

JANUARY 2023

2023年：新しい時代へ移行する年



DAMIEN BUCHET, CFA

Chief investment officer, Principal Finisterre

2022年は、インフレ率の低下と極めて緩和的な金融政策が続く長い時代の終わりを告げる年となりました。

過去30年間、金融政策は強い影響力を発揮し、世界的なマクロ危機やシステム的な危機を解決する方法として、低金利政策を採用してきました。過剰流動性と大規模な財政支出を伴った直近の利下げ局面は、コロナ禍やエネルギー価格の高騰による雇用喪失、資産価格の大幅変動、企業が受ける潜在的なストレスやデフォルトの可能性といった、システム的なリスクを抑制することを目的としていました。

こうした時代は、世界中の中央銀行が世界的なインフレ率の急上昇に対する対応の遅れを挽回しようと躍起になった2022年に終わりを告げました。今後1年間は、世界各国のインフレ率が減速しながら新たな均衡状態を模索する年となり、その均衡状態によって今後数年間の各国中央銀行の政策スタンスが決定づけられることになるでしょう。さらに、2023年はよりバランスのとれた世界が始まる年になるでしょう。新たな世界では、構造的にインフレ率が高まる可能性が高く、世界経済の潜在成長率が低下し、リスクプレミアムがファンダメンタルズをより適切に反映すると考えます。そして、マクロ環境やビジネス環境が悪化した場合には、企業が苦境に陥ったり、デフォルトを起こしたりすることがあり得ます。

新興国市場にとっても、今年は将来を左右する年になるでしょう。以下の点に注目しています。

- さらなる脱グローバル化と中国から近隣国への投資資金流出
- 国際通貨基金（IMF）やG20諸国が支援する世界共通のフレームワークにのっての試練と、今後見込まれる新興国ソブリン債券の債務再編における債券保有者の取り扱い
- 中南米を中心に、景気が減速する環境の中で財政動向に再び焦点が当たること（中南米では、最近樹立された左翼政権の財政出動に対して市場参加者が評価を下すことになり、無謀な財政政策に対しては債券が大きく売られる可能性があると考えられます）

これらは、2023年が新興国債券への投資にとって好ましくない市場環境であることを示唆するものではなく、むしろその逆であると言えます。これまでの下押し圧力の緩和や、これらの逆風の多くが価格に織り込まれたこと、投資家の悲観的見方の高まりや過去何年も見られなかった水準にまで新興国債券の保有比率が下がっていることなどから判断すると、2023年は実り多い年になると思われます。2023年は11～15%程度のリターンが期待でき、うちインカムゲインは平均で7～9%程度寄与すると見込まれます。しかし、回復はいくつかの段階を経て進むものとみられ、その順序が重要であると考えます。

2023年の回復の順序：均衡状態の上半期と改善する下半期

足元のインフレ動向、中国の情勢、米連邦準備制度理事会（FRB）への警戒感の緩和を背景に、年初は力強いスタートを切ると予想されますが、第1四半期（4月上旬の復活祭の頃まで）は不安定な状況が続く可能性があります。欧州や米国で見られたように、中国で「ゼロコロナ」政策緩和後に経済活動が再開すると、新たな感染拡大が数波にわたって発生することがあり得ます。ワクチン接種の普及や公衆衛生への投資の一方、こうした感染拡大によって市場が時折動揺し、「二歩前進一歩後退」といった状況が生じるとみられます。

同様に、FRBのハト派姿勢とインフレ率の低下を受け、市場が「根拠なき熱狂」を示した場合には、FRBが新たなタカ派的メッセージを発信する恐れがあります。また、米国と欧州では、経済成長の鈍化に伴って広く予想されるとおり、第1四半期に収益とキャッシュフローの減少が見られるでしょう。この時期は、欧州が冬場を迎え、エネルギー不足が深刻化する時期と重なります。

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。

景気循環の観点から見ても、2023年前半は転換期となります。世界各国の金融政策が足並みを揃えた期間の後、2021年後半に大半の先進国の中央銀行は、インフレは「一時的」なものであると判断を誤り、その後は対応の遅れを挽回しようと躍起になりました。しかし、現在ではほとんどの中央銀行が「遅れを取り戻している」ようです。9月下旬には、先進諸国および新興諸国の主要中央銀行から、世界の金融引き締めサイクルがより緩やかな局面に入るとの明確なシグナルが発信されました。そのため、世界各国の中央銀行が急上昇するインフレ率を抑制しようと躍起になった結果、米ドルが全面高となり、長期投資資産と債券が売られた局面に終止符が打たれたと思われます。

