

グローバルマクロ見通し

## ESG要因が主導するポストコロナ時代

“2021年のカレンダーをめぐる時期になり、この1年間の経済ショックが序章に過ぎなかったということになる可能性も出てきています。世界がポストコロナの時代に移行する中、我々は多くの地域の先行きについて前向きな見方をしています。しかし、目先のリスクが大きいことに変わりはありません。”

**Dr.マイケル・ハッセンスタブ**

テンプレトン・グローバル・マクロ・グループ

最高投資責任者(CIO)

ポートフォリオ・マネージャー

エグゼクティブ・バイス・プレジデント

一見すると、2021年は2020年ほど悪い年にはならないように思えます。我々は80年ぶりの経済危機と100年ぶりの世界的なパンデミックに耐えてきましたが、世界中で生命と生活が甚大なダメージを受けました。国際通貨基金(IMF)は、世界経済の2020年の成長率について最終的に4.4%縮小すると予想しています<sup>1</sup>。2021年のカレンダーをめぐる時期になり、この1年間の経済ショックが序章に過ぎなかったということになる可能性も出てきています。IMFは、世界経済の成長率は2020年の底から持ち直すことで2021年は5.2%増加すると予想しています<sup>2</sup>。ワクチン開発で有望な治験結果が示されたことから、2021年春までにワクチンが一般に行き渡り、新型コロナウイルスのパンデミックは来年後半には収束する可能性があるというシナリオが浮上しています。年の瀬が迫り、より良き時代に戻れるという楽観ムードに沸き返っています。

しかし、足元のパンデミックの状況は極めて厳しい現実を映し出しています。2020年も残すところあと数ヶ月となったところで感染第2波が欧米で急速に広がり、一部の地域は行動制限やロックダウンを再導入せざるを得なくなりました。今年の残り数ヶ月間と来年第1四半期はコロナ禍の極めて深刻な事態に見舞われる可能性が高くなっています。一般的な治療方法がまだ見つからない中、毎月の行動制限と経済活動の停滞により経済的困窮は今後引き続き深刻化するとみられます。破綻の瀬戸際にある多くの人々や企業にとっては早急な対応が必要です。毎日のように収入が減り、ダメージが長期化する恐れがあります。残念ながら、状況は最終的に改善するとしても、目先の悪化する可能性が高くなっています。

### 浮上する投資機会

投資の観点からすると、2021年の下半期をめぐる楽観ムードは目先の深刻なリスクへの警戒感によってバランスを取る必要があるとみえています。新型コロナウイルスのパンデミックは様々な分野の経済活動を破壊し続けており、多くの金融資産に多大なリスクをもたらしています。経済活動が本格的に回復するまで広範なデフレーションの影響は続く見通しです。我々はリスク資産については秋と冬に新型コロナウイルスの感染第2波が訪れることを見越して慎重なアプローチを維持してきました。

しかし、長期的な投資機会がいくつか表れ始めています。国によってマクロ・ファンダメンタルズの大きな差やウイルス感染拡大への対応力の違いが見られることから、魅力ある投資機会が訪れる時期は異なると予想しています。新型コロナウイルスの感染者数は冬場にピークに達する公算が大きく、2021年の晩春や夏にはワクチン治療によりパンデミックは収束する可能性があります。ワクチン治療のタイミングや有効性が来年の経済活動や金融資産のバリュエーションを左右する重要な要因になると考えます。

### 財政赤字と多額の負債が長期的なリスク

また、2021年以降の景気の行く末を見通すことも重要です。景気回復局面の成長率が2022年以降も勢いを維持する可能性は低くなっています。IMFの予測によると、世界の国内総生産(GDP)成長率は2022年から2025年の間におよそ3.8%に鈍化し、先進国の成長率は平均2.2%、新興国・発展途上国の成長率は同4.9%が見込まれています<sup>3</sup>。経済対策の効果はいずれ剥落します。コロナ禍以前からすでに多額の負債を抱えていた政府は、限られた財政余力と財政赤字の拡大という制約下で対応を迫られているからです。政府債務は対GDP比でほぼどの国でも大きく膨らんでいます。現代金融理論やマネタイゼーション(政府債務の貨幣化)などの非伝統的政策は今後数年間にわたり政治的関心を一段と集める公算が大きく、無謀な政府による構造的なダメージのリスクは高まっています。次の10年間は国内的にも地政学的にもガバナンス要因の質によって左右される度合いが強まるとみられます。

