

2022年グローバル市場見通し

ピークを過ぎて

プリンシパル・グローバル・インベスターズ株式会社

昨年の本レポートでは、今後の投資環境について、極めて明るく、楽観的な見通しを描いており、「世界各国の持続的な金融刺激策と豊富な財政支出に支えられ、また（中略）テールリスクの低減も追い風となり、資本市場はここ数年間で最も良好な状態になっています」と書きました。米国をはじめとする先進国の株式市場は、2021年は概ね好調に推移しました。ワクチン接種率の加速により新型コロナウイルスの最悪期は過ぎたと見られ、リスク資産価格は上昇し、投資家に素晴らしいリターンをもたらしました。

2022年は、投資家は全く新しい一連の課題に直面しています。世界の経済成長が恐らく頭打ちとなった中で、各国中央銀行が景気刺激策の縮小に舵を取り始め、そしてほぼ30年ぶりに、ポートフォリオは供給不足に起因するインフレ圧力に直面しています。堅調な個人支出、強固なバランスシート、世界の供給動向の緩やかな回復から恩恵を受ける企業を中心に、投資機会も存在していますが、景気回復ペース加速の「ピークを過ぎた」投資環境を乗り切るには、投資家はこれまで以上に見識のあるアプローチが求められるでしょう。

今回の市場見通しでは、こうしたアプローチに関し、投資家が2022年のグローバル市場における投資機会を検討する上で重要な5つの問いに沿って考察します。

PRINCIPAL GLOBAL INSIGHTS TEAM

Todd Jablonski, CFA
CIO, Asset Allocation

Seema Shah
Chief Global Strategist

Kara Ng, Ph.D
Global Economist

Scott Payseur, Ph.D
Dir. of Quant Multi-Asset Research

Han Peng, CFA
Sr. Quant Economic Analyst

新型コロナウイルスは2022年も市場にとっての脅威であり続けるか？

2022年に、世界のワクチン接種率は感染拡大を抑制する水準に達し、もはやパンデミックが市場の話題を独占することはないと思われる。しかし、世界の需要に重大な影響を及ぼすことはないとはいえ、サプライチェーンのボトルネックを解消し、ひいては高まる価格上昇圧力を緩和させるためには、ワクチン接種を引き続き進めていくことが極めて重要である。

2020年初頭に、市場を急落させたのは新型コロナウイルスの感染拡大とそれに伴う世界的な経済活動の停止でしたが、2021年を通じて見られた市場を大きく押し上げたのは先進諸国での経済活動の再開でした。欧米でワクチン接種が積極的に進められたことで、各国政府がロックダウンを解除し、制限を緩和したおかげで、多くの経済分野の活動が急回復しました。

ワクチン接種率は既にながりの水準に達しているため、2021年のワクチン普及ペースが2022年にさらに加速し、活動再開に伴って需要が一段と高まる蓋然性は低いでしょう。こうした観点から、2022年に新型コロナウイルスが先進国市場のストーリーの中心となることについては疑問視されます。

新型コロナウイルスに関しては需要面の考察だけでは不十分

投資家にとっては、別の角度から検討する必要があります。世界の需要パターンは新型コロナウイルスをめぐる動向と密接に結びついています。繰り返される感染拡大の影響とそれに伴う活動停止は、サプライチェーンのボトルネックを引き起こし、現時点において広範な混乱をもたらしています。

例えば、東南アジアでは多くの国がゼロコロナ政策を取っており、従業員から陽性者が出た工場は一時閉鎖され、乗組員が1人でも感染した船は港の外で待機となり、少人数でもクラスターが発生すると町全体が封鎖されます。こうした混乱がグローバルなサプライチェーン全体に波及し、多くの企業の供給制約要因となっています。納期が記録的な長さになり、投入原価が上昇している影響で、世界的にインフレ率が異常に上昇しています。新型コロナウイルスは、明らかに世界の供給網とインフレ率に極めて深刻な影響を与えています。

