

# GLOBAL MACRO SHIFTS

with Michael Hasenstab, Ph.D.

第9号 | 2018年2月

グローバルマクロ投資における  
環境・社会・ガバナンス要因  
についての考察



FRANKLIN TEMPLETON  
INVESTMENTS



# 目次

---

概要	2
----	---

---

テンプレトン・グローバル・マクロ・グループにおけるESG要因の分析手法と自社開発のTempleton Global Macro ESG Index (TGM-ESGI) について	3
---	---

---

TGM-ESGI: 国別ランキング	6
-------------------	---

---

ケーススタディ	8
---------	---

---

政治的な結束力: ユーロ圏におけるアイルランドとギリシャの例	8
--------------------------------	---

---

アルゼンチン: 著しい改善	11
---------------	----

---

インド: 状況改善の始まり	13
---------------	----

---

ポーランド: 後退	15
-----------	----

---

ベネズエラ: 状況悪化の可能性	17
-----------------	----

---

日本: 環境要因の重要性	20
--------------	----

---

結論	22
----	----

---

別表	23
----	----

---

# Global Macro Shifts

## Environmental, Social and Governance Factors in Global Macro Investing



Michael Hasenstab, Ph.D.  
Executive Vice President,  
Portfolio Manager,  
Chief Investment Officer  
Templeton Global Macro

Global Macro Shifts は、Dr. Michael Hasenstab とテンプレトン・グローバル・マクロ・グループのシニア・メンバーによる グローバル経済についての分析と見方を掲載したリサーチ・レポートです。Dr. Hasenstab とチームメンバーは、債券・為替・マクロ戦略のアンコンストレインド運用を含むテンプレトンのグローバル債券運用戦略を運営しています。世界有数の大学で培ったマクロ経済の専門性を有する当チームメンバーによる詳細なリサーチに基づくグローバルマクロ分析を結集することで、長期的な市場の不均衡を見出し、投資機会の発掘に結びつけています。



Vivian Guo  
Research Associate  
Templeton Global Macro

(本稿はリサーチ・アソシエートの Vivian Guo との共著です。また、グローバル・マクロ・グループは、ESG投資についてESGチーム、ヘッドである Julie Moret の見識も活用しています。)



Sonal Desai, Ph.D.  
Senior Vice President,  
Portfolio Manager,  
Director of Research  
Templeton Global Macro



Calvin Ho, Ph.D.  
Vice President, Deputy  
Director of Research  
Templeton Global Macro



Hyung C. Shin, Ph.D.  
Vice President, Senior Global  
Macro & Research Analyst  
Templeton Global Macro



Diego Valderrama, Ph.D.  
Senior Global Macro &  
Research Analyst  
Templeton Global Macro



Attila Korpos, Ph.D.  
Senior Global Macro &  
Research Analyst  
Templeton Global Macro



Shlomi Kramer, Ph.D.  
Senior Global Macro &  
Research Analyst  
Templeton Global Macro

### 重要事項

当資料は2018年2月8日時点の著者の分析および意見を反映したもので、フランクリン テンプルトン インベストメンツの他のポートフォリオ・マネージャー、運用チームあるいは運用プラットフォームの意見とは異なる可能性があります。当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、持続、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を構成するものではありません。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。

すべての投資はリスクを伴い、このなかには元本を割り込む可能性も含まれます。外国証券への投資には為替変動、経済および政局の不透明感など特別なリスクを伴います。新興国市場とリワケフロンティア市場の投資では、同じ要因に関連してのリスクが増大する一方で、市場規模や低流動性に関連したリスクや証券市場を支える法制度、政治・経済構造、社会基盤の未整備といったリスクも伴います。そのような枠組みは通常フロンティア市場では特に未整備であり、極端な価格変動や低い流動性、貿易障壁、為替管理の悪化の可能性といった様々な要因があることから、新興国市場に関連するリスクがフロンティア市場では拡大します。債券価格は通常金利と逆方向に変動します。そのため、ポートフォリオで保有する債券の価格が金利上昇の影響を受け変動した場合、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。

# 概要

足元、金融業界では、投資意思決定において環境、社会、ガバナンス（ESG）要因が従来に増して重要になってきています。

同様に各国政府においても関心が高まっており、ESGのマクロ経済パフォーマンスへの効果が強調されています。この状況は別段驚くべきことではありません。エコノミストや歴史家は、国家の長期的な経済発展にとって、環境要因や社会的、政治的制度的重要性を長年認識しており、議論を重ねてきました。はるか16世紀に遡り、マキャベリの時代の初期の見解においては、地形と気候が豊作、疾病の流行、およびその他の経済成長の決定要因であると主張し、環境の役割を重視する見解もありました。近年では、1997年にジャレド・ダイヤモンドがベストセラーとなった「銃・病原菌・鉄（“Guns, Germs and Steel”）」において、ジェフリー・サックスが2001年の論文(*Tropical Underdevelopment*, National Bureau of Economic Research)において環境要因が果たす役割について研究しています。

制度の重要性についてはさらに幅広く実証研究が行われてきました。ここでは2つの例をあげておきます。米ハーバード大学政治学者のロバート・パットナムは、イタリアで地域によって著しく経済パフォーマンスが異なる理由は、ルネッサンス時代に遡った市民制度の違いに求められると主張しています（「哲学する民主主義—伝統と改革の市民的構造」 (*Making Democracy Work*, 1993)。ダロン・アシモグルとジェームズ・ロビンソンは「国家はなぜ衰退するのか」 (*Why Nations Fail* (2012)) のなかで、経済的および政治的制度が経済パフォーマンスの間違ひなく唯一最も重要な原動力であると主張しました。

我々は、長期のファンダメンタルズ見通しに基づくマクロ経済分析や投資戦略において、ESG要因を分析の重要な柱として取り入れる必要があると考えています。ESG要因は、投資対象国が投資対象として適切か、長期投資に耐えうるか、といった判断の一助となります。ESG分析を取り入れることの有効性は業界における研究でも裏付けられています<sup>1</sup>が、我々もまたESG分析はファンダメンタルズリサーチにおいて重要な視点であると考えています。

本稿では以下について論じます：

1. ガバナンスの質、そして政治、経済の制度の質は、マクロ経済、とりわけ新興国およびフロンティア市場のマクロ経済のパフォーマンスに重要な影響を与えます。強固なガバナンスは、政策環境の質、安定性、予測可能性を高めることにつながり、一般的にはより強い経済成長力や国内外の課題に直面した際の経済回復力と密接な関連がみられます。

また、強固なガバナンスは、金融・経済危機のリスクを見極める際に重要な貢献を果たします。政策の方向性を急激に変更することができる政権が誕生した場合、このことは当該市場への投資、もしくは当該市場からの撤退の理由につながり得ます。腐敗や海外投資に対する姿勢など一部のガバナンス要因は、投資を困難にする政治スキャンダルや政策変更によって、多大なリスクとなる可能性もあります。

2. 社会的状況は社会の安定や政策ミックスなど幅広い政治問題に影響を及ぼす一方で、競争力や効率化を通じ一国のマクロ経済の発展に直接的な影響も与えます。多くの社会的要因は長期的な経済成長に影響を与えますが、短期的にも重要な影響を及ぼします。社会的安定の欠如は、武力衝突や抜け目のない政治勢力の拡大につながり、しばしば国民に不利益をもたらす可能性があります。同時に、賃金圧力やインフラ開発などの要因は国内外双方の経済活動に実質的な効果を与えます。
3. 環境要因にも重要な役割があります。とりわけ規制が緩く、対応能力が限定的な場合が多い新興国、フロンティア市場においては重要といえます。干ばつ、洪水、地震、ハリケーンなど自然災害は壊滅的な経済的、人的被害をもたらす可能性があります。こうした災害は、人的損失以外に、エネルギー、食料、原材料の入手が困難となるきっかけとなり、急激なインフレ、サプライチェーンの崩壊などの問題を引き起こします。持続不可能な慣例や汚染は社会を不安定にし、除去費用が経済の成長性を損なう可能性があります。

今回の Global Macro Shifts では、具体的なケーススタディを通じて、マクロ経済分析におけるESG要因の重要性を検討します。本稿の構成は以下の通りです：概要ではソブリン債投資におけるESGについての関心と重要性の高まりについて説明します。セクション1では独自のテンプレート・グローバル・マクロ-ESG (TGM-ESG) インデックスの独自の手法について説明します。セクション2では、44カ国のサンプルに同インデックスを適用した結果を示しています。セクション3は過去および現在の投資意思決定を含む様々なケーススタディを用いて、ESGに関する我々の考え方を説明しています。そして、最後に結論として我々の見解の要旨を示しています。

1. See United Nations' PRI, "Sovereign Bonds: Spotlight on ESG Risks," 2013.

# 1. テンプルトン・グローバル・マクログループにおける ESG要因の分析手法と自社開発の Templeton Global Macro ESG Index (TGM-ESGI)について

伝統的な経済評価の手法にESGのすべての要素を取り入れて、一国の過去と将来を分析することは容易ではありません。我々は、この課題の解決のために、Templeton Global Macro ESG index (TGM-ESGI)を自社開発し、厳格かつ系統的なアプローチを導入しています。同指数によって、ESGデータを数値化し、幅広い国々を比較することが可能となっています。

我々のアプローチには主に次の3つの強みがあると考えます。

- (1) まず、我々のリサーチ結果を基に質の高い指標を幅広く慎重に選択するという点で、総合的な視点を持つことができるという点です
- (2) 次に、異なる次元の要素を1つの数値スコアで表すという系統的な手法により総合的な評価基準によって、各国間の相対評価が可能になるという点です。
- (3) 最後に、我々のリサーチ・アナリストのESG要因に関する変化予想に基づいた将来的な見通しが可能となるという点です。

こうしたアプローチによって、少数の一貫性のない指数だけに基づいて現在の断片情報を提供するに留まる、といった他のアプローチに対する優位性が得られると考えます。

最終的なESG評価を算出するためにスコアリング・システムを採用しており、各評価対象国に0~10のスコアを付与しています。0が最低で、10が最高となります。TGM-ESGIは、様々なグローバルな指標から構成された基準に、リサーチ・チームの見解を加味したものです。当指数の設定には、まず世界銀行、世界経済フォーラム、国連など信用ある機関による信頼できる代表的指標を精査します。次に、アナリストが独自の国別リサーチに基づきESGスコアを調整し、中期的<sup>2)</sup>に状況がどのように変化するか<sup>3)</sup>の予想に基づき、予測スコアを付与します。この評価手法は、ある程度主観的な判断に基づいていますが、リサーチ・チームの洞察を組み込むことが可能となるうえ、伝統的なマクロ分析手法を補いながら、投資機会を評価する厳格な手法であると考えます。

我々のESGスコアリングには、一国の経済の持続可能性の測定に不可欠な要因と考えるESG分類における13のサブカテゴリーを含みます。サブカテゴリーには、短期的に影響が無くとも中長期的に重要な影響を経済に及ぼす可能性がある、といったものを含んでいます。また、ESG測定における流動的な側面を考慮する必要があります。スコアリングのためにサブカテゴリーを明確に定義していますが、ESG要素をサブカテゴリーに区分することは容易ではありません。これはESG要因の数値化を試みる手法全般にあてはまる課題です。

サブカテゴリーごとに現状スコアと予測スコアが個別に付与された後、その平均値を基に環境・社会・ガバナンス各カテゴリーについてのスコアを算出します。それら3カテゴリーにおいて、13のサブ・インデックスに対し、均等にウエイト付けします。その後、ガバナンス40%、社会40%、環境20%のウエイトで調整し、各評価対象国の最終的な総合ESGスコアを計算します。環境要因のウエイトが低いのは、ガバナンスや社会要因よりも経済に対する影響が長期に亘るケースが多く、タイムフレームが大半のファンダメンタル主導の投資戦略のタイムフレームに比べ長期化するためです。

TGM-ESGIは、我々のマクロ経済分析とバリュエーション評価の補完のための追加的な基準として我々の経済評価に組み込まれます。なお、ESGを運用プロセスに組み込むことは、個々の政府、社会構造、環境政策に関して価値判断を下すことが目的ではありません。通常の経済的評価に基づく投資判断の補完としてESGを活用しています。

図1は我々の手法を図式化したものです。表1は13のサブカテゴリーの定義を記載しています。また、巻末の別表では、インデックスの構成要素に関するさらに詳細な情報を記載しています。