世界各地で前年比ベースのインフレ率がピークを打ち、金融政策の足並みが揃わない過渡的な数カ月間を迎えようとしています。そのため、各国の相対的な経済成長、財政・金融環境、政策の信頼性の度合いに応じて、為替市場や債券市場で異なるファンダメンタルズ見通しや相対価値に基づく投資機会が生まれるとみられます。最終的には、やがて訪れる利下げが視野に入ってきたときに、米ドルが全面的に下落し、デレーションの長い資産が軒並み上昇する時期が到来すると思われます（一部の新興国では、大半の先進国よりもかなり早い時期にそうした状況が訪れる可能性があり、ブラジル、チリ、メキシコ、インドネシア、そしておそらくチェコ共和国では2023年半ばにも発生する可能性があります）。ただし、それは早くとも6月になるかもしれません。

この最初の期間に、最近見られた新興国債券の上昇相場の一部に対する調整が、1月中旬から下旬にかけて起きても驚くには当たりません。標準的な調整（通常は年に2～3回発生）は、ハードカレンシー建ソブリン債券では3～5%、現地通貨建資産では5～7%のドロウダウンを意味します。しかし、調整が発生した場合、2023年後半から始まるとみられる新興国債券の長期的な回復に備え、ポジションを構築したいと考えている世界中の投資家が買い手になる可能性が高くなっています。これは、新興国債券の保有比率と投資家心理がここ数年間の最低水準近くにとどまり、バリュエーションと潜在的なリスクに対する認識が、先進国のハイイールド債券と投資適格社債の状況と異なっているためです。

新興国債券市場に対する適切なアプローチに変わりはありません。インカム収入を得る機会を重視し、ソブリン債券、現地通貨建債券の利回り、通貨などにおいて危機後の市場において見られる歪みを捉える割安な投資機会を引き続き追求します。高ベータ資産への投資は続ける方針ですが、先進国の景気減速が十分に織り込まれ、中国の経済活動が適切に再開し、FRBや欧州中央銀行（ECB）の利下げが実際に視野に入ってくるまでは、戦術的なスタンスを維持します。

投資対象は、流動性が高く、残存期間の長い新興国のハードカレンシー建および現地通貨建ソブリン債券、通貨、および短期的なヘッジ手段としてのクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）指数や債券先物に限定するつもりです。年初は、発行市場の再開に備え、キャッシュをある程度保有することになります。

4月から5月、そしてそれ以降には、欧州の冬が終わり、中国が経済成長と経済再開の確固とした軌道に乗り、米国経済（および株式市場）が景気減速を適切に織り込むことで、状況がより明確になると期待しています。その時は、高利回りのインカム収入を得る機会を積極的に追求し、流動性が高くモメンタムのある資産へのエクスポージャーを最大限に高め、キャッシュ・エクスポージャーを最小限に減らすことが適切な時期になるでしょう。

2023年における世界経済の成長とインフレのトレードオフ

中央銀行によるこれまでの金融引き締めを背景に、米国とユーロ圏で予想されるリセッション（景気後退）は、当初に懸念されたほど深刻にはならないと考える理由がいくつかあります。米国では、企業の堅牢な財務状況と世帯の貯蓄、そして新型コロナウイルス後の緊縮的な財政運営の緩和により、失業率の緩やかな上昇に耐えることができると考えられます。欧州では、エネルギー価格高騰に対する政府の支援措置や、天然ガスの効率的な在庫補充、暖冬になるとの楽観的な見方から、リセッションは予想よりも緩やかになる可能性があります。

しかし、2023年第1～第2四半期に、先進国で景気が大幅に減速する可能性は依然として残っています。この場合、中国の景気回復が進んだとしても、2023年第1～第2四半期に新興国の経済成長には下押し圧力がかかると思われます。世界各国の購買担当者景気指数（PMI）や輸出の伸びが先進国の景気減速を表しているとすれば、アジア先進国の輸出額や中欧3カ国の鋳工業生産などの先行指標は、すでにこうした方向にあることを示唆しています。

新型コロナウイルス後の景気回復の勢いが弱まり、余剰貯蓄が減少しているのは、以下の点から明白です。

- 米国の預金高とFRBのリバースレボ取引残高が過去最高水準から急減
- 暗号資産やハイテク株の暴落による逆資産効果、家賃と住宅費の上昇（米国）やエネルギー価格の上昇（欧州）による購買力の低下
- 中上層階級によるきわめて大規模なサービス消費は縮小すると予想され、そのため、労働に対する過剰な需要は減少するとみられる

したがって、プッシュ効果とプル効果の両方が組み合わさる結果、おそらくコロナ禍前よりも高い賃金水準とより有利な労働条件で低技能労働者が職場に復帰し、米国における足元の主なインフレ要因となっている労働市場の逼迫が軽減される可能性があります。

上記の経済成長の減速要因により、足元のインフレを長引かせている原因も消失する可能性があります。一方、コモディティ価格の安定とサプライチェーンの正常化は、短期的なインフレ圧力の緩和に寄与します。ただし、中国におけるコロナ禍後の景気回復が、原油やコモディティ価格の一時的な上昇を招くリスクがあることに留意する必要があります。