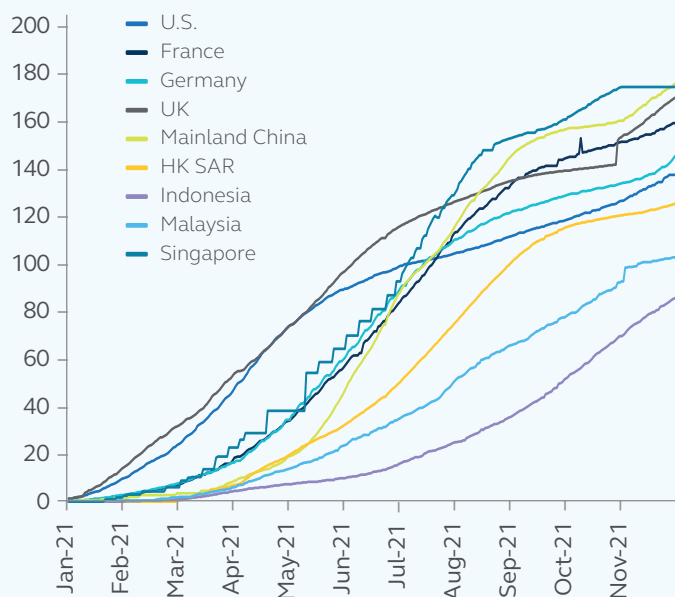
2022年に供給の制約が緩和されるには、ワクチン接種率の上昇がカギを握る

ワクチン接種のペースが加速している新興国では、2022年には新型コロナウイルスに対する耐性が高まり、厳格な封じ込め政策が緩和されると予想されます。これは、新興国で新型コロナウイルスを背景とする経済活動の活発化が今後も見込まれ、経済活動再開をテーマとする魅力的な投資機会が引き続き存在することを意味します。また、工場や港が閉鎖される頻度も減少すると思われます。新型コロナウイルスをめぐるセンチメント改善に伴って、世界の消費者需要が財からサービスにシフトすると予想されることもあり、サプライチェーンのボトルネックは徐々に緩和されるでしょう。オミクロン変異株によってボトルネック解消が遅れ、回復ペースが低下する可能性があることもあり、年明け早々に完全に正常化とはいえないかもしれませんが、少なくとも深刻な物価上昇圧力は軽減されると思われます。

供給網の混乱は、企業の利益率や収益に直接影響します。そのため、新型コロナウイルスは、もはや明白な破壊的脅威ではないかもしれませんが、世界の供給動向、世界のインフレ圧力、世界市場の道筋に今後も影響を及ぼし続けるでしょう。

新型コロナウイルスワクチンの接種状況

人口100人当たりのワクチン総接種回数
(2021年1月～現在)



Source: Bloomberg, Principal Global Investors.
Data as of November 30, 2021.

FRBは「一時的」インフレの長期化に対してどの程度の忍耐力があるか？

目先のインフレの脅威は、米連邦準備制度理事会（FRB）に様子を見ながら余裕を持って判断することは出来ないことを示唆している。しかし、長期的なインフレ期待がFRBのインフレ目標と合致するのであれば、そして特に労働市場の完全回復が確保されるのであれば、FRBには政策を緩やかに引き締める余裕が生まれよう。

先進国の中銀は、インフレ率の上昇が一時的であるとして物価動向を見守ることを強調していましたが、多くは金融政策の正常化に向けて準備を進めているようです。FRBは資産買い入れを段階的に縮小して2022年の早い段階に終了し、続けて利上げに移行すると見られます。目先のインフレの脅威は利上げの早期開始の論拠となっていますが、2022年に物価上昇圧力の緩和が予想され、FRBが景気拡大の長期的な持続性を重視していることから、利上げサイクルは緩やかなものになると思われます。

「一時的」の撤回を急ぐべきではない

世界経済はパンデミックから広く回復していますが、傷跡はまだまだ残っています。経済活動再開に伴う需要急増と、新型コロナウイルスによる生産の混乱が重なった影響で、深刻な需給の不均衡が生まれ、結果的にあらゆるセクターで物価上昇圧力が急激に高まりました。2021年は主要中銀の間で「一時的」という言葉が流行しましたが、各国中銀はインフレ圧力が高止まりすると見通しを改めており、足元では「一時的」の撤回に躍起になっているようです。

とはいえ、営業再開時の販促グッズなど、インフレを押し上げる幾つかの要素は持続不可能であるため、物価上昇圧力は2022年上半期にも峠を越える見通しです。確かにサプライチェーンは複雑であり、問題がすぐに解消されるわけではありませんが、供給網の混乱に起因する深刻な物価上昇圧力も近いうちに緩和し始めると予想されます。

それでもFRBは、経済活動再開やサプライチェーン問題とはほとんど無関係の品目にまでインフレ圧力が拡大することを明らかに懸念しており、パンデミック収束以降も目標を上回るインフレ率が持続し、2023年によく2.5%に落ち着くと予想しています。

インフレ率の高止まりが長期化することで、インフレ期待に影響が及ぶことも懸念されます。しかし、米国のブレイクイーブン・インフレ率は、5年以上の長期的なインフレ期待が引き続きFRBのインフレ目標の付近にとどまっていることを示唆しています。各国中銀はインフレとの闘いに負けたわけではありません。

