を繰り広げています。

但し、全ての新興国が同様な状況にあるわけではなく、今日ではアジアの影響力が大きくなっています。アジアの新興諸国は精緻な政策決定の枠組みを採用することで、自国にとっての追い風を生み出しているだけでなく、多様性、中間層の台頭、そして他の新興国よりも強力な政治体制を実現しています。中国は最も注目すべき存在とみなされており、構造的観点からしてもその見方は妥当です。中国の中間層の人口は4億2,000万人と米国の全人口を上回ります。さらに、中国がバリューチェーンの上方に移動し、スキルが高度化する製造業において企業が賃上げ圧力に対応するのに伴い、ベトナムやタイなど他の諸国はサプライチェーンの移転というテーマの中でより強力な足掛かりを得ています。

### 人口動態変化は新興国投資のポテンシャルを高める

図表7：プリンシパル・グローバル・アセット・アロケーション

スコアが低いほど、人口動態上の要因から潜在成長力が高いことを意味する

| Developed Markets    | 66         | Emerging Markets     | 39        |
|----------------------|------------|----------------------|-----------|
| <b>North America</b> | <b>49</b>  | <b>Asia Pacific</b>  | <b>53</b> |
| United States        | 50         | China                | 47        |
| Canada               | 37         | S.Korea              | 67        |
| <b>West Europe</b>   | <b>80</b>  | India                | <b>3</b>  |
| United Kingdom       | 63         | Singapore            | 57        |
| France               | <b>80</b>  | Malaysia             | <b>13</b> |
| Germany              | <b>93</b>  | Indonesia            | <b>17</b> |
| Switzerland          | 40         | Thailand             | 53        |
| Spain                | <b>87</b>  | Philippines          | <b>10</b> |
| Sweden               | 60         | <b>EEMEA</b>         | <b>52</b> |
| Italy                | <b>97</b>  | Russia               | 73        |
| Netherlands          | <b>87</b>  | Saudi Arabia         | <b>7</b>  |
| Belgium              | <b>83</b>  | South Africa         | 23        |
| Denmark              | 77         | <b>South America</b> | <b>27</b> |
| <b>Asia Pacific</b>  | <b>53</b>  | Brazil               | 30        |
| Hong Kong            | 70         | Chile                | 33        |
| Japan                | <b>100</b> | Mexico               | <b>20</b> |

Average percentile ranking based on six demographic measures (current population growth, population growth through 2025, labor force growth through 2025, dependency ratio, children population ratio, rural population ratio)

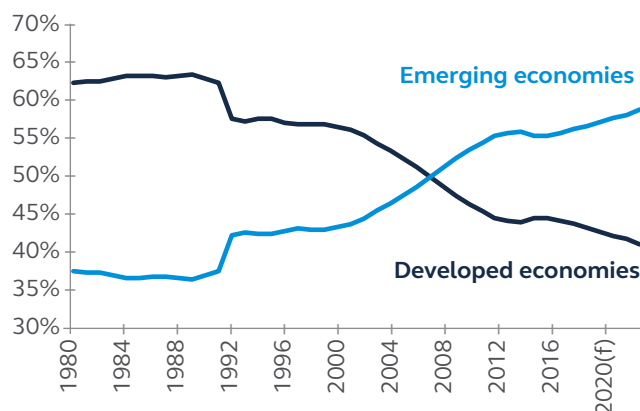
Source: World Bank, Principal Global Asset Allocation. Data as of December 31, 2018.

こうした経済的重要性の高まりというトレンドは、今に始まったことではありません。購買力平価ベースで見ると、新興国は今や世界のGDPの60%近くを占めています（図表8）。中国だけを取り上げても世界経済の19.8%を占め、インドは7.4%を占めています。一方、世界経済に占める米国の比率は1980年の21.4%から15.3%に低下すると予想されています。

## 世界のGDPに占める新興国の比率は先進国を上回る

図表8：購買力平価ベースの世界のGDP

％、1980～2023年



Source: IMF, Bloomberg, Principal Global Asset Allocation. 2020 data is forecasted. Data as of October 31, 2020.

## コロナ後の新興国の見通し

2020年は世界の大半の国で、新型コロナウイルス感染症が深刻な経済問題を引き起こしました。しかし、アジアの多くの新興国は先進国のような財政力がないにもかかわらず、人の移動によるウイルスの感染拡大の連鎖を断つことによってパンデミックに伴う経済的打撃を抑制しています。現に、中国、韓国、台湾、香港はいずれも、先進国に先駆けて経済活動の再開を果たしました。従って、当該国では経済的ダメージは限定的となり、2021年は目覚ましい経済成長が期待されます。コロナ禍による深刻な影響を被った他の国々では、2021年にはワクチン配布によって力強い回復が見込まれます。

## 株式のバリュエーションは相対的に魅力的

先進国と新興国では景気動向だけでなく、バリュエーションにも格差があります。現在、投資家は多くの株式のバリュエーションを割高だとみていますが、相対的には、新興国市場のバリュエーションは先進国市場（特に米国）ほど割高ではありません。メキシコ、香港、インドネシア、シンガポールなどの国々で

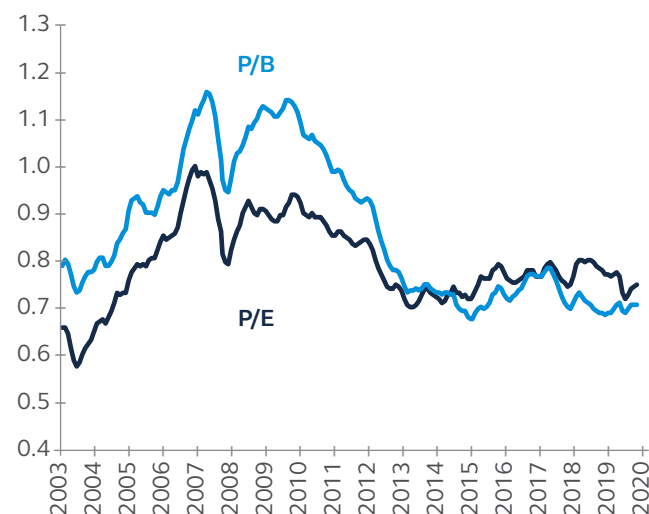
は、力強い景気循環見通しに関わらずバリュエーションは魅力的な状況にあります。ブラジルはコロナ禍による打撃を受けて、株式のバリュエーションが割安になったため、ワクチンの普及は投資見通しに大きなプラス効果を及ぼす可能性があります。他にもインドや中国など、長期的な潜在成長力を持った国で戦略的エクスポージャーを構築する機会が提示されています。

## 新興国株式のバリュエーションは魅力的

図表9：株価収益率（PER）と株価純資産倍率（PBR）

MSCエマージング・マーケット指数とMSCオール・カンントリー・ワールド指数、3カ月平均、

2003年12月31日～2020年10月31日



Source: FactSet, Principal Global Asset Allocation. P/B = price-to-book. P/E = price-to-earnings. Data as of October 31, 2020.

