

## 国と国民の社会契約が失敗する時：社会的抗議活動は経済および投資にどのような影響を与えるか

フランシスコ・カンボス・オルティス, PhD, ラテンアメリカ・エコノミスト, マクロエコノミック・リサーチ・チーム

メヒル・マルク, シニア・インベストメント・ストラテジスト

ジャンカルロ・ペラツィ, CEEMA エコノミスト, グローバル・マクロ経済リサーチ・チーム

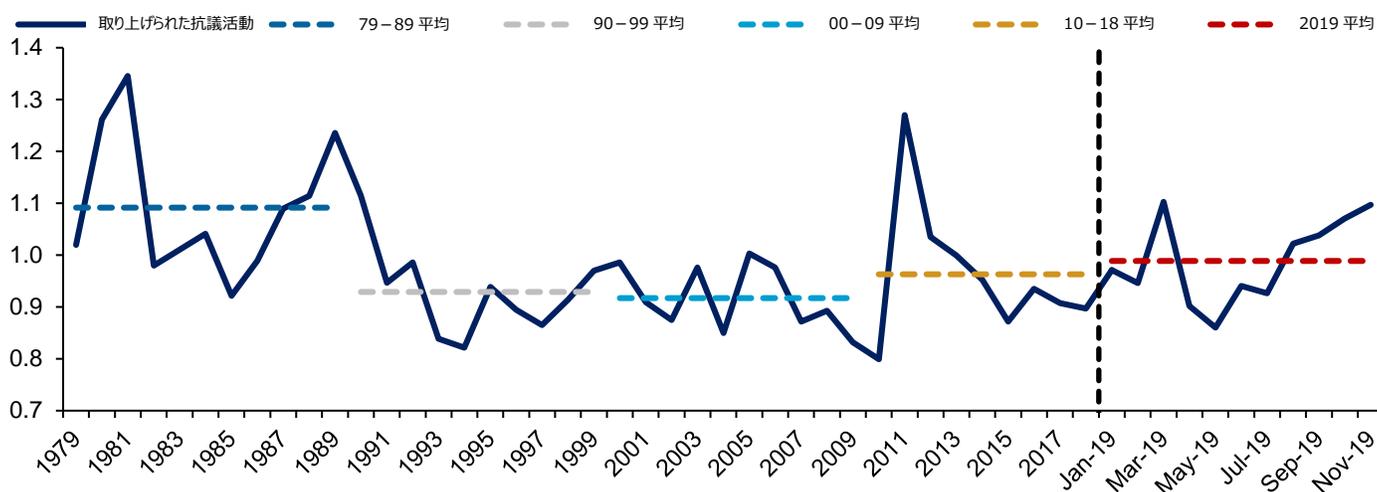
キャシー・ハップワース, CFA, エマージング債共同責任者

世界中のさまざまな地域において、街頭および選挙の両場面で、社会的不安を示す兆候が急激に高まっている。一般的には健全な制度体系を持ち、経済的に成熟し、政治的にも安定している国々でさえ、大きなニュースとして取り上げられるような不穏な事態が起きている。イラク、レバノン、香港における大規模なデモだけでなく、中南米の複数の国における抗議活動がこうした例に含まれる。しかし、社会的抗議活動はどこでも発生し得るものであり（例えば、2018年にパリで発生した「黄色いベスト運動」や、フランスで最近発生した年金をめぐる抗議活動など）、些細なことが引き金となるケースも多いため、予見することは非常に難しい。

大局的に見ると、2019年は歴史的にも混乱の大きい年となっている。アラブの春の年となった2011年には社会的抗議活動が急増したが、2019年に世界中の報道機関が取り上げた抗議活動の平均件数は、1980年代の混乱期以降で最高となった（図1参照）。

このような抗議活動の高まりが当事国の経済見通しにどの程度の影響を与える可能性があるかを理解し、また超過収益獲得機会の根本的な変化を特定すべく、本稿では、まず、これら抗議活動が持ついくつかの共通的な特徴を明らかにすることから始める。その後で、最も話題を集めたいくつかの抗議活動を簡単に紹介するとともに、それぞれの抗議活動がマクロ経済と投資にどのような影響を与えるか議論する。

