

## 2020 年の見通し – スペクトラム・アセット・マネジメント

- **マクロおよび市場見通し** Phil Jacoby (フィル・ジャコビー)  
エグゼクティブ・ディレクター兼最高投資責任者 (CIO)
- **マクロおよびクレジット見通し** Joe Urciuoli (ジョー・ウルチウオリ)  
エグゼクティブ・ディレクター兼リサーチ・ヘッド

### 概要

#### マクロおよび市場見通し

- 一部のマクロリスク（ブレグジットなど）は後退しているように見えますが、不透明感は解消されておらず、米中通商協議は米大統領選に向けて市場の地合いの重石になるとみられます。
- 米大統領選のキャンペーンが活発に展開され、社会主義的主張に予想以上の弾みがつけば長期見通しを大きく左右する可能性もあります。
- 金利は 2020 年を通じて低水準にとどまる見込みですが、米欧双方が同時に量的緩和（QE）に進んだ場合、イールドカーブはスティープ化（短期利回りが低下し、長期利回りが若干上昇）が予想されます。
- 米連邦準備制度理事会（FRB）が資産購入を再開すれば、世界経済は下支えされ、株式市場は過去のケース同様に前向きに反応する見通しで、下位劣後資本証券のスプレッドのタイト化につながるはずです。
- 債券市場では、FRB の資産購入再開や欧州における限定的な債券発行の見通しや新たな兆候から、インフレ率の若干の上昇を見込んでいるようです。慢性的な低インフレは金融政策が機能していないことの表れであり、将来的にはインフレ率の押し上げを意図した政策の調整がなされる可能性があります。量的緩和がもたらす結果がマイナス金利でしかなく、これは事実上の「貯蓄税」であり、イノベーションや投資を妨げることを考えるとなおさらです。
- 25 ドル額面の優先証券セクターの見通しは、セクターの大半が割高になっているため慎重姿勢を取っており、同セクターで効率的に投資するためには、銘柄選択が重要なカギを握ります。
- 1,000 ドル額面の優先証券セクターは相対価値で十分な魅力があり、スプレッドは 55bp ほどタイト化すると予想しています。
- CoCo 債（偶発転換社債）は NoCo 債（非転換社債）よりも名目利回りが高く、相対価値で最も魅力的です。CoCo 債のスプレッドは 85bp タイプ化すると予想しています。

## マクロおよびクレジット見通し

- 当社はクレジットに対して楽観的な見方をしています。政治動向がもたらすマクロリスク、欧州の経済成長減速、貿易問題にもかかわらず、高格付社債のファンダメンタルズ（特に金融セクター）は安定しています。
- 英国が2020年1月31日に予定通り正式に欧州連合（EU）を脱退し、2020年を通じて財政刺激や金融刺激が行われれば、英国経済にとって好材料です。ただし、最大の貿易相手国であるEUとの友好関係を離脱後も維持するためには、EUとの通商交渉を年内に好条件でまとめることが不可欠です。中でも特筆すべきことは、英国の銀行はファンダメンタルズが盤石で、2019年のストレステストでも底堅さが確認されたという点です。
- 停滞が続くイタリア経済は、機能不全にある政治と同様に、引き続き欧州情勢見通しの重石となるとみられますが、イタリアの不安定な動向が欧州の金融セクターに重大な影響を及ぼすことはないと思われず。
- クレジットの観点から見ると、トランプ大統領の弾劾裁判の行方にかかわらず、11月の米大統領選挙は現実的なリスクというよりもヘッドラインリスクの要素が強いと思われず。米中通商協議、FRBの政策、市場の信頼感に注目が集まるとみられます。
- 欧州銀のクレジット・ファンダメンタルズは安定していますが、域内の経済成長は減速し、金利は低く、融資需要は比較的限定されています。多くの銀行は引き続き、資産の質、自己資本、不良債権をめぐる問題に直面しています。
- 力強い経済に支えられて、米銀のファンダメンタルズは欧州銀よりも概ね良好な状況にあり、資産の質は改善し、利益と自己資本も堅牢です。ただし、低金利環境がデジタル技術に関連するコスト増とともに、銀行の収益を圧迫する要因となっています。
- 保険会社は、堅固な規制上の自己資本と良質な資産内容によりバランスシートは健全です。損害保険会社には、自然災害に伴う損失を吸収するのに十分な超過資本があるものの、米国での法的費用負担の増加が利益に対する下方圧力となる可能性があります。
- 気候変動、有害な影響を及ぼす可能性がある消費者製品、人権侵害、責任ある企業行動などへの関心が高まるにつれて、環境・社会・ガバナンス（ESG）に関する方針を導入する企業が増えています。