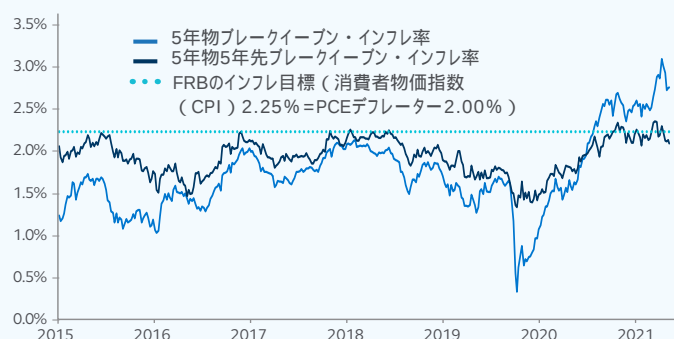
FRBが必要としているのは景気拡大の長期化であり、景気の過熱ではない

パンデミックからの回復期には、FRBは雇用の最大化を重視し、労働市場の広範囲にわたる改善を目指していました。ところが現在、需要が急速に回復しているにもかかわらず、パンデミックの期間中に仕事を失った300万人近い労働者が依然として復職していません。労働市場が完全に回復するために必要なのは景気拡大の長期化であり、景気の過熱ではないことがますます明らかになっています。

目先のインフレ脅威は迅速な対応、すなわち2022年の利上げの裏付けとなっていますが、一方で労働市場の完全回復を達成するためには、景気拡大局面を早期に終了させない、極めて緩やかな利上げサイクルが求められます。

米国のブレイクイーブン・インフレ率

5年物ブレイクイーブン・インフレ率と5年物5年先ブレイクイーブン・インフレ率（2015年～現在）

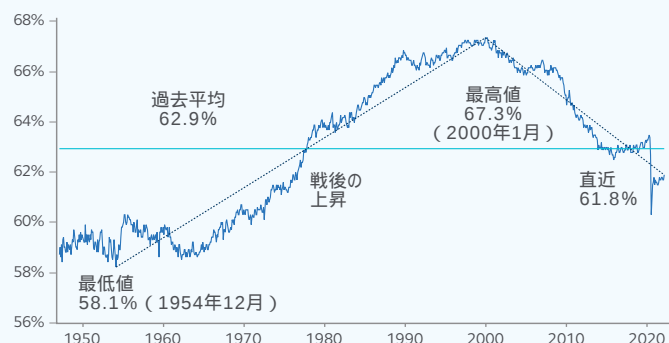


Source: Bloomberg, Principal Global Asset Allocation.
Data as of December 13, 2021.

当資料中の意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく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。

労働参加率

生産年齢人口に対する就業者+完全失業者の割合（1945年～現在）



Source: Clearnomics, Bureau of Labor Statistics, Principal Global Investors.
Data as of December 3, 2021.

高水準にある株式のバリュエーションは市場の調整が迫っていることを示唆しているのか？

歴史的に見て株式のバリュエーションが高水準にあることから、景気回復ペースの鈍化に伴って投資家が市場の調整が近いと懸念するのは無理もない。しかし、企業業績が堅調に推移し、中銀による引き締めが徐々に行われかつ抑制されたものであれば、株式市場は今後も最高値を更新し続ける可能性がある。

2020年4月からほぼ休むことなく上昇し続けている株式市場において、バリュエーションは歴史的な高水準にあり、投資家に警鐘を鳴らしています。割安な株式に投資する機会も若干残っていますが、全体的に見て、世界の主要株価指数の大半は過去15年の平均と比べて大幅に割高な水準で取引されています。多くの市場では、S&P500種株価指数をはじめとして、バリュエーションが今ほど割高になったことはほとんどありません。

投資家の懸念には無理もありません。バリュエーション指標がもたらす長期的なシグナルは有益です。しかし、バリュエーションは短期的な予想には向いていません。直近数年間同様に、割高な市場がさらに割高になる可能性はあります。足元のバリュエーションが高水準にあるからと言って、必ずしも市場の調整が差し迫っているとは限りません。ただし、足元の強気市場が持続するためには、企業業績の堅調な推移が続く必要があります。

堅調だが弱含みが見られる企業業績

株式投資家は、2022年の企業業績は増益となるものの大幅な減速を予想しておかなければなりません。企業業績はパンデミックから速やかに回復しましたが、経済活動再開に伴う需要の急増が再び繰り返されることはなく、また、サプライチェーンをめぐる制約や労働力不足も利益率の重石となっています。利益成長のピークは過ぎたと見られ、成長が減速するなかで株式市場の高いバリュエーションを裏付けるには債券利回りが低水準にとどまることを必要とします。

金利は上昇基調だがペースは緩やか

インフレは、一時的からやや長期化しつつあります。そのため、金利見通しは、株式投資家にとって最大の懸念要素の一つとなっています。しかし、目先のインフレ脅威は利上げの早期開始の論拠となっていますが、FRBが景気拡大の持続性を重視することで労働市場の広範囲にわたる改善を目指していることから、急激な利上げサイクルになる心配はなさそうです。

