

本資料は、スペクトラム・アセット・マネジメント(スペクトラム)が実施したウェビナー「Q2 Spectrum Preferred and Capital Securities Update Webinar」(2022年4月20日実施)を基に、プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社が翻訳および要約したものです。

## Q2 Spectrum Preferred and Capital Securities Update Webinar

2022年4月20日

### 質疑応答

#### マクロ環境および金利見通し

Q: 今後のインフレの見通しについて。すでにピークは越えたか。

A: 過去数十年でも類を見ない状況のため見通しは不透明。より重要な点は、米連邦準備理事会(FRB)の金融政策がインフレを抑制できるかどうか。FRBは雇用市場や経済成長への影響を最小限に留めつつインフレを抑制すること、すなわちソフトランディングは可能との見解を示しているが、過去の事例を見るとインフレ抑制のために金融引き締めが実施された後は雇用市場が低迷し需要が減少していることが分かる。ただし、過去と比べて異なるのはテクノロジーが大きな変革をもたらした点であり、今後も成長やイノベーションを促すと考えられることから、スペクトラムでは長期的な米国経済やグローバル経済に対する見通しは楽観視している。また、債券投資の観点でも、一時的に厳しい市場環境になることが想定されるものの一段落すれば投資環境はさらに改善し、向上したインカム収入を享受できると考えている。

Q: 中央銀行は経済成長を犠牲にせずにインフレを抑制することは可能か。言い換えると、ソフトランディングは可能なのか。もしくは景気後退やスタグフレーションは避けられないのか。

A: 1950年代、1970年代、1980年代といった過去のインフレ環境下でFRBは利上げを実施してきた歴史があるが、多くの場合、利上げ後に雇用市場が低迷し、その後景気後退に陥っている。ただし、足元の状況は過去と比べてやや異なっており、人手不足が続くなど雇用市場は順調に回復しているほか、新たなテクノロジーが成長やイノベーションを促すと考えられることに加え、コロナ禍が仕事や生活にもたらした構造的な変化による生産性の向上が経済にプラスに寄与すると考えられる。インフレが高止まりするとともに景気後退に陥る局面も一時的にあり得ると思うが、長期的には経済に対する見通しは楽観視している。

Q: 米国債のイールドカーブのフラット化/スティープ化に対する今後の見通しについて。

A: 2年国債利回りは金融引き締めで先行して上昇しており、政策金利(フェデラル・ファンド・レート)が同水準まで引き上げられると、2年から30年までの年限にかけてイールドカーブは概ねフラットな状態になり、さらに一部の年限については逆イールド(長短金利の逆転)が発生する可能性がある。また、金利引き上げを背景に景気低迷に至ることも想定される一方、その時点では既にインフレは抑制されていることが見込まれ、歴史的に見るとFRBの金融政策が引き締めから緩和へと舵を切る可能性が出てくると考えられる。

### 優先証券市場見通し

Q: FRBのタカ派姿勢は市場に完全に織り込まれているか。もしくは、債券市場が今後さらに下落することはあり得るのか。

A: 米2年国債利回りは年初来で約200bps近く上昇していることなどから、完全にではないものの概ね織り込まれていると考えている。加えて、優先証券の新発市場を見ても同様の傾向が伺える。Bank of Americaが発行した優先証券を例にとると、1月に発行した銘柄はクーポンが4.375%、約5年後の初回コール日にコールされなかった場合に適用されるバックエンド・スプレッドが5年物米国債コンスタント・マチュリティー金利+2.76%だったのに対し、直近で発行した類似証券はクーポンが6.125%、バックエンド・スプレッドが5年物米国債コンスタント・マチュリティー金利+3.231%となっており、FRBのタカ派姿勢およびそれに伴う金利上昇は確実に織り込まれていると思われる。なお、米国の銀行が発行する優先証券のクーポンが6%台であることから、1月以降目立った発行の無い米ドル建てのCoCo債について、欧州の銀行が発行を再開した場合には7%台のクーポンが期待できる。足元ではマイナスだった米国債の実質金利が上昇し標準的な水準に回帰する過程のなかでリターンが低迷して厳しい市場環境となった一方、クーポン水準が向上し債券投資家にとっては非常に好ましい結果ももたらしている。