## テーマの中心は新興国株式にとどまらない

世界的な低金利環境の中で、利回り追求は債券投資の主要テーマとなっています。中銀の大量の資産購入によって利回りが過去最低水準近くまで低下している先進国市場に比べて、新興国債券は名目ベースでも実質ベースでも利回り獲得の機会を提供しています。確かに、新興国でも政府債務の積み上がりをめぐる懸念はありますが、新興国の債務水準は先進国を大幅に下回っており、超緩和的な金融環境では確実に対処可能と考えます。

## 新興国通貨は極めて魅力的

米ドルは新興国市場投資で中核的な役割を担う傾向があり、米ドルの推移は新興国投資の力強さを物語る際の基本となっています。米ドルは数年にわたって強い状況が続いており、バリュエーションが幾分割高となり、2021年には下落しやすい状況と見受けられるのに対して、新興国通貨はそれほど割高ではありません。より魅力的なバリュエーションと成長見通しの改善が相まって、新興国通貨の潮目が変わる可能性があります。海外投資家は新興国市場において、高い株式リターンと高い利回りに加えて、通貨上昇による利益も稼取可能な投資機会であることは重要な点です。

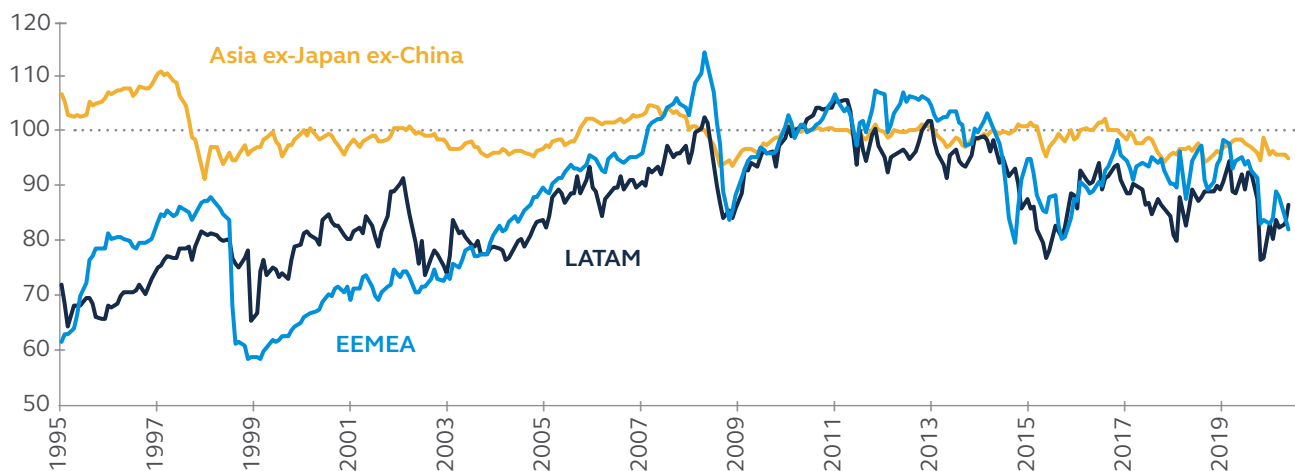
## 新興国市場の潜在的リスク

新興国市場について楽観的な見方を取る様々な理由があるにもかかわらず、リスクがあることは否めず、海外からの資金流入に依存していることが特に脆弱性につながっています。例えば、世界の金融政策の早すぎる引き締めや米ドル高は、新興国市場に投資する際の強力な根拠を否定することになり、資金フローの反転につながりかねません。財政政策の引き締めも新興国の製品に対する世界的需要の足かせとなり、当社が予想する景気回復を危うくします。また、ワクチン配布に関する失望も重要な脅威となるでしょう。

### 新興国の通貨は、新興国投資でさらに利益が得られる機会を提供

図表10：実質実効為替レート

1995年1月1日～2020年10月31日の水準



Source: Bloomberg, Principal Global Asset Allocation. Real effective exchange rates using Producer Price Indices. Data as October 31, 2020.

## 投資家にとっての意味合い

米国の株式と債券が割高な水準にある現状において、新興国市場は魅力的で割安感のある成長機会の提供とポートフォリオの分散化をもたらすことで重要な役割を担います。良好な人口動態に加えて、間近に迫った循環的な成長回復に牽引されるため、新興国市場でのアクティブ運用のポジションは、投資家の長期目標を達成するための重要な構成要素とされたいと考えます。

当社のリサーチでは、新興国市場は先進国市場に比べて、アクティブ運用スタイルを通じてリターンの高まる可能性ははるかに高いことが示されています。従って、新興国市場の今後に目を向けた場合、アクティブ運用は、投資機会を活用し、リスクを軽減し、投資家に対して個別新興国の微妙な差異を捉える機会を提供できると思われます。

# 60/40のポートフォリオは健在で順調に推移

## 揺るぎない戦略は2021年を通じて魅力を維持

数十年もの間、概ね株式60%、債券40%で構成されるポートフォリオ（「60/40ポートフォリオ」として知られる）は全体的に優れたリスクリターンを創出するための最善の方法だということが、投資の一般常識となっていました。最近、多くの投資家が反対意見を唱え、60/40はもはや有効ではないと主張しています。しかし、当社では2021年にかけて60/40ポートフォリオは健在で順調に推移すると考えています。

