



FRANKLIN
TEMPLETON

テンプルトン・ グローバル・マクロ・ ESG指数 (更新版)

2020年10月

テンプルトン・グローバル・マクロ・ビュー

概要

テンプレートン・グローバル・マクロ・グループ (TGM) は、2018年2月にソブリン債投資における環境・社会・ガバナンス (ESG) 要因に関する独自のレポートを発表しました。グローバル・マクロ・シフト第9号 (GMS-9) ではESG投資の新たな手法について考察し、ESGの現状レベルを評価するだけでなく、投資機会はもちろん、回避すべきリスクも明らかにしうるESGスコアの変化の予測にも焦点を当てています。TGMでは数十年も前からマクロ経済に対するガバナンスや社会要因の影響について同様の調査を実施してきました。しかし、2018年のレポートでは、そこで得た知見を初めてESGスコアリング・システムに公に体系化しました。

TGMでは2018年初めのGMS-9の発行以来、半年ごとにESGの調査とスコアの更新版を発表しています。更新版では具体的には国別の現状スコアと予想スコア、一連の簡単なケーススタディを掲載しています。TGMの哲学とスコアリングのプロセスも概観し、ESG手法の改良点があれば、その点についても検討しています。今回の2020年10月号では57カ国のESGスコアを更新し、インドネシア、ブラジル、ナイジェリア、ベネズエラ、ハンガリー、ポーランドの簡単なケーススタディを載せています。また、今回はESGスコアへの新型コロナウイルスの影響について解説するとともに、過去のESG予想の正確性についても遡及評価しています。最後に、ESGスコアのトレンドの方向性と実際の運用成果の時系列的な相関関係についても検討しています。

TGMのESGに関する哲学と調査プロセスの概要

- 1. 統合:** ESG分析は、国ごとのマクロ経済のコアな視点の形成に役立つ従来の経済分析や政策当局への個別訪問など他の調査項目と完全な形で統合することによって最も効果を発揮します。ESG要因は成長率やインフレ率などの経済問題の分析に組み込まれています。
- 2. 先見性:** 将来予想のデータに重点が置かれています。所得水準と強い相関関係があるESGの現状スコアより、スコアの本質、すなわち、スコアの変化のほうが運用成績や最大の効果をもたらす資産配分にとって重要な指標になると考えています。
- 3. テールに注目:** ESG分析は投資機会を特定し、リスク分野を明らかにする重要なツールになります。TGMではESGスコアの改善・悪化の大きな変化を示す「テール」(改善幅・悪化幅が非常に大きな国)に最も注目しています。
- 4. 対象期間:** ESG分析の効果を得るには、投資家は十分に長期的な視点を持たなければなりません。ESG要因は各国の長期的なファンダメンタルズの指針となりますが、長期トレンドは短期的には景気循環や一時的な要因の陰に隠れてしまう場合があります。ESG投資で成功するにはESG分析の視点に確信を持ち、それが実現するまで辛抱強く見守ることが必要です。
- 5. エンゲージメント:** 投資家として各国の長期的なファンダメンタルズを重視しているからこそ経済のベストプラクティスに関する議論に関心を持つ政策当局と対話の糸口をつかむことができます。こうした対話は、我々のESG要因の評価の取り組みや、民間の市場の見方に関心を持つ政府当局にとって重要な要素になります。

ESG手法

TGM-ESGIは一国のマクロ経済にとって重要と判断される合計14のサブカテゴリーで構成されます。2020年2月に、当初の13サブカテゴリー（GMS-9を参照）に健康安全保障のサブカテゴリーを追加しました。14サブカテゴリー（ガバナンス要因5、社会要因6、環境要因3）はESG基準の中核分野を多くカバーしており、その範囲はガバナンスの効率性、制度面の強さ、社会的結

束、インフラの質、リソースの希少性、環境の持続可能性などのテーマに及びます。

有力調査機関がそれぞれの分野で一連のグローバル指標を作成しており、それらのデータに基づく基準ランキングを活用しながら、各国の14サブカテゴリーを0-100の間でスコア化します。次に14サブカテゴリーのスコアを環境・社会・ガバナンスのカテゴリーごとにまとめ、3つのカテゴリーを

加重平均する（ガバナンス33%、社会33%、環境33%）ことによりESGの全体スコアを算出します。そして現状スコアに将来を予測する独自調査を加味することにより、今後2、3年間で各国の各サブカテゴリーが改善するのか悪化するのかを予想します。こうして各国のESGの予想スコアが導かれるのがTGMのESG投資手法の際立った特徴になります。

ESGスコアへの新型コロナウイルスの影響

今年初めに新型コロナウイルスが世界各地で発生し、国によって逆境への対応に違いが表れ、投資決定プロセスにおけるESG要因の重要な役割が浮き彫りになりました。昨年後半と今年初めの2つの更新版ではESGスコアに改善が見られる国は減少傾向にありました。パンデミックによる悪影響は2020年を通して続いていることから、ESG要因が改善している国はさらに限られています。短期的にはESG要因の改善国の減少により格好の投資機会は減少する可能性があることから、我々はすでにESGスコアが高い国（通常はリスク回避局面で安全資産とされる優良国）に重点的にシフトしています。

大まかに言えば、パンデミックの影響を受けていない国はありません。その影響は最新のESGスコアに暗い影を落としています。特に財政・金融政策の悪化という形で数多くの国のガバナンスに悪影響を及ぼしています。米国が典型例ですが、財政赤字が拡大している欧州や中央銀行が非伝統的な金融政策を追求している一部の新興国市場もそうです。社会面では、オーストラリアなど通常であれば開放的な国で渡航制限と移民規制により人口動態に悪影響が表れる可能性があります。米国では、雇用主頼みの医療保険制度への依存により、失業者の増加を受けて何百万人もの人々

がリスクにさらされています。一方で、環境面ではそれを打ち消すような光明が見られる可能性があります。強制的なロックダウン、飛行機旅行の減少、工業生産の停滞により大気汚染が減少しているからです。今回のパンデミックはESG、そして今後訪れる世界に多面的な影響を及ぼしています。

2020年4月の更新版では健康安全保障を社会要因に追加したことを説明しました。これによりガバナンスの質とインフラの観点から公衆衛生危機への一国の対応力をより効果的に評価できるようになりました。公衆衛生要因はTGM-ESGIの人的資源のサブカテゴリー（原指数は平均寿命を示す）に常に黙示的に織り込まれていましたが、今年の公衆衛生危機はパンデミックへの対応がその指標だけでは足りないことを示しています。また、高齢者のウイルス耐性がひととき弱いことを考えると、国の人口構成への理解も必要になります。国民皆保険制度を導入していない国も多いだけに、医療制度を含めることも重要な要素になります。それ以外に足元の危機を未然に防ぎ、発見し、それに対応する国の能力も把握する必要があります。国によってばらつきは大きく、様々なショックに対応できる特徴や耐性を備えている国とそうでない国を見極めるにあたり特定のESG要因は貴重な視点を提供することが可能です。