図1：社会的抗議活動の推移（全ての報道記事に占める割合 %）



注記：上記グラフは、Global Database of Events, Language, and Tone (GDELT)からデータを引用している。GDELTは、世界中の何千もの報道媒体、印刷媒体、オンライン媒体のニュース記事を収集するために人工知能を利用している。同データベースには、こうした情報が記録されており、利用者は特定の基準によって情報抽出することが可能である。我々は「プロテスト」という言葉を使って、政治的な反対運動、デモや決起集会、指導者決定の決議への妨害、その他類似の抗議運動を抽出した。GDELTが長期間をかけて飛躍的に成長したことで、このデータベースを使って、発生日ベースあるいは一定の時間軸で、それぞれの報道記事を全ての報道記事に対して指数化することが出来る。よって、ここでは全ての報道記事に対する割合がパーセント表示されている。

出所：GDELT イベント・データベース、PGIM フィクスト・インカム 2019年11月30日現在。

## 共通する要素

我々の検証によると、主に経済成長の低迷、不平等の拡大、不適切な政治統治によって引き起こされた社会的な幻滅が、さまざまな地域で発生している抗議活動に共通する大きな要素となっている。好況期に築かれた国と国民の社会契約は、生活水準向上に対する期待感を国民に抱かせたものだった。しかしながら、足元で世界経済の成長が鈍化し、それに伴って多くのコモディティ商品の価格が低迷する中で、こうした社会契約を履行することが不可能となっている国もある。想定よりも低い潜在成長率に対処し、そしてマクロ経済の不均衡を縮小するために政策変更がなされたが、これにより影響を受ける社会集団の不満が高まった。

いくつかの国は、こうした不満に対して、なんとか民主的な捌け口を提供できた(イタリア、マレーシア、メキシコなど)が、他のいくつかの国では、さまざまな要素(時として、携帯電話のアプリに対する課税のように些細だと思われるような出来事)を背景として騒動が巻き起こり、これが市民レベルの抗議活動へと発展した。

こうした動向に共通するもう1つの特徴として、明確な首謀者と首尾一貫した政府への要求が見られないことが挙げられる。むしろ、抗議活動はソーシャルメディアと携帯電話での不特定多数向けのショートメールによって組織的に動員されたものであった。抗議活動のリーダーが不在であり、統一された要求がないことで、こうした解決が遅れる結果となった。対応に当たる政府にとって、どのような対応策が抗議運動の要求を満たすことになるのか、および交渉相手は誰なのか不明確であったのだ。

## 投資への一般的な影響

おおまかに言えば、社会的抗議活動は当事国の経済見通しに下方リスクをもたらす、その結果、海外投資家からの投資を妨げる可能性がある。しかし、それぞれの国の根底にあるダイナミクスを理解している投資家にとっては、こうした社会的な混乱期は投資機会をもたらす可能性がある。鍵となるのは、より深刻な課題を抱え、社会的要求に応える余地が限られている国と、マクロ経済のファンダメンタルズの変化が限定的であり、本質的に社会的な混乱がより短期的なものとなる可能性が高い国を区別することである。重要なことは、社会状況の改善に余念がない国々は、これら改善のための資金を得るために、対外資金調達市場への継続的なアクセスを必要とする可能性が高いということである。

さらに、これらの抗議活動の多くは、いかに政府の統治と社会問題が密接に結びついているかを明確に示している。どの国の政府が社会状況を改善できるだけの余地を有しているかが識別できれば、近年、投資判断における重要性が高まっている [ESG 基準を明らかに改善](#)しながら足元の社会的混乱から抜け出す国や地域が明らかになるだろう。

アルゼンチンで予想される債務の返済条件変更を除き、こうした社会的混乱の大半は、不均衡が拡大する可能性はあるとしても、債務不履行や債務の返済条件変更といった信用事由を引き起こす可能性は低い。それよりは、これらの社会的混乱が当事国の対外債務の資産価格の再評価や格下げをもたらす可能性が高い。これを念頭に置き、次に我々は各国の抗議活動に固有の特徴に目を向ける。中南米諸国で多くの抗議活動が発生していることを考慮して、ここでは主に同地域の事例を取り上げるが、イラク、レバノン、香港についても検証を行う。