とはいえ、OPECプラスは（原油市場の中央銀行として）パワンス力を発揮する能力を誇示しています。また、中国の景気が回復したとしてもそのペースは漸進的であり、今後4～6カ月間にかけて実現すると思われます。それまでには、消費が減退し始め、生活コストの上昇と逆資産効果によって低賃金労働者が労働市場に戻ってくるため、先進国のインフレは正常化への道を歩むものとみられます。

しかし、過度な期待は控えた方が良いでしょう。先進国のインフレ期待は十分に抑制されており（米国物価連動国債（TIPS）市場では、すべての残存年限にわたってTIPSに織り込まれている消費者物価指数（CPI）の上昇率は2%となっています）、今回の利上げサイクルにおける、新興諸国の中央銀行による先行した利上げは、インフレ期待を抑制し中央銀行の信頼性を高めました。インフレ率は、中央銀行が長期的かつ絶対的な目標として掲げている2%の水準に戻ることはないでしょう。脱グローバル化、地政学的対立を受けた重要な技術の輸出規制と原料の戦略的備蓄、移民受け入れに対する反発、財政支出を通じた所得再分配の要求、企業や国家による脱炭素化のコスト増などが起きている世界では、最終的な経済成長とインフレのトレードオフは、過去30年間のどの時期と比べても、最適で劣ることになるでしょう。

また、インフレ水準の全般的な上昇により、政府の政策や経済合理性を求める行動にグローバルな変化が現れるものと考えられます。インフレ率の2%から3～4%への上昇は、危機的な水準にまで膨らんだ政府債務残高の実質的な負担軽減につながり、政府は、若年労働者・有権者に対するよりのめを絞った財政支援を行うことになるでしょう。また、名目賃金が増える一方で高齢者の負担は増え、金融市場では金融資産の利回りが高水準で安定（世界中の年金基金と保険会社が長年求めてきたもの）するものと想定されます。この議論は2023年に注目されるようになり、最終的にはリスク資産（株式、新興国資産、ハイイールド債券のスプレッド）に恩恵をもたらすものと思われます。一方で、世界中の10年物国債利回りの新たな下限ははるかに高い水準となり、おそらく欧州連合（EU）や日本といった経済成長率が低い国・地域では2%近く、米国では3%程度になると見込まれます。

上記の変化は世界経済、とりわけ新興国経済にとっては特に魅力的とは言えないかもしれませんが、それでも1年以上にわたって新興国債券やその他のリスク資産に打撃を与えてきた大きな3つの逆風は、大幅に緩和されます。3つの逆風とは、インフレ圧力の急速な高まりと、それを受けた各国中央銀行による積極的な金融引き締め、中国が「ゼロコロナ」政策と不動産セクターへの政策によって自ら招いた危機が挙げられます。当社は、10月末から11月初め頃にこれら逆風が循環的な変曲点を迎える予想していましたが、これは今のところ正しかったようです。

転換点ではなく、変曲点

しかし、ここで議論しているのは、大半が緩やかに変化する変曲点であり、市場の動きが改善するとしても、必ずしもV字型の市場回復になるとは限りません。この新たな循環的な環境を最も適切に表す表現は、「グラスにはまだ半分もある～glass half-full～」(「もう半分しかない」ではなく)という楽観的な表現です。投資家心理の総体的な悪化、極めて低水準な新興国債券の保有比率、クレジットおよびマクロのリスクが想定し易い環境であることを考えると、過去の水準に照らしても良好な投資機会が現れ始める条件が整っていると言えます。そして、高水準のインカム収入だけでなく、アルファや相対価値の投資機会につながる市場の歪みが豊富に存在する状況が下支え要因となります。