## マクロおよび市場見通し

フィル・ジャコビー、エグゼクティブ・ディレクター兼 CIO

2019年初時点での予想と実際に起きたことを振り返り、2020年の見通しを策定してみます。

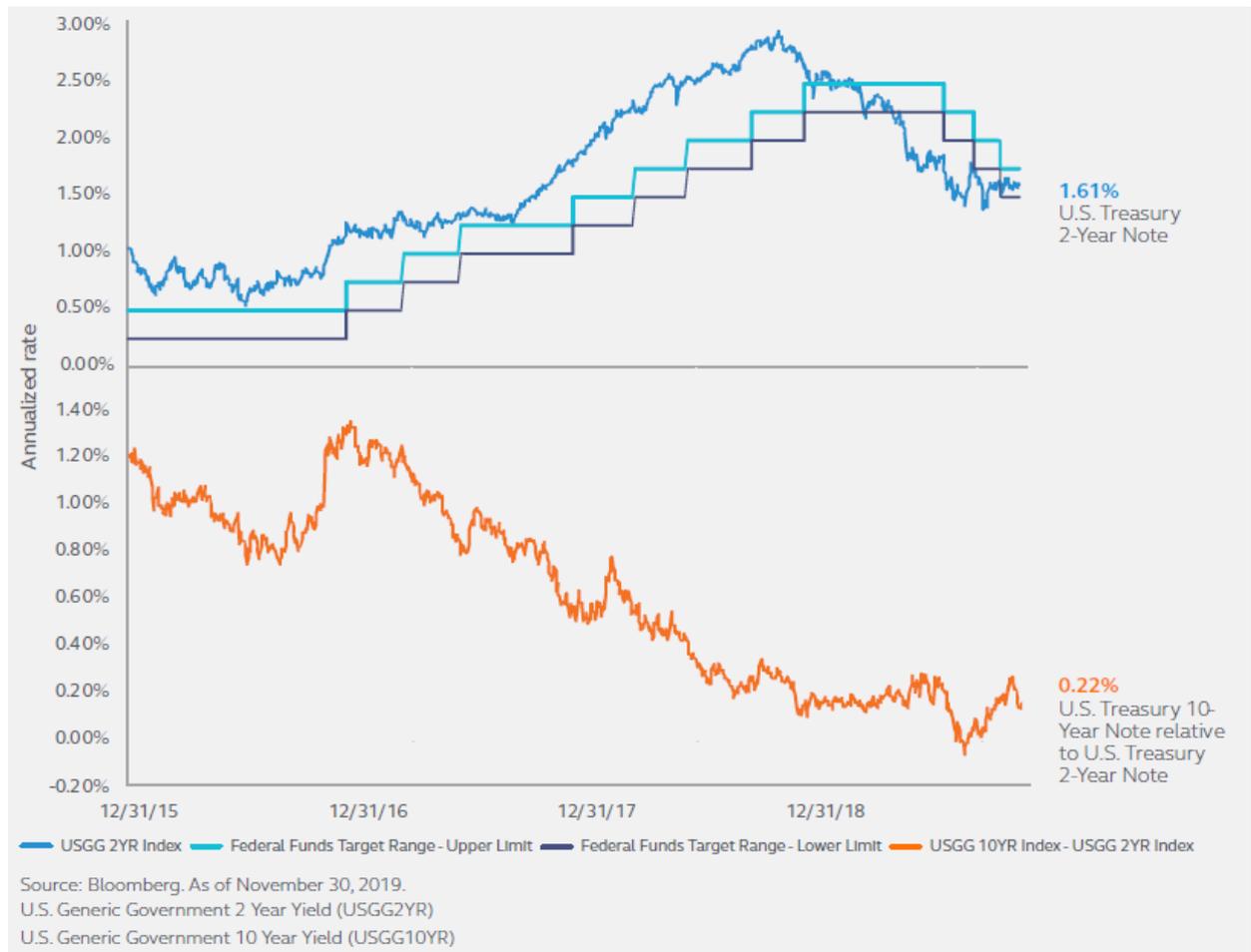
### 米国の金利

「2019年の見通し」の中で、当社は2年物米国債の動向がFRBの政策判断の決定要素となるだろうが、それは必ずしもFRBの意図するところではないと指摘しました。FRBは政策を引き締めながらも、イールドカー

ブ形状に関する具体的な目標を示しませんでした。逆イールドカーブが生じると政策転換を余儀なくされました。2年物国債と10年物国債との間のイールドカーブの利回り差の縮小の程度が、FRBの今後の政策を考慮するうえでの指標の一つに挙げられるとしました。通常、FRBの政策行動が「行き過ぎた」場合、FF金利の誘導目標と2年物国債利回り、そして2年物国債利回りと10年物国債利回りの両方が、同時に継続的に逆転する現象が見られます。下図に示されるように、2019年はこの一部が現実化しましたが、2年物国債と10年物国債の逆イールドはそれほど長続きしませんでした。おそらくFRBは3回連続で利下げを行ったことで、ネガティブな市場心理を断ち切り、将来の政策に柔軟性を残し、経済成長やインフレに対する見通しを改善するための十分な余力を残すことを意図したと見受けられます。

**おそらくFRBは3回連続で利下げを行ったことで、ネガティブな市場心理を断ち切り、将来の政策に柔軟性を残し、経済成長やインフレに対する見通しを改善するための十分な余力を残すことを意図したと見受けられます。**

### 逆イールドはFRBの行き過ぎを示唆一少なくとも一部が現実化



**最終的に、リーマンショック以降に量的緩和が常態化したため、どうやら債券市場にとって欠かせない固有の特性として投資家に認識されてしまったようです。しかし、この特性が国債の利回りを決定づける訳ではないことを忘れてはいけません。**

パウエル FRB 議長は、「今の時代の問題は低インフレであり、高インフレではない」と発言しました。実際、慢性的に低い国債利回りは、各国中銀が行う量的緩和の事前に想定された（すなわち、操作された）二次的影響です。そして三次的影響は、債券購入が終了した（または、終了が予想された）後の一時的な利回り上昇と言えるでしょう。というのも、量的緩和の成功は、インフレ率の上昇とそれに伴う地合いの変化と定義されているからです。最終的に、リーマンショック以降に量的緩和が常態化したため、量的緩和はどうやら債券市場にとって欠かせない固有の特性として投資家に認識されてしまったようです。しかし、この特性が国債の利回りを決定づける訳ではないことを忘れてはいけません。

それどころか、量的緩和は市場および経済の環境の変化によってその内容が決まるものであり、同一の量的緩和策を講じても置かれている環境によって違う種類の結果をもたらすと考えられます。

今日までのところ、各国中銀はインフレを適正水準に維持することができないため、債券市場は金融政策に対して利回り低下（とマイナス金利）という形で反応しています。しかし、市場および経済環境は変化しているため、債券市場の反応も変化するはずで、従って、量的緩和に対する債券市場の反応は、必ず金利が低下またはマイナス圏に突入というわけではありません。その理由は、環境が変われば利回りという形の反応も変わるからです。

それでは、環境変化がもたらす反応はどのように変化しているのでしょうか。供給と政策という 2 つの重要な点から検証してみます。

**今後 4 年間に米国債券市場で借り換えが行われる額面金額ベースの累計額は、世界中で流通している米国債合計の 83%に上ると推測されます。このような供給見通しは継続的に市場の価格形成機能を試すこととなりますが、今回は「驚異的」な金額と言えるでしょう。**

供給サイドでは、米国債の市場流通量 16 兆 8,000 億ドルのうち、9 兆 9,000 億ドルが今後 4 年以内に満期を迎えることから、債券市場には前例のない規模の借り換えが発生します。その上、同期間に米国の赤字財政支出は 4 兆ドル以上が上乗せされる見通しです。こうした 2 種類の供給の波の間で、今後 4 年間に米国債券市場で借り換えが行われる額面金額ベースの累計額は、世界中で流通している米国債合計の 83%に上ると推測されます。このような供給見通しは継続的に市場の価格形成機能を試すこととなりますが、今回は「驚異的」な金額と言えるでしょう。こうした大量供給に、インフレ率を引き上げたい FRB の意向が重なり、向こう数年間に長期国債利回りは徐々に押し上げられ、一方で短期金利は低下すると予想されます。続いて政策について考えます。