### ベネズエラ (信用格付:ムーディーズ C / S&P 選択的債務不履行 / フィッチ 取り下げ)<sup>1</sup>

2019年初頭、ベネズエラの独裁的なチャベス前大統領以来の反米左派の政治体制が政権を失う可能性が高まった。国内要因(1月に国会で暫定大統領に任命されたグアイド氏によって率いられた全国的な抗議活動)と海外要因(世界各国がグアイド氏を暫定大統領として承認したこと、およびトランプ政権によるマドゥロ現政権に対する強硬な発言)が組み合わさり、体制維持を死守しようとする政府当局からの離反者を促すのに十分な圧力を加えていたものと考えられる。しかしながら、思うような離反者を得られずに抗議活動は次第に勢いを失い、トランプ政権のベネズエラに対する外交的優先度は低下した。

**これが何を意味するか:** 継続的な社会不安と国際圧力を背景に、いずれベネズエラの政権が交代する可能性がある。そうならない場合は、ロシア、中国、キューバからの支援を受けたベネズエラの反米左派体制が永続的に持続し、同国の特徴ともいえる目も当てられないような社会、政治、経済情勢が今後も維持されてしまいそうである。

これを背景として、ソブリン債および PDVSA 社債の条件変更あるいは回収は、然るべき新政権が同国を効果的に再建できるようになるまで先送りされるであろう。<sup>2</sup> ベネズエラの債券は、破綻した経済、社会危機、および OFAC (米国外国資産管理法) による制裁を反映して、足元では極めて低い価格水準で取引されている。ベネズエラの債券価格が回復するためには、政権の交代が必要条件となるだろう。

<sup>1</sup> 本稿における信用格付は長期外債建格付を指し、それぞれムーディーズ・インバスターズ・サービス、スタンダード・アンド・プアーズ、フィッチ・レーティングスによる格付に基づくものである。PGIM フィクスト・インカムは、国債および社債について独自の格付を有しており、場合によっては、これら格付は外部格付機関が提供する格付と大きく異なる場合がある。

<sup>2</sup> PDVSA とは、国営の石油会社であるベネズエラ国営石油会社を指す。

## ペルー (信用格付 : A3 / BBB+ / BBB+)

ペルーでは、汚職防止とガバナンス強化をめざした法案をめぐるピスカラ大統領と議会との対立の中で、社会的抗議活動が勃発した。なお、ピスカラ大統領自身も、汚職疑惑が浮上したクチンスキ前大統領の辞任と、それに伴う社会・政治的な混乱を受けて、2018年に大統領に就任している。この対立は憲法上の危機を招くものであるが、未だ完全な解決には至っていない。

**これが何を意味するか :** ペルー経済の堅実な運営には大きな変化が見込まれず、よって、流動的な政治状況の中にあっても、マクロ経済の不均衡は限定的かつ管理可能な状態に保たれていることは良いニュースである。それでもなお、政治的混乱が続くことで反体制的な気運が蓄積し、それによって次回の大統領選挙で正統的な政策を取らない候補者が勝利するリスクが存在している。

ペルーの対外債務は引き続き良好な状態を維持しており、ソブリン債のスプレッドは比較的底堅く推移している。レティブ・バリューの観点から見ると、ソブリン債と社債は依然として割高であるように見える。現地通貨建て債券市場は外国人保有比率が高く、金融政策の見通しの変化や経常収支赤字のための資金調達の懸念が、現地通貨建て債や為替相場に影響を与える可能性がある。

## エクアドル (信用格付 : B3 / B- / B-)

IMF 支援に基づく構造調整・改革プログラムを忠実に遂行するための一環として同国政府が実施した政策は、財政状態を改善することを目的としたものだった。しかし、その後、大規模な社会抗議活動が発生して政情が不安定になり、経済活動も麻痺するに至り、改革政策は破棄された。これはつまり、構造改革政策の採用に対してより及び腰な政治的集団が、これに否定的な態度を示したものであった。

**これが何を意味するか :** 当初予定されていた IMF 支援プログラムの実施が、厄介な政治的制約によって妨げられたことを踏まえると、エクアドルの構造調整政策は、より長い時間をかけた取り組みとなり、且つより限定的な目標が設定される可能性が高い。IMF や海外投資家は、より長い時間がかかるとしても、なおモレノ政権がより持続可能な経済成長に向けた政策運営に誠実に取り組んでいるとの見解に基づき、エクアドルへの支援を維持することが予想される。しかしながら、根強い社会的不満により、ポピュリズムが再燃する可能性はあろう。