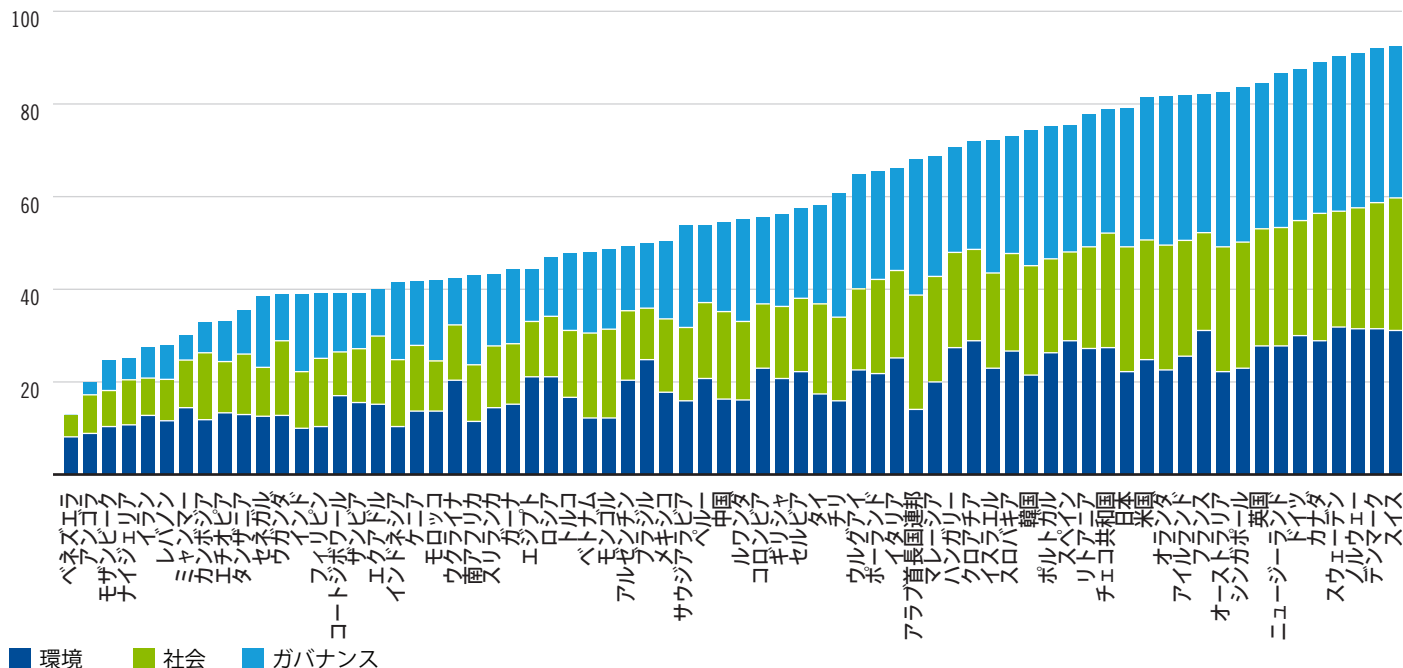
TGM-ESGIの更新スコア

図表1及び図表2は2020年8月31日時点の更新スコアの結果を示しています。70カ国を対象としており、このうち積極的にカバーしているのは57カ国（これまでの56カ国に今回、新たにエチオピアを追加）です。残りの国は原指数をもとにスコア化しています。

環境、社会、ガバナンスの国別スコア (TGM-ESGI)