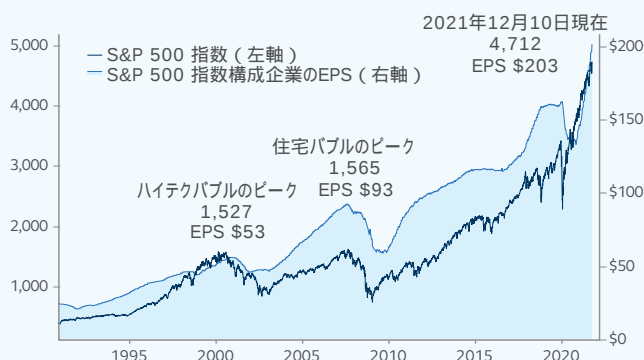
2022～2023年に4～6回の利上げが予想されており、FRBが17回連続で利上げを実施した2004～2006年の時と比較するとかなり緩やかな引き締めになる見通しです。つまり、金利は上昇基調にあるとはいえ、債券利回りの上昇ペースは急激でも破壊的でもなく、引き続き高い株式バリュエーションを下支えすると見られます。

株式市場は全く楽観視出来る訳ではありません。高水準のバリュエーションは、たとえ小さなショックでも株式市場を揺るがす可能性があります。サプライチェーンをめぐる混乱の長期化、インフレ圧力の上昇、2018年以来となるFRBの利上げ、中国における規制や政策転換の波などを背景に、2022年の株式市場はボラティリティが高まると予想されます。

しかし、企業業績が堅調に推移し、FRBによる早期かつ積極的な引き締めというサプライズが起こらなければ、バリュエーションが高いという理由だけで市場の調整が迫っているとは言えません。

株式市場と企業業績

S&P500指数と実績1株当たり利益（EPS）
（1990年～現在）



米国株式市場のバリュエーション

S&P500指数の12か月先予想利益に基づく予想株価収益率（PER）
（1985年～現在）



中国は依然として長期の投資機会か？

長期的な政策目標の達成は中国に繁栄をもたらすだろう。しかし、成長に伴う短期的な痛みを無視することはできず、投資家は新しい規制に適応し、政策転換に対応する必要がある。

中国では、好調な輸出に支えられて経済成長が回復したため、2021年半ばまでは政策当局が構造的問題に取り組み、新たな規制を次々と打ち出す余裕が生まれました。規制の中には性急に導入されたものもあり、企業の収益性やバリュエーションに悪影響をもたらし、中国株のパフォーマンスを低下させる結果となりました。中国が共産主義の原点に逆戻りしつつあるとの懸念から、多くのグローバル投資家が中国資産の長期的魅力について見直し始めています。

中国の優先順位は、力強い成長から所得格差の是正へと明らかに移行していますが、こうした政策転換は同時に、長期的で持続可能な成長につながるとも考えられます。

長期的で持続可能な成長へのロードマップ

中国の政策転換をめぐる批判的な見方が多くありますが、これは中国の指導者が、人口の高齢化に伴い、長期的な成長を牽引する要素を労働力の拡大から生産性の向上と資本の深化に移行するべきであると認識している結果だと言えます。政府はイノベーションと脱炭素化を促進する産業支援策と借り換え手段を打ち出しました。規制の強化は、一部の大手デジタルプラットフォーム企業の短期的な業績見通しを押し下げましたが、規制の最終目標は業界全体の競争を促進し、イノベーションを刺激することにあります。

また、中国政府は、過去20年にわたる投資主導の成長モデルにより、レバレッジが危険な水準に達していることをようやく認めました。その対策として、国際的に厳しい環境にある中で中間所得層の成長に焦点を当てたため、消費が成長の柱として一段と重視されるようになっていきます。

短期的な痛みが持続

中国は今後1年間、循環的な景気課題に直面するでしょう。政策をめぐる嵐のピークは過ぎたとみられ、今後は規制強化を制度化していく可能性は高いものの、規制が緩和されることはありません。つまり、中国の投資環境をめぐる2022年まで混乱が続くと予想されます。

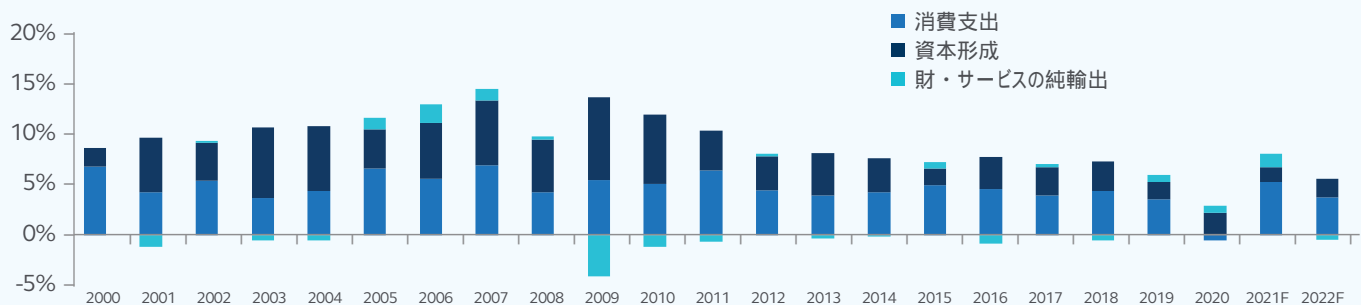
例えば、世界の需要が高まり、新型コロナウイルスによる混乱から回復した新興国経済に貿易の流れが戻れば、中国に吹いていた輸出の追い風が逆風に変わるかもしれません。政策当局は、景気減速が社会の安定を脅かさないように努めると思われますが、全面的なハト派転換の場合はレバレッジが再び活発になる可能性があります。望ましい政策選択としては、中国人民銀行による的を絞った再融資や未使用の財政支出の繰り越しなど、きめ細かな景気対策が考えられます。