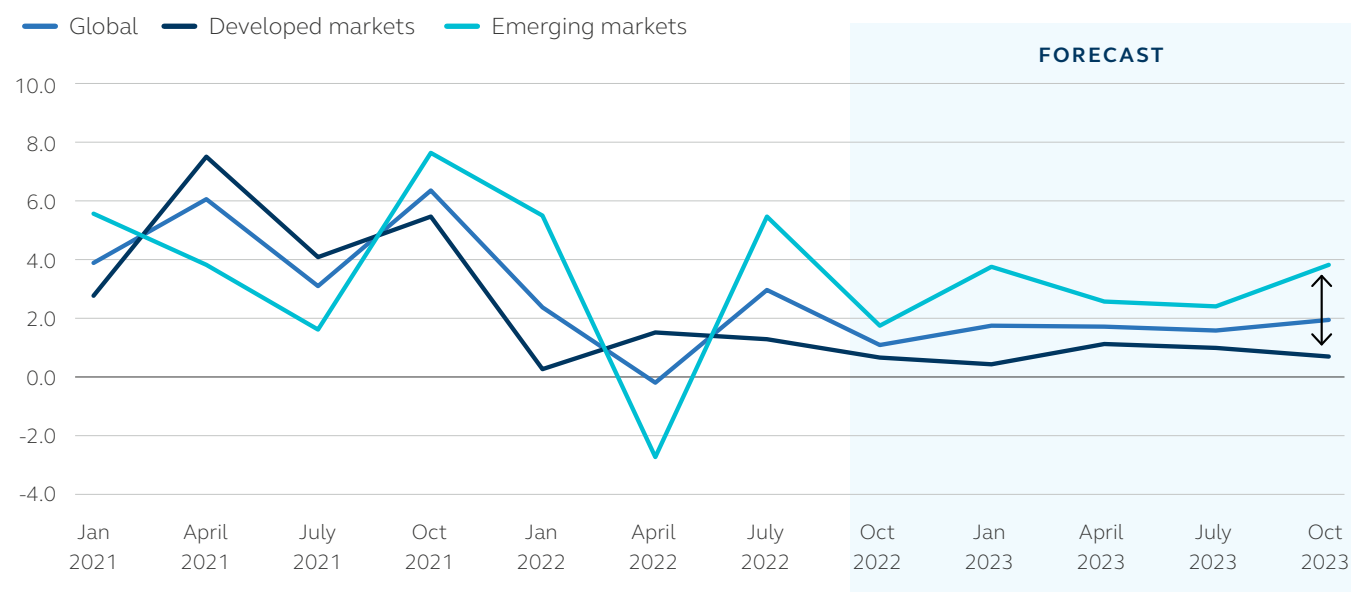
ただし、その環境の到来はやや先のものであり、少なくとも2023年第2四半期まで待つ必要があるでしょう。

インフレ率はピークに達していますが、一部の国ではインフレ率の低下は緩やかなものとなるでしょう。一方、先進国において今後見込まれる消費や企業収益の減速を受け、新興国では経済成長への課題が顕在化するとみられます。そのため、新興国のPMIと輸出は今年初め頃も引き続きマイナスの影響を受け、その結果、2年続いた財政の改善の後に、経済成長の減速と財政の悪化という状況になると思われます。

ただし、欧州の冬が過ぎ去り、中国経済が本格的に再開すると、新興国の経済成長は2023年第2四半期の半ば頃から改善し始めると見込まれます。その頃には、新興国のインフレ率が（主にコモディティ主導で）減速し、中央銀行が利下げのシグナルを発信し始めるようになると期待されます。2023年後半に米国の経済成長率（およびインフレ率）が大幅に減速することによる新興国への影響は、世界の他の国・地域の経済状況が相対的に良好であることによって緩和され、米ドルと金利の動きがより緩やかになる可能性があります。当社が想定しているように、こうした米国の景気減速がそれほど深刻なものでない場合には、逆説的になりますが、新興国債券のパフォーマンスが向上することになると考えられます。

2023年における新興国と先進国の経済成長率格差

実質GDP成長率（前年同期比、％）



As of November 18, 2022. Source: JP Morgan, Principal Finisterre.

先進国経済の落ち込みが新興国の経済成長に与える影響は中国の経済成長によって一部相殺されるとみられますが、中国経済の回復は、今後4～6カ月にわたって段階的にしか進まないと思われます。米国や欧州で経験したように、新型コロナウイルス規制の解除はほぼ間違いなく断続的な感染拡大を伴い、一時的ではあるものの散発的なロックダウン（都市封鎖）が増えると思われます。一方、新たな感染症の受け入れ体制を示す主な指標として、高齢者のワクチン接種率（現在は70～80%に向けた進捗状況ですが、安心できるためには90%以上に達する必要があります）や、集中治療室（ICU）の収容能力などが挙げられます。

また、FRBは市場の熱狂的な動き（つまり、株式市場の高騰やクレジット・スプレッドの縮小）によって金融環境が時期尚早に緩和的（リスクオンになる）になる状況を避けたいと強く望んでいると思われます。金融環境が緩和的になるためには、先進国における企業収益が今後相次いで下方修正され、企業のキャッシュフロー生成が圧力にさらされ、デフォルトなどのクレジット・イベント（コストの上昇と需要減退の影響が遅れて現れるため、2023年後半に多く発生すると予想されます）が増加する必要があると思われます。

そのため、米国の金融環境は2023年前半も引き締まった状態が続く可能性があるものの、以下の5つの市場の変化を主導する要因が発生する順番が入れ替わる可能性があるという、当社の予想が裏づけられています。