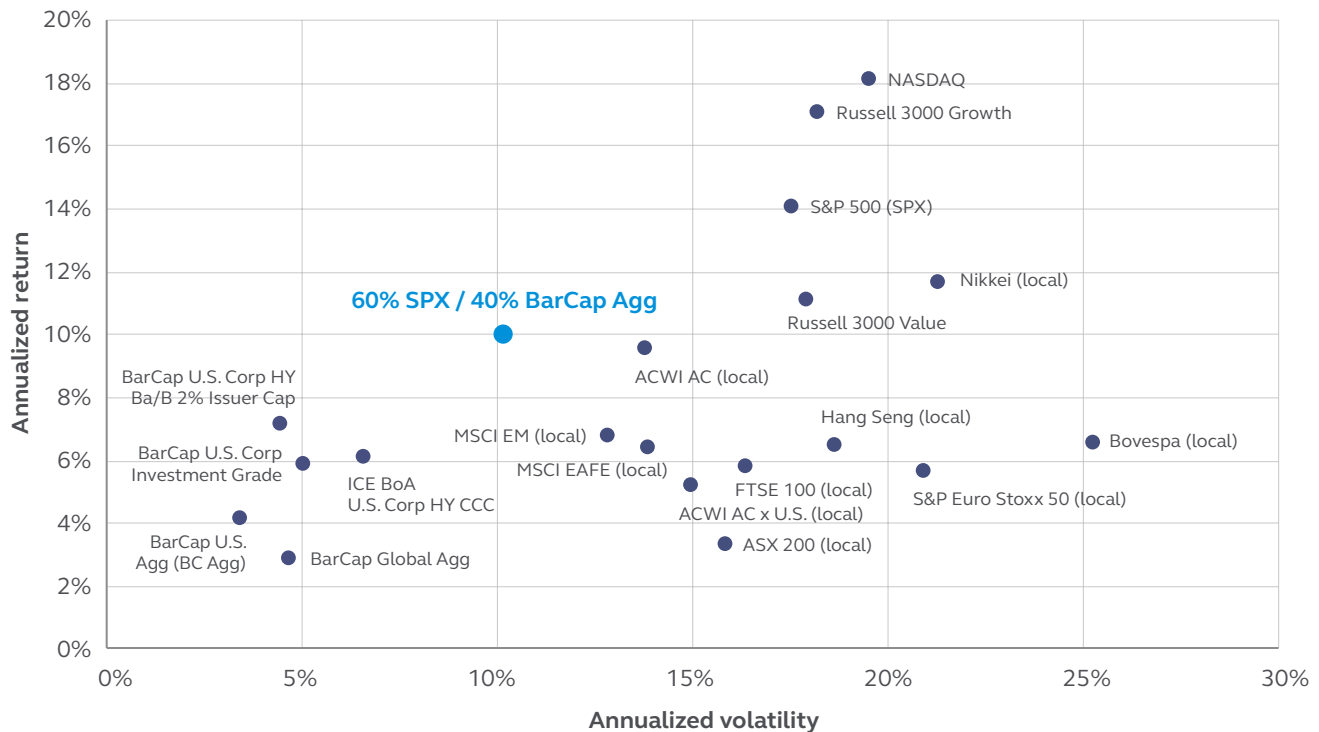
### 60/40は依然として有効か？

60/40ポートフォリオは過去10年間に有効でした。2010年以降、60/40よりも低いボラティリティで高いリターンを達成した資産はなく、しかもその差は明白でした（図表11）。一般に、株式資産クラスは相対的にボラティリティが高いものの、60/40より高いリターンを達成した資産はごく少数にとどまっています。それでは、60/40の長期モメンタムを崩すような変化は起きているのでしょうか？

### 全天候型の60/40は極めて効率的で有効

図表11：主要指数の年率換算リターンと年率換算ボラティリティ

％、2010年1月1日～2020年10月31日



Source: Bloomberg, Principal Global Asset Allocation. Data as of October 31, 2020.

Index performance information reflects no deduction for fees, expenses, or taxes. Indices are unmanaged and individuals cannot invest directly in an index.

## 高いバリュエーションは2021年の投資の成功を妨げるものではない

投資可能な資産クラス全体にわたり、あらゆる資産が絶対ベースで割高な水準にあります。MSCIオール・カン트리・ワールド指数はほぼ2標準偏差、割高な水準にあり（2020年10月31日現在）、これは株式が全期間の95%において現在よりも割安な水準で推移していたことを示しています。ブルームバーグ・バークレイズ米国総合債券指数の最低利回り（YTW）（すなわち、デフォルトなしに償還される場合の債券の最低利回り）は、全期間の98%において現在よりも割安な水準で推移していました（2020年10月31日現在）。

とはいえ、「割高であること」は今後12カ月間の見通しについて多くを語っているわけではなく、より賢明なポジション設定を伴う戦術的なアプローチを取ることで、債券よりも株式に相対的な魅力があることを容易に認識できます。

- 高いバリュエーションは継続的なパフォーマンスを妨げるものではありません。割高な価格は長期的には有益な情報になり得ますが、通常は今後12カ月間の動向に関する情報をほとんど伝えていません。
- 60（株式）と40（債券）はいずれも絶対ベースで割高にみえますが、60は40に比べて割安です。実際、過去のバリュエーション総合指標によると、米国株式が米国債よりも割安になったのは全期間の僅か1%です。

相対ベースで見ると、株式と債券の関係はこの10年あまり変化していません。このため、絶対的に割高であることで60/40モデルの信頼性が損なわれるわけではありません。株式は債券よりも引き続き魅力的に見えるため、株式をオーバーウェイトとすることは依然として理に適っています。

### 株式は現時点で債券に対してイールドプレミアムを提供

図表12：国別のイールドプレミアム

MSCI各国指数、2020年10月31日

|         | Earnings yield (E/P) | Bond yield | Earnings yield premium | % of time higher |
|---------|----------------------|------------|------------------------|------------------|
| U.S.    | 3.9                  | 0.9        | 3.0                    | 41%              |
| Germany | 1.8                  | -0.6       | 2.4                    | 83%              |
| France  | 2.1                  | -0.3       | 2.4                    | 75%              |
| China   | 4.9                  | 3.2        | 1.7                    | 89%              |
| Japan   | 3.7                  | 0          | 3.7                    | 63%              |

Earnings Yield is trailing 12-month Earnings yield (reciprocal of PE) for each MSCI Index.

U.S. = MSCI USA Index, Germany = MSCI Germany Index, France = MSCI France Index, China = MSCI China Index, Japan = MSCI Japan Index.

Source: Bloomberg, Principal Global Asset Allocation. Data as of October 31, 2020.

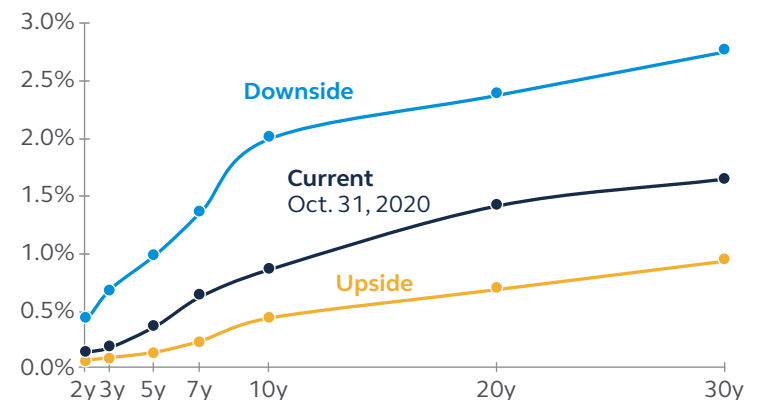
### 債券の長期的な強気相場が終わったと主張するのは時期尚早

失望はしばしば現実と期待のギャップから生じます。金利が極めて低位にある中で、賢明な投資家は金利感応度の高い戦略に対する期待値を下げるべきです。とはいえ、2021年の場合、マクロ経済環境が予想よりも改善するか、または悪化するかわって、起こり得る結果は異なります（図表13）。金利には上昇バイアスがかかる一方で、成長が期待外れになった場合、利回りがゼロ%を上回る水準の債券には上昇余地がかなりあります。

### 債券の上昇余地はかなりある

図表13：米国債のイールドカーブ

リスクシナリオ（現行、上振れ、下振れ）



Projected upside and downside ranges based on historical data from November 30, 1995.