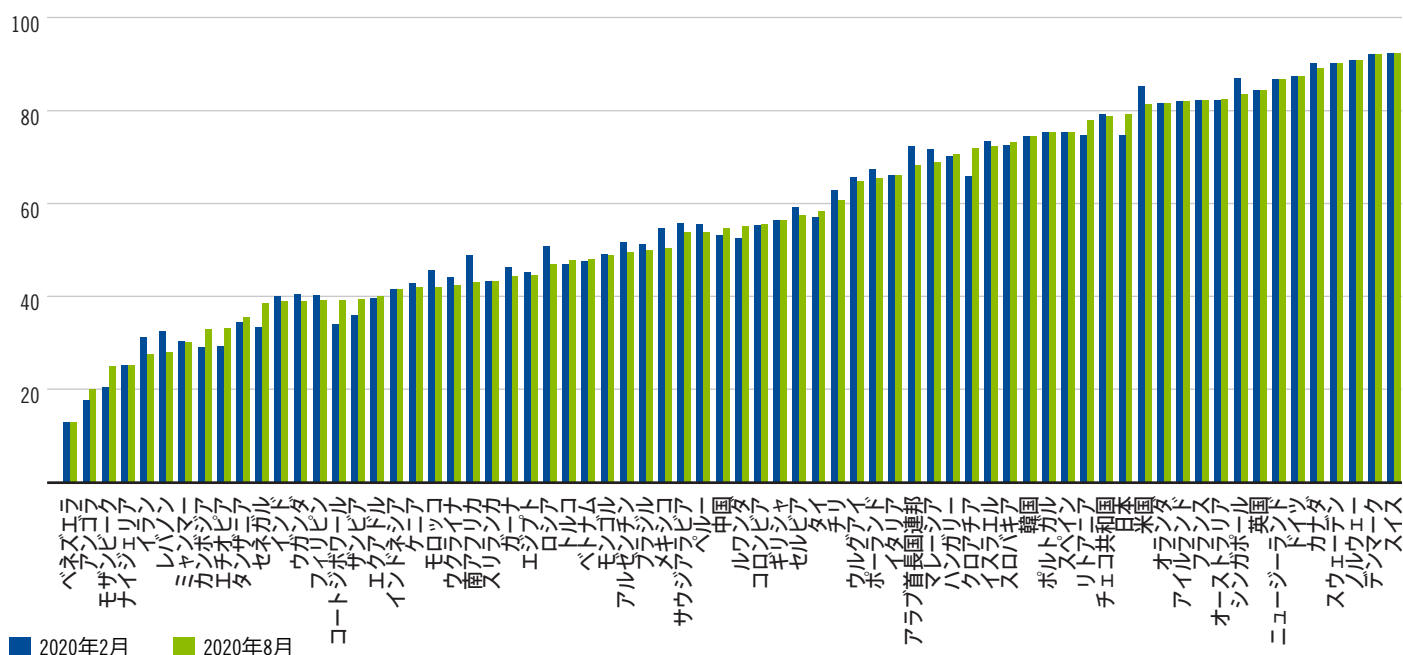
図表1：TGM-ESGIスコア：環境、社会、ガバナンスの現状スコア

2020年8月時点



図表2：TGM-ESGIスコア：今回と前回の比較

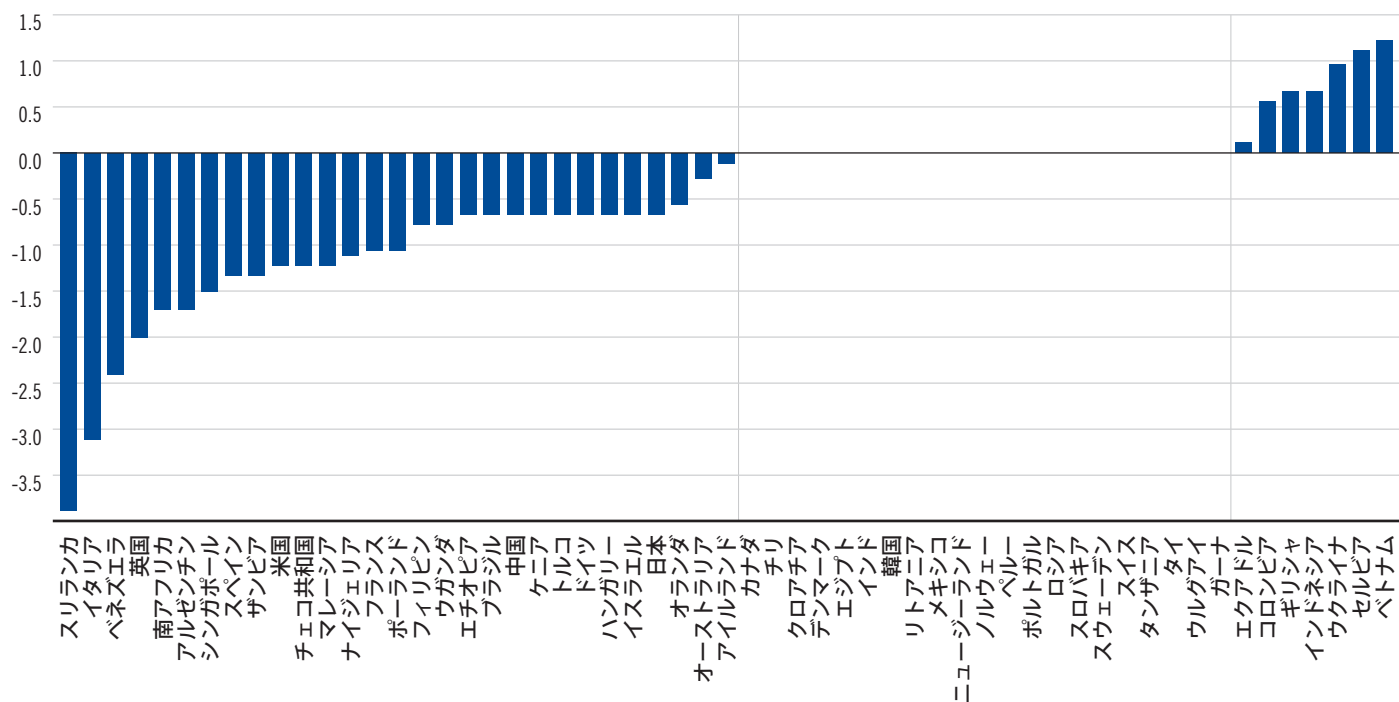
2020年2月時点と2020年8月時点



出所：TGM-ESGI。予想は今後3年間の中期予想ベース

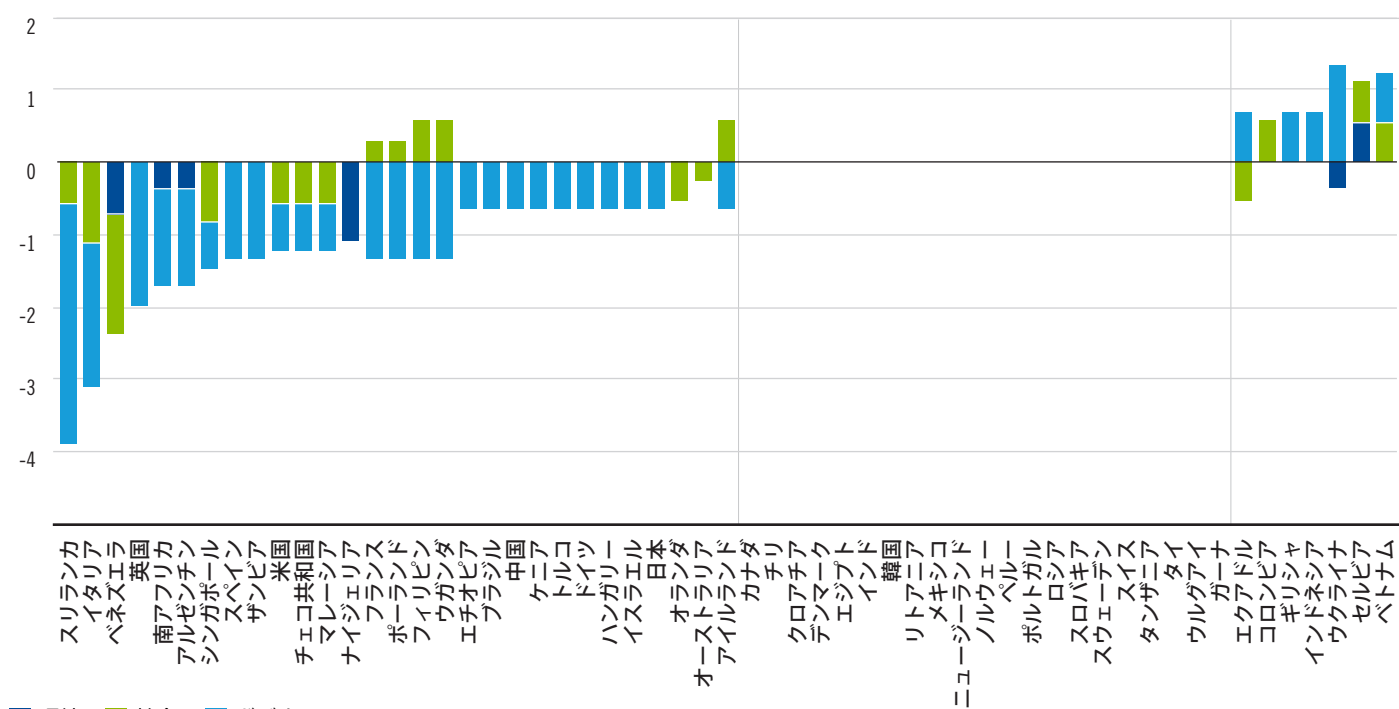
図表3:TGM-ESGIスコア:予想されるスコアの変化(予想スコアと現状スコアの差)