以下に関する見通しが落ち着くこと：

1. フェデラル・ファンド（FF）金利の上昇
2. 10年債利回りの上昇
3. 米ドル高

以上はいずれも2022年に新興国にかかったストレスの主な要因でしたが、以下が取って代わるとみられます。

4. 株価の下落
5. 投資適格社債のクレジット・スプレッドの拡大

確かに、先進国の株式はリスクフリー金利の上昇を受けて2022年に調整したかもしれませんが、足元で示唆されるバリュエーションによると、企業収益やキャッシュフローの減少はまだ適切に織り込まれていません。こうしたプロセスは、通常、2023年後半の企業収益や米国の経済成長率の低下が発表される前に起きるため、2023年第2四半期末までに完了する可能性があります。こうした広く予想されている圧力が早期に織り込まれることで、2023年4月から5月までにはリスク選好がより明確になるとみられます。

米国の金融環境



As of December 16, 2022. Source: Principal Finisterre, Bloomberg.

先進国株式の下落やスプレッドの拡大という、リスク選好姿勢にかかる潜在的圧力はあるものの、新興国債券は、2022年に経験した世界の流動性の急激な逼迫や米ドル全面高よりも、2023年に新興国全体に訪れるとみられる漸進的な景気減速や潜在的な財政悪化という環境に対して、はるかに適切に対応できると思われます。当社は、新興国通貨やG10諸国の通貨に対する緩やかな米ドル安、米国長期債利回りの低下、将来のFRBの利下げを最終的に織り込む動きが、新興国債券のパフォーマンスを支える上ではるかに強力な追い風になると予想しています。

新興国：米ドルはどちら側に微笑むか？

2023年には、経済成長や金融引き締めにおいて米国を例外とする動きが後退し、米ドル高が抑制されると予想されます。一方、新興国の経済成長は引き続き減速しているものの、欧米との成長率格差は改善が続くと思われます。インフレ率の鈍化によって新興国の実質利回りが上昇するため、新興諸国の中央銀行は利下げを検討し始めると予想されます。新興諸国の中央銀行は慎重を期し、（少なくとも2023年第2四半期までは）時期尚早な利下げには踏み切らないと思われますが、利下げ期待を背景に、大幅な割安状態になっている新興諸国の国内債券市場に投資資金が再度流入するとみられます。

このように、FRBがかなりタカ派的な状況から米国の経済成長とインフレがよりバランスの取れた環境へと移行する時期には、新興国通貨はおおむね底堅く推移すると思われます。しかし、2023年初頭の段階では、ユーロ圏で解決されていないエネルギーの供給問題、不十分な中国の経済再開、米国が景気減速には未だ陥っていないという状況を背景に、米ドルの大幅安には至らない可能性が高い一方、新興国では依然として、経済成長や財政に対する懸念が生じるとみられます。

2023年の投資アプローチは、2022年の主要テーマであった資源輸出国や金融政策の相対比較に着目するものから、金融政策の信頼性、経済成長の管理能力、財政収入の減速に焦点を当てたより差別化されたものに移行します。経常赤字は過去平均よりも大きい状態が続くとみられますが、成長の鈍化によって赤字幅が縮小する可能性があります。また、米ドルと金利がピークに達する環境を背景に、資金調達が可能になる可能性もあります。

通貨に関しては、ロング・ポジションがコンセンサスになっているブラジルレアルとメキシコペソ、あるいはチェココルナといった、金利が高く、インフレ率がピークに達しており、中央銀行の信頼性が高い国の通貨を選好します。また、タイバーツ、マレーシアリンギット、韓国ウォンといった、観光や海外直接投資（FDI）関連の資金フローを通して中国経済の再開から最も恩恵を受けるアジア通貨にも投資したいと考えています。

チリペソと南アフリカランドについては、選好しません。両通貨は2022年半ば以降、ファンダメンタルズの適切な改善がない中で大幅に上昇しているためです。

現地通貨建て市場では、中央銀行の信頼性が高く、実質利回りが高く、利下げが見込まれる国（メキシコ、ブラジル、ペルー、そしておそらくコロンビア）に国内債券のロング・ポジションを集中させる方針です。また、インフレの抑制が不十分であっても、財政政策と金融政策の組み合わせが信頼でき、最終的な成功が見込まれる高金利国（インドネシア、南アフリカ、チェコ共和国）にも魅力を感じています。

グローバルゼーションからリージョナリゼーションへ

地政学的な緊張が長く続くことによってリショアリング（生産拠点の自国回帰）やフレンドショアリング（生産拠点の友好国への移転）といった考え方が浮上していることを考えると、今後数年間でグローバルゼーションのダイナミクスと投資フローに長期的な変化が起きるものと予想されます。そのため、特に通貨に関しては、より地域的なアプローチを採用し、地域全体のエクスポージャーをアクティブにとるための軸として、各地域内の個別通貨を利用することになっています。