FRB は 2018 年 9 月の FOMC 会合後に戦術的ミスを犯し、その影響は年末まで市場に強く表れました。2018 年を通じて金利は上昇しましたが、債券市場では質への逃避の動きが一気に高まり、第 4 四半期にかけて大幅に価格が下落し、米国株式市場は 12 月としては戦前の大恐慌以来の下落率を記録しました。FRB は一連の警告シグナルを経てようやく、自らの過ち、すなわち 1) 行き過ぎた利上げと追加利上げの意向を示唆したこと、2) 利上げと同時にバランスシートの縮小を行ったことで資金調達市場が逼迫したこと、を修正しました。トランプ大統領が仕掛けた貿易戦争は、ますます多くのマイナスのシグナルを市場に発信しており、金融政策へのストレスを深刻化させました。景気後退局面入りに近いことを示す警告サインも点滅しました。

最近になって、金融政策や財政政策に関する方向性が市場にとってプラス方向に反転し始めたことで、そうした暗い見通しにも明るさが増えています。現に、金融政策の変化は欧米双方で起こっています。米国では、FRB が短期国債（T-bill）買い入れプログラムを開始し、バランスシートは再び拡大しています。このことは、政策が大きく方向転換して資金調達市場を下支えする（そして、いずれやって来る大量の米国債の借り換えに対処する）ことを意味します。FRB がバランスシートの拡大を表明した途端、長期金利は上昇に転じました。実際、世界中のマイナス利回りの債券残高は、8 月以降に 5 兆ドル減少して 12 兆ドルとなっています。当時、「止められないマイナス利回り（Bloomberg）」といった大げさなヘッドラインが市場を飛び交い、グリーンズパン元 FRB 議長でさえ Bloomberg に対し、「米国債利回りのマイナス化を阻止するものはない」と述べました。皮肉なことに、欧州のソブリン債務危機が深刻化し、ドラギ ECB 前総裁が就任した直後に、FRB はツイストオペと量的緩和第 3 弾（QE3）を導入しました。それから 8 年が経った今、FRB は（財務省の手を借りて）再び、事実上のツイストオペとバランスシート拡大に踏み出しており、ECB も同様です。

## EU

**ところが市場では、ECB の決定は恒久的ではなく、ECB の力だけで経済を継続して活性化することはできない、との懸念が浮上しています。**

マイナス金利はドラギ前総裁の遺産です。景気後退の危機に瀕していた 2012 年に ECB 総裁に就任後、同総裁はユーロを守るために必要なことは何でも実施しました。短期金利は 5 年間にわたりマイナス圏にとどめられ、いまだに終わりは見えません。ECB は先頃、インフレ率が目標値に確実に収束するまで金利を現行以下の水準に維持するという、無期限とも言えるカレンダーベースのガイダンスを提示しました。ところが市場では、ECB の決定は恒久的ではなく、ECB の力だけで経済を継続して活性化することはできない、との懸念が浮上しています。

ドラギ総裁は任期終盤の講演の中で、「金融政策は引き続きその役割を果たしていく。財政政策を担う政府がそれと並行して役割を果たす。それらの動きが現在よりも強まれば、金融政策の副作用は小さくなり、より高い金利への回帰は早まる」と主張しました。もちろん、財政支出が十分でないとの不満があり、ECB はマイナス金利に疲労感と苛立ちを隠せないように見えます。欧州の銀行株も確かに伸び悩んでいます。

ECB の新総裁に就任したラガルド氏は、マイナス金利の恩恵がなければ欧州の状況はもっと悪くなっていたはずだと考えています。新総裁にとって、新たな課題に対する取り組みについて新規の対策を講じる必要がある

ことに疑いの余地はありません。例えば、ECB が購入可能な債券がほぼ底をついていることも新たな課題の一つと言えるかもしれません。ECB がそうした壁に当たった場合には、購入の上限を引き上げる、株式を購入対象に加える、または赤字財政支出を増やす、といった措置が考えられます。いずれにしても、ECB はインフレを望んでおり、市場の利回りは、ブレグジットのような世界的リスクが後退していることもあり、若干の上昇が見込まれます。長期的に見て、ECB が、自らが規制する銀行の株式を流通市場で購入するために通貨を発行した場合、機能的に支障が生じるでしょうか。

**長期的に見て、ECB が、自らが規制する銀行の株式を流通市場で購入するために通貨を発行した場合、機能的に支障が生じるでしょうか。これについて当社は、最終目標であるインフレを促進するための正当な選択肢であると考えます。**

これについて当社は、最終目標であるインフレを促進するための正当な選択肢であると考えます。結局、銀行は国の財政の受け皿としての機能の良否によって評価されるのです。債務返済のために国が通貨を必要とする場合、同時に債務返済のために通貨を使用する市場からの信頼も獲得しなければなりません。ECB が規制下にある銀行の株式を購入してバランスシートを拡大する場合、まさに自らが操縦して「ヘリコプターマネー」を創出していると言え、銀行に蓄積されている資本全体の価格に影響を及ぼし、供給サイドのインフレやイールドカーブを操作することになります。高い金利への回帰は政府支出を抑制します。期待される金利上昇に伴うコストは、経済を通じて流れ込むヘリコプターマネーによる税収拡大で相殺されます。ECB はまた、「環境イニシアチブ」を裏付けとして各国が発行する、償還の必要がない特別な永久債を購入する可能性もあります。

ここでのポイントは、世界の問題を解決することではなく、環境へのシグナル（すなわち、規則）の変化で、同じ特性から発現した結果がどのように変化するかを見極めることです。この場合の特性を発現させるきっかけは量的緩和であり、これまではマイナス利回りと、デフレリスクを伴う容認できないほど低い成長という形でしか発現していませんでした。これはブレグジットのように慢性的に遷移する症状に見えますが、恒久的ではなく、長続きはしないはずで。

ブレグジットという氷塊は 3 年間にわたって立ちほだかっていましたが、最近の陽光はこれを急速に融解しています。英国議会はアイルランドとの国境問題に関する修正規則を盛り込んだ離脱案を承認し、EU は離脱期限を 2020 年 1 月まで延長することを認めました。12 月に行われた英国総選挙では、ジョンソン首相率いる保守党が地滑り的勝利を収めました。ブレグジットが正式に決定し（そして実現）すれば、英国にとって次のステップは、正式離脱後の EU との通商協議です。これは極めて困難な作業であり、「機能が停止するほどの」不確実性（と扇動的なヘッドライン）を伴うと思われ、氷塊を完全に溶かすにはさらなる暖かさが必要です。不確実ではあるものの、気候の予測は天気予報よりも正確に行えます。つまり、ブレグジットという天気を予測するのは難しいかもしれませんが、英国経済という全体的な気候は状況の進展に合わせて変化しており、英銀への投資を一段と下支えすると当社は考えます。この点についてはクレジット見通しの中でさらに考察します。