2. 我々の中期予想は向こう3年間を意味します。

## 運用プロセスでESGが果たす役割

図 1: ESG 要因と経済分析が投資判断に対する情報を提供

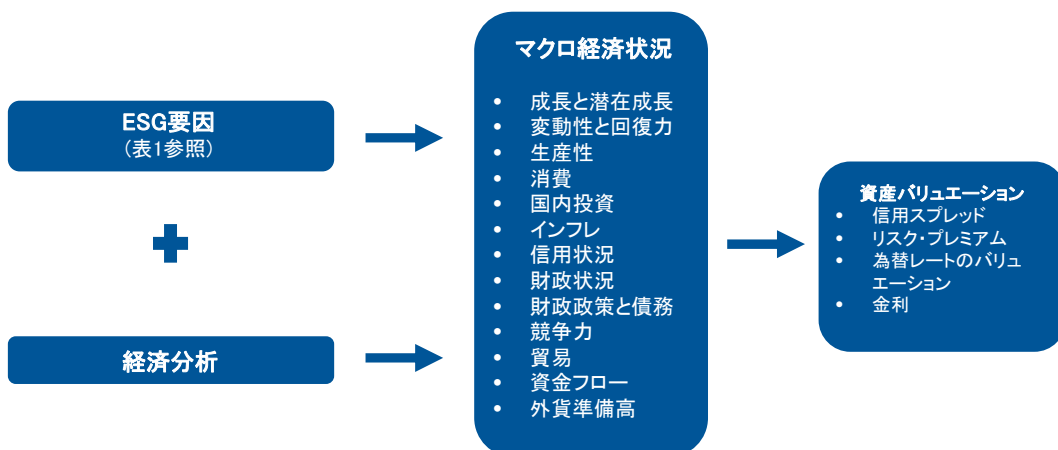


表1: TGM-ESGIのサブカテゴリー

	ガバナンス	
	特徴	マクロ経済に対する影響
実効性	実効性では政府の職務実行、目標達成能力に着目します。ここでは、連立与党の政治的資本、合意形成能力に加え、意思決定における官僚の関与水準などを焦点とします。また中央政府機関と地方政府間の責任分担についても検討します。	政府の実効性は政策の承認と実行に重要です。政府の政策は、政治的な経験不足や、反対意見を説得できないなどの理由によって、骨抜きとなる可能性があります。議会における多数派と少数派の連立政権における議会運営の行き詰まりがその一例としてあげられます。
ポリシー・ミックス	本カテゴリーでは、政府が支持する政策に加え、国の中長期的な持続可能性の改善につながる政策決定に対する意欲に着目します。経済・政治課題に対する正統なアプローチに加え、不人気ながらも不可欠な改革案の成立に対する前向きな姿勢も評価されます。	政策の方向性はマクロ経済に重要な影響を与えます。政府が持続可能な政府債務計画のために財政緊縮策(年金改革や補助金撤廃など)を完遂できる体制にあるかどうか、政府の債務返済に対する意欲などがその例にあげられ、資産価格に直接的な影響を与える可能性があります。
腐敗	ダウンサイドリスクを最小限に抑制する目的で、腐敗や透明性に関する措置が検討されます。腐敗は、国民の信頼低下につながる地域レベルの行動から、ハイレベルの縁故主義や直接的な窃取等に至るまでの行為を含みます。	腐敗は政府機能の実効性に打撃を与え、効果的な政策の障害となる重大な政治スキャンダルに繋がる可能性があります。また、その他腐敗の影響として、信用性を欠いた政府統計、国際的な制裁や国際支援の引き揚げなどが考えられます。
制度面の強さ	国のガバナンスの質は、当該国の政治家や政権与党によってのみ左右されるものではありません。本カテゴリーでは、司法制度の強さ、中央銀行の独立性、その他チェック・アンド・バランス機能が働いているかなど国の制度面を評価します。	国の制度は政策の一貫性維持の担保につながり、悪影響を抑制します。例えば、憲法において財政規則について明記されている場合、財政についての信頼性は、財政規則が定期的に議会により承認される場合に比べ、高くなります。
ビジネス環境	ビジネス活動と海外投資家に対する政府の姿勢を評価します。当該評価は、政府が海外からの投資を成長機会とみなしているか、それとも防御すべき脅威と考えているかの判断に寄与します。	事業環境は企業の設備投資と資金フローに影響を与えます。対象を絞った優遇税制措置や産業特区は国内の設備投資促進につながる可能性があり、主要セクターにおける企業の外資規制撤廃は大量の資金流入や生産性改善を後押しする可能性があります。

表 1: TGM-ESGIのサブカテゴリー (続き)

		社会	
		特徴	マクロ経済に対する影響
社会的結束と安定	政治的結束の欠如は、現政権に対する暴動のリスクから民族、宗教紛争に至るまで様々な形で現れます。ポピュリズム・リスクが最も顕著で、社会の異なるグループ間での緊張やテクノクラートの否定などを特徴としています。	激しい紛争は、経済動向に悪影響を与えるような不安定さをもたらします。しかし、社会的結束の低下を狡猾な政治家が利用した場合も有害化する恐れがあります。ここ最近の保護主義と反移民感情の波はこうした動きの結果といえます。	
インフラ	インフラは、信頼できる陸上、航空、海上輸送テクノロジーの構築に加えて重要な通信システムの強化を含みます。強力なインフラは事業活動の発展を支援し、政府が経済問題に長期的なスタンスで取り組んでいるかどうかの重要な基準となります。	インフラ投資は雇用と建設を通じ国内総生産(GDP)を一時的に押し上げるだけでなく、長期に亘って成長拡大を促す可能性もあります。インフラが不十分な場合、インフレ圧力に繋がるような供給の妨げを引き起こす可能性があります。	
人的資源	教育、ヘルスケア、社会制度などのプログラムに対する投資は、経済における長期的な発展にとって不可欠といえます。本カテゴリーでは、人的資源にプラスの影響を与える強力なセーフティネットなどの政策や、発展を妨げる公的部門の過剰雇用などの問題を焦点とします。	人的資源は国の熟練労働者の水準、ひいては生産能力に影響を与えます。サプライチェーン全般の収益性向上のためには、まず、テクノロジーのノウハウが必要となります。同様に、女性の労働参加を促す政策も、構造面から労働力の経済成長に対する寄与を促す可能性があります。	
労働力	労働市場の均衡は経済が直面する最大の課題の1つとなる可能性があります。国民が消費や経済に寄与できるよう公正な賃金が支払われているか、資源の分配を効率的に行うために企業が競争力や能力を維持しているか等を評価します。	労働力と賃金は競争力、生産性など複雑な問題につながります。賃金の柔軟性が外的ショックに対する回復力を高め、輸出競争力を保護する一方で、硬直化した労働法体系は労働力の非公式市場への流出につながり、税収を減少させます。	
人口動態	本カテゴリーでは、国のマクロ経済情勢に対する人口動態の影響に着目します。労働人口の規模に影響を与える人口の急増、高齢化、移民などの問題を含みます。	人口動態は両刃の剣となる可能性があります。つまり、人口増が経済成長に繋がると同時に、政府にとってはそれに合った雇用創出や社会的リスクといった課題をもたらします。また、人口動態が貯蓄性向などを通じて経済成長に影響を及ぼすこともあります。	
		環境	
		特徴	マクロ経済に対する影響
持続不可能な慣行	国の環境対応の持続可能性はきわめて重大な課題となる可能性があります。持続不可能な慣行は、排水による水質汚染から生物多様性の破壊にまで及びます。新興国やフロンティア市場では、規制の不備によって、こうした持続不可能な慣行が行われやすいといえます。	持続不可能な慣行が、農業や貿易において、経済活動に実際に障害を引き起こす可能性があります。また、経済制裁や投資の引き揚げという形で、国際的な反発を引き起こす可能性もあります。	
異常気象のリスク	干ばつ、モンスーン、地震、ハリケーンは、経済に破壊的で深刻な影響を及ぼす可能性があります。天候パターンは予測できませんが、これらがもたらすリスクや、国がこうした災害にどの程度うまく対応できるかを認識することが重要です。	異常気象リスクのマクロ経済に対する影響の1つは、商品価格に対するものです。干ばつやハリケーンなどの自然災害は食料やエネルギーなどの生活必需品の安定供給に深刻な打撃を与える可能性があります。結果的に、インフレの大幅上昇、ひいては国債のデフォルトに繋がる可能性もあります。	
資源の不足	世界の人口が増加し、生活水準の向上に対する要求が高まるにつれて、限られた資源の消費が増加しています。そうした資源は、水、耕作可能地といった基本的ニーズの他に、燃料や鉱物など経済的なニーズを含んでいます。	資源の供給に関する問題は、特に、農業、漁業、鉱業など資源への依存度が高い国々の既存産業を脅かす可能性があります。	

## 2. TGM-ESGI: 国別ランキング

図2は、TGM-ESGIに基づく44か国の国別ランキングの結果を示しています。デンマークとスイスが9.2でトップとなる一方で、ベネズエラが2.2で最下位となりました。10.0点満点を獲得した国は無く、ガバナンス要因と環境要因で高スコアとなったグループが、労働力や人口動態といった社会要因のサブカテゴリーで常に高スコアを獲得したわけでもありませんでした。

予想通り、先進国<sup>3</sup>のESGスコアが高水準という結果になりました。先進国市場の平均が8.2となる一方で新興国市場は4.9にとどまりました。同様に、ESGスコアは国民1人当たりGDPと合致する結果となっています(図3、4参照)。

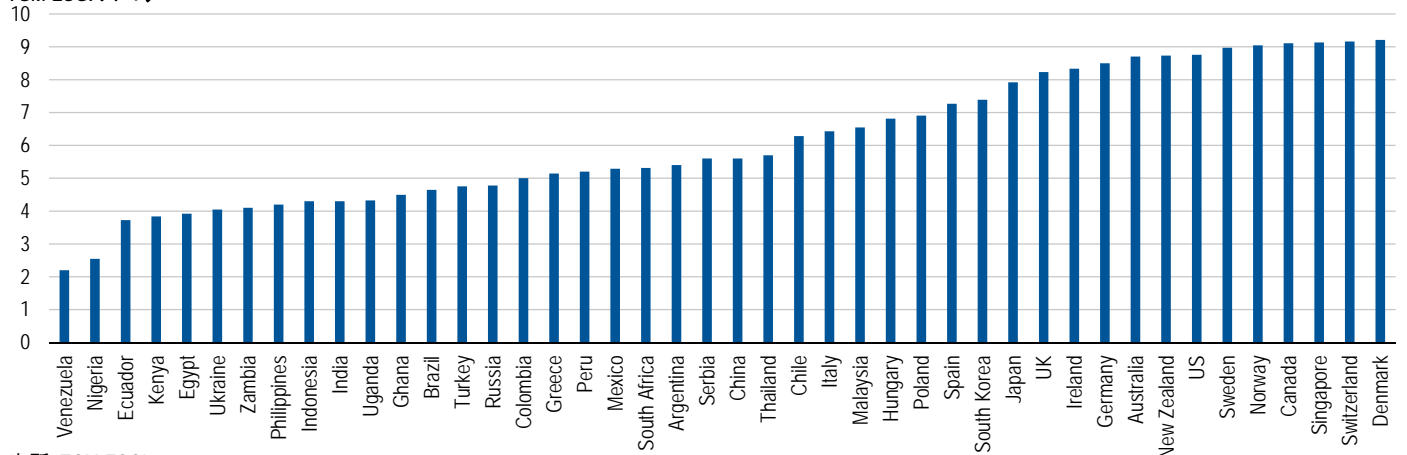
この2つの指標の関係は、ESGスコアが上昇するにつれ、累乗的に所得が増加するという関係になっています。

特に国民1人当たりGDPが相対的に高い水準にある場合、ESGスコアと国民1人当たりGDPとの関係は、単純に一方的な因果関係にあるというよりは、相互補強的な関係にあるといえます。前述のように、強力なガバナンス制度、社会的結束、持続的な環境政策が経済成長と所得水準の上昇をもたらすと同時に、国は富むにつれ、先端的なインフラに対する投資を拡大し、環境の持続性を優先した政策を実施し、より良い社会と政治の実現を求める十分に教育を受けた中間層を生み出すことができるようになります。

### 国別ESGスコア (TGM-ESGI)

図2: 国別のTGM-ESGI スコア

2018年2月現在  
TGM-ESGI スコア

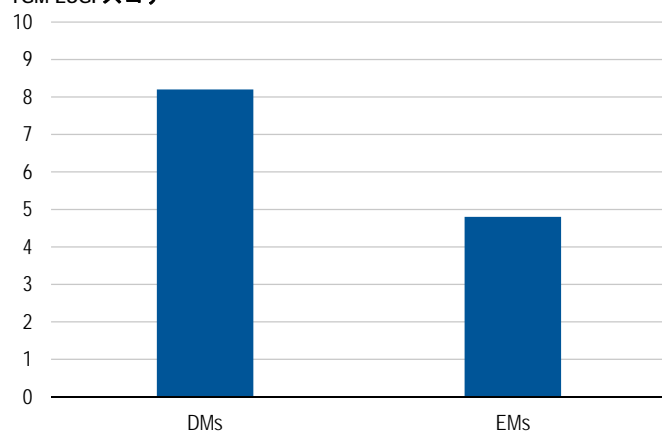


出所: TGM-ESGI.

### 国民1人当たりの所得が高水準の先進国市場のスコアが上位

図3: TGM-ESGI スコア: 先進国市場 vs. 新興国市場

2018年2月現在  
TGM-ESGI スコア

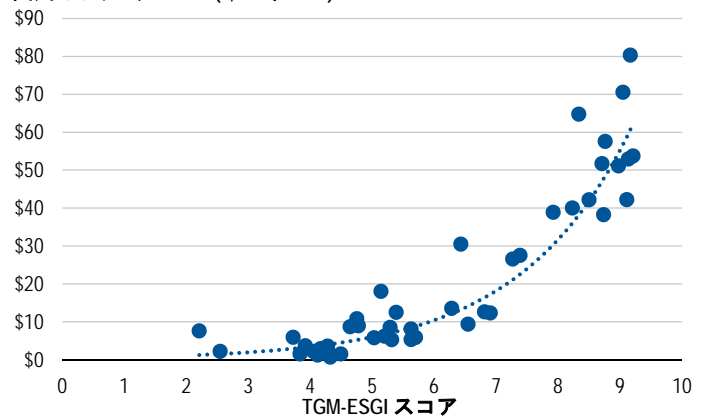


出所: TGM-ESGI.