2022年後半のタイバーツ、マレーシアリング、韓国ウォンのロング・ポジションは、米ドルショートに対するものではなく、中国人民元ショートに対するポジションとなっています。中欧3カ国（チェコ、オーストリア、ハンガリー）の為替エクスポージャーは戦術的なものですが、これらの国をユーロ建ソブリン債券ではなく現地通貨建債券で保有することによって得られるボラティリティ対比のキャリーは魅力的な投資機会であると判断し選好しています。

最後に、米国の直接投資のフローは、メキシコ、チリ、ブラジル、コロンビアなど、相対的に規模が大きく基盤の整った中南米諸国にますます集中すると予想されます。2022年に見られた新興国通貨の乱高下におけるメキシコペソの驚くべき回復力や、ブラジルレアルがグローバルなリスクオン／リスクオフのトレンドから距離を置いていたことは、各国の経済成長と金融政策に関するダイナミクスと密接に関連しており、米ドルに対するより強力なアンカー役となっていることを示唆しています。

中国の景気回復の道筋と定義

足元のコンセンサスでは、「ゼロコロナ」政策の緩和と不動産セクターに対する重点的な支援の効果により、2023年の中国経済は上向くと予想されています（中国の国内総生産（GDP）成長率は、2022年の3～4%から2023年には4.5～5.5%に上昇すると予想されます）。

しかし、新興国債券のパフォーマンスにとっては、その道筋が重要になります。最近の「ゼロコロナ」政策の緩和と不動産セクターへの方針転換を受けた投資家心理の改善が、当初は株式市場への資金流入により中国元にとって追い風になる可能性が高いと言えます。しかし、景気回復の次の段階では、中国人観光客による海外での支出の再開や、中国人起業家が欧米による輸出規制を回避するために生産と投資をアジア近隣諸国に移転させる動きにより、結果的には中国元にとって逆風になるとみられます。

また、中国の長期的なリスクを背景に世界中の年金基金の投資意欲が冷え込み、中国への投資資金の戦略的な流入の減少が見込まれるほか、アジアの民間銀行は中国の不動産危機で大きな打撃を受けたことから中国投資に制約を設けています。そのため、中国株式市場の回復は、対外直接投資（FDI）や中国人観光客による資金流出を相殺するには不十分かもしれません。2023年は、400億米ドルの資金流入に対して資金流出が2,000億米ドル、つまり1,600億米ドルのネット流出になるという試算もあります（ただし、3兆米ドルに上る外貨準備がその影響を緩和すると見込まれます）。とはいうものの、今後の景気回復はこれまでの景気サイクルとは異なり、回復ペースが遅く、より環境に配慮し、財政支援にさほど依存しないものになるでしょう。そして、国際収支は経常黒字から構造的な赤字に転じるとみられます。

こうした中国の景気回復というテーマを追求する方法として、中国元ではなく、アジアのその他通貨を通じて代替的に追求する戦略を選好します。2023年初めには、タイバーツ、マレーシアリング、韓国ウォンを中国元に対してロングにするポジションが、アジアにおけるポジショニングの大枠としての特徴になる可能性が高いと思われます。アジアの金利に関しては、年初はキャリー効果の高いインドネシアの現地通貨建債券をロング・ポジションで保有し、韓国では金利先物をロングするポジションを検討します。両国は、インフレサイクルの最悪期を脱しており、概して信頼性の高い政策ミックスを維持しているためです。インドは依然根強いインフレ圧力に直面しており、インド中銀の認識も不十分であると考えられるため、金利先物のショート・ポジションの構築を検討します。結果、アジア地域内でのロング・ポジションをヘッジする適切な手段となる可能性があります。

新興国の経済成長率とインフレ率は2023年上半期に減速し、焦点は金融政策から財政政策に移る見込み

2021年の高水準なベース効果により、コロナ禍後のGDP成長率は極めて高いものでしたが、ここからの減速に対しては心構えが必要でしょう。先進国の消費需要が先行して減速し、中国経済の2023年後半に向けた回復がそれを補うには至らないため、景気循環のダイナミクスも追い風にはなりません。一方で、コモディティ輸出国については、過度な懸念はしておらず（アンゴラ、イラク、オマーン、バーレーンといった多くの石油輸出国は、2022年に財政収支をGDP対比で20～30%改善しています）、新興諸国の多くの中央銀行が利下げによって潜在的な景気減速を緩和できる可能性があると考えています。

しかし、経済成長の鈍化は、より脆弱なフロンティア新興国を中心に、財政収入に悪影響を及ぼします。特に足元は、中南米からトルコ、ハンガリーに至るまで、ポピュリスト政権が大型選挙の前後に所得をより再配分しようと目論んでいます。また、インフレ率が低下すると、対GDP債務比率の低下要因となってきた名目GDPの成長率を低下させ、債務比率の明らかな悪化につながります。