エクアドルのソブリン債は、抗議活動が激化して以降、債券価格が大幅に調整し、アンダーパフォームしている。経済成長と財政見通しを改善するための政策案が議会を通過すれば、急落した債券価格はある程度回復を続ける可能性がある。短期的には信用事由が発生する可能性は低い。しかし、今後数年にわたり、同国に対して投資を続ける意欲がある投資家は非常に限定的であろう。

## チリ (信用格付 : A1 / A+ / A)

サンチャゴ市の地下鉄運賃の小幅な値上げが、公共サービス、経済的不平等、退職所得、そして同国の市場経済指向の構造的基盤について蓄積されていた全国的な不満の「パンドラの箱」を開いた。ベネズエラから流入した移民、およびそれが労働市場に与える影響が、国民の経済的不満を高めた可能性もある。

**これが何を意味するか :** チリにおける政策的な枠組みは、より先進的な政策目標に対応するために、重大な変化を強いられる可能性が高い。それでもなお、低い対 GDP 債務比率、制度的なセーフガード(信用性のある中央銀行や同国の洗練された現地金融市場など)、比較的高品質な人的資本、私的財産保護の原則や法の支配の厳守などを背景として、こうした変化によって同国の信用力が大きく損なわれることはないだろう。

政府の対外債務は準ソブリン債や社債同様に拡大しているものの、格付けが高すぎるように思われるため依然として比較的タイトなスプレッド水準で取引されており、我々は今後格下げを予想している。通貨は抗議活動を受けて大幅に下落したが、国内投資ファンドの投資対象の「ドル化」や同国が直面している米中貿易問題をめぐる不透明性を考慮すると、引き続き変動が大きい状況が続く可能性が高い。中央銀行は通貨を下支えするため、さらに政策調整する可能性があり、現地通貨建て債券にはこのリスクが十分に反映されていないように思われる。

## ボリビア (信用格付 : Ba3 / BB- / B+)

モラレス前大統領が10月に4選を目指し、これを果たしたことで、制度的なセーフガードの弱まりが意識され、また、米州機構が公式に文書で述べたように、この選挙に不正があったと報道される中、大規模な社会不安が引き起こされた。これを受けて、ボリビア軍は同政権への支持を取りやめ、これがモラレス前大統領の辞任を決定づけた。

**これが何を意味するか :** ボリビアの新政権は、同国の広範な経済的不均衡に対処するための一貫した政策的課題をまだ明示していない。ボリビアの対外債務は小幅であり、債券市場では希少価値による恩恵を受けている。したがって、同国のファンダメンタルズ対比では債券価格が割高な水準で取引されている。

## アルゼンチン (信用格付 : Caa2 / CCC- / CC)

アルゼンチンでは、財政の緊縮政策やスタグフレーションの状況にある同国経済に対する抗議活動が、他のラテンアメリカ諸国ほどは大きく報道されていないように思われる。しかし、現職のマクリ大統領が選挙で大敗し、ポピュリスト左派であるペロン主義政権が復活したことに、社会的不満が反映されている。

**これが何を意味するか** : フェルナンデス新政権は、足元の景気後退からの脱却、インフレの抑制、課題を抱えた債務状況への対処、IMF との関係の維持を成し遂げるために、どのように (必ずしも現実的ではない) 選挙公約を、政治的に信頼の持てる首尾一貫した経済プログラムに反映させるかを、まだ明らかにしていない。国民がこれまでの構造改革路線の継続に消極的であることを踏まえると、フェルナンデス政権はある程度の厳しい逆風に直面する可能性が高い。

同国は対外流動性への圧力に直面する中で、新政権がどのような政策的枠組みを実施するのか、どのように債務償還の優先順位付けを行うのか、その動向を我々は注視している。IMF が今後果たす役割は依然として極めて重要である。現行の外国法準拠の外貨建て債務の価格水準は、回収可能価値の下限を反映している可能性が高く、新政権には中期的に債券発行市場へのアクセスを維持するための十分なインセンティブがあると思われる。

## ブラジル (信用格付 : Ba2 / BB- / BB-) & メキシコ (信用格付 : A3 / BBB+ / BBB)

ラテンアメリカにおける2大経済大国であり、外貨建て債務の発行体でもあるブラジルとメキシコでは、社会不安が相対的に抑制された状態が続いている。両国では、最近、既存の支配政党に対する否定につながる社会的不満に対処することを公約として掲げたポピュリスト指導者が政権に就いたばかりであり、抗議活動のサイクルという面において他国と明らかに異なった段階にある。しかしながら、両国の経済成長が引き続き低調であること、メキシコにおいて治安と法の支配が悪化していること、ブラジルのボルソナロ政権が推進する改革に対してルラ元大統領(最近、刑務所から釈放された)が社会を扇動する可能性があることなどにより、社会的不満が爆発する可能性がある。