Q: 足元の市場環境下における債券投資および優先証券の短期的および中期的な見通しについて。

A: リターンの観点で、直近のピークから大幅に下落している投資適格社債を含め、債券市場全般にとって厳しい市場環境であることは間違いない。ただ、債券はその種類によって特性が異なり、優先証券はその特性から足元の市場環境において相対的な優位性は高いと考えている。例えば、優先証券は発行日から初回コール日までは固定利付で、コールされなかった場合には米国債コンスタント・マチュリティー金利に連動する変動利付に移行する構造が主流であることから、金利上昇局面におけるデュレーションによる影響に鑑みると、満期一括償還の長期債・超長期債が多い投資適格社債に投資するよりも相対的に高いパフォーマンスが得られると見込まれる。また、債券がコールされ、より高いクーポンの債券に再投資する機会が想定される点も、投資適格社債に対する優位性の一つとして挙げられる。このような特性から、今後12~18ヵ月の優先証券のパフォーマンスはプラスリターンになると想定している。

Q: 優先証券市場における2022年内の最大のリスクは何か。

A: 最大のリスクは、ウクライナ情勢がさらに悪化し、西側諸国に悪影響がさらに波及することが挙げられる。例えば、足元で落ち着いている欧州の銀行や保険会社などのスプレッドが大幅に拡大し、その影響

が米国の銀行にも波及するといった予期せぬ結果につながることは、蓋然性は低いもののリスクシナリオとしては視野に入れておく必要はある。

加えて、こちらも2022年内にリスクとして顕在化する可能性は低いものの、インフレが高止まりし、かつFRBが拙速にバランスシートの縮小および利上げを実施することで起こり得る景気低迷も大きなリスクの一つとして挙げられる。FRBがインフレ抑制と経済成長のバランスを見誤った金融政策を実施すれば、ボラティリティの上昇およびスプレッドの拡大が起こり得る。

### セクター見通し

Q: 欧州の銀行が発行するCoCo債は米国の銀行のもの比べてスプレッドが厚いとのことだが、スプレッドを厚くする必要があるほど欧州の銀行の状態は米国の銀行よりも悪いのか。

A: CoCo債の構造上、利払いの繰延・遅延リスクが米銀の優先証券よりも高いことから、そのリスクに応じてスプレッドが厚くなっているというのがそもそもの背景。

なお、欧州銀行の資本増強が進みCoCo債の安全性は以前にも増して高まっており、欧州中央銀行(ECB)は、安全性が大幅に高まった反面、CoCo債が本来期待されるゴーイング・コンサーン(継続企業的前提)時の資本としての役割を果たすまでに至らないという見解を直近、示し始めており、CoCo債の構造を再考し自己資本のトリガー水準を引き上げることを含め議論が開始されている。仮に新しい構造のCoCo債の発行が現実のものとなった場合、既存のCoCo債は従来型ティア1証券の事例と同じように発行体の負債管理目的の対象となることや相対的に安全性が高まることが想定される。

Q: CoCo債の足元のバリュエーションに対する見解について

A: 投資魅力度は高いが、新発債がセカンダリー市場に及ぼす影響をリスクとして見極める必要がある。前述のBank of Americaの優先証券を例に見ると、スペクトラムではクーポンが5.875%程度に設定されてもおかしくないとも想定していたが、実際には投資家寄りにクーポンが6.125%で条件決定し、大型起債を消化した。米銀と比べ欧州の銀行のCoCo債のクーポンはおよそ1%程度高くなるのが通常であることから、今後新規発行されるCoCo債のクーポンが7%台になることが予想される。実際にこのクーポン水準で新発債が発行された場合、既存のCoCo債の債券価格が新発債の条件に沿って再評価され、価格が調整する可能性がある。