長期的利益

こうした厳しい環境下においても、中国は依然として魅力的な長期の投資先です。中国企業はいずれ、戦略を立て直し、業績を向上させる方法を見出すでしょう。実際、中国が数十年にわたって経済の移行を進める中、足元の市場ストレスは、多少のボラティリティに耐えられる長期投資家にとって良好な買い場を生み出す可能性があります。

中国のGDPに対する寄与率

年間、2000年～現在、2021年と2022年は予想値



Source: Bloomberg, Principal Global Asset Allocation. 2021 and 2022 are PGAA forecasts. Data as of November 30, 2021.

当資料中の意見および予測等は作成時における判断であり、予告なく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。

現在の環境は、退職後の資金ポートフォリオに対して投資家が取るべきアプローチを変えたのか？

昨年のグローバル市場見通しでは、今後の投資環境を極めて楽観視しており、概ね正解だった。2022年はもう少し厳しい年になると思われるものの、市場のボラティリティを乗り切り、退職後の目標を達成するためには、分散投資とアクティブな資産配分が引き続き肝要である。

過去10年間、伝統的な「60/40」のポートフォリオ（株式60%/債券40%）は、安定した成長と着実なインカムを求める退職後の資金を運用する投資家にとっての長期的な配分手法として幅広く活用されてきました。力強い経済成長、金利の低下、低インフレ、伝統的な株式と債券の負の相関性といった従来の状況下においては、この戦略は投資家に堅実なリターンをもたらしてきました。

現在、株式バリュエーションは過去最高に近く、金利は過去最低付近にあり、そしてクレジットスプレッドがこれまで最も縮小している中、投資家は退職後の資金を守るためのアプローチを模索しています。足元の低金利環境とインフレ圧力を勘案すると、以下の3つの基本原則を適用することで、退職後の生活がより良いものになる可能性が高まるかもしれません。

「分散投資は唯一のフリーランチ」（フリーランチはうまい儲け話の例え）

株式と債券の従来のバリュエーションの現状と、両者の相関性が高まっている現状を考えると、オルタナティブ資産クラスへのエクスポージャーを通じた分散の最大化によって、ポートフォリオの効率が向上する可能性があります。つまり、同等のリスクレベルに対してより高い期待リターン、または、より低いリスクレベルに対して同等の期待リターンを得られる可能性です。さらに、記録的な低金利とインフレの急騰という現在の環境では、インフラ、不動産、天然資源、コモディティといった実物資産を投資対象に含めることで、伝統的資産クラスとの相関性の低さを生かした分散効果を得ることが可能になります。その上、実物資産はインフレ感応度が高く、インカムが増加する可能性もあります。

機関投資家の間では、農地、森林・木材、商業用不動産などの実物資産に加え、プライベートエクイティやプライベートクレジットなどの、インカムを高める可能性が高くボラティリティが低いという魅力を持つプライベート市場の資産クラスを模索する動きが高まっています。最近では、個人投資家も、さまざまな仕組みを通じてこうした流動性の低い資産クラスに投資することができるようになっており、さらなる分散投資の効果を期待できるようになっています。「60/40」ポートフォリオが「現代化」した結果、今では「55/35/10」や「50/30/20」といったポートフォリオが注目されています。

アクティブな資産配分

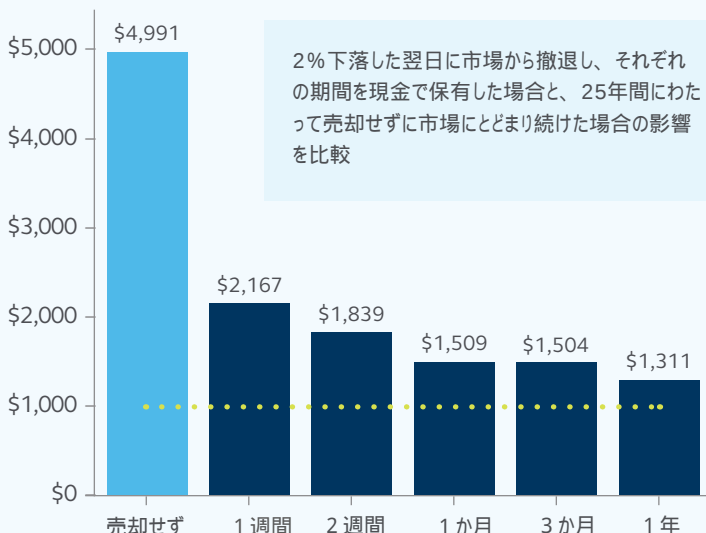
バリュエーションが上昇していても、経済の堅調なファンダメンタルズ、企業の強固なバランスシート、家計貯蓄の増加がリスク資産を下支えすると思われます。しかし、前例のないマクロイベント（世界的なパンデミック、記録的なインフレ、気候変動など）が支配する環境では、異なる資産クラス、地域、セクター、スタイルに投資することは、リターンを向上させる上でこれまでよりも重要な意味合いを持ちます。長期投資家にとっても資産配分の決定を機敏に行うことは、目先のリスクの一部を回避し、機会を捉えることにつながります。