2020年8月時点



図表4:TGM-ESGIスコア:予想されるスコアの変化の要因別内訳

2020年8月時点



■ 環境 ■ 社会 ■ ガバナンス
 出所：TGM-ESGI。予想は今後3年間の中期予想ベース

予想されるスコアの変化が顕著な国

ESGの予想スコアの多くはここ数年で横ばいかもしくは低下していますが、これは中期的に見て大半の国でESGスコアの改善は見込めないとする我々の見方を反映しています。この傾向は特に新興国市場で広がっています（新興国市場に限った話ではありませんが）。ESGの予想スコアと現状スコアの差がプラスとなった国は2年前は15カ国ありました。それが今年4月の最新版レポートでは12カ国に減りました（スコアは新型コロナウイルスのパンデミックが本格化する前の2月に算出）。今回の2020年10月の最新版ではその数は7カ国に減っています。これは新型コロナウイルスのパンデミックの影響により赤字・債務負担（ポリシー・ミックスの分野）、社会的結束、人口動態などの分野を中心にスコアが低下し、ESGの予想スコアと現状スコアの差がプラスの国の減少に拍車がかかったためです。

さらに、対象国全体の予想と現状のスコア差は平均で-0.4から-0.5に悪化しています。しかし、両者の差がマイナスとなった30

カ国を平均で見ると、-1.3から-1.2にわずかに改善し、下落幅が縮小していることがわかります。両者の差がプラスとなった7カ国で見ると、平均で2020年2月時点の+0.9から+0.7に縮小しており、改善幅が縮小していることを示しています。

今回、予想と現状のスコア差がプラスから、ゼロもしくはマイナスに転じた国はエジプト、ケニア、ブラジルなど一部です。これは新型コロナウイルスの影響が一因です。ブラジルではパンデミックにより改革への取り組みが停滞し、プライマリーバランスの赤字額が急増する可能性が高まっています。ガーナやタイなど他の国でも、予想と現状のスコア差はプラスからゼロに後戻りしています。ESGの改善の勢いは幅広く後退しているとみられますが、ESGの変化の影響は比較的長期にわたり表れる傾向があり、投資への影響も様々です。例えば、ブラジルの場合、ESGの勢いが鈍るか反転したとしても、年金改革や民営化などにより足元のESGには改善の兆しが見られ、これが引き続き好影響をもたらす可能性が

あります。これは、一国のESGスコアが多少低下することがあっても、長期的な投資テーマとしてはなお魅力的である可能性があることを示しています。

また、予想と現状のスコア差がプラスとなった国は全体的に減少しましたが、両者の差がマイナスからゼロに安定した国もあります。インドとメキシコがその顕著な例で、今年4月の最新版では予想と現状のスコア差はマイナスとなっていました。今回の今年10月の最新版ではその差はゼロとなっています。例えば、インドのポリシー・ミックスの予想と現状のスコア差はマイナスからゼロとなっています。また、事業環境も改善すると予想され、直近のビジネス環境ランキングでは順位を14上げ、勢いを維持しています。メキシコの場合、前回、政府の効率性でスコアの低下を予想していましたが、今回、その通りの結果となり、それがESGの現状スコアに反映されています。先行きについてはスコアは変わらず、メキシコのESGスコアは低下しないと予想しています。

予想と現実：予想の実現の評価

ESGレポートは2018年2月から半年ごとに発行しており、ここ2年半で合計6回、ESGスコアを公表しています。過去のESGスコアの過去データは、以前のESGの予想スコアが後年の実際のESGスコアとどれほど符合するかを評価する上で極めて有用です。

データを見ると、大半の国で以前に予想したESGスコアの方向性と後年の実際のESGスコアの間には強い相関関係があることがわかります。ブラジルとコロンビアが顕著な例です。両国については2018年から2020年までの各最新版レポートでESGスコアは改善すると予想していました。現

在では、両国のESGスコアは2018年時点に比べ高くなっています。しかし、方向性は後年のスコアと整合性があるかもしれませんが、変化の度合いを予想するのは難しい傾向にあります。政治的な変化や、新型コロナウイルスのパンデミックなどの外的要因により上昇の勢いが削がれ、予想される変化の度合いが変わる可能性があります。多くの国でそうした事態が明らかになっており、直近ではガーナとブラジルがそうです。

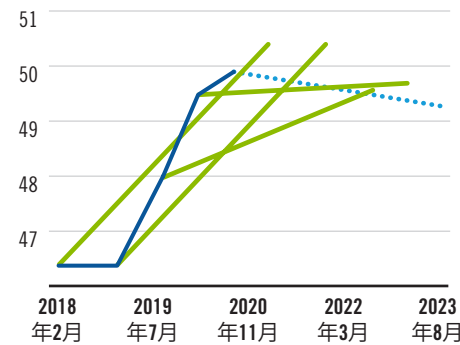
場合によってはTGM-ESGIスコアリング・システムの変更によりESGスコアそのものと

予想される将来の方向性が変わった国もあり、現状と以前の前提の比較を困難にしています。例としてインドネシアが挙げられ、インドネシアでは環境（31）がガバナンス（50）と社会（43）を大きく下回っています。これまでガバナンスと社会より低かった環境カテゴリーのウエイトについて2019年の評価手法の改良によりガバナンスと社会と同じ均等ウエイトに引き上げたところ、インドネシアのESGIの全体スコアは低下しました。これはひとえに全体スコアに占める環境要因の割合が高まったためです。