Q: 保険会社の発行するティア1証券(RT1証券)について

A: CoCo債の市場規模が2,000億ユーロ超であるのに対し、保険会社のティア1証券(RT1証券)の市場規模は300~400億ユーロ程度となる見通しで、相対的に市場規模は小さい。直近ではAllianzが複数のティア1証券を発行した。一方、保険セクターの従来型ティア1証券については円滑な移行のために設けられた猶予期間が2026年に終了し規制上のティア1資本としての資格を喪失することから、今後2026年にかけてRT1証券の新規発行が増加すると予想される。

Q: 米国の地方銀行が発行する優先証券に魅力的な投資機会はあるか。また、地方銀行は地域レベルでの預貯金および貸し出しが事業の根幹であることから、金利上昇はプラスに働くか。

A: ポートフォリオによっては源泉徴収税が課されるため、投資対象とはしていない。さらに、市場規模が小さく流動性が低いという特性上、Bank of America、Citi Group、Wells Fargoといった大手銀行と比較しても割高な水準で取引されることが多く、投資魅力度も低いと考える。

### スペクトラムのパフォーマンスの振り返り

Q: 債券市場に逆風が吹く中で、スペクトラムの優先証券戦略は持ちこたえ、相対的に堅調だった。その要因は何か。

A: 最も大きなプラス要因の一つとして、CoCo債での銘柄選択が挙げられる。ロシアの銀行やロシアへのエクスポージャーが非常に高い銀行を保有していなかったことや、Societe GeneraleやUniCreditといったウクライナ情勢の悪化による影響が懸念され売りが優勢となった銘柄のエクスポージャーが限定的だったことが奏功した。また、デュレーションの観点での銘柄選択もプラス要因の一つであり、戦略的に初回コール日までの期間が10年後の銘柄よりも5年後と短い銘柄を選好していることや、金融環境が相対的に良好で新発の需給が逼迫していた2021年第3四半期から第4四半期にかけて新規発行されたクーポンが低くスプレッドの縮小した銘柄への投資を避けたことも奏功した。

一方で、主なマイナス寄与要因は、相対的にデュレーションが長くポートフォリオの約30%超を占める保険銘柄で、劣後債についても同様の理由でマイナスに寄与した。

Q: 2022年第1四半期にCoCo債の指数が非CoCo債の指数をアンダーパフォームした一方で、どのようにしてスペクトラムはCoCo債の中で銘柄選択による超過収益を獲得できたのか。

A: ポートフォリオで保有するCoCo債のパフォーマンスは指数対比ではマイナスリターンが抑えられアウトパフォームした。指数のパフォーマンスが軟調だったのはロシアの銀行が構成銘柄に含まれていた影響が大きいが、仮にロシアの銀行を除いたとしてもポートフォリオのパフォーマンスは上回っていたと考えている。これは、2016年から2018年にかけてクーポンやバックエンド・スプレッドの水準が高い時期に発行され、2022年から2023年にかけて初回コール日を迎える銘柄など、相対的にデュレーションが短いCoCo債を多く保有していたことに起因する。

### スペクトラムのポートフォリオ戦略

Q: 2022年の戦略のポジショニングについて。また、焦点を当てている事は何か。

A: 金利リスクの削減に焦点を当てている。2020年時点で米10年国債の利回りが極端に低くかつ実質利回りもマイナス圏で推移していたことから、2021年年初から金利が上昇するという見通しを持っていた。結果としてポジショニングの変更がやや早すぎた点は否めないが、金利上昇を想定したポジショニングへの移行を2021年から開始した。2022年第1四半期についてもこの方針を継続しており、デュレーションの長い銘柄を売却し、CoCo債についてもクーポンやバックエンド・スプレッドが低水準かつデュレーシ