図4: TGM-ESGI スコア vs. 国民1人当たりのGDP

TGM-ESGI スコアは2018年2月現在  
国民1人当たりのGDPは2017年10月現在

国民1人当たりのGDP (1,000米ドル)



出所: TGM-ESGI; IMF世界経済見通し

3. 国際通貨基金(IMF)の2017年の先進国リストの定義による



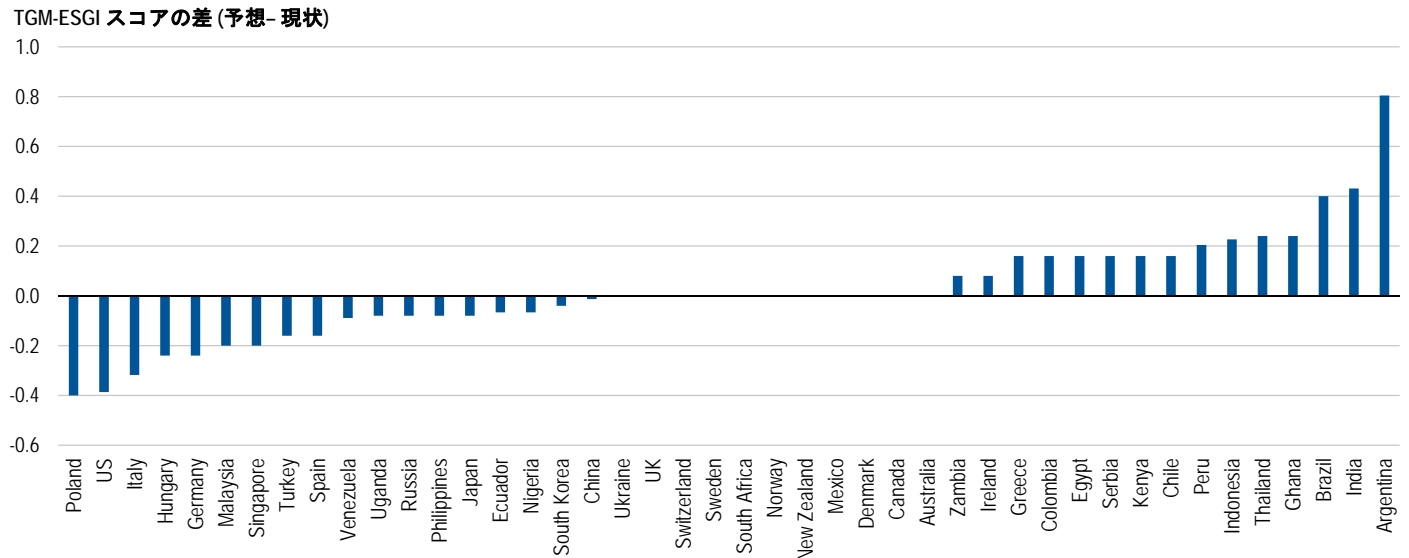
ESG 要因は絶えず進化しています。前述のように、我々のTGM-ESGIの主な強みは、将来を考慮した点にあります。図5が示すように、アナリストは、幅広い国々でESG要因の大幅な変化を見込んでいます。一部のケースでは改善し、一部のケースでは悪化する見通しです。

ESG要因の改善が見込まれる国のランキング上位は、新興国市場が大半を占めています。

逆に、欧州各国と日本など複数の先進国では、TGM-ESGIの悪化を予想しています。新興国はスタート時点で平均スコアが低い国々が多く、改善の余地が大きくなるのは自然ですが、先進国の中にスコアの悪化が予想される国があると言う事は、経済パフォーマンスとグローバル経済に占める割合において先進国経済と新興国経済が徐々に収斂してきているということを裏付けています。

## 国別TGM-ESGI予想スコア

図 5: TGM-ESGI スコア: 予想 - 現状 2018年2月現在



出所: TGM-ESGI. 中期予想は向こう3年間の予想を意味します。

# 3. ケーススタディ

## 3.1 政治的な結束: ユーロ圏におけるアイルランドとギリシャの例

ユーロ圏の一部は世界金融危機によって大きな打撃を受けました。失業率が急上昇し、緊縮政策の実行が必要となり、社会的な結束と政治的なコンセンサスが過去に前例のない規模で試される展開となりました。社会要因の強さが回復と成功における重要な決定要因となりました。ギリシャとアイルランドは、その対照的な例といえます(図6、7参照)。

### ギリシャ: 政治的なコンセンサスの欠如

2010年に最初の救済策が実施されて以来、ギリシャは緊縮財政や構造改革などに関する数多くの困難な政策の導入を余儀なくされてきました。進捗状況は欧州委員会(EC)、IMF、欧州中央銀行(ECB)の3者(いわゆるトロイカ)によって四半期ごとに評価が実施されてきました。財政再建を優先し、増税よりも恒久的な歳出削減が重視されました。財政調整額は、2010~2014年通算でGDPの20%に達しました。さらに年金改革、ビジネス環境改革など幅広い構造改革が実施されました。IMFは2011年2月の第3回評価で、プログラムは前進しているが、財政の安定と経済の回復を確保するためには、引き続き大きな改革が必要であることを示唆しました。

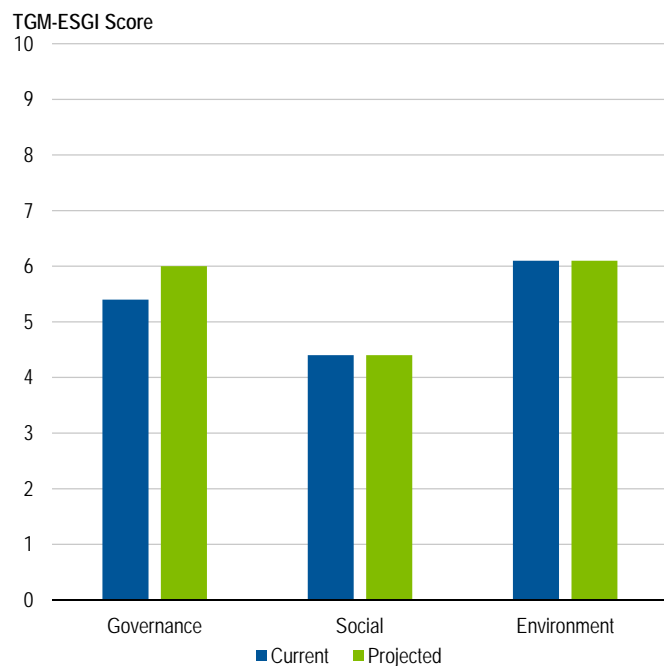
財政再建策は全体的に評価できる内容でしたが、予算執行において、歳入不足と歳出抑制の問題を中心に、調整の不備があらわになりました。

2012年の第2次救済プログラムの評価では、プログラムの実行ペースが引き続き目標から遅れていることが示されました。ギリシャ国内では、経済調整プログラムは欧州とIMFによって課せられた不公正で絶対的な命令との見方が大半を占め、当該措置に対する国民の支持はほとんど得られませんでした。改革反対の機運が高まり、ユーロ圏離脱に関する国民投票の早期実施の可能性が高まりましたが、実現には至りませんでした。そうした中、2015年には新民主主義党(ND)から過激な左派の急進左派連合(SYRIZA)への政権交代がなされ、SYRIZAが救済条件に反対したことからトロイカ・プログラムが中断しました。経済再建に向けた厳しい改革の効果的な導入に対し、社会的および政治的結束の欠如が深刻な障害となりました。経済の低迷は続き、債務の持続可能性が危機にさらされました。

## ESGではアイルランドがギリシャを大きく上回る

図 6: ギリシャ: 現状と予想 (TGM-ESGI)

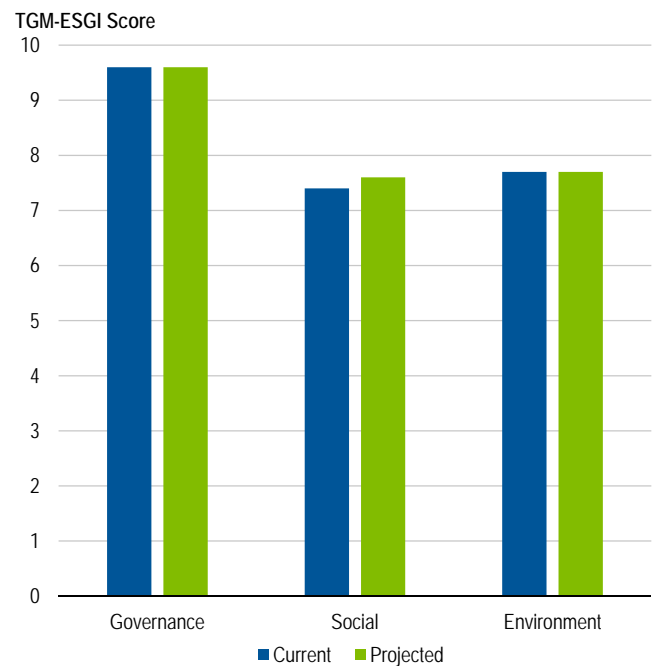
2018年2月現在



出所: TGM-ESGI 中期予想は向こう3年間の予想を意味します。

図 7: アイルランド: 現状と予想 (TGM-ESGI)

2018年2月現在



出所: TGM-ESGI.中期予想は向こう3年間の予想を意味します。

## アイルランド: 政治的コンセンサス

アイルランド政府は世界金融危機の最中に、国家経済復興計画(2011~2014年)を発表しました。計画では2014年までに財政赤字を3%未満に削減し、持続的な成長を回復するという目標を掲げ、2011年から2014年の間に合計150億ユーロに上る財政調整を想定していました。実際には計画は前倒しとなり、2011年に60億ユーロ(全体の40%)の調整が実行されました。2011年2月の総選挙後は、新政権がIMF/欧州連合(EU)との合意を続行すると発表し、2011年の財政調整額60億ユーロを承認しました。ただ、財政再建に要する期間を1年延長し、2015年までとしました<sup>4</sup>。アイルランド国民は財政再建の必要性を理解し、厳しく痛みを伴う政策措置を支持したことから、歴代政権はIMFおよびECの救済策を維持することができました。この結果、アイルランド経済のファンダメンタルズは急速に回復し、交渉力が強まったことで、企業支援と国際競争力に影響を及ぼす可能性のある法人税率の引き上げに関し、EUからの再三の要求に抵抗することができました。アイルランド経済は比較的短期間で好転し、EUでもトップクラスの力強い回復を示しました。

過去数年、メディアはしばしばギリシャ国民が味わった困難な状況を取り上げてきました。このためギリシャはアイルランドよりも過酷な状況に直面したために、行き詰まったのではないかとの見方もありました。

ただ、これは事実ではないと考えます。英国、スペイン、ポルトガル、ギリシャ、エストニア、アイルランドの財政緊縮措置を比較した2011年の調査によると、アイルランドが実施した財政調整の規模は他の国々を大きく上回りました<sup>5</sup>。実際、アイルランドは国民1人当たりGDPの減少を経験した欧州でも数少ない国の1つです。一方、ギリシャでは、当数値は2007~2010年には実際には増加していました(表2参照)。

なぜアイルランド国民が痛みを伴う緊縮措置を進んで受け入れ、ギリシャ国民は受け入れなかったかという点に関しては、ESGに関連した2つの理由が考えられます。1つ目は、前述のEuromod 調査が示すように、アイルランドの政策変更における課税制度が最も累進的だったという点です(ポルトガルが最下位)。これは富裕層が貧困層よりも大きな痛みを被ったことを意味します。また、ジニ係数でアイルランドがギリシャを上回っているという点にも現れており、より公平な分配制度が社会的な安定や結束を後押しした可能性があります。

2つ目は、腐敗にあったと考えられます。ECはEUの腐敗に関する調査(2011年のデータ、2012年公表)で、国民の自国における腐敗の認識に関して調査を実施しました<sup>7</sup>。表3は危機に陥ったギリシャ、ポルトガル、アイルランド、スペイン、イタリアにおける腐敗に関する調査回答の一部をまとめたものです。

## アイルランドの国民1人当たりの所得は最大の減少を経験

表 2: 国民1人当たりのGDPと2007年から2010年までの変動率

2011年現在

2010年の国民1人当たりのGDP(ユーロ)					
人口区分	Ireland	Greece	Spain	Italy	Portugal
第1四分位数*	11,294	8,400	8,732	10,437	6,700
第2四分位数	16,178	12,598	13,324	15,199	9,731
第3四分位数	23,202	17,903	19,339	21,489	14,162
第3四分位数の第1四分位数に対する比率	2.05	2.13	2.21	2.06	2.11
国民1人当たりのGDP変動率(2007~2010年)					
第1分位数	-7.2%	12.2%	1.1%	8.7%	8.8%
第2四分位数	-8.7%	12.2%	2.4%	5.5%	9.7%
第3四分位数	-10.2%	6.8%	3.7%	4.8%	2.2%

\* 四分位数は国民の所得セグメントを示しています。第1四分位数は所得が最も低い最初の25%、各四分位は次の25%を示しています。

出所: 欧州連合統計局

4. 出所: アイルランド財務省

5. 出所: Economic and Social Research Institute

6. ジニ係数は国の経済的不平等の測定基準です。国民全体の富の配分の統計的分散を測定し、0~1で表します。1が不平等の水準が最も高いということになります。

7. 欧州委員会による“Eurobarometer Corruption Report,”(2012年2月)参照。

## 腐敗の認識という点でアイルランドはギリシャを上回る

表 3: 欧州委員会による腐敗の調査

2012年現在

同意した回答者(%)	腐敗は自国にとって重大な問題である	国の機関に腐敗が存在する	地方機関に腐敗が存在する	地域機関に腐敗が存在する	他のEU諸国とよりも腐敗が広がっている	過去3年間に腐敗が増加している	腐敗はビジネス民間セクターで腐文化の一部であ敗が幅広くみられる
Greece	99	99	95	95	80	56	88
Portugal	97	91	86	90	57	68	82
Ireland	86	84	80	79	44	45	80
Spain	88	93	91	91	46	61	74
Italy	87	95	92	92	60	56	89
EU-27	74	79	74	73	36	47	67

出所: 欧州委員会。当該調査は2011年9月3日～9月18日にEU加盟国27カ国で実施。対象は各加盟国の国籍を持つ国民、各加盟国の住民で15歳以上。EU-27は2013年以前は以下の27カ国で構成: オーストリア、ベルギー、キプロス、チェコ共和国、デンマーク、エストニア、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、ハンガリー、アイルランド、イタリア、ラトビア、リトアニア、ルクセンブルク、マルタ、オランダ、ポーランド、ポルトガル、ルーマニア、スロバキア共和国、スロベニア、スペイン、スウェーデン、英国。