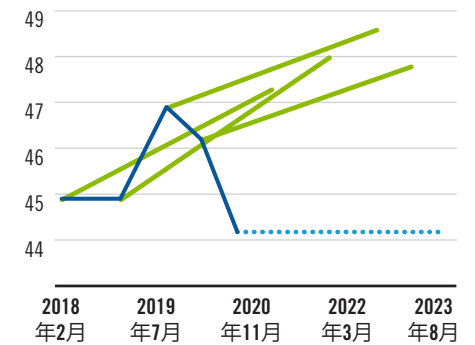
予想が大きく変化した国の事例

図表5: 国別の過去の予想と現時点の予想及び実績
2020年8月時点

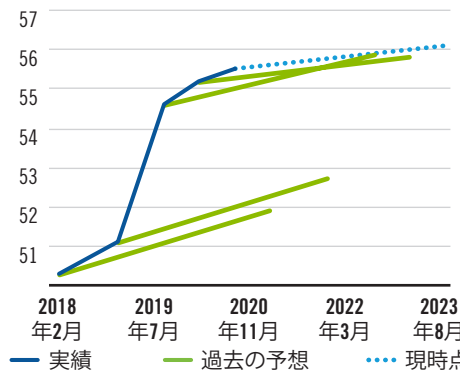
ブラジル
ESGスコア



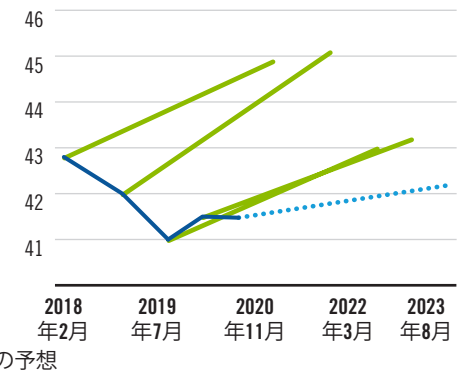
ガーナ
ESGスコア



コロンビア
ESGスコア



インドネシア
ESGスコア



— 実績 — 過去の予想 現時点の予想

出所：TGM-ESGI。予想は今後3年間の中期予想ベース

TGM-ESGIの運用成果

前述のように、調査手法を改良し、以前の予想の正確性を評価する上で、増加するESGスコアの過去データは有益なツールとなっています。また、ESGスコアの過去データは投資決定の有効性を評価し、ESG予想が実際の運用成果と相関関係があるかどうかを検証する上でも極めて有益です。

ポートフォリオの構築プロセスの一環として、事前・事後ベースで戦略のリスク・リターンの源泉を見直しています。TGM-ESGIスコアの過去データは、以前の予想を実際の運用成果に照らし合わせて評価する際の新たな定量データとして有用となっています。しかし、幅広いマクロ経済要因、バリュエーション、流動性、リスク管理要因をすべ

て加味する必要があることから、ESG情報は投資決定の一部にすぎません。それでも、ESG情報が持つ予測価値を正確に把握することは将来の投資決定に重要な意味を持ちます。

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くりにします。この結果選ばれた一連の債券を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。図表6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。

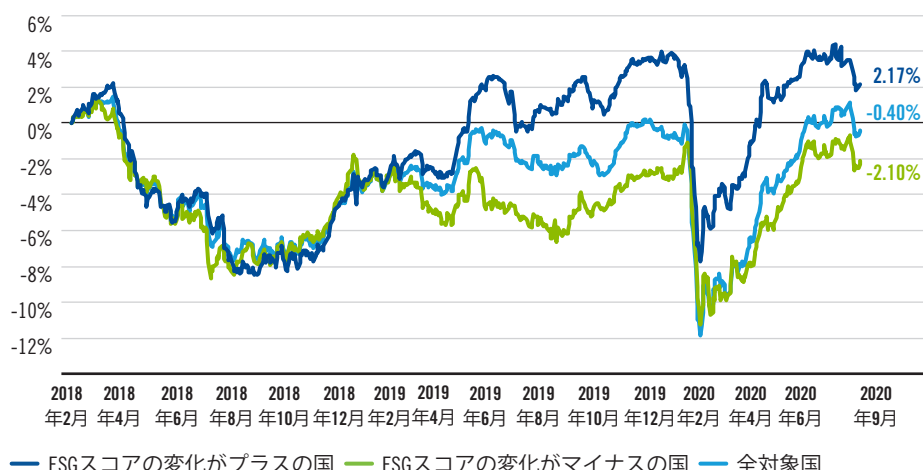
図表7はESGスコアが高い（75以上）国のリターンをESGスコアが低い（75未満）国及び全対象国と比較しています。

ESGパフォーマンスの定量化により重要な結果が2つ得られました。

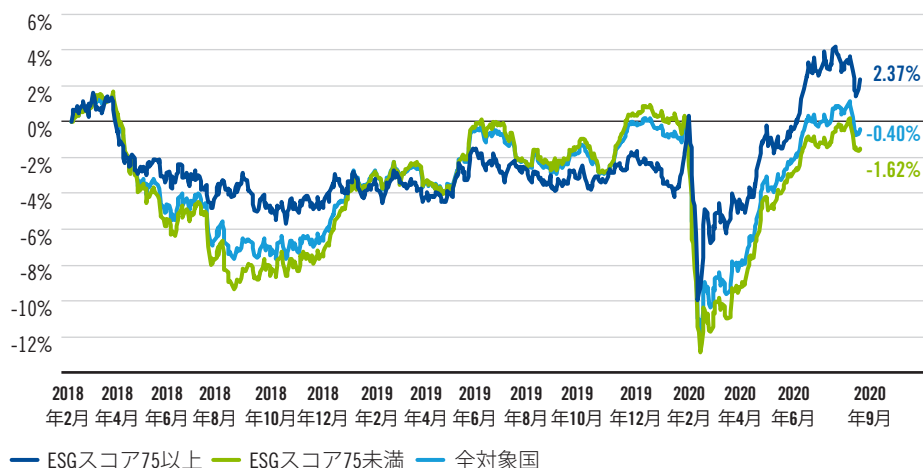
- ESGスコアの変化がプラスの国のリターンは、全期間を通じてマイナスの国を430ベースポイント (bps) 上回り、ユニバース全体も260bps上回っています。その背景として、2019年2月から2020年2月の間にリターン格差が着実に広がり (リターン格差300bps)、新型コロナウイルス感染拡大を材料に売り込まれた2020年3月から4月の間もESGスコアの変化がプラスの国は優れたパフォーマンスを示しました (リターン格差380bps)。その後は、一見するとESGの質には関係なく、すべての市場が著しく高騰したことから、ギャップの解消は遅れています。
- 市場のボラティリティが高まった局面では、ESGスコアが75以上の国のリターンがESGスコアが75未満の国を上回りました。2020年2月20日から4月1日の間が特に際立っており、この期間にESGスコアが高い国のリターンはESGスコアが低い国を1000bps上回っています。これはESGスコアが高い国が持つ安全資産としての特性を裏付けるものです。