Source: Bloomberg, Principal Global Asset Allocation. Data as of October 31, 2020.

当社の見解では、投資家は投資対象を米国債や伝統的な債券に限定する必要はありません。世界のクレジット市場は、金利に対するエクスポージャーを低減して債券のリターンを高められる、厚みのある多様な市場です。投資適格社債、優先証券、そして潜在的に新興国債券は、40%の配分を流動性が高く割高にならない方法で強化し、リスク・リターン特性を改善します。

2021年に金利が上昇軌道に乗る可能性もあれば、横ばいまたは低下の可能性もあります。バランス型戦略における40%の役割を思い出して下さい。40%はインカムを生み出すとともに、ボラティリティを低減する役割を担っています。前者、つまりインカム創出は40%内の多様なクレジット・エクスポージャーで管理することが可能です。後者、つまり安定性は米国債とモーゲージの重要な特徴であり、2021年に成長が期待外れになった場合その価値を再び発揮する可能性があります。

## 株式と債券の長期的な負の相関関係は壊れていない

長期金利は低位にあるものの、まだゼロ%には達していません。このため、投資家はコア債券ポートフォリオの見直しを急ぐべきではありません。当然のことながら、3カ月物と1年物の相関実績で見ると、60/40は依然として負の相関関係があり、直近では負の相関度が拡大している局面もあります（図表14）。

2021年に株式と債券のリターンの負の相関が持続的な崩壊を始めるというのは、既定路線ではありません。60/40の10年に及ぶ好調な実績の原動力となった「代償を伴わない効率性の獲得」によって、2021年はまたしても効率向上の年となる可能性があります。さらに、40内のクレジット・エクスポージャーの拡大は株式との相関を獲得するための方法であり、ポートフォリオ全体の金利リスクを分散する方法でもあります。

## 60/40は2021年も引き続き有効

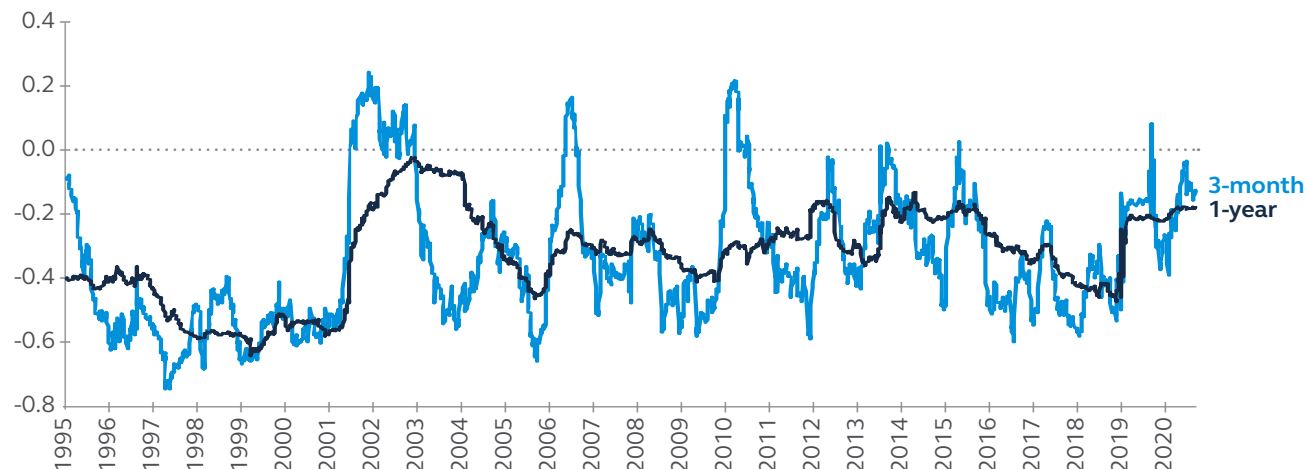
60/40ポートフォリオは有効でなくなったわけではありません。実際、60/40ポートフォリオは過去10年間に10%の複利年率リターンを上げてきました。リターンは多くの債券指数を上回り、ボラティリティは株価指数を下回ります。株式は効率的な成長を牽引し、債券はインカムと安定性に寄与したため、投資家は60/40の分散型ポートフォリオによって相場の流れにスムーズに乗ることができました。2021年に、コアの米国株式市場および債券市場は、この信頼可能な投資戦略の長期にわたる効率的パフォーマンスをさらに延長することが可能と考えます。

“投資家は60/40の分散型ポートフォリオによって相場の流れにスムーズに乗ることができました。”

### 一貫した負の相関性は60/40の分散化の優位性を維持

図表14：トータルリターンの相関度

S&P 500と米国債券総合指数、2010年1月4日～2020年11月4日



Source: Bloomberg, Principal Global Asset Allocation. Data as of November 4, 2020.

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。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。

# グローバルな資産配分に関する見解

## 循環的および長期的な視点から見てリスク資産への傾斜配分を考える

### 資産配分

2021年を迎えるに当たり、当社はリスク資産に対して前向きな姿勢を維持しています。株式をオーバーウェイトとし、リスクを軽減するオルタナティブ資産をアンダーウェイトとしています。債券の中では、極めて低い潜在的リターンを踏まえ、特にソブリン債をアンダーウェイトとしています。

#### ④ 株式

当社は長期にわたり米国大型株とテクノロジー関連株を選好してきましたが、小型株や新興国株式などの景気循環色の強い分野への配分を増やしています。先進国市場の中では、景気循環性を踏まえ日本をオーバーウェイトに引き上げました。中国国内株については、最近の市場の失望感と大手ハイテク企業に対する規制制度の変更の可能性を踏まえ、選好度を引き下げています。

#### ④ 債券

高ボラティリティのスプレッド資産に引き続きバイアスをかけています。その方法として、投資適格債よりもスプレッドの縮小見込みの大きいハイイールド債、新興国クレジット、優先証券をオーバーウェイトとしています。