市場にとどまり、市場のタイミングを計るべからず

過去25年間を見ると、市場が2%下落した翌日に市場から撤退した投資家が報われたケースはほとんどありません。現在、退職後の資金を運用する投資家にとって、市場のボラティリティが高まっている時も市場にとどまり続けることが、これまで以上に重要になっています。これは、今後も退職後資金の運用で成功するための鍵となるでしょう。

過去25年間に、市場が2%下落した翌日に市場から撤退した場合の結果

初期投資額1,000ドル、S&P500指数のリターン（取引手数料は含まず）に基づく



Source: Cleartomics, Principal Global Investors. Data as of December 13, 2021.

For Public Distribution in the United States.

For Institutional, Professional, Qualified and/or Wholesale Investor Use Only in other Permitted Jurisdictions as defined by local laws and regulations.

Risk considerations

Investing involves risk, including possible loss of principal. Past performance is no guarantee of future results. Asset allocation and diversification do not ensure a profit or protect against a loss. Equity investments involve greater risk, including higher volatility, than fixed-income investments. Fixed-income investments are subject to interest rate risk; as interest rates rise their value will decline. International and global investing involves greater risks such as currency fluctuations, political/social instability and differing accounting standards. Potential investors should be aware of the risks inherent to owning and investing in real estate, including value fluctuations, capital market pricing volatility, liquidity risks, leverage, credit risk, occupancy risk and legal risk. Risk is magnified in emerging markets, which may lack established legal, political, business, or social structures to support securities markets. Small and mid-cap stocks may have additional risks including greater price volatility.

Important Information

This material covers general information only and does not take account of any investor's investment objectives or financial situation and should not be construed as specific investment advice, a recommendation, or be relied on in any way as a guarantee, promise, forecast or prediction of future events regarding an investment or the markets in general. The opinions and predictions expressed are subject to change without prior notice. The information presented has been derived from sources believed to be accurate; however, we do not independently verify or guarantee its accuracy or validity. Any reference to a specific investment or security does not constitute a recommendation to buy, sell, or hold such investment or security, nor an indication that the investment manager or its affiliates has recommended a specific security for any client account. Subject to any contrary provisions of applicable law, the investment manager and its affiliates, and their officers, directors, employees, agents, disclaim any express or implied warranty of reliability or accuracy and any responsibility arising in any way (including by reason of negligence) for errors or omissions in the information or data provided.

This material may contain 'forward-looking' information that is not purely historical in nature and may include, among other things, projections and forecasts. There is no guarantee that any forecasts made will come to pass. Reliance upon information in this material is at the sole discretion of the reader.

This material is not intended for distribution to or use by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.

This document is intended for use in:

- The United States by Principal Global Investors, LLC, which is regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission.
- Europe by Principal Global Investors (EU) Limited, Sobo Works, Windmill Lane, Dublin D02 K156, Ireland. Principal Global Investors (EU) Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. United Kingdom by Principal Global Investors (Europe) Limited, Level 1, 1 Wood Street, London, EC2V 7 JB, registered in England, No. 03819986, which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA"). In Europe, this document is directed exclusively at Professional Clients and Eligible Counterparties and should not be relied upon by Retail Clients (all as defined by the MiFID). The contents of the document have been approved by the relevant entity. Clients that do not directly contract with Principal Global Investors (Europe) Limited ("PGIE") or Principal Global Investors (EU) Limited ("PGI EU") will not benefit from the protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority or the Central Bank of Ireland, including those enacted under MiFID II. Further, where clients do contract with PGIE or PGI EU, PGIE or PGI EU may delegate management authority to affiliates that are not authorized and regulated within Europe and in any such case, the client may not benefit from all protections offered by the rules and regulations of the Financial Conduct Authority, or the Central Bank of Ireland.
- United Arab Emirates by Principal Global Investors LLC, a branch registered in the Dubai International Financial Centre and authorized by the Dubai Financial Services Authority as a representative office and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on or otherwise distributed by the recipient to any other person or organization.
- Singapore by Principal Global Investors (Singapore) Limited (ACRAREg.No.199603735H), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore and is directed exclusively at institutional investors as defined by the Securities and Futures Act (Chapter 289). This advertisement or publication has not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore.
- Australia by Principal Global Investors (Australia) Limited (ABN 45 102 488 068, AFS License No. 225385), which is regulated by the Australian Securities and Investments Commission. This document is intended for sophisticated institutional investors only.
- This document is marketing material and is issued in Switzerland by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH.
- Hong Kong SAR (China) by Principal Global Investors (Hong Kong) Limited, which is regulated by the Securities and Futures Commission and is directed exclusively at professional investors as defined by the Securities and Futures Ordinance.
- Other APAC Countries, this material is issued for institutional investors only (or professional/sophisticated/qualified investors, as such term may apply in local jurisdictions) and is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on, used by any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution or use would be contrary to local law or regulation.
- Nothing in this document is, and shall not be considered as, an offer of financial products or services in Brazil. This presentation has been prepared for informational purposes only and is intended only for the designated recipients hereof. Principal Global Investors is not a Brazilian financial institution and is not licensed to and does not operate as a financial institution in Brazil.