以上の結果は、ESGスコアは所得水準と相関があり、本質的に質の代理指標になるという我々の認識と一致します。ストレスがかかる局面では、質が高い国がアウトパフォームすることが多く、資金の安全な逃避先の役割を果たしてきました。また、投資家にとっては、ソブリン債のESG要因の変化をいち早く認識し、ESGの悪化が見込まれる国を回避することができたり、ESGが改善している国をオーバーウェイトとすることにより市場全体をアウトパフォームすることができるというメリットもあります。投資家のESG投資の意欲が高まっていることもこうした傾向に拍車をかける可能性があります。また、大手のインデックスプロバイダーが作成するESG

図表6: 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－2020年9月



図表7: ESGスコアが高い国と低い国の累積トータルリターン
2018年2月－2020年9月



出所：TGM。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

指数は主にESGの高評価国を対象としており、このため、上記の2つのメリットのうち1つしか享受できません。これに対し、我々のESG手法はESGの現状と予想される変化の双方を対象としており、全体的なESGレベルで国を選別することができるほか、先々の投資機会やリスクを明らかにすることも可能です。

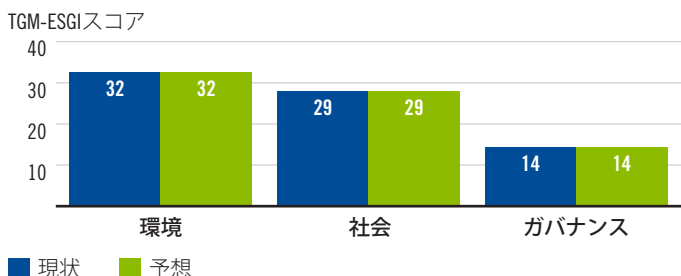
ケーススタディ

ナイジェリア：ガバナンスの弱さから長引く原油流出による環境被害

ナイジェリア

図表8：現状スコアと予想スコア (TGM-ESGI)

2020年8月時点



出所：TGM-ESGI。予想は今後3年間の中期予想ベース

- ナイジェリアでは原油の生産・採掘をめぐる対応の不利により生態系が破壊され、特にアフリカで最も重要な産油地帯であるニジェール・デルタで有害な生存環境がもたらされています。政府報告によると、2014年以降、ニジェール・デルタでは3,000件を超える原油流出事故が発生しており、そのため、ニジェール・デルタは紛争や反政府活動の温床になりやすい地域となっています。
- 政府のみならず、国連環境計画 (UNEP) も流出した原油の除去に取り組んできましたが、ほとんど成果を上げていません。国連が10億米ドルを拠出した浄化計画の完了には最大で30年を要する可能性があります。計画の導入から10年近くが経過していますが、対象地域の11%しか浄化を終えていません¹。
- ナイジェリアは制度が脆弱で、原油流出事故の責任を負う大企業の環境軽視に対しても規制監督体制が十分ではありません。ナイジェリアの石油産業向け環境ガイドラインと基準 (EGASPIN) は原油の生産・採掘に関する環境・安全性基準を定めたガイドラインですが、EGASPINも実効性に欠け、石油産業の透明性に関する国際的なベストプラクティスに準拠していません。
- その他のESG要因：世界トップクラスの人口増加率を誇るナイジェリアは人口動態では高いスコア (65) を獲得しています。しかし、社会的安定性は低く、南部のイボ人と北部のイスラム教徒、キリスト教徒の農民とイスラム教徒の遊牧民、ニジェール・デルタ住民と支配層のエリートの間で民族対立の問題を抱えています。

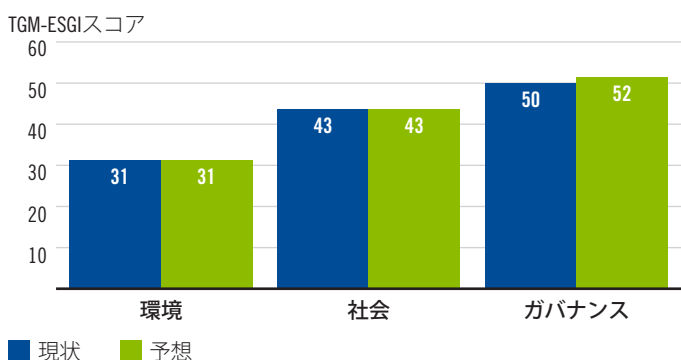
- 経済的には原油への依存度が高く、構造的な歳入減にもかかわらず、政府が改革を進めている兆しはほとんど見当たりません。固定相場制などの選択も外貨準備不足につながっており、汚職も蔓延しています。
- 新型コロナウイルス：ナイジェリアでは新型コロナウイルスによる死亡者は比較的少数にとどまっています。まだ危機から脱しているわけではありませんが、政府は新型コロナウイルスの影響を乗り切るために衛生面や経済面から対策を講じています。

インドネシア：ガバナンスが改善

インドネシア

図表9：現状スコアと予想スコア (TGM-ESGI)

2020年8月時点



出所：TGM-ESGI。予想は今後3年間の中期予想ベース

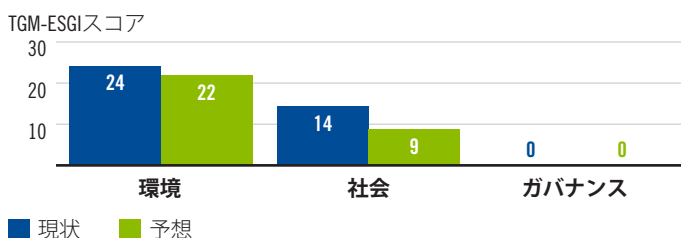
- インドネシアでは現政権の改革意欲と良好な事業環境を背景にガバナンスの予想スコアの改善が続いています。政府与党は議会で過半数を占めており、政府の有効性は改善する見通しです。当初は社会不安を引き起こしたオムニバス法も先頃成立しました。同法は79本の現行法律を改正し、企業規制を効率化するとともに、同国のインフラ開発や対内直接投資を妨げてきた投資上のボトルネックを取り除くものです。
- 雇用創出オムニバス法は労働規制を緩和し、雇用市場全体を改善することを目指しています。しかし、同法は従業員の労働保護を阻む恐れがあるとして労働組合から見直しと批判の声が上がっていました。1ヵ月前に一連のデモの末に議会に委員会を設けて妥協点を探るべく下院が労働組合と協議しました。新たに成立した法案では非効率なお役所手続きが撤廃され、国の労働規制と地域の労働規制の融合を図っています。
- インドネシアの場合、コロナ禍を通じて財政規律が貢献しています。他の一部の新興国市場とは異なり、インドネシアは今回の危機を迎える前から債務が少なく、財政赤字も限られており、コロナ禍を乗り切る余裕があります。