#### ④ オルタナティブ資産

リターンを高める資産に対する戦術的な選好を強める一方、リスクを低減するオルタナティブ資産を最大限のアンダーウェイトにシフトしました。実物資産は、循環的な景気回復の恩恵を受けるために、当社が引き続き選好する戦術的な投資対象です。

| Asset allocation            | Investment preference |   |         |   |      |
|-----------------------------|-----------------------|---|---------|---|------|
|                             | Less                  | ← | Neutral | → | More |
| <b>Equities</b>             | ○                     | ○ | ○       | ● | ○    |
| <b>U.S.</b>                 | ○                     | ○ | ○       | ● | ○    |
| Large Cap                   | ○                     | ○ | ○       | ● | ○    |
| Mid Cap                     | ○                     | ● | ○       | ○ | ○    |
| Small Cap                   | ○                     | ○ | ●       | ● | ○    |
| <b>Ex-U.S.</b>              | ○                     | ● | ○       | ○ | ○    |
| Europe                      | ○                     | ● | ○       | ○ | ○    |
| Japan                       | ○                     | ○ | ●       | ● | ○    |
| Asia ex-Japan               | ○                     | ● | ●       | ○ | ○    |
| Emerging Markets            | ○                     | ○ | ○       | ● | ○    |
| <b>Fixed income</b>         | ○                     | ● | ●       | ○ | ○    |
| <b>U.S.</b>                 | ○                     | ○ | ○       | ● | ○    |
| Treasury                    | ○                     | ● | ○       | ○ | ○    |
| Mortgages                   | ○                     | ● | ○       | ○ | ○    |
| Investment Grade Corporates | ○                     | ○ | ●       | ● | ○    |
| High Yield                  | ○                     | ○ | ●       | ● | ○    |
| Preferreds (debt & equity)  | ○                     | ○ | ○       | ● | ○    |
| <b>Ex-U.S.</b>              | ○                     | ● | ○       | ○ | ○    |
| Developed Market Sovereigns | ●                     | ○ | ○       | ○ | ○    |
| Developed Market Credit     | ○                     | ○ | ●       | ○ | ○    |
| Emerging Markets            | ○                     | ○ | ●       | ● | ○    |
| <b>Alternatives</b>         | ○                     | ● | ○       | ○ | ○    |
| Return Enhancing            | ○                     | ○ | ●       | ● | ○    |
| Risk Reducing               | ●                     | ● | ○       | ○ | ○    |
| Real Assets                 | ○                     | ○ | ○       | ● | ○    |

● Current quarter's preference

○ Previous quarter's preference (if absent, no change)

Source: Principal Global Asset Allocation. Alternatives asset classes include REITs, international real estate, MLPs, commodities, TIPS, multi-alternatives, and cash. Allocations across the investment outlook can be proportionately adjusted so magnitudes across categories do not have to net to neutral. Data as of November 30, 2020.

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。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。

# プリンシパル・グローバル・アセット・アロケーションの 資本市場予想

2020年10月31日現在

プリンシパル・グローバル・アセット・アロケーションの投資プロセスの中核は、投資可能な各種資産クラスのリスクとリターン（長期（10年））予想を策定することで構築される戦術的資産配分アプローチです。資本市場予想（CME）はこれら資産に対する長期的なリスクとリターンの予想であり、ファンダメンタルズと当該時点の市場バリュエーションの両方を組み入れています。CMEは四半期毎にアップデートされ、グローバル市場の長期的な行方に関する最適な予想を反映するように計算されており、当社の投資分析とポートフォリオ構築プロセスに不可欠な要素です。

| Asset class                                | Market index                           | Realized 10-yr Annual Return U.S.\$ (%) | Expected 10-yr Annual Return U.S.\$ (%) | Expected Risk (%) |
|--------------------------------------------|----------------------------------------|-----------------------------------------|-----------------------------------------|-------------------|
| <b>Fixed Income</b>                        |                                        |                                         |                                         |                   |
| Cash                                       | BB Barc U.S. Tr Bills: 1-3 Months      | 0.6%                                    | 0.5%                                    | 0%                |
| U.S. Treasuries                            | BB Barc U.S. Treasury                  | 3.1%                                    | 0.7%                                    | 4%                |
| TIPS                                       | BB Barc U.S. Treasury Inflation Notes  | 3.2%                                    | 1.3%                                    | 5%                |
| Global Govt Bonds                          | BB Barc Global Treasury                | 1.6%                                    | 1.0%                                    | 6%                |
| U.S. Aggregate Bonds                       | BB Barc U.S. Agg                       | 3.6%                                    | 1.4%                                    | 3%                |
| Global Aggregate Bonds                     | BB Barc Global-Aggregate               | 2.2%                                    | 1.3%                                    | 5%                |
| U.S. Investment Grade Corporate            | BB Barc U.S. Corporate                 | 5.1%                                    | 1.9%                                    | 6%                |
| Global Investment Grade Corporate          | BB Barc Global Aggregate – Corporates  | 3.8%                                    | 1.7%                                    | 7%                |
| U.S. Commercial Mortgage-backed securities | BB Barc CMBS Investment Grade          | 4.4%                                    | 2.0%                                    | 7%                |
| Preferred Securities                       | ICE BofA U.S. Capital Securities Index | 6.8%                                    | 3.7%                                    | 10%               |
| U.S. High Yield Corporate                  | BB Barc U.S. High Yield 2% Issr Cap    | 6.2%                                    | 3.9%                                    | 9%                |
| Global High Yield Corporate                | BB Barc Global High Yield              | 5.6%                                    | 4.1%                                    | 10%               |
| Emerging Market Bonds                      | JPM EMBI Global Diversified            | 5.2%                                    | 4.6%                                    | 9%                |
| U.S. Leveraged Loans                       | S&P Leveraged Loan 100                 | 3.8%                                    | 4.5%                                    | 8%                |
| <b>Equities</b>                            |                                        |                                         |                                         |                   |
| U.S. Large Cap                             | S&P 500                                | 13.0%                                   | 5.6%                                    | 16%               |
| U.S. Mid Cap                               | S&P MidCap 400                         | 10.4%                                   | 6.2%                                    | 19%               |
| U.S. Small Cap                             | Russell 2000 Index                     | 9.6%                                    | 6.5%                                    | 21%               |
| U.S. Growth                                | Russell 2000 Growth                    | 12.0%                                   | 6.6%                                    | 21%               |
| U.S. Value                                 | Russell 2000 Value                     | 7.1%                                    | 6.5%                                    | 21%               |
| Ex-U.S. Developed Markets                  | MSCI EAFE Index                        | 3.8%                                    | 5.8%                                    | 17%               |
| Emerging Markets                           | MSCI Emerging Markets                  | 2.4%                                    | 6.6%                                    | 21%               |
| Europe                                     | MSCI EU                                | 3.2%                                    | 6.10%                                   | 18%               |
| Japan                                      | MSCI Japan                             | 5.8%                                    | 4.8%                                    | 14%               |
| Offshore China                             | MSCI China                             | 6.7%                                    | 6.8%                                    | 24%               |
| India                                      | MSCI India                             | 1.6%                                    | 6.9%                                    | 27%               |
| Korea                                      | MSCI Korea                             | 4.4%                                    | 6.8%                                    | 24%               |
| Taiwan                                     | MSCI Taiwan                            | 9.2%                                    | 6.1%                                    | 21%               |
| Brazil                                     | MSCI Brazil                            | -6.6%                                   | 7.8%                                    | 35%               |
| Mexico                                     | MSCI Mexico                            | -3.2%                                   | 6.5%                                    | 24%               |
| <b>Alternatives</b>                        |                                        |                                         |                                         |                   |
| U.S. Reits                                 | FTSE NAREIT U.S. REITs                 | 8.3%                                    | 6.9%                                    | 21%               |
| Global Developed Market Reits              | FTSE EPRA/NAREIT Developed             | 4.0%                                    | 8.5%                                    | 19%               |
| Core Global Infrastructure                 | FTSE GLOBAL CORE Infrastructure Index  | 8.6%                                    | 7.9%                                    | 12%               |

For more information about the Principal Global Asset Allocation Capital Market Expectations disclosures and methodology, please see back page. Source: Bloomberg, FactSet, Principal Global Asset Allocation. Realized returns are from November 1, 2010 - October 31, 2020. Data as of October 31, 2020.