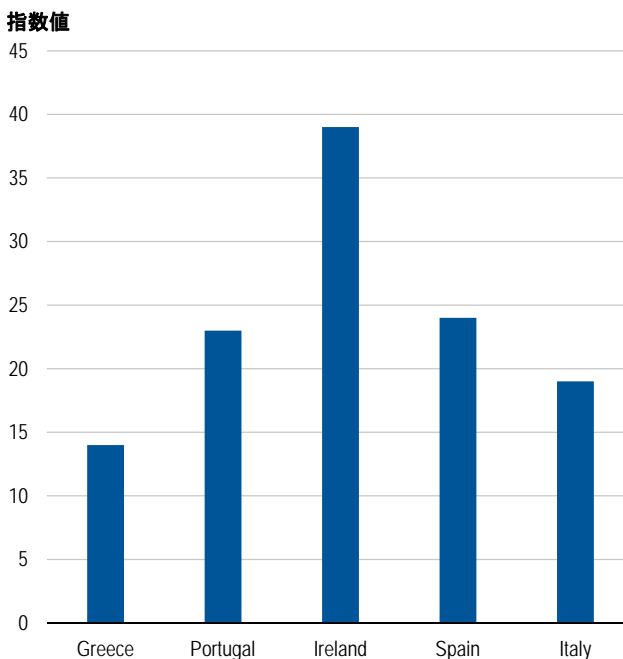
各カテゴリーにおいて回答者の同意の比率が最も高いケースを1、最も低いケースを5とするという単純なインデックスで各国をランク付けし、合計した結果、図8の全体のランキング結果となりました。ここでも、腐敗の影響の大きさがギリシャがトップ、アイルランドが最下位となっています。腐敗は我々のインデックスのガバナンスに関するサブカテゴリーの1つですが、国に対する国民の支持に影響を及ぼす社会的側面も備えています。多くの調査において、腐敗の認識が政治に対する信頼に悪影響を及ぼし、政治機関の正当性を低下させ<sup>8</sup>、政治的資本を必要とする困難な改革を実行する政府の能力を妨げることが示されています。

こうした社会要因の差が長期に亘って経済的な影響をもたらす可能性があります。財政調整プログラム終了時において、債務を持続するために必要なプライマリーバランスの黒字規模として、アイルランドがGDP比1.5%で、ギリシャは依然6%を必要としています。

## 腐敗指数ではアイルランドが最高スコア

図 8: 調査対象の腐敗指数 (スコアは高いほど良い)

2012年現在



出所: 欧州委員会のデータを用いて、TGMが計算。

8. Babos, Pavol, "Trust in Political Institutions: The Effect of Corruption, Electoral Winners, and the Post-Communist Legacy," *Polish Political Science Review*, February; Ares, Macarena and Enrique Hernandez, "The Corrosive Effect of Corruption on Trust in Politicians: Evidence from a Natural Experiment," *Research and Politics*, April-June 2017 を参照

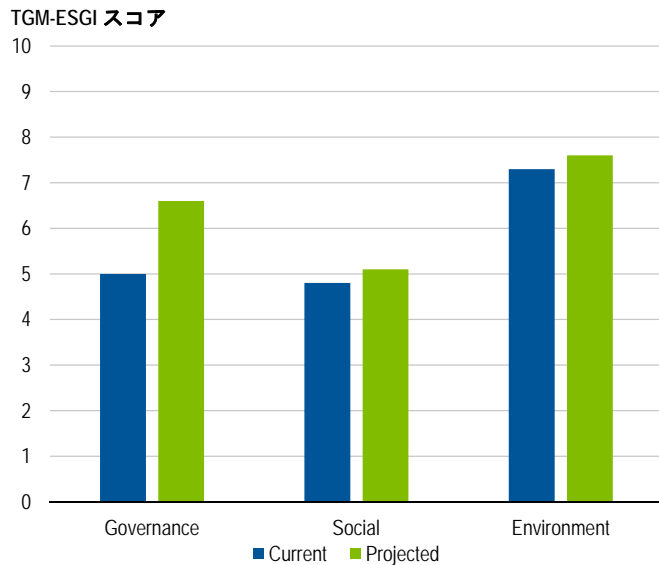
### 3.2 アルゼンチン:「著しい改善」

アルゼンチンはESGスコアの最も大きな改善が見込まれる国として際立っています(図9参照)。同国のESGスコアは中期的に5.4から6.2と0.8ポイントの上昇が見込まれます<sup>9</sup>。かつてアルゼンチンは、国民の平均年齢は若く、労働者の教育水準は高く、農業大国で、豊富な原油や鉱物の埋蔵量を抱えていた、南米で最も裕福な国の1つでした。

#### アルゼンチンの予想ESGは大幅改善が見込まれる

図 9: アルゼンチン: 現在と将来の状況 (TGM-ESGI)

2018年2月現在

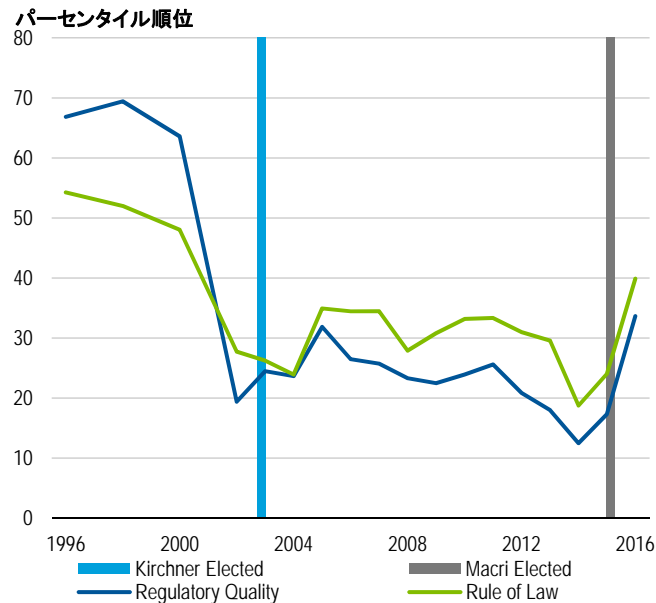


出所: TGM-ESGI。中期予想は向こう3年間の予想を意味します。

#### キルチネル時代にはガバナンスの質は低下し、腐敗が増加

図10: アルゼンチン: 世界銀行のガバナンス指標におけるランキング

1996~2016年



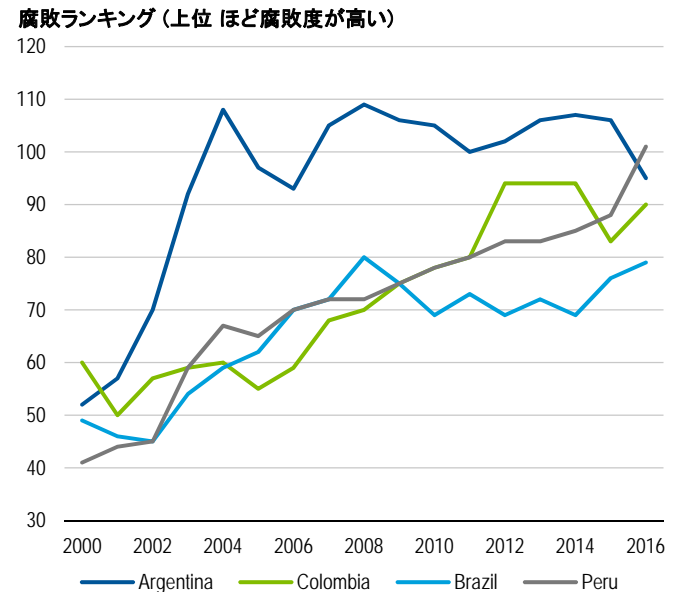
出所: 世界銀行

ところが2000年代はじめに経済危機に陥った後、保護貿易による孤立、政府の価格統制、持続不可能な財政政策を特徴とした路線をたどり始めました。この結果、経常黒字は縮小し、生産性の低下によって国民貯蓄が減少しました。また、財政赤字が中央銀行の通貨増発で補填されたことによってインフレが大幅に上昇したため、これを隠蔽する目的で統計データ改ざんが行われました。世界銀行のガバナンス指標(図10参照)は、アルゼンチンが規制の質、法制度の質という点で危機前の水準を回復していないことを示しています。

同様に、キルチネリズムの時代に、腐敗が大幅に悪化しました。これはペロニズムの流れを汲みネストル・キルチネル、クリスティーナ・フェルナンデス・デ・キルチネルの両大統領が主導しました。腐敗は全般に及び、事業契約における縁故主義、中央政府による地方政府への不公正な財政移転、そして前述の統計データの改ざんなどを含まれます。アルゼンチンはIMFによって経済統計、特にインフレデータの操作によってけん責処分を受けた最初の国となりました。価格決定を市場に委ねることなく、政府が価格統制と補助金によって人為的にインフレを管理しました。この結果、アルゼンチンは物資の欠乏と過少投資に陥り、原油・ガスの純輸出国から純輸入国に転じました。また、キルチネル政権は中央銀行の独立性を損ない、政府の行動を抑制する役割を担う司法を弱体化させました。この結果、世界の汚職を監視する非政府組織(NGO)トランスペアレンシー・インターナショナルの「腐敗認識指数」におけるアルゼンチンのランキングは2000年代初めから大幅に悪化し、同じ南米のブラジル、ペルー、コロンビアを下回りました(図11参照)。

図11: 国別腐敗認識指数ランキング

2000~2016年

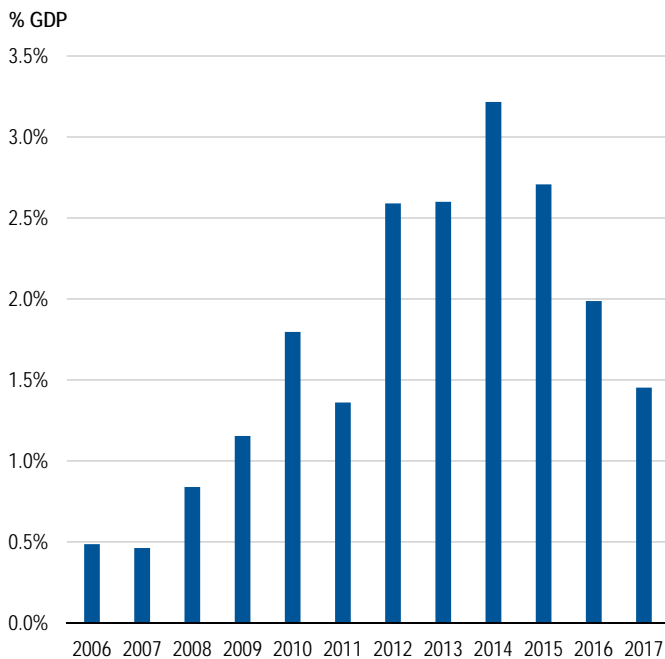


出所: トランスペアレンシー・インターナショナル

9.中期予想は向こう3年間の予想を意味します。

## アルゼンチン政府による財政ファイナンス縮小の進展

図 12: アルゼンチン: 財政ファイナンス (対GDP比%)  
2006~2017年



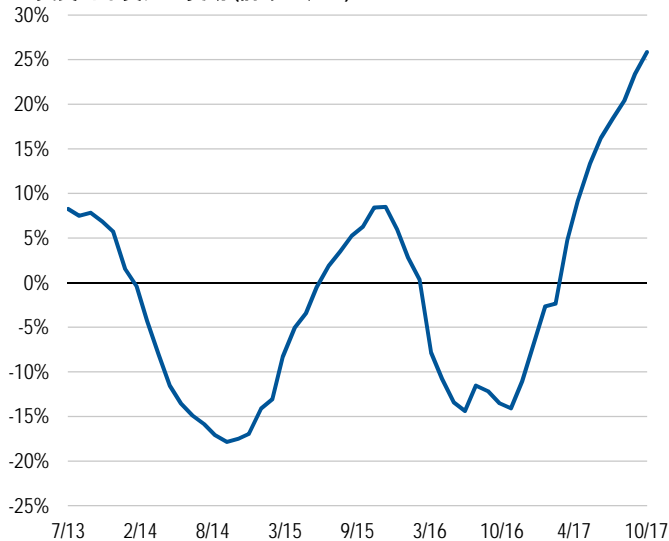
出所: アルゼンチン中央銀行、IMFによる2017年のGDP予想

2015年12月に中道右派のマクリが大統領に就任したことによって、一連の流れに変化が生じています。過去2年間、政府は10年間にわたるダメージの修復を目的に多くの改革を打ち出してきました。なかでも注目に値する成果には、事実上の中央銀行の独立性の回復、大半の輸出入制限の解除、段階的な財政再建策の開始などがあげられます。

## アルゼンチンの銀行セクターに対する信頼回復が進む

図13: アルゼンチン: 民間セクターに対する実質的な貸出

2013年7月~2017年10月  
% 実質的な貸出の変動 (前年比、%)



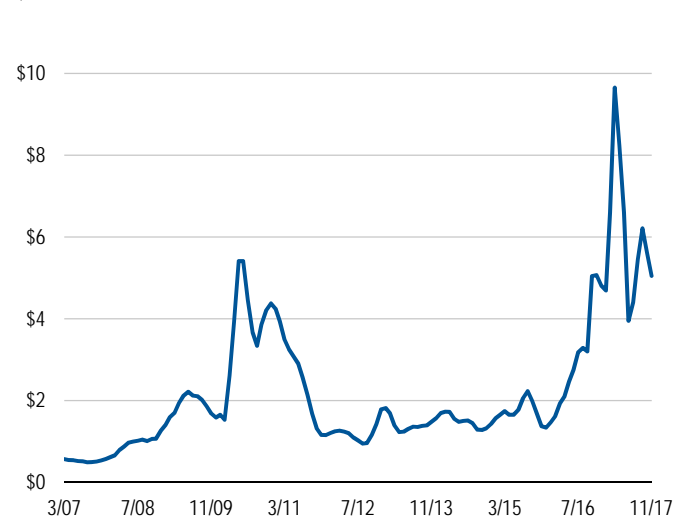
出所: アルゼンチン中央銀行

政府はアルゼンチン・ペソを変動相場制に移行し、公共料金と公共交通料金の値上げを実施しました。これは、インフレに繋がる可能性のある難しい政策判断でしたが、中央銀行は周到に利上げを実施し、そして政府は短期的に悪影響があっても長期的な経済の活性化のために必要な政策を立法化しなければならないことを認識していました。また、財政ファイナンスの縮小に着手したことも重要でした。この財政ファイナンスは、拡大する財政赤字の補填を目的としてキルチネル政権下で始まりました(図12参照)。また、政府は独立した統計機関を設置し、信頼できるデータの提供を再開しました。IMFは、2016年に、同国のインフレデータの信頼性が回復されたと公表しました。前ページの図にもこうした姿勢が反映されており、世界銀行のガバナンス指標に加え、2016年のアルゼンチンの腐敗ランキングにも改善がみられました(図10、11参照)。