**これが何を意味するか** : 比較的安定した社会状況により、ブラジルとメキシコの新政権は、大きな制約を受けずにそれぞれの政策課題を追求することが可能である。ブラジルでは、大きな懸案であった年金改革法案が法制化されようとしている。改革路線は、ブラジルの財政体質の改善、民営化に向けた取り組み、中央銀行の独立性を実現すべく、来年も続く可能性が高い。メキシコでは、ロペスオブラドール政権が、大規模な予算再配分を通して堅実な財政スタンスを保つ一方で、社会保障プログラムや PEMEX (国営石油公社) 支援への支出を増加させている。しかしながら、経済運営、企業セクターに対する政策、脆弱な法規制についての懸念が長引いており、メキシコ経済の成長見通しを圧迫している。

政策の枠組みが安定していること、今後の経済的不均衡に対処可能であること、経済が相対的に多様であることなどの基本シナリオを踏まえれば、メキシコとブラジルのハードカレンシー建準ソブリン債と社債には投資機会が存在している。ただ、今後予想される金融政策の方向性を踏まえれば、現地通貨建て債券市場と通貨の見通しはブラジルとメキシコで異なる。ブラジルでは金融緩和とサイクルが終盤に差し掛かっている一方、メキシコでは最近、利下げが開始された。また、ブラジル国民が海外の高利回りの投資機会を求めている一方で、メキシコでは、USMCA が成立する見通しであること、および米中貿易戦争の影響で恩恵を受ける可能性があることが、経常収支のファイナンスに関する見通しを支えている。

## レバノン (信用格付 : Caa2 / CCC / CCC)

レバノンにおける暴動は、メッセージ・アプリの WhatsApp に対する課税の導入が提案されたことで引き起こされたが、近年の経済低迷、高い失業率、汚職の蔓延、不平等の拡大を背景に、国民の不満は高まっていた。多額の財政赤字を埋め合わせるために、海外からの送金、ユーロ債の発行、周辺の友好国から資金移転してもらうといった政策に依存する政府のスタンスを今後も継続することはますます困難になっている。こうした背景の中、メッセージ・アプリへの課税が提案された。当局はこの暴動に対処するために、WhatsApp への課税を廃止する一方、銀行の利益に対しては課税を引き上げ、また中央銀行が保有する一部の国債について自発的なデフォルトを行うという内容の新たな予算を提示した。しかし、このような対応でも抗議活動は鎮められず、まもなくハリ首相は辞任に追い込まれた。現時点でレバノンは首相不在の状態が続いており、危機的な状態を脱するための政治的解決がなされる可能性は低い。

**これが何を意味するか** : 抗議活動は激化しており、レバノンの見通しは非常に厳しいものとなっている。近年、レバノンは最重要な政治ポストを異なる宗派に割り振るといった連立体制で統治されてきた。首相はイスラム教スンニ派 (サウジアラビアと UAE から支持されている)、大統領はキリスト教、国会議長はイスラム教シーア派 (イランから支援されている) となっている。近年まで、この体制によって平和が維持されていたが、それと同時に政治的な競争が抑制され、その結果、経済の停滞/衰退と不平等の拡大につながるような賄賂や汚職が誘発された。現在実施されている連立体制は見直されるべきだが、レバノンは地政学的な利害に絡むことの多い国であるため、海外からの干渉がレバノンの政治に影響を与え続けるだろう。

新しい政府が成功するためには、同国で定着している既得権益層に影響を及ぼすような改革を行う必要があり、また、同国の支配階層がこうした慣行を今後も求めるような政治的インセンティブを減らす必要がある。混乱が継続することを基本シナリオとして考えているが、その発生確率は徐々に低下している。レバノンの対 GDP 債務比率は 150% で、その多くは 2020 年に償還を迎える。中央銀行が主導する「創造的な金融工学」は、選択

肢がすべて失われてしまう前に、ある程度の息を永らえさせることしかできない。新たに選挙が実施される可能性は排除できないが、抗議参加者が1つの政治勢力として(まだ)組織化されていないように見受けられる中、結果を予測することは困難である。こうした政治的な不透明感を考慮すると、レバノンのソプリン債の見通しは不透明である。ソプリン債は現在45米ドル前後の価格で取引されている。債務の繰り延べや再編のタイミング、範囲、程度は依然として不確実であり、慎重なポジション構築が必要となる。