## 世界の資本証券

当社がカバーする世界の低位劣後債券は、1) 25 ドル額面の優先証券、2) 1,000 ドル額面の優先証券、3) コンティンジェント・キャピタル証券 (CoCo 債)、で構成されます。各セクターは革新性、成長性、満期構成の面でそれぞれ独自に進化しています。合計資産は 5,100 億ドルに上り、各セクターは成熟しつつありますが、固有の特徴を持ち、成熟度に応じて異なる動きを見せます。各セクターの最も重要な動きは、次々にコールがかかっていく状況の中でインカムを維持できるかどうかです。下表は、各セクターの今後 12 カ月のコールリスクと、足元の市場金利で償還した場合に予想されるインカムへの影響を数量化したものです。

### コールリスクと現時点で償還した場合のインカムへの影響

Income risk by sector			
	\$25 par	NoCo	CoCo
Average call years	2.50	6.25	3.88
Average coupon	6.00%	6.02%	6.63%
% callable <1 year	31.44%	0.32%	11.94%
% callable <3 months	24.51%	0.06%	2.56%
% callable <1 month	18.04%	0.04%	0.11%
<b>Est. income cost of call risk</b>	<b>-0.41%</b>	<b>-0.01%</b>	<b>-0.12%</b>
Est. coupon 1 year forward	5.59%	6.01%	6.51%

Source: Bloomberg, Spectrum Asset Management. As of November 18, 2019. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass.

リテール向け 25 ドル額面の優先証券市場はボラティリティが最も高く、コールプロテクションが最も低い特性があります。同セクターの新発債はいずれも 5 年以内の繰上償還条項が付帯しており、ほとんどが無期限の固定利率です。過去数年間に見られたように市場のスプレッドがタイト化し、金利が低下し、イールドカーブがフラット化すると、こうしたコールオプションは「ディープ・イン・ザ・マネー」の状態になります。金利が抑制された状況が長期化しインカム需要に対する圧力が高まると、多くの債券が過剰に買われ、利回りはマイナス圏に突入し、正味現在価値は最低水準となり、償還通知がなされることとなります。2019 年 10 月末現在、ICE BofAML Core Plus Fixed

Rate Preferred Securities Index (POP4) 構成銘柄の 20%以上で、利回りは過去最低のマイナスとなっていました。繰り上げ償還が行われた場合、マイナスの利回りでも節税効果の影響で損失はそれほど大きくない可能性があります。25 ドル額面の優先証券市場では、明らかに銘柄選択が重要であり、それは賢明な判断と言えます。

**繰り上げ償還が行われた場合、マイナスの利回りでも節税効果を考慮すると損失はそれほど大きくない可能性があります。25 ドル額面の優先証券市場では、明らかに銘柄選択が重要であり、それは賢明な判断と言えます。**

総合的にみて、リテール向けセクターはオプション調整後スプレッド (OAS) がマイナス圏で推移していることから割高です。下図は、投資適格のリテール向けセクター (ICE BofAML Core Fixed Rate Preferred Securities Index (POP2)) の OAS と、投資適格の機関投資家向けセクター (ICE BofAML U.S. Investment Grade Institutional Capital Securities Index (CIPS)) の OAS を比較したものです。

## 機関投資家向けセクターのスプレッドはリテール向けセクターよりも魅力的

### 投資適格のリテール向け優先証券と投資適格の機関投資家向け優先証券の OAS 比較



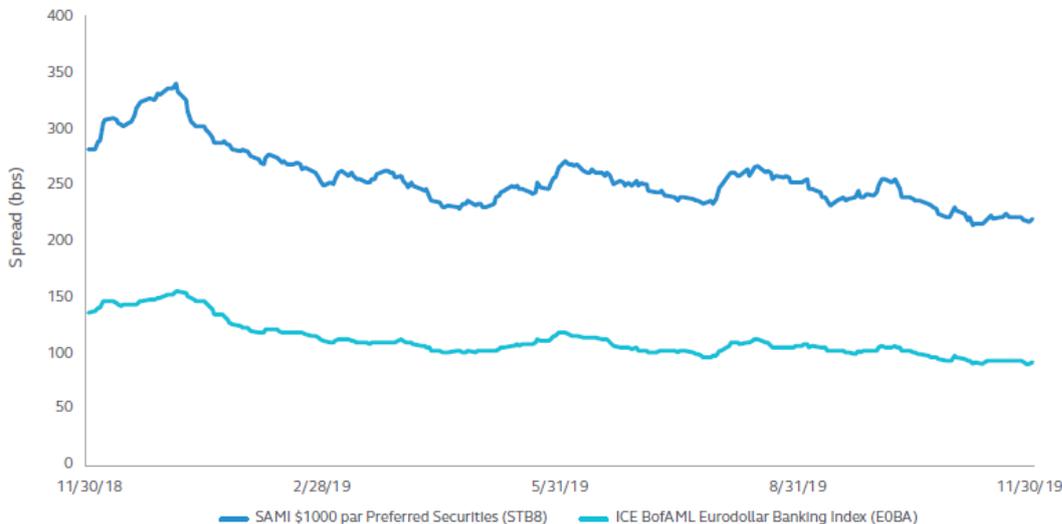
Source: Bloomberg. As of November 30, 2019.

上図は、機関投資家セクターのリテールセクターを上回る相対価値と、25 ドル額面の優先証券では証券選択が重要になることを明確に示唆しています。25 ドル額面の優先証券セクター全体の見通しは明るくありません。（前表に示すように）極めて高い繰り上げ償還リスクと、企業側に有利な借り換え環境が続くとこの当社予想により、この証券のインカムへの悪影響が予想されているからです。

1,000 ドル額面の機関投資家向け優先証券セクター（CoCo 債と区別するため、NoCo 債と呼ぶ）は、より上位の銀行債に対する相対価値を維持しています。この相対価値のファンダメンタルズこそが下位劣後債への投資の中核的な特性であり、恩恵をもたらす要素です。下図は、NoCo 債のより上位の銀行債と比較した相対価値を示しています。

## 当社はより上位の銀行債よりも、NoCo 債のスプレッドを選好

### 機関投資家向け優先証券とユーロダラー銀行債の OAS 比較



Source: Bloomberg. As of November 30, 2019.