米国では、政府債務は今後10年間でGDPの100%を上回ると予想され、財政赤字も2030年にはGDPの5%を上回る勢いです<sup>4</sup>。金融政策は当面緩和路線を継続すると予想され、米連邦準備理事会（FRB）は2023年まで金利をゼロ近辺に据え置く方針を示すとともに、金融市場に資金を無制限に供給し続けています。また、FRBはインフレ率が数四半期目標を下回る状況が続いた場合に、その後景気が過熱してもそれを容認する構えを見せています。米国の短期国債利回りは目先は金融緩和政策によって低水準に抑えられる可能性が高いものの、財政赤字の拡大、多額の政府債務、インフレ期待の高まりから期間プレミアムはいずれ押し上げられると考えられます。

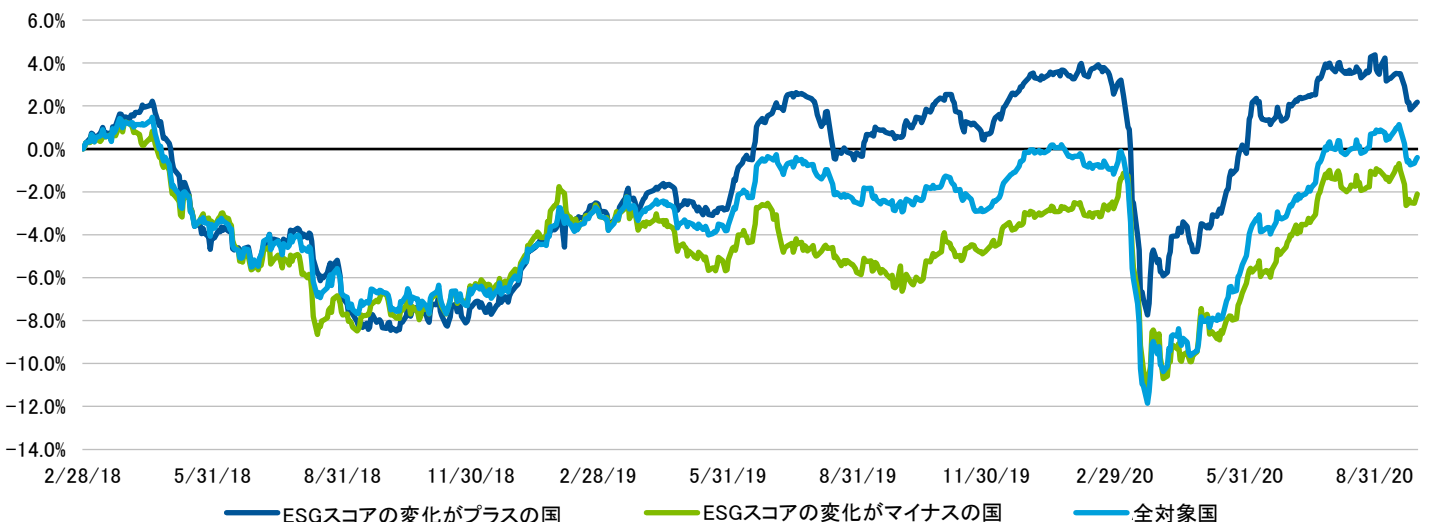
## 高止まりする地政学的リスク

足元のコロナ禍の混乱に拍車をかけているのが以前から存在した不安定な世界情勢です。地政学的緊張の高まり、ナショナリズムの台頭、政治的二極化により、それぞれの国が大義名分を見つけて国内外の共通課題の解決に協力して取り組むのは難しい状況です。また、新型コロナウイルス感染拡大に乗じて、多くの政府が通常であれば反対されるような行き過ぎた政策を実行してきました。一部の政権は今回のパンデミックを大義名分に利用して独裁的な支配に一段と傾いています。

また、以前から存在していた反グローバル化の流れも加速しており、各国は国内問題を優先する内向き志向を一段と強めています。近年は主要国間で貿易面のつながりも希薄化しています。国内生産や地域内のサプライチェーンへの構造シフトも、今後数年間にわたり世界経済や金融市場に大きな影響を及ぼすとみられます。

## ESGスコアの変化がプラスの国とマイナスの国の累積トータルリターン

2018年2月から2020年9月



出所: テンプルトン・グローバル・マクロ・グループ。我々はESG調査による運用成果を定量化するために、調査結果を国債のルールに基づいた指数の中でモデル化し、ESG要因を他のマクロ、バリュエーション、リスクの各要因とは切り離しています。この指数の構築では、主要債券指数の構築で用いられているのと同様の手法を使っています。まず第1に、現地通貨建て国債について債券全体のユニバースをフィルターにかけ、次にいくつかの排除ルールを使って様々な発行体の中で整合性がある特定の種類の債券とデュレーションの範囲をひとつくりにします。この結果選ばれた一連の債券をテンブルトン・グローバル・マクロ・ESG指数(TGM-ESGI)のスコアと組み合わせることにより、TGM-ESGIのスコアが改善している国を対象に均等ウエイトでポートフォリオを構築します。これによりESGの調査結果をポートフォリオに公平に反映させることができると考えます。上記の図表は「ESGスコアの変化がプラス」の国のリターンを「ESGスコアの変化がマイナス」の国及び全対象国と比較しています。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆もしくは保証するものではありません。

後掲の「当資料のお取扱いにおけるご注意」を必ずご覧下さい。  
Copyright ©2020 Franklin Templeton. All Rights Reserved.