## イラク (信用格付 : Caa1 / B- / B-)

イラクでは、学校卒業後に職に就けなかった若者グループが主導する決起集会を治安部隊が厳しく抑圧したことが、抗議活動のきっかけとなった。その2日後に政府がアブデルワフ・アル・サアディ司令官をテロ対策部隊から防衛省に異動すると、この異動を国民およびサアディ氏自身が降格だと見なし、イラク国内におけるイラン勢力に対する広範囲な抗議行動へとエスカレートした。その後数週間で、抗議活動は宗派的な色彩がより薄まり、レバノン同様、イラクが直面する厳しい経済・政治的状況に対する抗議活動へと発展した。戦争は正式に終わったものの、依然として失業率は高水準であり、民間部門の成長は低調で、汚職が横行している。さらに、国内の治安状況が悪化しているため、基本的な公共サービスの提供にも改善が見られない。抗議活動の鎮圧は難航しており、過去2カ月間で300人以上の死者が出ている。最近になって、アブドルマハディ首相は、抗議活動と宗教階層からの圧力に晒されて辞任に追い込まれた。また、ここ数週間で反イラン感情も高まっており、より暴徒化している。

**これが何を意味するか :** 抗議活動はイラクの石油生産に影響を与えていないが、今までの抗議活動と異なり、今回のデモは産油地域で発生しており、港湾の荷役作業に影響を与える可能性のある道路が封鎖されている。11月19日、抗議活動参加者は、同国第2位の港であるクホル・アル・ズーバイア港での作業を妨害した。これに先立ち、ウム・カスル港の業務もデモ隊により妨害された。可能性は低いと見ているが、仮に石油輸出に大きな影響が出た場合は経済見通しが悪化し、暴徒化した抗議活動がさらに激化する可能性も否定できない。

イラクは、石油価格の下落や一時的な石油生産の中断を切り抜けるだけの余力を明らかに持っているが、同国は不安定な連立政権によってイランと米国の利害を均衡させており、大きな政治リスクを抱えている国である。また、国内における宗派間闘争の懸念は近年薄らいでいるものの、将来的にはリスクが高まる可能性がある。強固なバランスシートと低い債務水準にもかかわらず、こうしたリスクと制度的な脆弱性が、イラクの弱い信用格付けを浮き彫りにしている。とはいえ、スプレッド水準とデュレーションの短さを考慮すれば、外貨建て債券には投資妙味がある。同国のバランスシートが中期的に悪化する場合でも、同国のファンダメンタル面の脆弱性のリスクは限られ、これらの債券はダウンサイド・プロテクションとして有用である。

## 香港 (信用格付 : Aa2 / AA+ / AA)

今回の抗議活動は、香港の住民が犯罪容疑者となった場合に中国本土への引き渡しを認める「逃亡犯条例」の改正案が、香港特別行政区政府の行政長官から提出されたことがきっかけとなっている。香港と中国の政府が、当初この法案を正式に撤回することを拒否したため、民衆運動は激化し、デモは暴徒化し、抗議活動参加者の要求は政策方針の領域にまで発展した。デモ隊の要求は、行政長官の改選を含む自由で民主的な選挙の実施や、香港警察によるデモ隊に対する暴力について調査する独立調査委員会の設置を柱としている。こうした要求は香港に対する中国の主権を脅かすものであるため、中国政府は引き続き香港政府に対して抗議活動を鎮圧するよう要請した。このような動きが、暴力をエスカレートさせるサイクルを生み出している。直近の例として、香港理工大学で発生した衝突が挙げられる。この衝突では催涙ガス、ゴム弾、火炎爆弾が使用され、さながら戦時下の都市のような様相であった。

香港における抗議活動参加者の中核となっているのは、最終的に中国に直接統治されることで自由が奪われ、香港の司法権の独立が終焉し、香港市民にとってますます重要性を増している香港独自のアイデンティティが中国の支配下に置かれるようになる可能性があるとの考えである。これに関しては、中国政府は、香港は中国本土と不可分であるべきであり、「一国二制度」は香港が単独の自治体になることを認めるものではなく、中国は同地域を直接支配する統治権を有していると考えている。このように、将来的な展望と目標について確執があることを考えると、香港の抗議活動が短期間で解決することは困難であるように思われる。