ンの長い銘柄からよりクーポンの高い銘柄へ入れ替えるなど、デュレーションの短期化を図り、絶えずポートフォリオの中身を向上させる機会をうかがっている。

Q: ポートフォリオ特性および優先証券が金利上昇局面で相対的に優位である理由。

A: ポートフォリオ特性は、足元でクーポン:約5.6%、直接利回り:約5.5%、最低利回り:約5.0%となっており、過去と比較してもかなり高い水準にある。また、クーポンのタイプ別の保有比率では、固定金利から変動金利に切り替わる種別(米国債コンスタント・マチュリティー金利に連動する変動利付に移行する構造が主流):約52%、固定金利から変動金利(Liborなどに連動):約23%、変動利付:約7%、固定利付:約10%となっており、ポートフォリオの大部分が初回コール日以降にクーポンが変動利付へとリセットされる構造となっていることが、金利上昇局面における優位性の背景にある。金融危機以前であれば約80%が固定利付債であったが、ドッド・フランク法やバーゼルⅢ適用以降で市場の構造が大きく変化したことを受けて、固定利付から変動利付へとクーポン種別の主体をシフトしたことにより、金利上昇局面に備えとして機能するポートフォリオ特性となっている。

Q: 今後FRBによる政策金利の引き上げが想定される中で、戦略のポジショニングをどのように調整していく予定か。

A: 高いクーポンおよび優先証券の構造が最大のディフェンスであると考えていることから、これまでと同様に今後も金利上昇を念頭にポジショニングを調整していく予定。具体的には、魅力的な投資機会があれば、相対的にクーポンが低くかつデュレーションが長い銘柄から、よりクーポンの高い銘柄への入れ替えを行う。また、前述の通り、今後新規発行される優先証券のクーポンが相対的に高くなり、投資機会が以前よりも増加すると予想されることから、CoCo債を中心に新発債の組み入れも行う予定。

Q: 当該戦略の2022年の想定トータル・リターンについて。また、足元の環境は優先証券に投資する好機かどうか。

A: 株式市場は様々なバリュエーション指標で見ても割高な状態。一方、債券市場/クレジット市場は、株式市場に先行してインフレやその他の将来的な問題をすでに織り込み始めており、前述のBank of Americaの優先証券の例にもある通り、新発債のクーポンは既に大幅に引きあがっており、金利上昇局面における優位性も考慮すると優先証券への投資は長期的に見ればポジティブであると考え。想定されるトータル・リターンについては、ポートフォリオが4月時点で年初来で-6%弱のマイナスリターンとなっているものの、スプレッドの拡大/縮小が落ち着いてくれば、年末までに年間リターンが-1.0%から-2.0%のマイナスリターンにまで回復すると見込む。

Q: 総じてデュレーションが長い保険銘柄について、足元の市場環境に鑑みて、ポートフォリオでの保有比率を引き上げるもしくは引き下げる予定はあるか。

A: 発行体のクレジットの観点からは、長引く低金利環境下で収益が圧迫されていたことから、金利上昇は保険セクターにとっては全般的にポジティブ。また、新型コロナウイルスによる死亡保険金請求の上

昇や気候変動により自然災害が多発しているにも関わらず、保険会社側の価格決定力が高く保険料を引き上げられていることなどから、自己資本比率は健全な水準を維持している。保険セクター自体のクレジット・ファンダメンタルズは向上しており、保険銘柄のパフォーマンスが低調なのはあくまでデレシオンによる影響が大きく、いずれ投資魅力度が高まる時期が来ると考えている。加えて、スペクトラムでは、保険会社の格付けが一般的に高い点や、一部の保険銘柄については初回コール日にコールされなかった場合に適用されるバックエンド・スプレッドがステップアップする構造となっていることに加え、S&Pが付与する資本性割当部分(エクイティ・クレジット)を喪失することから、10年後の初回コール日にコールされる蓋然性が高く、期間延長リスクが限定されるといった点を選好している。