当社がカバーするグローバル下位劣後資本証券の中で、NoCo 債の代表とするために、CIPS と ICE BofAML U.S. High Yield Institutional Capital Securities Index (HIPS) で構成される合成ベンチマークである、SAMI \$1,000 par Preferred Securities (STB8) を使用し、このベンチマークを ICE BofAML Eurodollar Banking Index (E0BA) と比較しました。中銀による景気刺激を目的とした利回り抑制のプロセスは進行中で、拍車が掛かっています。量的緩和が引き続き市場に大量の資金を供給して相場を押し上げることで、株式を中心に様々な資産価格が上昇し、ボラティリティ見通しが楽観的に変化するに伴い、価格上昇に応じてスプレッドはタイト化する見通しです。スプレッドの絶対水準が大きいほど、タイト化の余地は大きくなります。

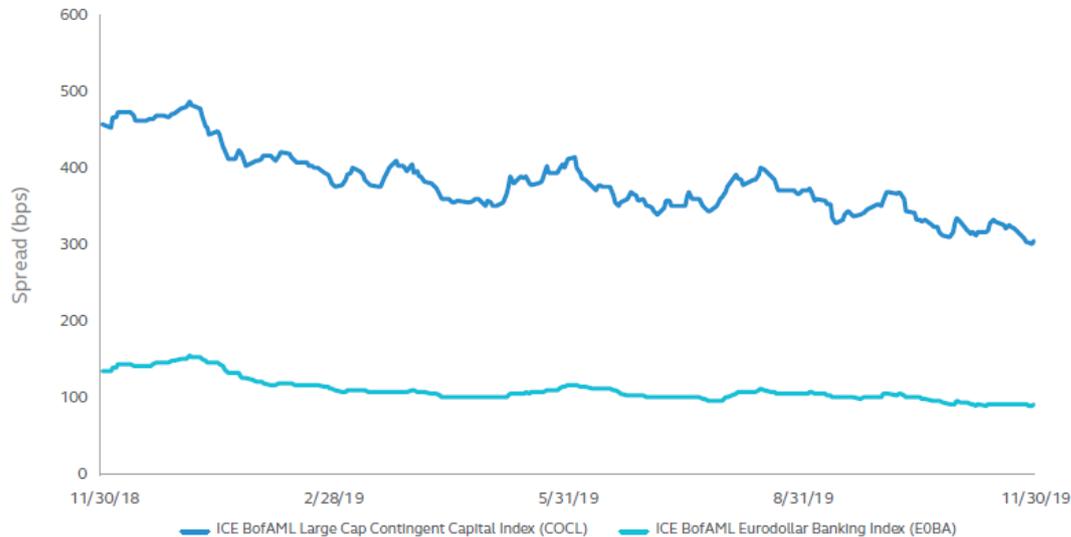
NoCo 債のスプレッドはサイクル・レンジの平均よりもタイトであるものの、CoCo 債を除くと、投資適格証券の中で最もワイドな水準にあります。

FRB が景気拡大サイクルの長期化を狙った金融政策の推進に再度コミットしているため、スプレッドのタイト化というテーマは 2020 年の当社の基本シナリオです。当社は、相対価値スケール上のスプレッドが過去最低を更新するまでに、NoCo 債の上位/劣後債の比較基準値対比のスプレッドはさらに 55bp タイト化する余地があると推測しています。スプレッドの 55bp のタイト化/ワイド化は、NoCo 債の平均時価総額の±2.6%の変動にほぼ相当することに留意してください。

欧州を中心に CoCo 債セクターでも、米国の Tier1 証券対比で利回りの絶対値が高いことから、同様にスプレッドのタイト化というテーマが展開される見通しです。下図は CoCo 債のスプレッドとより上位のグローバル銀行債の上位/劣後債セクターを比較したものです。

## ただし、相対的な魅力は CoCo 債が最も高い

### 大型 CoCo 債とユーロドル銀行債の OAS 比較



Source: Bloomberg. As of November 30, 2019.

当社は下位劣後債におけるCoCo債を提示するために、ICE BofAML Large Cap Contingent Capital Index (COCL) を使用し、同インデックスをICE BofAML Eurodollar Banking Index (EOBA) と比較しました。比較期間中に、より上位の銀行債のспредが63bpタイト化したのに対して、CoCo債のспредは115bpタイト化しました。とはいえ、CoCo債の相対価値は依然として魅力的であり、償還スケジュールからは同セクター内に、利率、繰り上げ償還日、利率改定時の基準спредの組み合わせにより、一部に独自の投資機会があることが示されています。

中銀の金融政策による流動性の押し上げに伴い、名目спред格差は縮小が予想されるため、優先証券の利回りと下位劣後債の利回りを比較した場合、CoCo債のспредは105bp縮小したとはいえ、魅力的であるように見えます。向こう1年間は、CoCo債の発行が限定されることもспред縮小の追い風になる見込みです。相対価値スケール上のспредが過去最低を更新するまでに、CoCo債セクターの上位/劣後債の比較基準値対比のспредは約85bpタイト化する余地があります。спредの85bpのタイト化/ワイド化は、CoCo債の平均時価総額の±2.8%の変動にほぼ相当することに留意してください。

**CoCo 債の相対価値は依然として魅力的であり、償還スケジュールから見るとこのセクター内には、利率、繰り上げ償還日、コール日以降の基準спред等の各種条件を勘案して、一部に魅力的な投資機会があることが示されています。**

## マクロおよびクレジット見通し

ジョー・ウルチウオリ、エグゼクティブ・ディレクター兼リサーチ・ヘッド

新たに英国首相に就任した保守党のジョンソン氏は大きなハードルを乗り越え、2020年1月31日までのEU離脱に道筋を付けました。ジョンソン首相の次の課題は今や、年末までにEUとの間で許容できる通商協定を締結することです。今後を展望すると、イタリアは再び連立政権が発足する中でも景気が低迷しており、これまでと同様に経済と政治面でのリーダーシップの問題に直面しています。

米国ではトランプ大統領の罷免を問う上院での弾劾裁判とともに、大統領選の年が始まりましたが、上院は共和党が優勢であるため最終的にトランプ大統領は罷免を免れる可能性が高そうです。選挙結果が米国経済に重大な影響を及ぼすことはないと思われま