**これが何を意味するか :** 香港における抗議活動の終息は、中国、香港、そして多くのアジア諸国にとって大きな経済的、政治的意味があるであろう。中国が最も望んでいるのは、抗議活動が時間の経過とともに後退することかもしれない。中国警察や中国軍を動員して抗議活動を鎮圧すれば、中国の金融センターである香港に深刻な経済的影響をもたらすような二反政府暴動を誘発する可能性がある。同時に、香港において抗議活動が発生する中で、反中国感情が高まっている台湾を平和的に統合するという現実的な可能性も大きく低下する。このような行動に出れば、特にアジアにおける中国の評判が低下し、軍事的・経済力による強制力に依存しないソフト・パワーの国というイメージを築き上げるためのこれまでの対外的努力を台無しにする可能性がある。軍事的に動員して鎮圧に当たれば、米国を含む国際的な経済制裁を引き起こす可能性が高い。しかし、足元で香港人権法が米国で成立したにもかかわらず、米国が香港の貿易上の優遇措置を破棄するという最終手段まで行使することは想定していない。

香港のほとんどの社債は割高な価格で取引されており、市場が今後これらの資産価格の再評価をするまで割高な状態が続くであろう。

## 結論

本稿で例示した社会的抗議活動は、各地域(アルゼンチン、チリ、エクアドル、イラク、レバノン、ベネズエラ)の広範にわたる国民の現在および将来の経済状況に対する蓄積された不満と失望、あるいは根本的な政治統治体制の不備(ボリビア、香港、イラク、レバノン、ペルー、ベネズエラ)を原因としたものである。

こうした活動は、経済活動の大幅悪化という短期的に重大なリスクをもたらす。長期的には、これらの抗議活動による影響は、主としてこれらの国々が追加的な公共支出（少なくとも、これに向けた段階的な政策調整）に対する社会的な要求に対応できる能力、また、経済拡大による恩恵をより効果的に増大させながら潜在成長率を引き上げられる能力に左右される。また、政治統治体制の不備をきっかけとした社会的混乱に対処することは、投資判断を行う際に重要視されるようになっている ESG 基準の大きな改善につながる可能性がある。

香港を除けば、抗議活動の経済的、政治的な混乱の影響は、抗議活動の発生当事国内に留まるものである。こうした状況は、投資家が投資テーマを修正することで、他者と差別化した投資を行う機会を提供する。一方、香港はよりグローバルな視点から検証されるべき事例であり、同国における抗議活動の特質を補完する地政学的あるいは世界貿易問題の検証を含む、より広範囲な分析のフレームワークを必要とする。

## 留意事項1

データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム、2019年12月現在。

PGIM フィクスト・インカムは、1940年投資顧問法に基づき米国で登録している関連投資顧問会社であるPGIM インクおよびプルデンシャル・ファイナンシャル・インクを通して事業を行っています。PGIM フィクスト・インカムはニュージャージー州ニューアークを本社とし、世界における次の事業も含まれます。(i) ロンドンのPGIM リミテッドにおけるパブリック債券部門、(ii) アムステルダムのPGIM ネーデルラント B.V. (iv) 東京のPGIM ジャパン株式会社 (PGIM Japan)、(v) シンガポールのPGIM (シンガポール) におけるパブリック債券部門。プルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠地とするプルデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠地とするプルデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはならん関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものでもありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見及び推奨を示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したものです。その情報の正確性、完全性、および情報が変更されないことを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下しておりません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

**利益相反：**PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV第2A部をご覧ください。

英国および欧州経済領域（EEA）では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドが情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR。PGIMリミテッドは英国の金融庁からの許可・規制を受けており（登録番号：193418）、EEAの様々な法域での正式な営業権を有しています。本資料は、第2次金融商品市場指令（MiFID II）の2014/65/EUに定義されているプロの投資家に対してPGIMリミテッドが提供する資料です。アジアの一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）

© 2019 PFI and its related entities.

2019-6108

## 留意事項 2

本資料はPGIMフィクスト・インカムが作成した"When Social Contracts Fail: The Economic and Investment Implications of Social Protests"をPGIMジャパン株式会社が翻訳したものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、プルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関プルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国プルデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392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  
PGIMJ201912271517