さらに一段の改革の進展が見込まれます。政権与党は2017年10月の議会選挙で勝利を収めました。この結果は改革の勢いの加速に繋がっただけでなく、アルゼンチン国民がより正統な政策アプローチを支持し、20世紀に同国の政策を支配してきたポピュリズム政策であるペロニズムに背を向けたことを示しています。この勝利によって、政策の実効性が改善し、連立政権が改革推進を継続するにつれ、ポリシー・ミックスが強化されると見込まれます。今後の重要法案として、法人税引下げ等の税制改革法案、労働市場の柔軟性改善に向けた法案などが挙げられます。これらの政策が、競争力の改善、投資促進、失業率の低下等に繋がることが期待されます。また、これら改革が経済活動により大きな影響を与えることも期待しています。

図14: アルゼンチン: 銀行システムにおける外貨預金

2007年3月~2017年11月  
10億米ドル  
\$12



出所: アルゼンチン中央銀行

図13、14は、金融セクターが信用と柔軟性を回復するにつれ、民間セクターに対する実質的な貸出と銀行システムにおける外貨預金がすでに大幅に増加していることを示しています。こうした金融活動の再活性化が今後経済全般の活性化に繋がると考えます。

アルゼンチンに関しては、堅固な経済のファンダメンタルズが適切なポリシー・ミックスと相まって、ESGスコアの迅速な回復が見込まれる稀なケースとの見方を維持します。

失政による苦難の歴史が不安定な経済実績と海外投資家との関係悪化という結果をもたらしてきました。ただ、優れた指導者と国民の支持によって、同国経済はこれからも持続可能な成長が予想されます。一方、従来からの産業の再生と新たな産業の構築に加え、テクノロジー導入や効率改善など多くの課題が残っています。旧来の行政慣行を打破したうえで改革を定着させ、その効果を待つというのは多大な時間を要するプロセスであり、投資家の忍耐を必要とします。政府と国民双方が今後どのように改革を進展させるかを見極めることが重要と考えます。

### 3.3 インド: 状況改善の始まり

インド経済は長年に亘って高い経済潜在力を示してきましたが、英国からの独立後、世界の貿易に対し門戸を閉ざし、国内を焦点とした輸入代替による成長モデルを展開してきました。これに加えて、政府の多大な介入と「ライセンス・ラジ(許可による統制)」による規制、官僚主義と厳格な労働法によって、競争力が低下しました。また政府が官僚の給与を不当な低水準に抑制し、国民に過剰な税金を課したことが、公的部門の腐敗と脱税に繋がりました。

この結果、徴税率は世界でも最低クラスにとどまり、製造業セクターの弱体化や基礎インフラの欠如という状況を招きました。また、腐敗ランキングは一貫してトップクラスで、トランスパレンシー・インターナショナル社の最近の調査ではアジアで第1位となりました。自由度を欠いた国内経済と対外活動に対する障壁によって、同国の人口急増は強みというよりも課題となりました。ぜい弱な教育制度(インドの先端テクノロジーと経営大学院は明らかな例外)と雇用創出能力の欠如が低い識字率と高失業率をもたらしました。他の人口構成が若い国と比較すると、インドは教育水準、労働参加率、若年雇用という点で明らかに劣っています(下記表4参照)。

インドは唯一熟練労働のスコアが高水準であり、そこに同国の不平等の深刻さが浮き彫りとなっています。

2014年には選挙で経済成長を訴えたナレンドラ・モディ氏が首相に就任し、国営企業の民営化と経済開放、労働改革と汚職廃絶への取り組みを進めてきました。2017年夏には、税徴収プロセスの合理化を目的とした物品・サービス税が導入されました。また、政府は補助金削減を目的にディーゼル燃料価格の規制緩和を実施し、天然ガスについても同様のプロセスに着手しています。この他の重要な改革としては、企業のライセンス手続きと破綻手続きの簡略化、国内セクターに対する海外からの投資の開放などがあげられます。この結果、世界銀行の2017年のビジネス環境ランキング指数(Doing Business Index)でインドの順位は30位上昇しました(図15参照)。なかでも融資獲得、納税、破産処理での改善が目立ちました。海外投資家が注目したのは、モディ政権のもとで、インド債券の機関投資家の保有残高が2倍以上に増加しているという点です(図16参照)。

## インドは人材開発で他の人口構成が若い国に出遅れている

表 4: 国別の教育、労働基準の比較

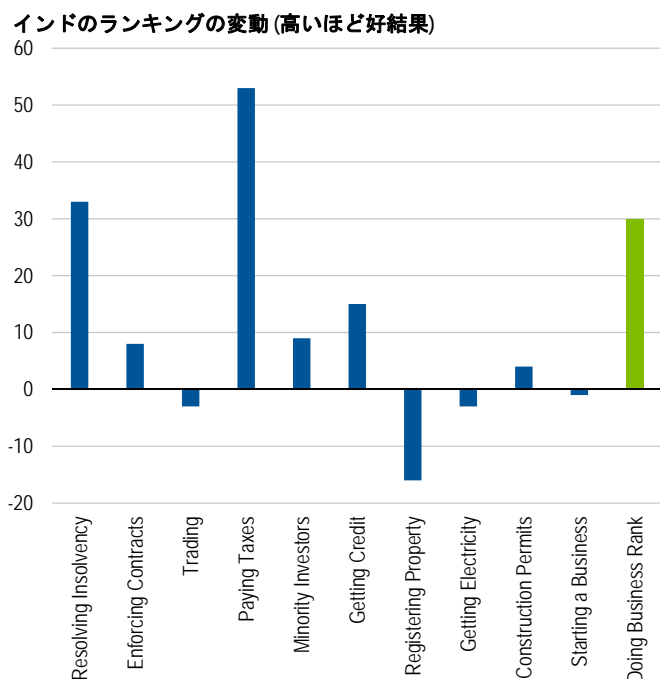
2017年12月現在

教育、労働基準比較						
	インド	フィリピン	インドネシア	バングラディシュ	メキシコ	ペルー
人口年齢の中央値	26.7	25.6	28	29	27.5	27.5
平均教育期間	5.8	8.4	7.7	5.2	8.8	9.2
労働参加率	52.5	63.5	67.2	57.2	59.7	68.5
若年失業率	27.5	22.7	24.8	20.2	19.6	22.4
熟練労働ランキング	79	60	80	104	48	119

出所: The Global Human Capital Report, 世界経済フォーラム

## インドのビジネス環境ランキングは30位上昇—投資家は注目

図 15: インド: ビジネス環境指数、ランクの変動、2016~2017年  
2017年12月現在



出所: 世界銀行

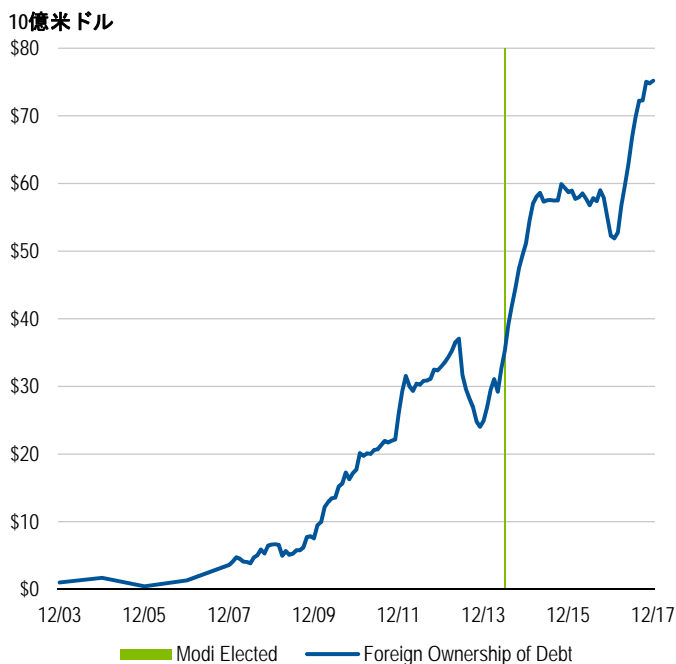
ラジャン前総裁のもとで、インド準備銀行(中央銀行、RBI)はインフレ抑制に焦点をあて、政策金利の引き上げによってインフレ率を従来の10%から4%に引き下げました(図17参照)。中銀の慎重な政策と政府の監督という有効な組み合わせによって、新総裁のもとでも物価抑制に引き続き成功を収めています。RBIは2016年に導入した新たなインフレターゲットに対する信頼度を高めることに注力し、政府は緩衝在庫の導入と買いだめの取り締まりを通じ、食品価格管理の改善を図っています。

我々のリサーチチームでは、インドのESGスコアは0.4改善するとみています。これはサンプル内で第2位に相当します(図18参照)。政府は改革志向を維持し、その有効性は高まっていると考えられます。政策面では、高額紙幣の廃止及びオンライン税申告<sup>11</sup>による情報を活用した徴税率改善が引き続き焦点となります。また政府は土地購入に関する改革にも着手していますが、問題となる施策に関しては、州政府に主導権を委ねています。インドの州政府は歴史的にも高い独立性をもって政策運営にあたってきました。モディ首相が率いるインド人民党は地方選挙や提携でも成功を収めており、現在、同国の29州のうち18州で与党となっています。これらの州は、国政レベルでは承認が困難となる可能性がある改革の先頭に立つ効果的なパートナーともなっています。

10. 中期予想は向こう3年間の予想を意味します。

11. インドの廃貨はモディ首相によって2016年11/12月に実施されたプログラムで貨幣を裏の経済から表の経済に導く努力のなかで、一部の紙幣を廃止しました。

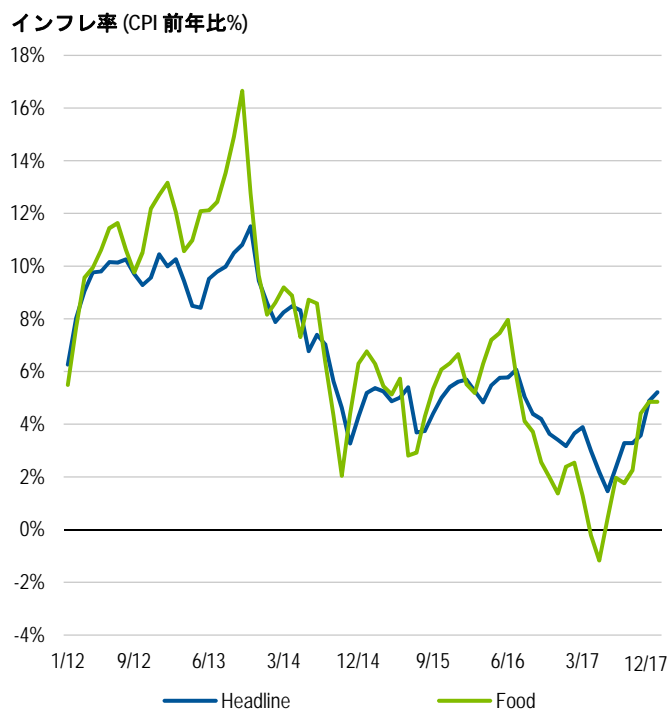
図 16: インド: 発行済み債券における海外保有残高  
2003年12月~2017年12月



出所: India Central Statistical Organization.

## 政策運営の改善を受けて、インフレは大幅に低下

図 17: インド: インフレ率  
2012年1月~2017年12月



出所: India Central Statistical Organization.



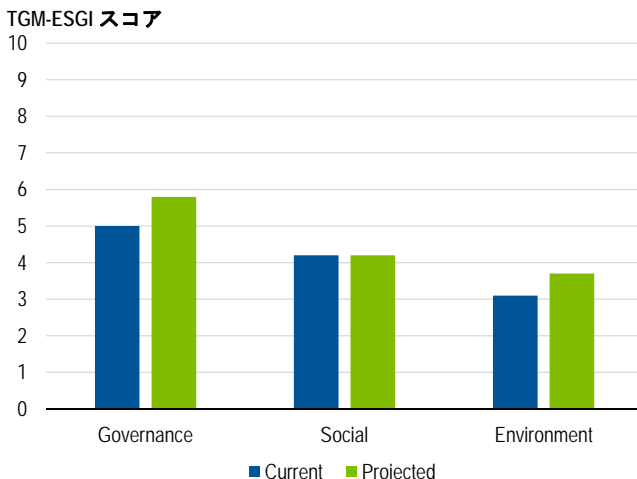
モディ首相がトップに立つことで、政府はトップダウンによってより積極的かつ効率的になりました。2019年には総選挙が予定されていますが、一部の改革は短期的な痛みを伴っているにもかかわらず、現状、モディ首相が国民の支持を維持すると見られています。昨年12月に行われた地元グジャラート州議会選挙での勝利が首相人気を判断する上で重要な試金石となりました。

インドにはまだ多くの課題が残っています。融資環境の改善とより良いビジネス環境によって国内経済活動の活発化が見込まれる一方で、政府には労働競争力の改善と仕事の需要に見合った教育制度の確立が必要とされています。政府の努力にもかかわらず、製造業の規模は現状ごく小規模にとどまっており、さらに多くの労働力を吸収するためには業界全体の成長が必要となります。また、金融システムには引き続き不良債権が高水準に存在し、対処する必要があります。これらの問題の多くが人的資本、労働力、人口、ポリシー・ミックスなどのESG要因と複雑に関連しています。ただ、インドは、現政権による一連の取り組みによって、課題を克服できると確信しています。

## インドのESGスコアは改善が見込まれる

図 18: インド: 現状と将来の予想 (TGM-ESGI)

2018年2月現在



出所: TGM-ESGI。中期予想は向こう3年間の予想を意味します。

## 3.4 ポーランド: 後退

アルゼンチンやインドとは対照的に、ポーランド(現在のランキングでは相対的に上位)は、今後、44カ国のサンプルのなかで最大の悪化が予想されます。我々のアナリストは、ガバナンスの幅広い悪化によって、同国の合計ESGスコアは0.4<sup>12</sup>低下すると見えています(図19参照)。