す。高格付けの銀行債と金融以外の社債のファンダメンタルズは安定しています。中でも特筆すべきは、下位劣後資本証券の最大の発行体である銀行と保険会社が2020年も、欧州経済の減速、低金利、米国の選挙、予測不可能な貿易問題といったマクロリスクを乗り切るとの見通しにあることです。また、重要なことに、多くの企業が気候変動、社会不安、マネーロンダリングなどのESG上の課題に積極的に取り組んでいます。

### ブレグジットが実現

3年以上に及ぶブレグジットをめぐる混迷は、2019年12月の総選挙でジョンソン首相が信任され、同首相率いる保守党が議会で過半数を大きく上回る議席を獲得したことで、楽観的なムードの中で幕を閉じました。ジョンソン首相が労働党のコービン党首に対し地滑りの勝利を収めたことを受けて、不確実性は長引くとの見通しは後退し、ブレグジットの道筋が明確になりました。英国議会とEUによる強力な支援を踏まえると、英国は「ブレグジット実現」を公約としたジョンソン首相の下で、1月31日までに正式にEU離脱すると予想されます。ブレグジット関連の事業リスクは抑制されるでしょうが、ジョンソン首相にとって、貿易（アイルランドとの国境規制や関税譲許を含む）、安全保障、移民、その他EUとの関係の重要事項で2020年末までに最終的な合意を締結することが主要な課題となります。英銀は良好な資本水準と緩やかながらも一貫した収益性を背景に、ファンダメンタルズの面でブレグジットリスクに十分な備えがあることは注目に値します。英国経済はジョンソン首相とイングランド銀行の財政・金融刺激策により、一層の下支えが見込まれます。

**英銀は良好な資本水準と緩やかながらも一貫した収益性を背景に、ファンダメンタルズの面でブレグジットリスクに十分な備えがあります。**

### 英国経済と銀行の資本基盤はブレグジットに対し依然として抵抗力がある

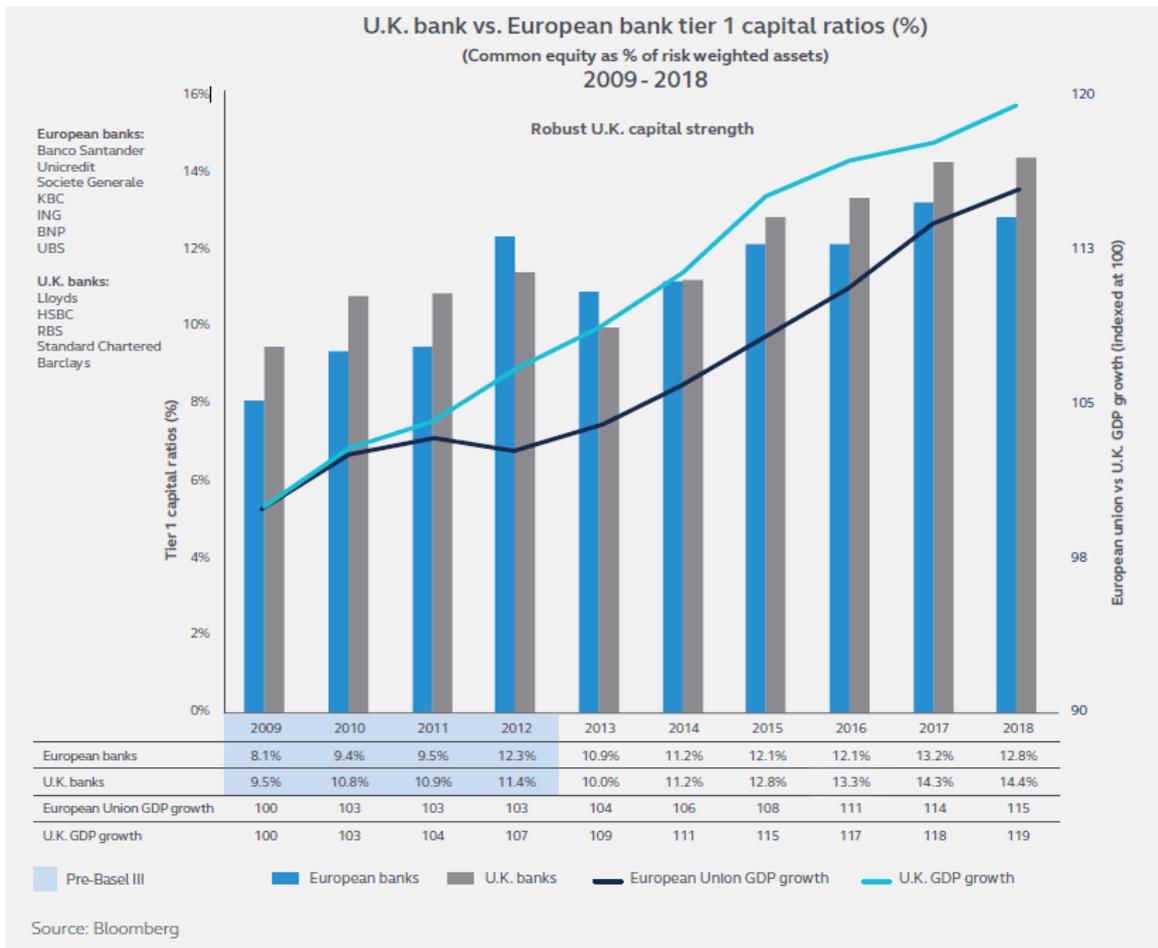
イングランド銀行は、2019年12月の英銀ストレステスト報告書で、「銀行、証券会社、保険会社からなる英国の金融システムの中核は、無秩序なブレグジットという最悪シナリオを含め、直面する恐れのある様々な経済・金融リスクに対して抵抗力を有し、備えがある」と述べています。さらに同中銀は、「一定の資産の質の悪化とグローバル・シナリオの深刻化を反映して、企業向けエクスポージャーの損失は従来のストレステストよりも高くなった。この点や銀行の基調的な収益性の弱さにもかかわらず（このため損失を利益で打ち消す能

力は減退)、ストレステスト参加の銀行7行と住宅金融組合の全てが依然としてハードルレートを上回った。主要な英銀全体の CET1 (普通株式等 Tier1) 比率は、2019 年のストレスシナリオを適用した後も、危機前の 2 倍以上の水準になるだろう」としています。

また、下図に示すように、EU と英国の経済はともに 2012 年のソブリン債務危機終了以降、拡大の一途をたどっており、銀行の自己資本指標も危機終了後に改善していることが見て取れます。特筆すべきことに、英銀の資本基盤は 2016 年 6 月に実施された国民投票での EU 離脱決定後もなお強固です。