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。  
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。

### Principal Global Asset Allocation Capital Market Expectations

The Principal Global Asset Allocation (PGAA) Capital Market Estimates (CMEs) are provided for informational purposes only and does not constitute investment advice, a recommendation or an offer or solicitation to purchase or sell any securities to any person in any jurisdiction in which an offer, solicitation, purchase or sale would be unlawful under the securities laws of such jurisdiction.

This paper may contain “forward-looking” information that is not purely historical in nature. Such forward-looking information may include, among other things, projections and forecasts regarding potential future events that may occur (collectively, “Projections”). There is no assurance, guarantee, representation, or warranty being made as to the accuracy of any Projections. Nothing contained herein may be relied upon as a guarantee, promise, forecast, or a representation as to future performance. The opinions and predictions expressed are subject to change without prior notice.

The outputs of the assumptions are provided for illustration purposes only and are subject to significant limitations. “Expected” return estimates are subject to uncertainty and error. Expected returns for each asset class can be conditional on economic scenarios; in the event a particular scenario comes to pass, actual returns could be significantly higher or lower than forecasted. Because of the inherent limitations of all models, potential investors should not rely exclusively on the model when making an investment decision. The model cannot account for the impact that economic, market, and other factors may have on the implementation and ongoing management of an actual investment portfolio. Unlike actual portfolio outcomes, the model outcomes do not reflect actual trading, liquidity constraints, fees, expenses, taxes and other factors that could impact future returns. Asset allocation/diversification does not guarantee investment returns and does not eliminate the risk of loss. Investing involves risk.

### Risk considerations

Investing involves risk, including possible loss of principal. Past performance is no guarantee of future results. Asset allocation and diversification do not ensure a profit or protect against a loss. Equity investments involve greater risk, including higher volatility, than fixed-income investments. 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. Commodity futures contracts generally are volatile and not suitable for all investors. Potential investors should be aware of the risks inherent to owning and investing in real estate, including value fluctuations, capital market pricing volatility, liquidity risks, leverage, credit risk, occupancy risk and legal risk.

### Important information

Index performance information reflects no deduction for fees, expenses, or taxes. Indices are unmanaged and individuals cannot invest directly in an index.

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.

This document is issued in:

- Other APAC Countries, 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.

Insurance products and plan administrative services provided through Principal Life Insurance Co. Principal Funds, Inc. is distributed by Principal Funds Distributor, Inc. Securities are offered through Principal Securities, Inc., 800-547-7754, Member SIPC and/or independent broker/dealers. Principal Life, Principal Funds Distributor, Inc., and Principal Securities are members of the Principal Financial Group®, Des Moines, IA 50392.

© 2020 Principal Financial Services, Inc. Principal, Principal and symbol design and Principal Financial Group are registered trademarks and service marks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company. Principal Global Investors is the asset management arm of the Principal Financial Group.

Principal Global Asset Allocation is a specialized investment management group within Principal Global Investors.

MM11819 | 1434531

## リスクについて

当社プロダクトには、主に以下のようなリスクがあり、これらにより元本に欠損が生じる恐れがあります。

弊社とのご契約をご検討頂く際には、契約締結前書面等の内容を必ずご覧ください。

### 株式

**価格変動リスク：**株式投資の運用成果は、取引市場における需給関係、発行者の経営成績や財務状況の変化、或いはこれを取り巻く外部環境の変化などによって生じる株価の変動に大きく影響されます。

**信用リスク：**株式の発行者または保証会社等の業務や財産の状況などに重大な変化が生じた場合、株価の下落や発行会社の倒産などによって受託資産に損失が生じることがあります。

**流動性リスク：**市場規模や取引量が少ない場合、組入銘柄を売買する際にファンダメンタルズから期待される価格で売買できず、不測の損失を被ることがあります。

**カントリーリスク：**投資対象国の政治経済、税制、法的規制、天変地異などの影響により企業業績が悪化した結果、株価が下し、受託資産に損失が生じることがあります。

**新興国に関するリスク：**新興国の政治経済は先進国に比較して安定性が低く、当該国の経済情勢、政治体制、経済政策、法的規制などの変化が株式市場などに与える影響は先進国以上に大きくなる可能性があります。また、新興国の証券市場は、先進国の市場に比べて一般に市場規模や取引量が小さくまた流動性も低いいため、株価の変動も大きくなる可能性があります。

**為替変動リスク：**外貨建資産への投資に関しては原則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。

### 債券

**金利リスク：**一般的に金利が上昇すれば値下がりし、金利が低下すれば値上がりするというように、金利変動の影響を受け価格が下落する可能性があります。なお、バンクローンは変動金利であり、固定利付債券に比べ金利変動時の影響が相対的に小さくなる傾向があります。

**信用リスク：**一般に債券（債権）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。ハイイールド債券（バンクローン）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：**市場規模や取引量が少ない場合、組入銘柄を売買する際にファンダメンタルズから期待される価格で売買できない可能性があります。ハイイールド債券（バンクローン）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：外貨建資産については、外国為替相場が変動することにより損失が発生し、投資資産が下落することがあります。

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、価格が低下する可能性があります。

#### **優先証券特有のリスク：**

法律制度上のリスク：優先証券に関する法律及び税制、その他制度上の変更等により、優先証券市場や運用方針に影響を及ぼす可能性があります。

利息/配当支払遅延（停止）リスク：優先証券には利息/配当の支払繰延（停止）条項がついている場合があります。但し、実際に繰延べ（停止）されても発行体の倒産に直結するものではありません。

弁済順位リスク：優先証券の弁済順位は、一般的に発行体の株式に優先し、普通社債には劣後します。また、優先証券の中には、一定の条件を下回った場合に元本の一部または全部が償還されないまたは株式に転換されるリスクを持つものがあります。