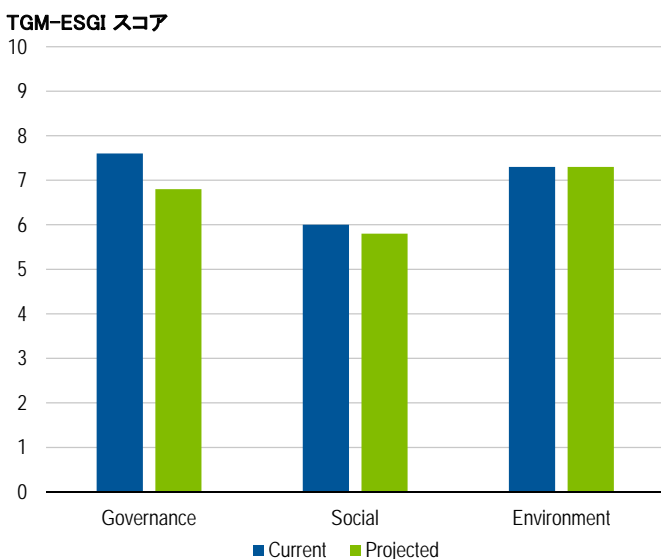
最近まで、ポーランドはEU統合によって最も成功した国の1つであり、ソビエト崩壊後の制度改革の実行方法における成功例とみなされてきました。

同国は、道路、学校建設を対象とした、EUによる期間20年の2,500億ドルに上る支援パッケージによって多大な恩恵を受けました。図20は、ポーランドの経済成長が2004年のEU加盟以来トップクラスで推移し、世界金融危機や欧州債務危機の際にも景気後退に陥らなかった唯一のEU加盟国だったことを示しています。高成長と共に同国は教育や貧困削減など生活の質の大幅向上も実現しました。強固な制度、柔軟な労働市場、投資に適した環境、世界貿易への統合などがいずれも同国の経済成長に寄与しました。

## ポーランドのTGM-ESGIスコアは悪化する見通し

図 19: ポーランド: 現在と将来の予想 (TGM-ESGI)

2018年2月現在

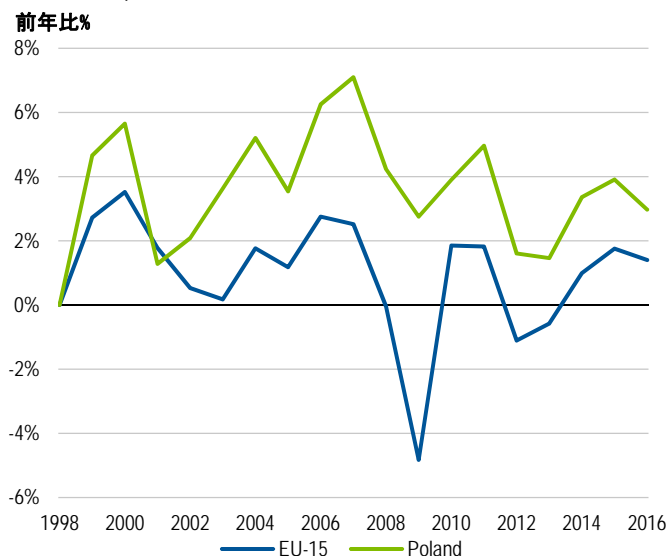


出所: TGM-ESGI。中期予想は向こう3年間の予想を意味します。

## ポーランドの経済成長はEUの平均を上回る水準で推移

図 20: ポーランドとEU15カ国: 国民1人当たりのGDPの伸び

1998~2016年



出所: 世界銀行 2004年より前のEU15カ国は以下の通り: オーストリア、ベルギー、デンマーク、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルク、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、英国

12. 中期予想は向こう3年間の予想を意味します。

ところが、ここ数年、こうした多くの経済的基盤に背を向け国家主義的なポピュリスト政策を展開しています。

経済指標の堅調さにもかかわらず、ポーランド国内では潜在的な不満が高まっていました。不平等な所得分配、政治エリートに対する不信、EUとの政策不一致などによって、2015年の総選挙で保守政党「法と正義(PiS)」が単独過半数を獲得し、圧勝しました。同党は強力な国家主義と反移民のメッセージに基づく選挙キャンペーンを展開し、定年の引き下げ、有子世帯に対する毎月の補助金支給という公約を掲げました。政権に就いて数ヶ月以内に、PiSはこれらの公約を実現し、前政権が合意していた難民の受け入れを拒否し、定年を引き下げました。また、子供が2人以上いる世帯に対し、子供1人当たり月額500ポーランドズロチの児童手当を支給する「500+」というプログラムを開始しました。

その後2年間に、ポーランドは司法制度全体に影響を及ぼす13本を超える法案を可決しました。これら法案によって司法制度の組織、権力、管理、機能に対して政治的介入が可能になるのではないかと懸念が生じました<sup>13</sup>。なお、司法制度の変更に関する主な懸念は以下の通りです。:

- 最高裁判所判事の定年を引き下げられることで大半の現職判事が退職に追い込まれます。また、大統領が判事の任期延長について裁量を持つこととなります。一方、最終判決が下された裁判の再審が可能になります。
- 普通裁判所に関しては、判事の任期延長、裁判所長の任命や罷免について法務相が裁量権を有することとなります。
- 憲法裁判所の判決が公表されておらず、完全実行されていないという事実。

その他、以下のような懸念があります。:

- 議会は、上席判事で構成される委員会ではなく、政府に選挙管理権限を与える法案を可決しました。これは有権者に対する与党の説明責任の低下を促し、カントリーリスクの増大につながる可能性があります。
- 政府はメディアに関する法律の見直しを計画しており、その目的は国内資本の増加とメディア統制にあることは明白です。メディアへの干渉は政府の政策の透明性に悪影響を及ぼし、カントリーリスク増大につながる可能性があります。
- 政府は日曜営業制限法を可決しました。営業曜日や時間に関する制限は欧州では珍しいことではありませんが、ポーランドの決定は自由化拡大という欧州のトレンドに逆行しており、個人消費に悪影響を及ぼす可能性があります。

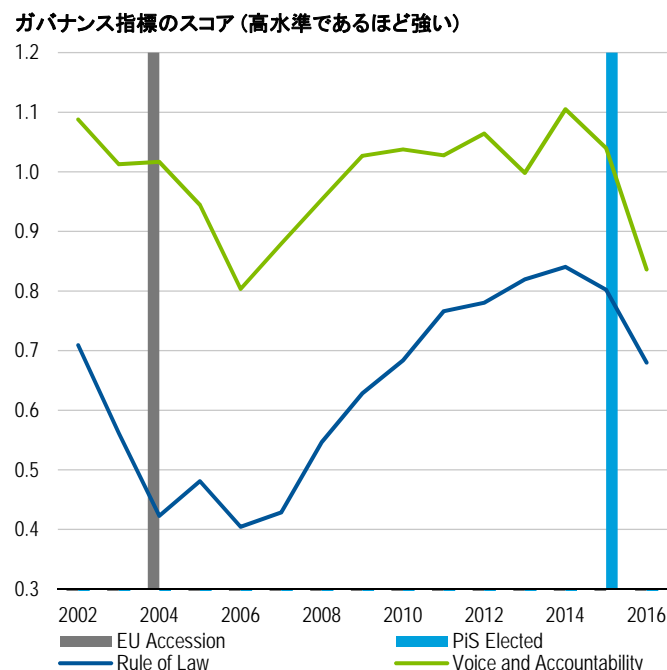
欧州委員会はポーランド政府が進める改革の一部が司法の独立性、三権分立、法的安定性を損なう可能性があるとの懸念を表明し、ポーランドに対する制裁手続きを開始しました。こうした懸念は、世界銀行のガバナンス指標によっても確認されており、法の支配、国民の声と説明責任の指標スコアが2016年に大幅に低下しました(図21参照)。

こうしたガバナンス評価の悪化は、EUにおけるポーランドの影響力低下につながるリスクがあります。ポーランドがこれまで、EUの中・東欧加盟国で最大の人口と経済規模を誇り、独仏などの協議で影響力を有してきたことを考慮すると、このガバナンス評価の悪化は深刻な問題といえます。すでに経済的な影響も出ています。ポーランド政府指導者は、EUとの意見の相違と法律的な緊張によって2021~2027年のEU予算サイクルでの交渉が困難となり、結果的にEU基金から同国が受け取る財政支援が減少する可能性があるという点を認識しました。緊張に加え、ポピュリスト政策の拡大と法の安定性が悪化するリスクも投資家の不安を増大させ、海外からの投資フローに悪影響を与える可能性があります。

こうした環境悪化は、好ましくない人口動態の変化に今後直面します。ポーランドは世界でもトップクラスのペースで高齢化が進んでおり、出生率は1.32となっています<sup>14</sup>。経済協力開発機構(OECD)の推定によると、同国の労働人口は、2050年までに29%と欧州で最大の減少が予想されます(図22参照)。

## ここ数年、ポーランドの制度の強さは後退

図 21: ポーランド: 制度の強さに関する指標  
2002~2016年



出所: 世界銀行、ガバナンス指標

13. 出所: 欧州委員会

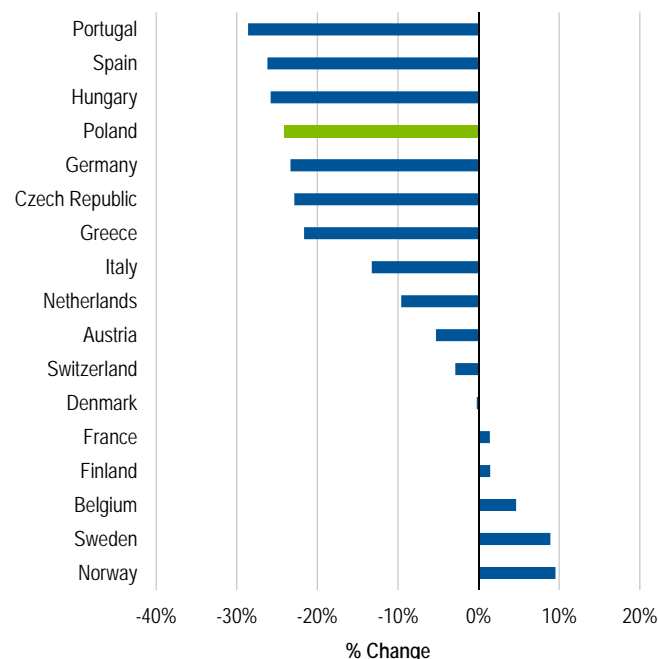
14. 出所: 世界銀行、2015年

高齢化に加え、OECDの平均を3%近く下回る低水準の女性の労働参加率も状況悪化に繋がっています(図23参照)。ポーランドは過去10年間にOECD平均との乖離を大幅に縮小してきましたが、改善は停滞しており、最近の政策の一部は逆効果をもたらす可能性があります。500+計画が女性の労働参加率に短期的な悪影響を及ぼす可能性があるという専門家の意見もあります。これは、政府の児童手当によって、地方を中心に女性の労働意欲が低下する可能性があるからです。PiSの反移民スタンスも、労働人口の減少ペースが改善するという見通しの後退に繋がる恐れがあります。

これまでのところ、ESG要因の悪化はポーランド経済に重大な影響を及ぼしているようには見えません。2016年以降、ポーランドの主要貿易相手国を含めたユーロ圏全般の堅調な成長が、同国政府の不十分な経済政策と同国の構造的な弱点を補ってきました。しかし、同国の20年近く続いた経済成長に寄与してきた要因が損なわれているという状況はESGスコアの低下に反映されており、今後世界経済の情勢が下支えとならなくなった場合、ポーランドの中長期的な潜在成長力を見直す必要があります。

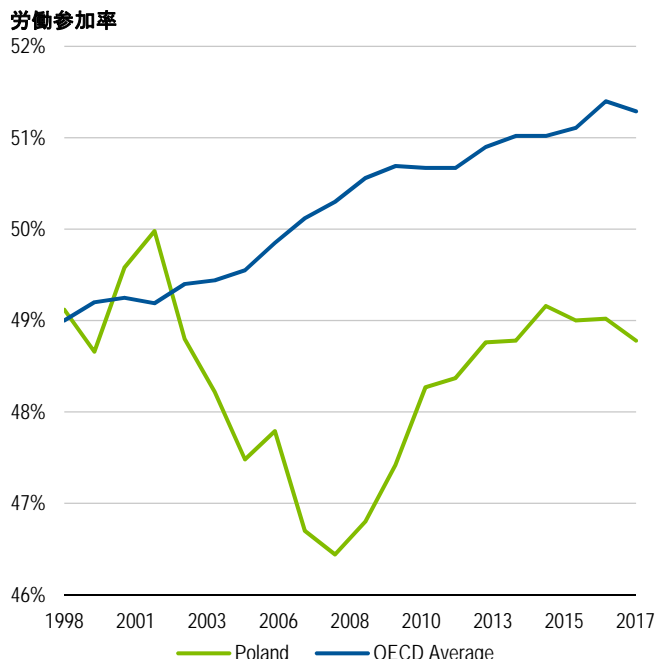
## ポーランドは厳しい人口トレンドに直面

図 22: ポーランド: 労働人口  
2016~2050年(予想)(増減%)



出所: OECD.