ベネズエラ:資源不安

ベネズエラ

図表10:現状スコアと予想スコア (TGM-ESGI)

2020年8月時点



出所: TGM-ESGI。予想は今後3年間の中期予想ベース

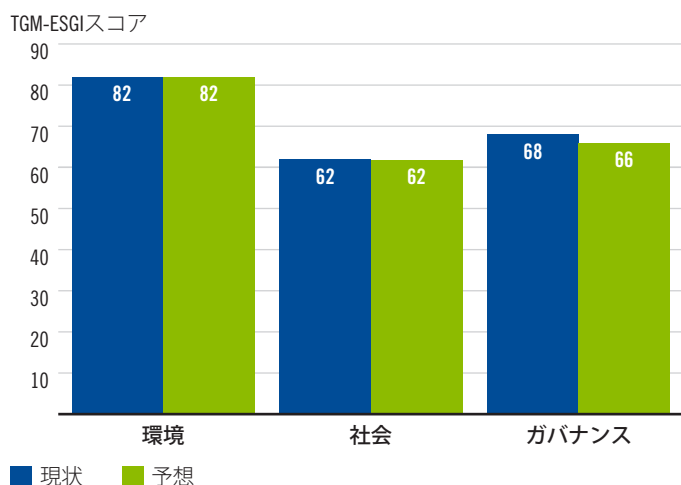
- ベネズエラは生態的多様性と資源に富んだ世界有数の国ですが、ここ10年ほどは干ばつと失政により資源が不安定化しています。また、年間降雨量の減少により電気と水は配給制となり、同国の人道的危機も悪化しています。
- その他のESG要因:ベネズエラは目下のところ長年の政情不安と資源管理の不手際により前代未聞の人道的危機に直面しています。ウゴ・チャベス大統領以降、行政府は権力を集中させ、いかなる野党もひどい仕打ちを受けてきました。2016年以降、460万人を超える人々(ほとんどが教養の高い若者)が国を離れ、近年では最悪の人口流出危機に見舞われています。
- 2019年にニコラス・マドゥロ大統領の打倒を目指す野党の反政府運動や大規模な抗議運動がベネズエラ全土で発生しました。しかし、マドゥロ大統領は権力の座を譲らず、同国は大統領危機と政治的な行き詰まりに直面しています。国連も、権力の座を維持するために脅しを使い不安をあおっているとして同国政府を批判しています。また、米国を始めとする複数の国が経済制裁を課してきました。
- 新型コロナウイルス:今回のパンデミック以前からベネズエラは原油生産の減少、高インフレ、通貨安の影響により深刻な不況に陥っていました。パンデミックが直撃して以来、原油の採掘はストップし、食料や必需品は極端に不足しています。ベネズエラの医者の50%近くが国外に脱出しており、公衆衛生危機への対応力が一段と弱っています。

ハンガリー:ガバナンスが悪化

ハンガリー

図表11:現状スコアと予想スコア (TGM-ESGI)

2020年8月時点



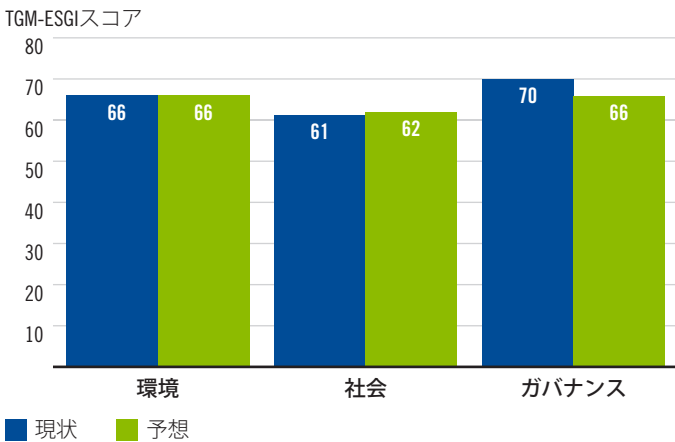
出所: TGM-ESGI。予想は今後3年間の中期予想ベース

- ハンガリーのヴィクトル・オルバン首相は新型コロナウイルスの流行を受けて非常時の首相権限を特別に拡大する法案を成立させました。これは新型コロナウイルスの発生以前からすでに独裁主義に傾いていた首相による権力の掌握だと批判されています。
- オルバン政権は非常時の権限拡大を利用して公的文書における性別変更を禁止するなどパンデミックとは無関係な政策を押し進めています。また、野党が優位にある地方自治体や市から資金調達権限を奪っています。
- さらに、首相は国営企業を部分的な軍の監督下に置きました。新型コロナウイルスをめぐる報道は政府寄りの公共メディアに限られています。その結果、ハンガリー全土で二極化や反政府の機運が高まっています。首相権限の拡大法は廃止されましたが、政府は非常時の権限拡大の下で実施された変更のほとんどを恒久的な政策とするオムニバス法案を成立させました。米国のNGO団体「フリーダム・ハウス」は、同国の民主主義の現状について民主主義と独裁主義のハイブリット政権に評価を引き下げています。
- その他のESG要因:ハンガリーは大気汚染による死亡率が経済協力開発機構 (OECD) 加盟国の中で最も高い水準にあります。微小粒子状物質 (PM2.5) の平均個人曝露量も世界保健機関 (WHO) のガイドライン推奨の2倍に達しています。一方、ハンガリーのメタン (CH4) 温室効果ガス排出量は、1990年以降35%減少しています。石炭の産出量はここ数十年で大きく減少し、再生可能エネルギーの割合も2020年は目標 (15%) を上回る可能性が高くなっています。ハンガリーは水資源に占める地下水の汲み上げでもOECD加盟国の中で高い順位を獲得しています。