それでも、今回の動きは崩壊からは程遠いものです。むしろ、2年にわたり改善した後の調整と言ってよいでしょう。規模の大きな主要新興国では、財政の健全度合を測るうえで重要な指標は、利払い能力と歳入の推移であるべきです。歳入を改善または維持しながら、適切な金融緩和により予定利率を引き下げることができる国（インドネシア、メキシコ、南アフリカ、チェコ共和国、そしておそらくブラジル、ルーマニア、コロンビア）には、十分な下支えがあるはずです。

対外債務のバリュエーションの観点から見ると、2022年の価格調整はすでにこうした潜在的なダイナミクスをほぼ織り込んだものとなっています。繰り返しになりますが、ストレス下にある、またはディストレス水準となった脆弱なソブリン債券では、クレジット・イベントやデフォルトの発生、低回収率となる可能性が、現時点では過度に織り込まれ過ぎていると言えます。

さらに繰り返しになりますが、このような環境は新興国債券にとって、2022年の米ドル高や流動性の極度な逼迫よりもはるかに耐え得るものです。念頭に置いておきたいのは、新興国の経済成長は2023年に減速するとはいえ、依然として先進国を上回り、その後の2024年には回復する見込みであるということです。そのため、財政状況が持続的に悪化する可能性は限定的であるとみられます。

総括すると、2023年は新興国債券市場全体にとって実り多き年となり、競合する多くの先進国の資産クラスをアウトパフォームする可能性が高いと考えられます。ただし、新興国債券のポートフォリオを適切に運用するためには、今後訪れる景気回復サイクルの道程を慎重に見極める必要があります。とりわけ、景気回復は下半期から軌道に乗ると考えられることから、上半期はより慎重さが求められるでしょう。

主な国別見通し

メキシコの経済成長率は1.5%と予想を上回り、コア・インフレ率は長期にわたって高止まりするものの、総合インフレ率は5%台まで緩やかに減速するとみられます。メキシコ中銀の利上げサイクルは終盤に差し掛かっており、ターミナル・レートは10.75～11.25%のレンジに収まる見通しです。

財政政策はやや拡張的ですが、他の新興諸国に比べると慎重で、特に米国への出稼ぎ労働者からの送金が国際収支を下支えすると思われます。そのため、少なくとも2023年初めは、メキシコペソは底堅い展開になるとみられます。当社は、現地通貨建債券、金利、通貨のロング・ポジションを愛好しています。世界の債券利回りがピークを打ったことを利用し、ソブリン債券への戦術的なエクスポージャーを維持しています。また、魅力的なバリュエーションと政府による支援が好材料となるメキシコ石油公社（PEMEX）の債券をロングにしています。

ブラジルの今年の経済成長率はほぼ横ばいとなり、インフレ率は12%超だったピークから5%台まで低下すると予想されます。中央銀行は利上げサイクルを13.75%で打ち止めにしており、（財政）政策に不確実性があるためにある程度のリスクプレミアムが上乘せられるものの、2023年後半に利下げサイクルが始まる可能性は極めて高くなっています。

新政権が打ち出す財政政策は、市場が好ましいと考える水準よりも拡張的になると予想されているため、市場のボラティリティが上昇する可能性があります。しかし、ブラジルは実質金利と名目金利の高さがクッションとなり、国際収支は健全で、バリュエーションも魅力的な水準となっています。現地通貨建債券や金利、通貨のロング・ポジションを愛好していますが、ソブリン債券は他の新興諸国に比べると割高になっています。

南アフリカの経済成長率は、計画停電の影響により0.5%までさらに減速すると思われます。インフレ率は他の新興諸国よりも良好な状態であるため、中央銀行は2023年第1四半期に7.5～8%に近い水準で利上げを打ち止めにできると考えられます。

コモディティ価格のピークが過ぎ去り、社会保障支出、賃金、国有企業などから財政支出圧力がかかっているため、財政再建はこれまでどおり続くものの、そのペースは緩やかになるとみられます。經常収支は、過去2年間の黒字から小幅な赤字に転じると思われます。ラマポーザ大統領が与党・アフリカ民族会議（ANC）の総裁に再選され、2024年5月の総選挙前に、支持率を上げるために改革への取り組みを強化する可能性が高くなっています。現地通貨建債券、通貨、ソブリン債券はいずれもバリュエーションが魅力的であるため、これらをロングにするポジションを構築しています。

トルコでは、インフレ率が前年比85%となり、經常赤字が拡大し、財政収支が悪化するなど、過去18カ月間でマクロの不均衡が拡大しています。一方で、足元、ロシアや湾岸協力会議（GCC）からの資金流入と観光業の回復により外貨準備高が極めて低い水準から積み上がっていることから、2023年6月に予定されている大統領選挙までは、こうした状況をなんとか切り抜ける可能性があります。