Q: 金利感応度の高いセクターであるREITや、資本集約型のセクターである公益事業、エネルギーのエクスポージャーおよびそれらに対する見解について。

A: REITについては、ポートフォリオによっては源泉徴収税が課されるため、投資対象とはしていない。公益事業については、ポートフォリオでの保有比率は約7.5%。規制の多いセクターである点や、日常生活に必要不可欠であることから価格決定力が高く、金利負担の支払能力が高かつキャッシュフローが安定的である点、非金融セクターとして優先証券ポートフォリオの分散投資に資する点、さらに金融セクターと比較してボラティリティが低い点を評価している。ただ、相対的にデレシオンが長く、金利上昇による影響を受けやすいことに留意した上で組み入れる必要がある。エネルギーについては、大手メジャーであるBPを除き、石油や天然ガスの探査・生産に携わる企業への投資は行っていない。保有しているのは主にパイプラインによる石油や天然ガスの輸送に携わる企業で、原則として長期契約を締結し事業を行っているほか、輸送にのみ携わることから、石油や天然ガスの探査・生産に携わる企業と比較して商品市況による影響を受けにくく、相対的にボラティリティが低い点を評価している。

当資料中の意見、予測および運用方針は作成時における判断であり、将来の市場環境の変動等により変更されることがあります。また将来起こりうる事実や見通しを保証するものではなく、実際の実績等はここに記述されるものと大きく異なる場合があります。

## ■リスクおよび費用について

### 【リスク】

下記は優先証券投資に伴う、一般的なリスクを記載したものであり、すべてのリスクを網羅するものではありません。また、これらリスクにより元本に欠損が生じることがあります。

- 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)等に関するリスク: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に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。

本資料に記載の主なリスクは一般的な説明です。各投資対象や手法によっては固有のリスクがあり、元本に欠損が生じるおそれがありますので、特定投資家以外の投資家のお客様は契約締結前書面等の内容を必ずご覧下さい。

## 【費用について】

### 直投スキームを採用する場合

下記の料率表は、当戦略の投資一任契約に係る標準的な運用報酬体系であり、資産残高に応じた通減料率となります。運用報酬の他に売買手数料、証券保管費用等が発生しますが、運用対象、運用状況等によって変動するため、料率や上限額を事前に表示できません。なお、運用対象、運用方法、運用制限等により標準料率の範囲内で個別協議のうえ報酬額を取り決めることがあります。

資産残高(時価ベース)	最大運用報酬(年率・税込)
50億円までの部分	0.605%
50億円超250億円まで	0.550%
250億円超1,000億円まで	0.495%
1,000億円超	0.440%

### ファンド組入れスキームを採用する場合

当戦略は、投資一任契約資産からスペクトラム・アセット・マネジメントが運用する外国籍ファンド(アイルランド籍)に投資する方法でもご提供可能です。この場合の諸費用は以下のとおりとなります。

諸費用	標準料率
投資一任契約に係る運用報酬(消費税10%を含む)	年率最大0.11%または年間110万円のいずれか大きいほう
ファンド管理報酬	ファンド全体の純資産総額の年率0.40%
ファンド受託報酬	ファンド全体の純資産総額の年率最大0.022% ただし、年間最低受託報酬額は1万5千米ドルとします。

上記のほか、その他の費用(売買手数料、証券保管費用等)が発生しますが、運用対象、運用状況等によって変動するため、料率や上限等を事前に表示できません。また、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。

また、買付あるいは解約申込時に、希薄化防止賦課金が適用される場合があります。本賦課金の額は市場環境等を考慮し計算され、有価証券の売買に伴う費用等に充当されます。

本資料に記載の運用報酬等の費用は一般的な説明です。弊社との投資一任契約の締結をご検討頂く際に、特定投資家以外の投資家のお客様は契約締結前書面等の内容を必ずご覧下さい。



## ■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。

当資料に掲載の情報は、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、意見および予測等は作成時における判断であり、市場環境等によって運用方針が予告なく変更されることがあります。

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。

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

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

広告資料:2189226

(EXP:2022/12/31)