## ESG要因が主導するポストコロナ時代

環境・社会・ガバナンス(ESG)要因がポストコロナの世界の再建に主要な役割を果たすとみられます。社会的結束や適切なガバナンスも一国の危機後の景気回復を加速させる力になる可能性があり、それがなければ、景気回復に支障を来す可能性があります。残念ながら、一部の新興国では足元のパンデミックによりESG要因の弱さによる影響が露呈しています。脆弱な医療制度やインフラ整備の遅れから公衆衛生危機への備えが足りなかった国や、財政不均衡、多額の債務、高い対外依存度により経済危機への備えが足りなかった国は、大きなダメージに苦しんでいます。これに対し、強靱な制度を持ち、債務が少なく、経済の多様化が進むなど危機前からファンダメンタルズに優れた国は概ね良好です。

なお多くの国で所得不均衡の拡大が経済的安定を揺るがし、社会的不協和音を強めかねない重要な課題となっています。今回のパンデミックに伴う経済へのダメージと失業者の増加により以前から存在していた構造問題は深刻化するばかりです。今後数年間にわたりこうした試練にうまく対応できる国では経済基盤が強化される可能性があります。こうした状況を放置する国は一段と不安定になる恐れがあります。我々はESGは今後数年間にわたり世界の債券市場を左右する重要な要因になると予想しています。ESG要因の改善が見込まれる国は有力な投資機会を提供する機会が多いと考えます。

## 来年を見据え、戦術的に臨機応変に対応

世界がポストコロナの時代に移行する中、我々は多くの地域の先行きについて前向きな見方をしています。しかし、目先のリスクが大きいことには変わりはありません。新型コロナウイルスの急激な感染拡大を抑え込むために向こう数ヵ月間で局地的なロックダウンや行動制限が引き続き必要になる可能性は高くなっています。ワクチンが幅広く手に入るようになるまで今後も行動制限がウイルス感染を抑制する最も効果的な方法になるとみられます。それまでは所得減と総需要へのダメージが引き続きマクロ経済に悪影響を及ぼすと考えます。我々は足元で悪化するコロナ禍では安全資産とされる資産は有効であるものの、医療の進歩によりウイルスを徐々に打ち負かすことができれば、その重要性はいずれ薄れると予想しています。今後も、我々は特定の現地通貨建て市場について引き続き目先のリスクを管理しながら戦術的に臨機応変に対応する姿勢を変えていません。来年、そして新型コロナウイルスの終息の可能性に関しても楽観的な見方を維持しています。

### 注釈

1. 出所: 国際通貨基金、世界経済見通し、2020年10月。いかなる予想、推定、予測も実現する保証はありません。
2. 同上
3. 同上
4. 出所: 議会予算局、*An Update to the Budget Outlook: 2020 to 2030*、2020年9月2日

## リスクについて

すべての投資はリスクを伴い、元本を割り込む可能性もあります。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下落した場合、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。外国証券への投資は、政治・経済情勢の変動、取引慣行、情報の入手可能性、流動性、為替レートの変動、政策などに係るリスクを含む特別なリスクを伴います。ソブリン債への投資には様々なリスクが伴いますが、通常債券や外国証券に伴うリスクに加えて、政府機関がソブリン債の元利金の支払遅延および不能に陥るリスクなども伴います。新興国市場への投資には、通常外国証券への投資に係る全てのリスクが伴う他、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。

## 重要事項

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、税務上の助言を行う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(「FT」)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。FT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ついては、利用者ご自身でご判断ください。

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FT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。

詳細につきましては[www.franklinresources.com](http://www.franklinresources.com)をご覧ください。

## <当資料のお取扱いにおけるご注意>

- 当資料は、情報提供を目的として、フランクリン・templton(フランクリン・templton・リソース・インクとその傘下の関連会社を含みます。)の資料をもとに、フランクリン・templton・インベストメンツ株式会社が翻訳した資料であり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券(外貨建資産には為替リスクもあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本は保証されているものではありません。
- 投資信託は預貯金ではありません。したがって、元本は保証されておらず、投資した資産の減少を含むリスクがあることをご理解の上、お申込み下さい。
- 投資信託は預金等や保険契約と異なり、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関を通じてご購入頂いた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- 当資料は各種の信頼できると考えられる情報源を元に作成されていますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料中、記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また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・templton・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