大統領選挙に関しては、明確な野党候補が現れず、イスタンブールの人気市長イマモール氏が2年の禁固刑を言い渡されたため、エルドアン氏が優勢に立っています。選挙前にマクロの不均衡がこのまま拡大すると、2023年のいずれかの時点で大幅な資産価格調整が起こる可能性があります。こうした可能性はトルコの資産（特に

通貨とソブリン債券）にはまだ織り込まれていません。

当社は5年物CDSをロングにするポジションを若干保有していますが、状況を変えるような事象が視野に入ってくるまでは基本的に様子見姿勢をとりたいと考えています。

中国に関しては、「ゼロコロナ」政策の撤回や不動産セクターに対する支援策への転換、財政・金融政策も引き続き追い風となっているため、2023年の経済成長率は5%強まで加速するとみられます。海外旅行の開始が2023年春になると、経済再開に向けた道のりは紆余曲折を経る可能性が高いと言えます。しかし、国内の経済活動の再開と景気刺激策は、今年初めにすでに始まっている景気回復を下支えすると思われます。

当面は、株式市場への資金流入の回復が国際収支にとって追い風になる可能性がありますが、サービス収支の赤字が国際収支の改善を相殺するため、経済再開は構造的なマイナス要因になると思われます。経済再開テーマに沿った戦略として、中国元の代替通貨として韓国ウォンとタイバーツをロングにし、中国元をショートにするポジションと、マカオの社債をロングにするポジションを愛好します。さらに、不動産セクターに対する支援を利用するため、碧桂园控股（カンントリー・ガーデン・サービス・ホールディングス）債をロングにしています。

インドは7%の経済成長率を維持し、インフレ率も目標水準まで緩やかに低下すると予想されます。財政政策は、昨年よりもやや抑制されるものの、経済成長を支えるために引き続き拡張的になると思われます。

国際収支は、原油価格の上昇による経常赤字の拡大と株式市場からの資金流出により圧力を受けていますが、2023年にはその圧力が若干弱まるとみられます。中央銀行が外貨準備を積み上げているため、通貨に対する圧力はやや緩和されています。インドの潜在成長率を6～7%に維持するためには、改革に向けた継続的な取り組みが不可欠です。当社は社債のポジションをわずかに保有していますが、通貨と金利、そして厳選された社債への投資機会を引き続き注視していきます。

インドネシアの経済成長率は2023年に減速するものの、4.5～5%と他の新興諸国を上回る水準を維持する見込みです。コアおよび総合消費者物価指数（CPI）上昇率は、（燃料補助金の廃止にもかかわらず）穏やかな水準で推移しており、今年のいずれかの時点で目標水準まで低下するとみられます。中央銀行が2023年第1四半期も利上げを続ける結果、ターミナル・レートは6%に達し、その後はデータ（特に外部環境）次第になると予想されます。

財政収支は堅調であり、コモディティによる追い風と漸進的な改革の取り組みにより、赤字幅は3%以下に縮小する見込みです。国際収支は引き続きコモディティから恩恵を受けており、經常収支は2年間黒字が続いた後、2023年には小幅な赤字に転じる模様です。直接投資（FDI）と投資資金の再流入が、經常赤字の一部を相殺する見込みです。良好なマクロ・シナリオから恩恵を受けるとみられる現地通貨建債券と通貨をロング・ポジションにしています。

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.

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.

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 (EU) Limited, Sobo Works, Windmill Lane, Dublin D02 K156, Ireland. Principal Global Investors (EU) Limited is regulated by 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). The contents of the document have been approved by the relevant entity. Clients that do not directly contract with Principal Global Investors (Europe) Limited ("PGIE") or Principal Global Investors (EU) Limited ("PGI EU") 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 PGI EU, PGIE or PGI EU 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.
- United Kingdom by Principal Global Investors (Europe) Limited, Level 1, 1 Wood Street, London, EC2V 7 JB, registered in England, No. 03819986, which is authorised 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 Global Investors LLC, a branch registered in the Dubai International Financial Centre and authorized by the Dubai Financial Services Authority as a representative office and 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. This document is intended for sophisticated institutional investors only.
- Hong Kong SAR (China) by Principal Asset Management Company (Asia) Limited, which is regulated by the Securities and Futures Commission and is directed exclusively at professional investors as defined by the Securities and Futures Ordinance.
- 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.

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 Funds Distributed by Principal Funds Distributors, Inc.

Principal Asset Management leads global asset management and is a member of the Principal Financial Group®. Principal Asset ManagementSM is a trade name of Principal Global Investors, LLC. Principal Finisterre is an investment team within Principal Asset Management.

© 2023 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..

MM9683-06 | 01/2023 | 2658360-012024

■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。

■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、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：<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