ポーランド：ガバナンスが悪化

ポーランド

図表12：現状スコアと予想スコア (TGM-ESGI)
2020年8月時点



出所：TGM-ESGI。予想は今後3年間の中期予想ベース

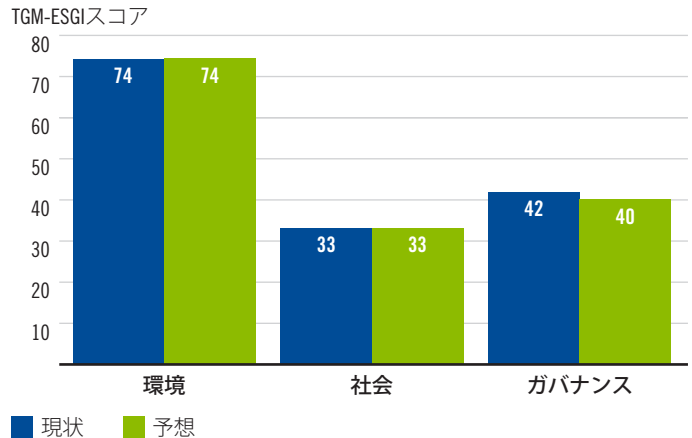
- ポーランドも隣国のハンガリーに続き、司法制度を弱め、メディアを支配することにより権力を集約しています。「フリーダム・ハウス」は5月にポーランドの評価を再編民主主義に引き下げています。有子世帯への政府補助金の支給、定年退職年齢の引き下げ、反移民主義など政策もポピュリスト色を強めています。
- ポーランドも人口問題を抱えています。ウクライナからの移民のおかげで、例えば、ハンガリーに比べればややましな状況にあります。
- ポーランドにおけるPM2.5の平均個人曝露量もWHOのガイドライン推奨の2倍近くに達しています⁹。石炭火力発電所の建設は今年初めに打ち止めとなり¹⁰、同国初の原子力発電所の建設計画が承認されました¹¹。

ブラジル：公衆衛生危機により打撃を受けるガバナンス

- これまでの経済危機や政治スキャンダルをきっかけに、ブラジルは近年、大規模な改革に乗り出しています。労働市場の柔軟性が大幅に高まるなど現政権の下で段階的な改革が進められています。ブラジルのESGスコアはこの2年間で上昇しています。
- しかし、新型コロナウイルスのパンデミックにより同国のガバナンスとポリシー・ミックスに新たなリスクがもたらされています。公衆衛生危機と経済ショックの前は、憲法が定める歳出上限規定と重要な経済改革への支持拡大を背景に債務の持続性

ブラジル

図表13：現状スコアと予想スコア (TGM-ESGI)
2020年8月時点



出所：TGM-ESGI。予想は今後3年間の中期予想ベース

確保に向けて緊縮路線を歩んでいました。ところが、いまや緊縮財政はひとまず棚上げされ、政府は景気対策として財政支出を拡大しており、プライマリーバランスの赤字幅は対国内総生産 (GDP) 比で2019年のわずか0.9%から今年は同11%まで膨らむと予想されます¹²。

- また、緊急支援策をどの程度延長すべきか、表向きは歳出上限規定が再度適用されると予想されることから、今年末を超える延長分についてどのように財源を確保すべきか、などをめぐり議論が続いており、以前の政策軌道に戻れるかどうかは不透明です。大統領はこれまでパウロ・ゲデス経済相のことを高く評価していましたが、このところは上記の問題をめぐり緊縮路線を唱えるパウロ・ゲデス経済相とは公然と意見の食い違いを見せています。さらに、政府のやや後手に回る政治色の強いパンデミック対策により足元の公衆衛生危機、経済危機は悪化し、一連の抗議デモを引き起こしており、これにより事業環境の改善につながるはずの重要な財政改革のスケジュールに遅れが生じる可能性があります。
- ブラジルの場合、環境を中心にその他のESG要因も流動的です。ブラジルでは毎年、7900万トンの固形廃棄物が発生し¹³、同国の地方自治体の60%がこれを埋め立てています¹⁴。ブラジルでは現在、埋め立て地の80%は環境保護地域にあり、廃棄物により土壌、大気、水質が汚染されています¹⁵。それでもなお様々な環境保護活動や政府規制に取り組んでいるブラジルは、環境の持続可能性という点では他の新興国市場に比べ比較的良好的なパフォーマンスを示しています。政府は国際的な圧力を受けて新たな自然保護策を打ち出しており、持続不可能な慣行の予想スコアは今回は横ばいとなっています (前回は低下)。

グローバル・マクロ・ビューは、リサーチ活動に基づきグローバル経済の状況を分析した定期的なリサーチレポートであるグローバル・マクロ・シフトの内容を更新および詳述した補完的なレポートです。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・メンバーによる分析と見解を掲載しています。マクロ経済分析の専門性を有する当チームメンバーによるグローバルマクロ分析により、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。

当レポートの主な担当者



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



Calvin Ho, Ph.D.
Senior Vice President,
Portfolio Manager,
Director of Research
Templeton Global Macro



Hyung C. Shin, Ph.D.
Vice President,
Deputy Director of
Research
Templeton Global Macro



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



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



Jens Waechter
Senior Global Macro &
Research Analyst
Templeton Global Macro



Jaap Willems
Senior Quantitative
Research Analyst
Templeton Global Macro



Keertana Anandraj
Research Associate
Templeton Global Macro



Selam Nicola
Research Associate
Templeton Global Macro



Owen Solis
Research Associate
Templeton Global Macro

巻末注記

1. 出所:アムネスティ・インターナショナル、「No clean up, no justice: Shell's oil pollution in the Niger Delta」、2020年6月18日
2. 出所:ブルッキングス研究所、「Venezuela refugee crisis to become the largest and most underfunded in modern history」、2019年12月9日
3. 出所:フランス24、「More than half Venezuela's doctors emigrated since 2012:NGOs」、2018年10月11日
4. 出所:経済協力開発機構(OECD)、ハンガリー環境パフォーマンス・レビュー、2018年
5. 出所:イノベーション・テクノロジー省、ハンガリーの第4回各年報告書、2019年
6. 出所:世界銀行
7. 出所:イノベーション・テクノロジー省、EUFORES Workshop Hungary、2019年3月
8. 出所:経済協力開発機構(OECD)、ハンガリー環境パフォーマンス・レビュー、2018年
9. 出所:International Association of Medical Assistance to Travellers (IAMAT)、Hungary General Health Risks, Air Pollution、2020年4月
10. 出所:トムソン・ロイター財団、「Investors welcome Poland's decision to freeze last coal-fuelled plant project」、2020年2月14日
11. 出所:ポーランド注記、「Construction of Poland's first nuclear power plant to begin in 2026」、2020年6月16日
12. 出所:ロイター
13. 出所:Agência Brasil、「Brazil generates 79 million tons of solid waste every year」、2019年11月8日
14. 出所:リサーチゲート、Municipal solid waste disposal in Brazil: Improvements and challenges、2019年1月
15. 出所:Brazil Reports、「Brazil's Supreme Court orders sustainable waste management by law」、2018年7月18日

リスクについて

当資料は2020年10月30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、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。当資料のなかで運用担当者が示し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、元本を割り込む可能性もあります。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。新興国市場とりわけ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。

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。**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。**

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・テンプレトン（「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をご覧ください。

CFA® 及び Chartered Financial Analyst® はCFA協会の米国における登録商標です。

<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・テンプレトン（フランクリン・テンプレトン・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・テンプレトン・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・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