## 欧州の GDP と銀行の自己資本：6 年間にわたり拡大の一途

### 英国と欧州の銀行の Tier1 自己資本比率の比較 (%)



## イタリアのデジャブ

「2019 年の見通し」の中で、当社はイタリアについて次のように指摘しました。

経済が成長していない点に加えて、脆弱な財政規律、政府の効果のない政策、連立政権の崩壊が繰り返される、といった問題が解消されていないため、イタリアに対して慎重姿勢を維持しています。

イタリアが抱える問題点、すなわち、景気後退局面に近い経済情勢と非効率な政策が、引き続き欧州の重石になっています。2018年6月に誕生した、左派の五つ星運動（M5S）と右派の北部同盟によるポピュリスト連立政権は、イデオロギーの対立から発足後わずか1年で崩壊しました。EU 懐疑派の同政権は、EU 基準の上限を上回る「2019年予算の財政赤字目標」をめぐるEUとの緊張も生み出しました。2019年8月に連立政権の一翼を担った北部同盟のサルビーニ党首（反EU）を排除後、M5Sとライバル政党である中道左派の民主党（PD）による新たな連立政権が樹立されました。これまでの多くの政権と同様に、新政権は財政面の取り組みを通じて景気改善に努めるとみられ、財政赤字が悪化せずに景気が浮揚することが望めます。やや中道寄りの政権に移行したことは好材料ながら、M5SとPDの連立政権が十分に長期間にわたり存続し、長引く景気低迷、労働改革、移民、高止まりの政府債務、徐々に改善しているものの脆弱な銀行セクター、といった課題に対処できるかは不透明です。ただし、イタリアの不安定な情勢が欧州と金融セクターに重大な影響を及ぼすことはなさそうです。

## 米国の選挙

トランプ大統領の就任以降、米国政府のスタンスは中道的からポピュリスト的なものに変化しています。大統領の独断的指導スタイルのせいで、ホワイトハウスに任命された政府高官が数十人も辞職や解任に追い込まれています。ねじれ議会に伴う政党間の対立、トランプ政権の一貫性を欠くメッセージ、大統領に対する弾劾裁判を背景に、米国では二極化が一段と進行しています。何れも社会主義的な主張をする民主党候補のバーニー・サンダース氏やエリザベス・ウォーレン氏が当選した場合には、国内の結束は期待できそうもなく、バイデン前副大統領のような穏健派の方が国内外の緊張をうまく安定させ、11年目に突入する景気拡大局面のさらなる延長が期待できると考えます。弾劾をめぐる劇場的な動向や他の政局混乱を除けば、選挙の年は米国にとって重大な経済イベントにはならないと思われます。米中通商協議、FRBの政策ガイダンス、市場の信頼感に注目が集まると予想されます。

## クレジットに対する楽観的な見方

2020年の経済見通しでは、選挙結果にかかわらず米国が好調を維持する一方で、欧州は景気低迷が深刻化するとしています。

「2019年の見通し」の中で、当社が指摘したのは以下の点でした。

規制動向は複雑化しているものの、銀行セクターの支援材料となっています。現在、システムリスクが金融危機前よりも低減したのは間違いありません。

大半の欧州銀のクレジット・ファンダメンタルズが安定しています。ラガルド ECB 新総裁は2019年12月に、「最近発表された経済指標と景況感指数は全体的に低調だが、ユーロ圏の景気減速は多少安定しつつあることを示唆している」と述べました。Spectrum Asset Management の見方では、ECBの金融緩和政策は従来ほど有効ではないため、欧州経済の一段の下支えには財政支出が必要になります。この点に関して、ラガルド総裁は「政策理事会は、EU加盟国が各国固有の事情を考慮した財政対応の想定と協調する用意があることを歓迎する」と付け加えました。

銀行セクターでは、低金利とそれが銀行の利益に与える影響が主要なテーマとなっています。金利収入が依然として主な収益源であることから、低金利による収益圧迫は、既存の融資が満期を迎え新規融資の利鞘が縮小するのに伴い、重大な問題となります。融資需要の伸び悩みも収入減につながっています。資産運用およびウエルスマネジメントの手数料等の非金利収入が、停滞する純金利収入に対抗するために多くの銀行が模索していますが、これは非常に競争の激しい事業です。投資銀行業務がもう一つの収益源の選択肢となり得ますが、安定性に欠ける当該事業において成功を収める欧州銀は限られています。資産の質と自己資本指標は向上しているものの、国や個別銀行によってばらつきが散見されます。依然として多くの銀行の不良債権は高止まりしており、次回の景気後退局面では収益の悪化に拍車がかかりそうです。

**米銀のファンダメンタルズは総じて欧州銀よりも好調です。**利益と資本基盤は全体的に良好で、資産の質も欧州の一部とは異なり危機後に大幅に改善しています。一方、欧州と同様に、低金利が米銀の収益を引き続き圧迫しています。銀行は継続的にコスト削減に取り組んでいるものの、恩恵の大半は既に達成済みです。加えて、デジタル技術への投資で経費負担増が続いています。米銀と欧州銀のコンプライアンス費用（アンチマネーロンダリング（AML）など、ESGのセクション参照）は数年前から増加しており、今後も減少することはないと思われます。コンプライアンス上の課題を抱える銀行を除き、ESGの課題は現時点でクレジットの決定要因にはなっていないと考えます。

**保険会社のバランスシートは健全で、規制自己資本は強固な水準にあり、資産の質は良好です。**

**保険会社のバランスシートは健全で、規制自己資本は強固な水準にあり、資産の質は良好だと考えます**（例えば、一般勘定において株式および非投資適格資産に対する配分比率は低い）。主要な保険会社の大半にとって、欧州におけるより堅牢なソルベンシーIIの自己資本規制への移行は対応可能です。保険業界では引き続きコスト合理化を進めており、市場感応度の高い商品（確定利付商品）を縮小し、テクノロジーに資金を投入しています。特に、生命保険会社は低金利を踏まえて、妥当なリスク調整後リターンへの創出に注力しています。「既存」の保険契約が徐々に満期を迎える中で、大手の生命保険会社は金利感応度の低い商品に移行しています。ヘッジは有効に機能しており、株式連動型保証を保険契約者に提供し（変額年金など）運用資産から手数料を稼得している会社を中心に、株式市場の上昇が多くの保険会社に恩恵を供与しています。