図 23: ポーランド: 女性の労働参加率  
1998~2017年



出所: 世界銀行

## 3.5 ベネズエラ: 状況悪化の可能性

図24のように、ベネズエラのESGスコアはサンプル中、最下位となっています。これは、ESG要因の低迷がマクロ経済の危機にいかんして繋がるか、という好例といえます。グローバルな指標と我々の分析双方において、ガバナンスの全てのサブカテゴリーで同国のスコアはゼロとなっています。また、社会要因はインフラ、人的資本、人口といったサブカテゴリーは相対的に高スコアであったため、合計ではゼロを上回る水準を維持していますが、きわめて弱い水準となりました。それでも、ベネズエラのTGM-ESGIスコアは、緩やかなペースでのさらなる悪化が予想されます。

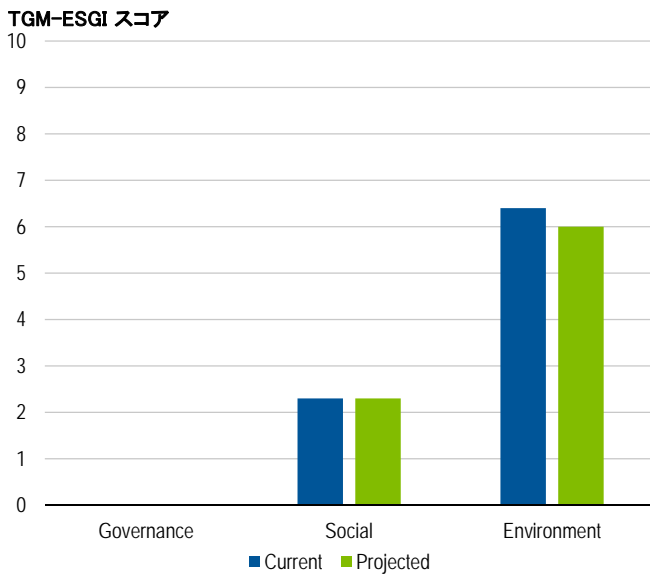
ベネズエラは1990年代後半からチャベス主義の影響下にあります。これはチャベス前大統領にちなんだ名称ですが、前大統領はサウジアラビアをものぐ同国の莫大な原油埋蔵量を活用して社会福祉制度と補助金の原資を捻出し、自身の権力を維持しました。前大統領は、2000年代の原油価格急騰で得た資金を利用して、住宅から医療、識字率の上昇と貧困の減少に向けた政策を実行しました。ただ、同国経済は典型的な「オランダ病」<sup>15</sup>に陥り、石油生産によって得られた資金に過度に依存する状況となりました。

15. 経済的な概念としての「オランダ病」は、1つの業種の経済活動向上が別のセクターの下落を引き起こすことを意味します。

## ベネズエラのESGスコアはサンプル中最下位

図 24: ベネズエラ: 現状と将来の予想 (TGM-ESGI)

2018年2月現在



出所: TGM-ESGI。中期予想は向こう3年間の予想を意味します。

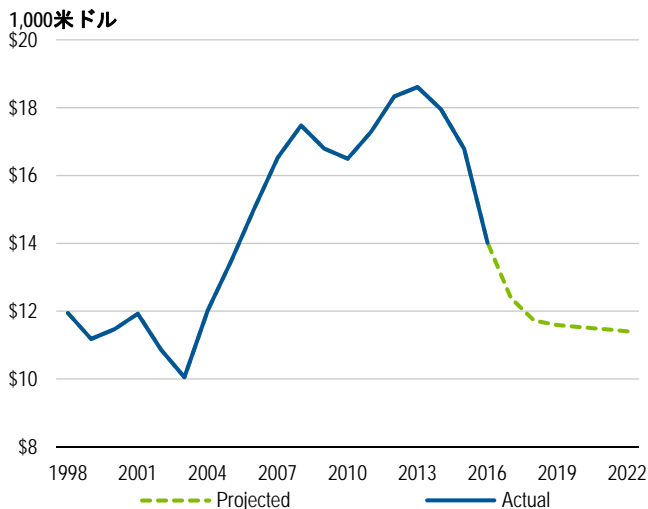
補助金制度が供給不足を引き起こし、民間企業に対する厳重な管理が海外だけでなく国内の投資減少につながりました。2013年のチャベス前大統領死去と2014年の原油価格下落によって問題はさらに悪化しました。

後継者となったマドゥロ大統領は、前大統領のようなカリスマ性も国民からの忠誠心も持ち合わせていませんが、チャベス時代からほぼ半値近くとなってもなお原油を通じての支配を続けました。もはや政府には社会の安定性を保つに足る資金はなく、結果的に生じた経済危機によって同国は混乱に陥っています。

## ベネズエラ: 生活環境は急速に悪化

図 26: ベネズエラ: 国民1人当たりGDP、購買力平価に基づく

1998~2016年、2022年12月までは予想

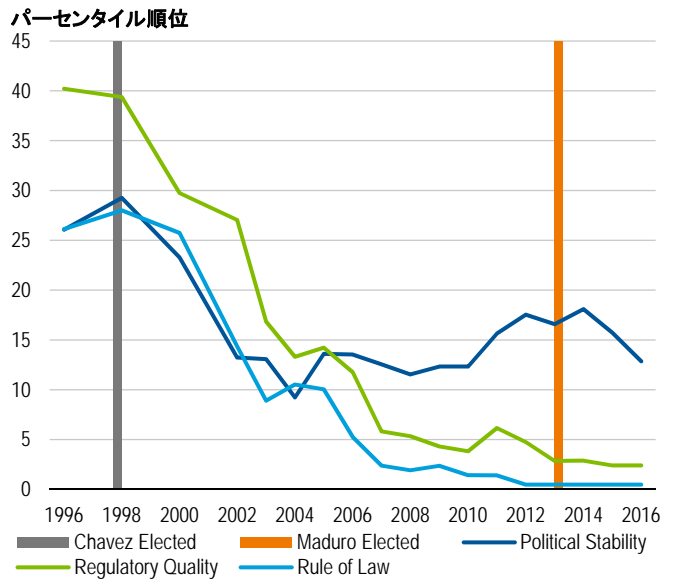


出所: IMF

## チャベス時代からガバナンスの質は低迷

図 25: ベネズエラ: 世界銀行のガバナンス指標のランキング

1996~2016年



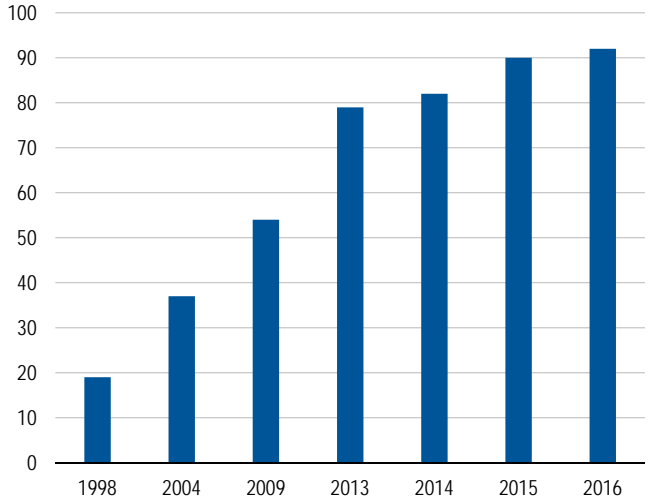
出所: 世界銀行

政府はインフレデータの公表を中止しましたが、野党は2017年1~9月期に前年同期比600%近く物価が上昇していると主張しており、IMFは2018年の同国のインフレ率が2,000%を上回ると予想しています。ここ数年、同国が食料品から医薬品に至るまで深刻な物資不足に陥るにつれて、国民1人当たりのGDPは大幅に縮小しました。犯罪率は急上昇しており(図27参照)、また、一度は根絶されたジフテリアなどの疾病がワクチン不足によって再発しています。

図 27: ベネズエラ: 国民10万人当たりの殺人発生率

1998~2016年

殺人発生率

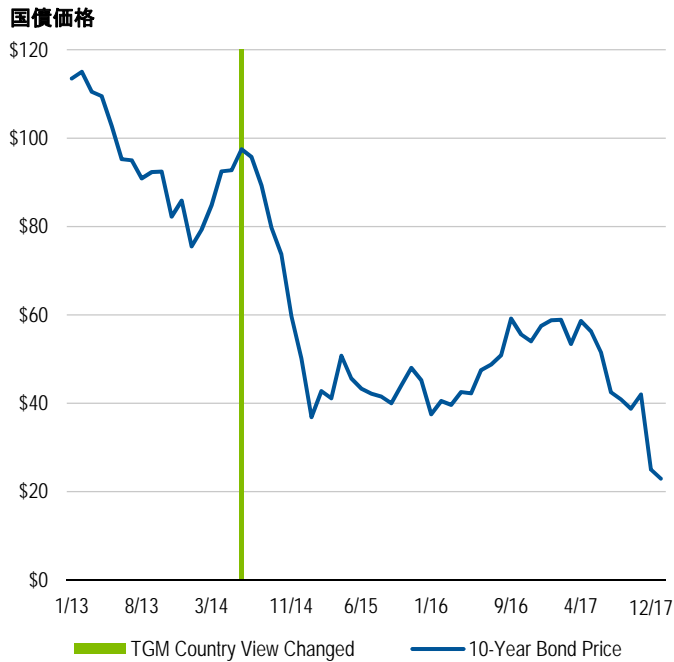


出所: Venezuelan Observatory of Violence.

## ベネズエラの資産価格は崩壊

図 28: ベネズエラ: 10年国債の価格

2013年1月～2017年12月



出所: Bloomberg.

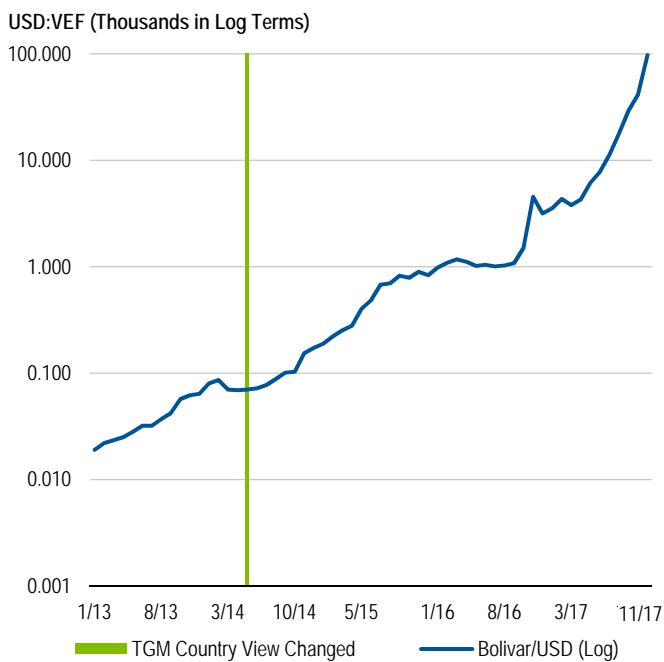
政府は支配を維持するために厳しい独裁的な措置を講じ、国民の反感と国際社会の批判に直面しました。大規模な暴動に対しては、政府は軍に支援と管理を委ねました。軍幹部は食料品配給の管理権限を付与され、生活必需品を国民に販売することで多大な利益をあげる機会を得ました。またマドゥロ大統領は野党が大半を占める議会から立法権を剥奪し、新たに設置した制憲議会に付与しました。また、2018年の大統領選挙において、野党からの出馬を禁止しました。食料、水、医薬品など生活必需品が手に入らない状態では国民の不満が解消することはなく、一方政府も今のところ態度を軟化させる兆候はみられません。このように、現状同国の危機解消に関する展望がほとんどみられないことから、当面現在の厳しい状況が続く見通しです。

ベネズエラ国民にとって非常に深刻な状況となっていますが、同時にこれは海外投資家に対する警告ともいえます。このような最悪の政治及び社会環境の中では、持続的な経済成長の進展は不可能といえます。

金融市場においても劇的な変化がみられます。図28は過去2年半に同国の国債価格が75%程度下落したことを示しています。また図29は通貨ボリバルの公式レートが1米ドル=9ボリバルであるのに対し、ブラックマーケットでは12万4,190ボリバルに達したことを示しています。発行済み国債残高が600億米ドルであるのに対し、外貨準備高は100億米ドルを下回る水準まで減少しています（図30参照）。

図 29: ベネズエラ: ブラックマーケットの米ドル・ボリバルレート

2013年1月～2017年11月



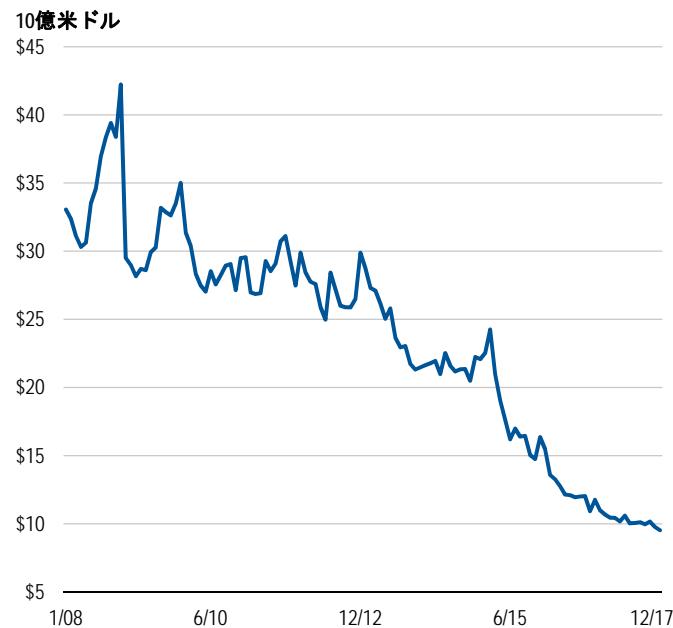
出所: DolarToday.