偶発転換社債(CoCo債)等に関わるリスク：偶発転換社債（CoCo債）等には、監督当局が発行体を実質破たん状態であると判断した場合や発行体の自己資本比率が一定水準を下回った場合等に一定の条件を満たした場合、CoCo債の元本の一部またはすべてが削減される、または発行体の株式に転換されるリスク等があります。この場合、CoCo債等の価格が大きく下落する場合があります。株式への転換条項が付されたCoCo債が一定の条件を満たし、株式への転換が行われることになった場合、CoCo債の価格が大きく値下がりしたうえで、株価変動リスクを負うことになります。

#### **不動産証券（REIT 含む）：**

価格変動リスク：不動産証券（REITを含む）投資の運用成果は、取引市場における需給関係、発行者の経営成績や財務状況の変化、或いはこれを取り巻く外部環境の変化などによって生じる価格の変動に大きく影響されます。また、REITは不動産、不動産を担保とする貸出債権等に投資して得られる収入や売却益などを収益源としており、不動産等に関する規制環境や、賃料水準、稼働率、不動産市況などの影響を受け、価格が変動し損失が生じるリスクがあります。さらに、不動産の老朽化や立地条件の変化、火災、自然災害などに伴う不動産の滅失・毀損などにより、価格が影響を受ける可能性もあります。

流動性リスク：市場規模や取引量が少ない場合、組入有価証券を売買する際にファンダメンタルズから期待される価格で売買できない可能性があります。

信用リスク：株式や不動産投資信託の発行体の財務状況または信用状況の悪化等の影響により、証券価格が下落する場合があります。

新興国に関するリスク：新興国の政治経済は先進国に比較して安定性が低く、当該国の経済情勢、政治体制、経済政策、法的規制などの変化が株式市場などに与える影響は先進国以上に大きくなる場合があります。また、新興国の証券市場は、先進国の市場に比べ一般に市場規模や取引量が小さくまた流動性も低いので、株価の変動も大きくなる場合があります。

為替変動リスク：為替ヘッジをご希望される場合は、組入資産について対円での為替ヘッジを行い、為替リスクの低減を図りますが、完全にヘッジすることは困難なため、米ドルの為替変動による損失が発生することがあります。また円金利が米ドル金利

より低い場合、米ドルと円の金利差相当分のヘッジ費用がかかります。為替ヘッジをご希望されない場合は、外貨建資産への投資に関しては為替ヘッジを行ないません。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。

#### **商業不動産担保証券（CMBS）投資特有のリスク：**

CMBS は商業用不動産を担保としたローンを裏付け資産としているため、一般的な債券運用のリスクに加えて、商業用不動産ローンを直接保有した場合と同様のリスクがあります。CMBS のキャッシュフローや価値は、担保としている商業用不動産を源泉としているため、不動産市況に左右されます。また、ローンの借り手がデフォルトしたり、不動産の担保価値が下落する可能性や流動性が低くなる恐れ等があり、ローンひいては CMBS の価値にマイナスの影響を及ぼす恐れがあります。

#### **米欧商業用不動産投資：**

価格変動リスク：保有物件の評価価値や為替相場の変動等により、投資元本を割り込むことがあります。

レバレッジリスク：レバレッジの活用によって金融リスクが高まり、金利上昇や経済低迷、保有不動産の価値下落等の要因によって、純資産価格の受ける影響が大きくなる可能性があります。また、負債の元利金支払いの遅延や不履行が担保証券や当該物件の差し押さえ、保有不動産の元本毀損、場合によっては保有する他の物件の差し押さえ請求等の事態につながる可能性があります。

為替変動リスク：米ドル建てまたはユーロ建てであるため、日本円から米ドルあるいはユーロに交換して投資を行う日本の投資家は、米ドルと日本円、あるいはユーロと日本円との為替リスクが生じます。

流動性リスク：現物不動産に投資するため、一般的な有価証券のように機動的な売買ができません。産業サイクルや不動産需要の低下、不動産市況の混乱、潜在的な貸し手や投資家の資金の欠如等により流動性が大きく制限され、保有不動産を好ましい条件で迅速に売却できない可能性があります。

不動産開発に関わるリスク：不動産の新規開発案件に投資します。建設が計画通りに進まないことや、景気動向や不動産市場における需要の悪化等により、プロジェクトの採算性が低下し、経済的損失が発生する可能性があります。

法規制および税制上のリスク：不動産投資に係る米欧固有の法規制および税制の変更の影響を受ける可能性があります。

#### **リミテッド・パートナーシップ（以下、LPS）に関わるリスク：**

- 投資一任契約の締結をもって速やかに投資が開始できるものではありません。
- 換金リスク（オープン・エンド型LPS）：換金はLPSの契約を解約することで行うため、当該契約上の制限（解約の事前通知の所要期間など）を受けます。また、LPSの解約金はLPSの流動性資産（現金および短期資産）から払い出されます。そのため、LPSが同時期に受付けた各リミテッド・パートナーからの解約請求の総額（未払解約金があれば、その額を含む）に当流動性資産が満たない場合、解約ができない、または複数回の分割解約となる可能性があります。また、LPSの運用者であるGPが解約請求に応じるために保有不動産の強制的な売却や負債の追加調達等を行うことで、純資産価格が悪影響を受けることがあります。なお、LPSの解約金額は各解約時点における純資産価格により決定されるため、実際に解約されるまでの期間、純資産価格変動の影響を受けます。
- 譲渡制限に係るリスク（オープン・エンド型LPS）：通常、LPSのGPの書面による事前承認がない場合、ファンドの持ち分譲渡はできません。
- クローズド・エンド型のLPSは、運用期間中の換金および持ち分譲渡は原則できません。従って、投資一任契約の途中解約も原則できません。

上記のリスクは主なリスクであり、これらに限定されるものではありません。商業用不動産投資は、お客様の投資元本に欠損が生じる可能性がありますので、弊社とのご契約をご検討いただく際には、契約締結前書面等をよくお読み下さい。

## 運用報酬について

### 投資一任契約に係る報酬体系

運用報酬は、運用対象資産および運用資産額によって異なり、原則して下記の表の料率（年率、別途消費税）を適用します。なお、下記は一般的な説明であり、お申込みの際は、契約締結前正面を必ずご覧ください。

#### <株式>

| 資産残高(時価ベース)   | 欧州株式<br>(コア/GARP) ※1 | グローバル小型株式<br>(コア/GARP) ※2 | 米国中小型株式<br>(バリュー/高配当) ※3 |
|---------------|----------------------|---------------------------|--------------------------|
| 50億円までの部分     | 0.55%                | 0.80%                     | 0.75%                    |
| 50億円超 100億円まで | 0.45%                | 0.75%                     | 0.70%                    |
| 100億円超        | 0.35%                | 0.65%                     | 0.65%                    |

米国株式（グロース）※4、米国小型（コア/GARP）※5、米国中小型株式（グロース：コロンバス・サークル・インベスターズ）

※6については、投資一任契約に係る報酬料率等は現時点では確定しておりませんため、運用報酬、その他手数料およびその合計額または上限について記載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。