損害保険会社と再保険会社では、ハリケーン「ハービー」、「イルマ」、「マリア」に加えて、カリフォルニアの山火事、日本の台風など、2017年以來となる歴史的な自然災害による損失に対して、十分に吸収できる超過資本を有しています。堅固な資本基盤が概ね業界を大規模損失から保護していますが、大幅なキャパシティが保険料と収益性を圧力となってきました。それ以降、保険料は多くの事業ラインで底堅く推移しているものの、特に一部の推定保険請求額の引き上げの必要性から準備金の戻し入れの追い風が後退するのに伴い、米国での法的行為/費用負担の増加が収益の圧迫要因となり続けるかもしれません。

## ESG の重要性

気候変動といった重要な環境問題に対する認識の高まりに対して、より適切に対処し環境問題への認識に沿った事業展開を行うために、ESG 方針を導入する企業が増えています。一般に、環境問題に対する関心の高まりは、石炭・石油などの化石燃料の燃焼に伴う CO2 排出量の増加によって引き起こされたと考えられています。米国では積極的な措置を講じる州や企業が増えており、その傾向は特に公益事業で顕著で、多くの企業が「炭素排出量削減」目標を採用したり、太陽光や風力など脱炭素の再生可能エネルギーの拡充を図っています。全米 18 州で 700 万人以上の顧客にサービスを提供する、電力・ガス会社のドミニオン・エナジー（本社バージニア州）は、同社のウェブサイトで以下のように述べています。

弊社はクリーン電力を増やすことで、総炭素排出量と炭素強度（エネルギー生産単位当たりの炭素排出量）双方を大幅に低減しました。具体的には、2000 年から 2018 年末までに、炭素強度を 50%以上削減することができました。

ドイツを始め一部の欧州諸国でも、化石燃料から「クリーンな」再生可能エネルギーへの移行に向けた施策を実施しています。ドイツは 2011 年の福島第 1 原子力発電所事故以降、安全面の懸念を受けて、原子力発電の段階的停止に踏み切っています。

## 環境問題への関心の高まりを受けて、より適切に対処し環境対策に沿った事業展開を行うために、ESG 方針を導入する企業が増えています。

企業は社会問題への対応を進めているとみられます。オピオイド鎮痛剤、たばこ、タルクなど人に害を及ぼす恐れのある消費者向け製品のほか、香港で続く不当拘束などの人権侵害が問題となっており、香港では市民の抗議活動の鎮圧に中国軍部隊が出動するに至りました。

コーポレートガバナンスは企業にとって重要な責任であり、企業の環境・社会方針を一段と後押しするものです。ガバナンスには、経営監督、説明責任、財務状況の開示、株主の権利、取締役会の質が含まれます。とりわけ、コンピュータへの不正侵入や、金融などの合法事業における不正取得資金の隠ぺい等の犯罪活動を踏まえれば、リスク管理も重要になります。例えば、Amazon や Capital One などの企業では、脆弱なサイバーセキュリティー対策が原因で、過去数年間に何百万人も個人情報流出が生じました。また、欧州を中心に銀行などの金融機関は、頻繁にマネーロンダリングの標的とされています。規制当局による検査の強化が、銀行に AML のコンプライアンスに対する支出拡充を促しています。

## ■リスクおよび費用について

### 【リスク】

優先証券投資には、主に以下のようなリスクがあり、元本に欠損が生じるおそれがあります。

- 金利リスク：一般的に金利が上昇すれば値下がりし、金利が低下すれば値上がりするというように、金利変動の影響を受け価格が下落する可能性があります。
- 信用リスク：発行体の業績等の影響により、デフォルトもしくは利払いや償還金の支払が遅延し、これに伴い価格が下落する可能性があります。
- 流動性リスク：市場規模や取引量が少ない場合、組入銘柄を売買する際にファンダメンタルズから期待される価格で売買できない可能性があります。
- 期限前償還リスク：優先証券には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優先証券の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可能性があります。
- 為替変動リスク：外貨建資産については、外国為替相場が変動することにより損失が発生し、投資資産が下落することがあります。
- 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、価格が低下する可能性があります。

### 優先証券固有の投資リスク

- 法律制度上のリスク：優先証券に関する法律及び税制、その他制度上の変更等により、優先証券市場や運用方針に影響を及ぼす可能性があります。
- 利息/配当支払遅延（停止）リスク：優先証券には利息/配当の支払繰延（停止）条項がついている場合があります。但し、実際に繰延べ（停止）されても発行体の倒産に直結するものではありません。
- 弁済順位リスク：優先証券の弁済順位は、一般的に発行体の株式に優先し、普通社債には劣後します。また、優先証券の中には、一定の条件を下回った場合に元本の一部または全部が償還されないまたは株式に転換されるリスクを持つものがあります。
- 偶発転換社債(CoCo 債) 等に関わるリスク：偶発転換社債 (CoCo 債) 等には、監督当局が発行体を実質破たん状態であると判断した場合や発行体の自己資本比率が一定水準を下回った場合等に一定の条

件を満たした場合、CoCo 債の元本の一部またはすべてが削減される、または発行体の株式に転換されるリスク等があります。この場合、CoCo 債等の価格が大きく下落する場合があります。株式への転換条項が付された CoCo 債が一定の条件を満たし、株式への転換が行われることになった場合、CoCo 債の価格が大きく値下がりしたうえで、株価変動リスクを負うことになります。

#### 【費用について】

受託資産残高に対して年率0.55%（税抜）を上限とした投資顧問報酬がかかります。投資一任契約に基づいて投資信託に投資する場合には、上記の投資顧問報酬は年率0.10%（税抜）を標準とします。但し、年間運用報酬が1,000,000円に満たない場合には1,000,000円を標準とします（いずれも税抜）。なお、投資信託の中で最大で0.022%の受託報酬および0.40%の管理報酬が控除され、このほかに売買手数料や希薄化防止賦課金などが発生しますが、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。

**上記は一般的な説明であり、お申込みの際は、契約締結前書面を必ずご覧下さい。**

## ■重要な情報

当資料は、投資一任契約に基づく当社の戦略の情報提供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していますが、適用法令にて規定されるものを除き、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。当資料中の分析、意見等はその前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。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。

また、当資料中の情報はあくまでも投資に関する一般的なものであり、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。当資料中の情報は貴社の投資目的、特定なニーズ、または財政状況を考慮したものではありません。投資判断をする前には、その投資がお客様の投資目的、特定なニーズ、および財政状態にとって適切であるかをご検討ください。

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：<http://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