ベネズエラの状況は、ソブリン債投資家が資産配分を行う際にESG基準を考慮しなければならないという貴重な教訓と考えます。つまり、ESG指標の低下は経済の悪化及び最終的な資産価格下落に繋がるケースが多いといえます。

## ベネズエラの外貨準備高は対外債務をカバーするには不十分な水準まで減少

図 30: ベネズエラ: 外貨準備高

2008年1月～2017年12月



出所: ベネズエラ中央銀行

16. 出所: DolarToday、2017年12月19日付

### 3.6 日本: 環境要因の重要性

2011年に発生した東日本大震災は、近代史において最大規模の自然災害の1つとなりました。地震による津波によって、東京電力の福島第一原子力発電所で炉心溶融(メルトダウン)が起こり、いわゆる「三重災害」をもたらしました。死者、行方不明者はいずれも莫大な数に上り、経済に対しても多大な打撃を与えました。被害が最も大きかった4県は日本のGDPの約6.2%を占めており<sup>17</sup>、アジアにおける幅広いサプライチェーンが電力不足による計画停電の影響を受けました。

この震災によって、重大かつ長期に亘って影響を受けたのは、日本のエネルギー消費でした。資源が乏しい日本は、エネルギー自給を目指し、20世紀半ばに原子力発電の開発に着手し、1970年代には原子力エネルギーを戦略的な優先事項としました。

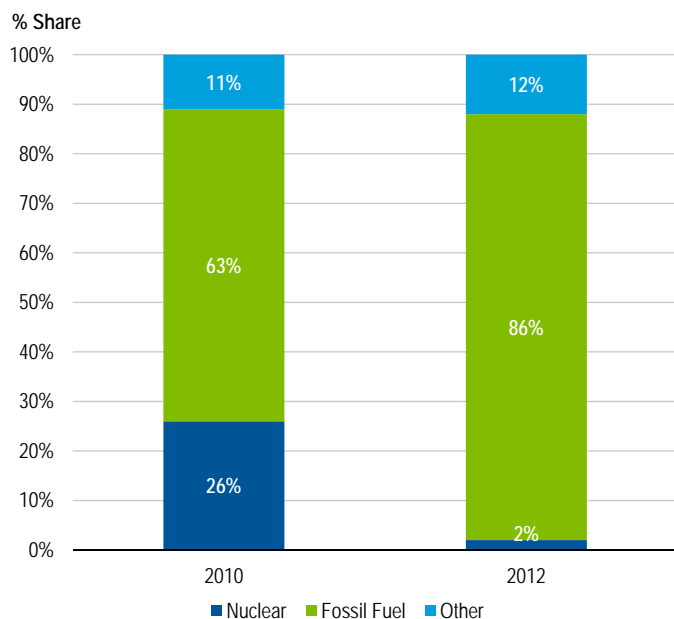
日本の総発電量に占める原子力の比率は、震災前の2010年に約25%に達しており、最終的には40%に引き上げるという計画でした。日本は地理的に地震など自然災害にさらされるリスクが高いにもかかわらず、その計画は継続されました。

福島第一原発のメルトダウンと結果的に生じた放射能リスクが原子力発電に関する世論を一変させ、事故後、すべての原発で運転が停止されました。その結果、それまでの原子力発電を代替するために燃料輸入が急増しました。2012年には総発電量に占める化石燃料による発電のシェアが23%増加する一方で、原子力発電は2%に低下しました(図31参照)。当時の円安と最高値水準にあったコモディティ価格の影響で燃料輸入増加に伴う貿易赤字が大きく膨らみ、日本の経常黒字は対GDP比で1%超縮小しました(図32参照)。

### エネルギーの輸入が経常赤字の増加に

図 31: 日本: エネルギー別発電構成比

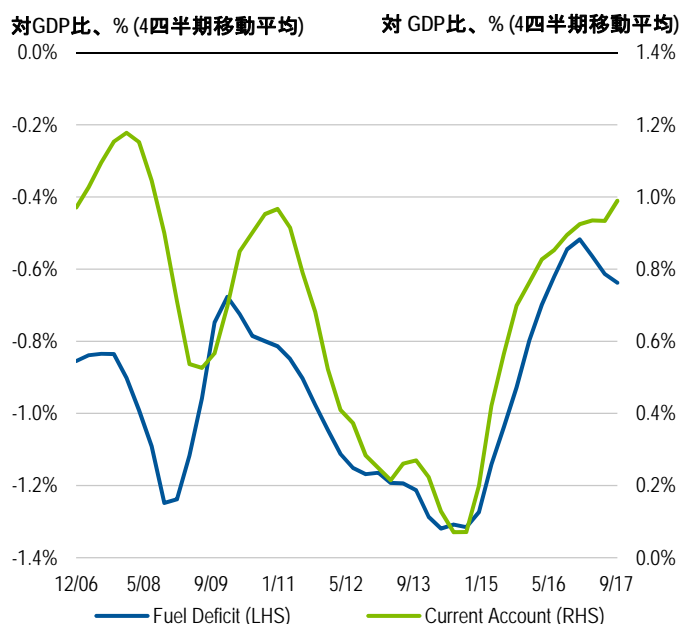
2010年、2012年



出所: 米エネルギー省

図 32: 日本: 経常収支 vs. 燃料輸入による貿易赤字

2006年第1四半期～2017年第3四半期



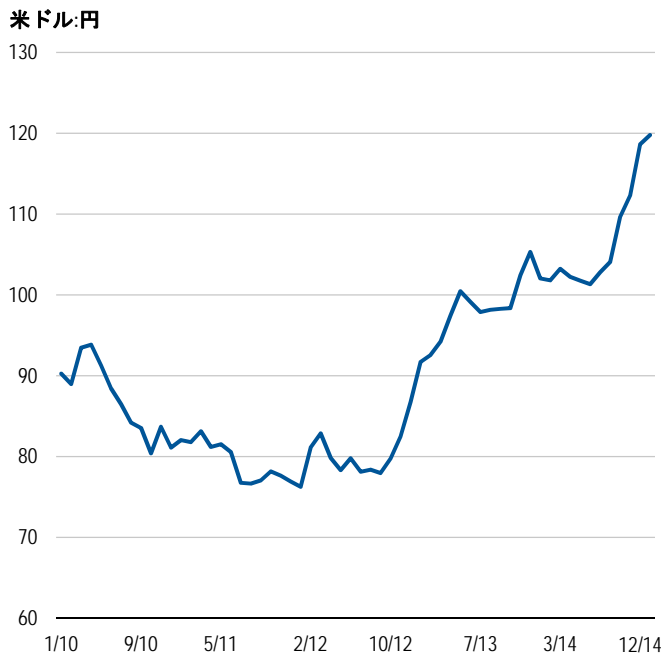
出所: 財務省、日銀

17. 出所: 日本統計年鑑、2011年

## 円は対米ドルで上昇

図 33: 日本: 円のスポット相場

2010年1月～2014年12月



出所: Bloomberg

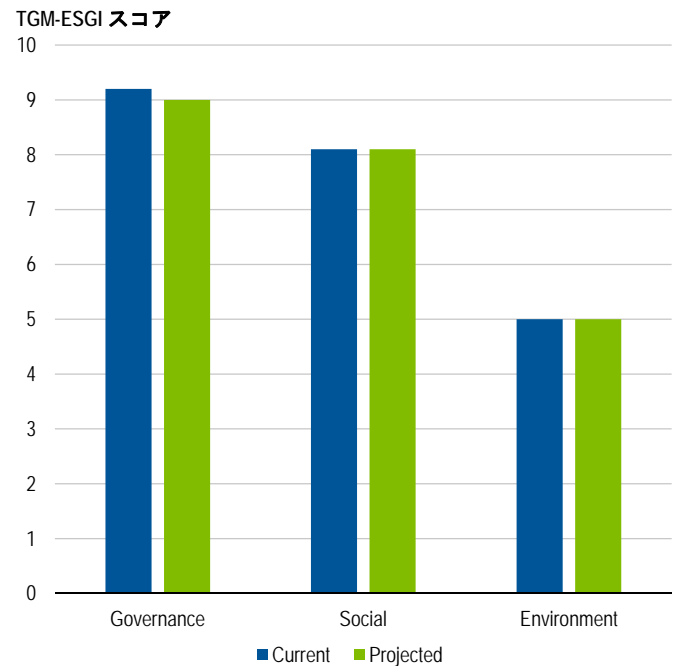
より短期的に影響がみられたのは通貨です(図33参照)。我々は、震災以前から、日米の予想経済成長の格差と、金融政策及び金利差に与える影響から円についての見解を有していましたが、震災によって確信を強めました。震災によって景気循環の谷が深くなり、個人消費は減速し、日米の成長格差がさらに拡大すると思えました。

しかし、震災による壊滅的な被害に比べて、経済全体に対する影響は懸念されていたよりも大幅に抑制されたものに留まりました。これは主に、日本の社会とガバナンス制度の強さによるもので、ESGスコア上の社会およびガバナンスの高スコアに反映されています(図34参照)。

## 日本のガバナンスと社会のスコアは高水準だが、環境に関しては相対的に低い

図 34: 日本: 現状と今後の予想 (TGM-ESGI)

2018年2月現在



出所: TGM-ESGI 中期予想は向こう3年間の予想を意味します。

メルトダウン後の迅速な避難から電力不足に対する効果的な対応に至るまで、日本の優れた行政機関と社会的結束が、巨大な自然災害以上に深刻な原発事故災害から国民を守りました。当時の管首相の辞任など震災後の重要な政治イベントも、同国のマクロ経済の道筋を変えるに至りませんでした。こうした日本での事象は、優れた社会基盤やガバナンス制度が、一国の置かれた環境や災害からの回復力に影響を及ぼし得る、ということの証左といえます。

# 結論

---

ESG要因は、債券投資において、経済パフォーマンスの行方を計る上での価値ある指標として認識され始めています。最近、投資の意思決定プロセスに何らかの形でESGを組み込むポートフォリオ・マネージャーや運用スペシャリストの数が増加しています。我々はかなり以前から、投資対象国の長期的な経済パフォーマンス、その延長線上にある国債等の価値を見通す際にESGが不可欠なツールであると認識してきました。これは、ESGの構成要素が我々の政治及び経済ファンダメンタルズ分析アプローチと一致するためです。

本紙では、我々の開発したTGM-ESGIに基づくESGに対する厳格なアプローチに関して説明しました。TGM-ESGIは、当チームのアナリストの見通しに沿って各国間の相互比較が可能となる総合的な指標となっています。また、TGM-ESGIはマクロ経済状況と相関が高く、本稿ケーススタディで述べたように、経済や資産価格の重要な変化に関する指標としても有効といえます。



# 別表

ガバナンス		
	出所	説明
実効性	世界銀行:ガバナンス指標、政府の実効性	行政サービスの質、政治的圧力からの独立度合い、政府による政策の質、実施への信頼度、コミットメントを測ります。具体的には、官僚の質、制度の有効性、医療、教育などの基本サービスの満足度に関する世論調査が含まれます。
ポリシー・ミックス	世界銀行:ガバナンス指標、規制の質	規制の質は政府が健全な政策を策定し、実施する能力を分析します。サブインデックスには、規制の負荷、不公正な競争慣行、一貫性のない税制などが含まれます。
腐敗	世界銀行:ガバナンス指標、腐敗抑制	腐敗抑制では、国・地方の両段階で官僚が個人的利益のために権力を行使する程度に注目します。このなかには、官僚間の汚職、国家捕獲、政府と市民の間の軽微な不正・腐敗を含みます。
制度面の強さ	世界銀行:ガバナンス指標、法の支配	社会の規則の順守の程度、契約履行の質を考慮します。裁判所や警察の強さなどが含まれます。
ビジネス環境	世界銀行:ビジネスのしやすさインデックス (Ease of doing business index)	企業に対する国の規制や制度の利便を捉えます。サブインデックスは、事業設立、電力事情、不動産登記、破綻処理などを含みます。
社会		
	出所	説明
社会的結束と安定	世界銀行:ガバナンス指標、政治的安定と暴力の不在	政治的動機に基づく暴力や社会の不安性の可能性に関する認識を測定します。検討対象には、民族間の緊張、暴力的な抗議行動、テロなどを含みます。
インフラ	世界銀行:物流パフォーマンス指標、インフラ	インフラは物流パフォーマンス指標のサブインデックスで、運輸、貿易関連を中心としたインフラの質を測定します。
人的資本	世界経済フォーラム:人的資本レポート	正規の学校教育に対する投資、仕事を通じてのスキルの蓄積、当該スキルの幅と深さを焦点に国の労働者のスキルを分析します。
労働力	ヘリテージ財団:経済自由度指数の労働の自由度、世界銀行:ジニ係数(最新)	労働の自由度は最低賃金、解雇要件、雇用や労働時間に関する制限など国の労働市場に関する規制の枠組みを捉えます。ジニ係数は国民のなかでの富の分配を測定します。
人口動態	世界銀行:若年失業率、労働力人口の伸び	若年失業率は労働力に含まれるものの、失業中の若者の数を測定します。労働力人口の伸びでは、労働力人口の規模または15歳以上で就業中か求職中の労働者数の増減に注目します。
環境		
	出所	説明
持続不可能な慣行	エール大学:環境パフォーマンス指数	環境の健全性と生態系の活力を測定します。大気の質、環境衛生、種の保護、炭素強度のトレンドなどを検討します。
異常気象のリスク	国連大学環境・人間の安全保障研究所:世界リスク報告書	発生リスク、インフラの脆弱性、緊急対応や早期警報システムを通じての準備など自然災害に対する各国のリスクを捉えます。
資源の不足	世界エネルギー会議:エネルギー供給セキュリティ、エコノミスト・インテリジェンス・ユニット:世界食糧安全保障指数、世界資源研究所:水ストレス	エネルギー、食料、水という最も一般的な3つの資源の組み合わせを用いています。エネルギー・セキュリティでは、国内外のソースからのエネルギー供給の効果的な管理、プロバイダーの需要対応能力を測定します。食料安全保障では、食料の価格、入手の可否、質を分析します。水ストレスは供給量全体に対する使用量の比率を測定します。

## 重要事項

当資料は2018年2月8日時点の著者の分析および意見を反映したもので、フランクリン・templton・インベストメンツの別のポートフォリオ・マネージャー、運用チームまたはプラットフォームの意見とは異なる可能性があります。当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を構成するものではありません。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。

当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン・templton・インベストメンツ(「FTI」)は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。FTIは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠に関しては、利用者が裁量で行ってください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能なわけではなく、米国以外では、他のFTI関連会社および/または現地法および規則が承認するその販売会社によって提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、専門家の助言を受けることをお勧めします。

### < 当資料のお取扱いにおけるご注意 >

- 当資料はフランクリン テンプレトン インベストメンツ(フランクリン・テンプレトン・リソースズ・インクとその傘下の関連会社を含みます。)が作成したものを、フランクリン・テンプレトン・インベストメンツ株式会社が抜粋・翻訳した資料であり、特定のファンドの勧誘を目的とするものではありません。
- フランクリン・テンプレトン・インベストメンツ株式会社が設定・運用する投資信託は、国内外の株式や債券など値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額が変動し、投資元本を割り込むことがあります。従って、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益はすべて投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金とは異なります。また、投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、各ファンドの最新の投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。
- 当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に記載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
- 当資料にかかわる著作権その他の一切の権利は引用部分を除き当社に帰属します。当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。

### フランクリン・テンプレトン・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第391号

加入協会／ 一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

図5、9、12、18、19、22、24、26、34については、いかなる推定または予想が実現する保証はありません。

データ出所に関する詳しい情報については [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com) を参照下さい。