※1：PGI欧州株式戦略、※2：PGIグローバル小型株式戦略、※3：エッジ米国中小型バリュー・インカム株式戦略、※4：アラインド・インベスターズ・ブルー・チップ戦略、※5：PGI米国小型株式セレクト戦略、※6：コロンバス・サークル米国中小型グロース株式戦略

#### <債券>

| 資産残高(時価ベース)      | 優先証券※7 |
|------------------|--------|
| 50億円までの部分        | 0.55%  |
| 50億円超 250億円まで    | 0.50%  |
| 250億円超 1,000億円まで | 0.45%  |
| 1,000億円超         | 0.40%  |

| 資産残高(時価ベース)   | 短期ハイイールド債券※8 | 投資適格債券※9 |
|---------------|--------------|----------|
| 50億円までの部分     | 一律 0.70%     | 0.35%    |
| 50億円超 100億円まで |              | 0.30%    |
| 100億円超        |              | 0.25%    |

シニアローン※10、エマージング債券（トータル・リターン型）※11、グローバルマルチセクター※12、地方債※13については、投資一任契約に係る報酬料率等は現時点では確定しておりませんため、運用報酬、その他手数料およびその合計額または上限について記載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。

※7：スペクトラム優先証券戦略、※8：ポスト短期ハイイールド債券戦略、※9：PGFI投資適格社債戦略、※10：ポストシニアローン戦略、※11：フィニステール・エマージング債券トータルリターン戦略、※12：PGFIグローバル・マルチセクター戦略、※13：PGFI地方債戦略

### <グローバル不動産証券トータルリターン戦略およびグローバル不動産証券インカム戦略>

下記の料率表は、直投スキームを採用する場合の、上記戦略の弊社との投資一任契約における標準的な運用報酬体系であり、資産残高に応じた低減料率となります。運用報酬の他に、売買手数料、証券保管費用等が発生しますが、運用対象、運用状況等によって変動するため、料率や上限額を事前に表示できません。なお、運用対象、運用方法、運用制限等により標準料率の範囲内で個別協議の上報酬額を取り決めることがあります。

| 資産残高(時価ベース)<br>(税抜・年率) | グローバル不動産証券<br>トータルリターン戦略 | グローバル不動産証券<br>インカム戦略 |
|------------------------|--------------------------|----------------------|
| 25 億円までの部分             | 0.80%                    | 0.90%                |
| 25 億円超 50 億円まで         | 0.70%                    | 0.80%                |
| 50 億円超                 | 0.60%                    | 0.70%                |

グローバル不動産証券トータルリターン戦略は、投資一任契約資産からプリンシパル・リアルエーステート・インベスターズが運用する外国籍ファンド（アイルランド籍）に投資する方法でもご提供可能です。この場合の諸費用は以下のとおりとなります。

| 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0.80%                                  |
| ファンド受託報酬      | ファンド全体の純資産総額の最大0.022%<br>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、運用対象、運用状況等によって変動するため、料率や上限等を事前に表示できません。また、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、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。

### <PrinREI CMBS 戦略>

上記戦略については、投資一任契約に係る報酬料率等は現時点で確定しておりませんので、運用報酬、その他手数料およびその合計額または上限について記載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。

### <PrinREI 米国不動産コアプラス戦略、PrinREI 不動産ディベロップメント戦略、PrinREI 欧州コア不動産戦略、PrinREI 米国デジタル不動産戦略>

上記戦略は、直投スキームを採用する場合の投資一任契約に係る報酬料率等は現時点で確定しておりませんので、運用報酬、その他手数料およびその合計額または上限について記載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。

上記戦略は、外国籍リミテッド・パートナーシップ（以下、ファンド）を通じてご提供することを想定しています。投資一任契約に係る報酬として、年率0.10%（税抜）の投資顧問報酬を信託財産の中から徴収します。但し、年間運用報酬が、1,000,000 円に満たない場合は 1,000,000 円を標準とします（いずれも税抜）。また、投資するファンドの中で、以下の費用（年率）が控除されます。詳しくは弊社までご照会ください。

- 管理報酬：コミットメント金額（出資枠）またはキャピタル・コールがなされた金額（ただし、償還済みの出資元本は除く）に対して最大1.50%
- 開発報酬（欧州コア戦略）：開発コスト（投資持分に応じた）の0.5%
- 成功報酬：
  - 米国不動産コアプラス戦略：内部収益率（IRR）11%（諸費用・手数料控除後）を超過する収益に対して15%
  - 不動産ディベロップメント戦略：リミテッドパートナー（投資家）が年率9%（運用報酬控除後）のトータル収益（利益分配および出資金の全額償還）を受け取り、それを上回る収益の分配は以下の通り：
    - ◇ 運用者の取り分が運用収益の20%に達するまでは投資家に70%、運用者に30%を分配
    - ◇ それ以降は投資家が80%、運用者が20%
    - ◇ 結果として運用者の成功報酬上限は運用収益の20%
  - 米国デジタル不動産戦略：リミテッドパートナー（投資家）が年率10%（米ドル建て、管理報酬・手数料、諸費用控除後）のトータル収益（利益分配および出資金の全額償還）を受け取った後、それを上回る収益の分配は以下の通り：
    - ◇ リミテッドパートナー（投資家）のトータル収益（同）が年率20%（同）に達するまでは投資家に70%、運用者に30%を分配
    - ◇ それ以降は投資家が60%、運用者が40%

なお、ファンド設立、運用、管理にかかる費用については状況によって変動するため事前に料率やその上限額等を提示できません。また、上記の手数料等の合計額または上限額についても、同様に表示することができません。

上記は一般的な説明であり、お申込みの際は、契約締結前書面を必ずご覧下さい。

## 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。

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していますが、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。

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。

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。

### インデックスについて

ラッセル指数はラッセル・インベストメント・グループが開発した指数であり、著作権等の知的財産その他一切の権利はラッセル・インベストメント・グループに帰属します。ラッセル・インベストメント・グループは、対象インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではなく、対象インデックスを用いて行われる事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

MSCI指数はMSCIが開発した指数です。当指数に関する著作権およびその他知的財産権はMSCIに帰属しており、書面による許諾なしにデータを複製・頒布・使用等することは禁じられております。MSCIおよびその関係会社は、データの独創性、正確性、完全性、商品性、使用目的への適合性について保証するものではなく、当指数の使用に伴ういかなる責任を負いません。

ブルームバーグは2016年8月24日にブルームバーグ・バークレイズ指数をバークレイズから取得しました。ブルームバーグは、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーの商標およびサービスマークです。バークレイズは、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシーの商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに対する一切の独占的権利を有しています。

### 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：1475301  
(EXP:2021/12/31)