Insurance products and plan administrative services provided through Principal Life Insurance Co. Principal Funds, Inc. is distributed by Principal Funds Distributor, Inc. Securities are offered through Principal Securities, Inc., 800-547-7754, Member SIPC and/or independent broker/dealers. Principal Life, Principal Funds Distributor, Inc., and Principal Securities are members of the Principal Financial Group®, Des Moines, IA 50392.

© 2021 Principal Financial Services, Inc. Principal®, Principal Financial Group®, and Principal and the logomark design are registered trademarks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company, in the United States and are trademarks and services marks of Principal Financial Services, Inc., in various countries around the world. Principal Global Asset Allocation is an investment management team within Principal Global Investors.

投資に伴う主なリスクについて

下記は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恐れがあります。

【株式】

価格変動リスク：株式投資の運用成果は、取引市場における需給関係、発行者の経営成績や財務状況の変化、或いはこれを取り巻く外部環境の変化などによって生じる株価の変動に大きく影響されます。

信用リスク：株式の発行者または保証会社等の業務や財産の状況などに重大な変化が生じた場合、株価の下落や発行会社の倒産などによって受託資産に損失が生じることがあります。

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ず、不測の損失を被ることがあります。

カントリーリスク：投資対象国の政治経済、税制、法的規制、天変地異などの影響により企業業績が悪化した結果、株価が上下し、受託資産に損失が生じることがあります。

新興国に関するリスク：新興国の政治経済は先進国に比較して安定性が低く、当該国の経済情勢、政治体制、経済政策、法的規制などの変化が株式市場などに与える影響は先進国以上に大きくなる可能性があります。また、新興国の証券市場は、先進国の市場に比べて一般に市場規模や取引量が小さくまた流動性も低いため、株価の変動も大きくなる可能性があります。

為替変動リスク：外貨建資産への投資に関しては原則為替ヘッジを行いません。したがって、円ベースの運用成果は為替レートの変動に大きく影響されます。

【債券】

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。なお、バンクローンは変動金利であり、固定利付債券に比べ金利変動時の影響が相対的に小さくなる傾向があります。

信用リスク：一般に債券（債権）の価格は、企業業績等が発行体の元利支払能力や格付けに影響を与え、価格が下がるリスクをもっています。ハイイールド債券（バンクローン）及びエマージング債券等は一般債券と比べ、信用度が低いため前記の影響を強く受け、価格変動がより大きくなる傾向があります。景気の後退局面では特にこの傾向が顕著です。また利払いや償還金の支払が遅延または停止されるリスクも一般債券と比べ大きく、リスク管理によっても回避できない場合があります。

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。ハイイールド債券（バンクローン）及びエマージング債券等は一般の債券に比べ市場規模や取引量が少なく、組入銘柄の売却と現金化が必要な場合に、売却が遅れたり期待する価格で売却できない場合があります。また売却と現金化を優先するため、他の良好な投資機会を見送る場合もあります。

期限前償還リスク：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場合があります。

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などがあります。

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。

優先証券特有のリスク：

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/配当の支払遅延（停止）条項がついている場合があります。但し、実際に遅延（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。

【不動産エクイティ投資リスク】

パブリック：不動産証券（REIT 含む）

価格変動リスク：不動産証券（REITを含む）投資の運用成果は、取引市場における需給関係、発行者の経営成績や財務状況の変化、或いはこれを取り巻く外部環境の変化などによって生じる価格の変動に大きく影響されます。また、REITは不動産、不動産を担保とする貸出債権等に投資して得られる収入や売却益などを収益源としており、不動産等に関する規制環境や、賃料水準、稼働率、不動産市況などの影響を受け、価格が変動し損失が生じるリスクがあります。さらに、不動産の老朽化や立地条件の変化、火災、自然災害などに伴う不動産の滅失・毀損などにより、価格が影響を受ける可能性もあります。

流動性リスク：市場規模や取引量が少ない場合、組入有価証券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。

信用リスク：株式や不動産投資信託の発行体の財務状況または信用状況の悪化等の影響により、証券価格が下落する場合があります。

カントリーリスク：投資対象国の政治経済、税制、法的規制、天変地異などの影響により企業業績が悪化した結果株価が上下し、受託資産に損失が生じることがあります。

新興国に関するリスク（グローバル戦略の場合）：新興国の政治経済は先進国に比較して安定性が低く、当該国の経済

情勢、政治体制、経済政策、法的規制などの変化が株式市場などに与える影響は先進国以上に大きくなることがあります。また、新興国の証券市場は、先進国の市場に比べ一般に市場規模や取引量が小さく流動性も低いので、株価の変動も大きくなることがあります。

為替変動リスク：為替ヘッジをご希望される場合は、組入資産について対円で為替ヘッジを行い、為替リスクの低減を図りますが、完全にヘッジすることは困難なため、米ドルの為替変動による損失が発生することがあります。また円金利が米ドル金利より低い場合、米ドルと円の金利差相当分のヘッジ費用がかかります。為替ヘッジをご希望されない場合は、外貨建資産への投資に関しては為替ヘッジを行いません。したがって、円ベースの運用成果は為替レートの変動に大きく影響されます。

プライベート：コア、コアプラス、バリューストック、オポチュニスティック

価格変動リスク：保有物件の評価価値や為替相場の変動等により、投資元本を割り込むことがあります。

レバレッジリスク：レバレッジの活用によって金融リスクが高まり、金利上昇や経済低迷、保有不動産の価値下落等の要因によって、純資産価格の受ける影響が大きくなる可能性があります。また、負債の元金支払いの遅延や不履行が担保証券や当該物件の差し押さえ、保有不動産の元本毀損、場合によっては保有する他の物件の差し押さえ請求等の事態につながる可能性があります。

為替変動リスク：外貨建てであるため、為替の変動により投資資産の円換算価値が下落することがあります。

流動性リスク：現物不動産に投資するため、一般的な有価証券のように機動的な売買ができません。産業サイクルや不動産需要の低下、不動産市況の混乱、潜在的な貸し手や投資家の資金の欠如等により流動性が大きく制限され、保有不動産を好ましい条件で迅速に売却できない可能性があります。

不動産開発に関わるリスク：不動産の新規開発案件に投資します。建設が計画通りに進まないことや、景気動向や不動産市場における需要の悪化等により、プロジェクトの採算性が低下し、経済的損失が発生する可能性があります。

法規制および税制上のリスク：不動産投資に係る固有の法規制および税制の変更の影響を受ける可能性があります。

換金リスク（コア、コアプラス）：換金はリミテッド・パートナーシップ（LPS）の契約を解約することで行うため、当該契約上の制限（解約の事前通知の所要期間など）を受けます。また、LPSの解約金はLPSの流動性資産（現金および短期資産）から払い出されます。そのため、LPSが同時期に受付けた各リミテッド・パートナーからの解約請求の総額（未払解約金があれば、その額を含む）に当流動性資産が満たない場合、解約ができない、または複数回の分割解約となる可能性があります。また、LPSの運用者であるGPが解約請求に応じるために保有不動産の強制的な売却や負債の追加調達等を行うことで、純資産価格が悪影響を受けることがあります。なお、LPSの解約金額は各解約時点における純資産価格により決定されるため、実際に解約されるまでの期間、純資産価格変動の影響を受けます。

強制売却リスク：LPSの運用者であるジェネラル・パートナー（GP）が解約請求に応じるために保有不動産の強制的な売却や負債の追加調達等を行うことで、純資産価格が悪影響を受けることがあります。なお、LPSの解約金額は各解約時点における純資産価格により決定されるため、実際に解約されるまでの期間、純資産価格変動の影響を受けます。

譲渡制限に係るリスク（コア、コアプラス）：通常、LPSのGPの書面による事前承認がない場合、ファンドの持ち分譲渡はできません。

【不動産デット投資リスク】

パブリック：商業不動産担保証券（CMBS）

CMBS は商業用不動産を担保としたローンを裏付け資産としているため、一般的な債券運用のリスクに加えて、商業用不動産ローンを直接保有した場合と同様のリスクがあります。CMBS のキャッシュフローや価値は、担保としている商業用不動産を源泉としているため、不動産市況に左右されます。また、ローンの借り手がデフォルトしたり、不動産の担保価値が下落する可能性や流動性が低くなる恐れ等があり、ローンひいては CMBS の価値にマイナスの影響を及ぼす恐れがあります。

プライベート：コア、コアプラス、バリューアッド、オポチュニスティック

価格変動リスク：保有物件の評価価値や為替相場の変動等により、投資元本を割り込むことがあります。

レバレッジリスク：レバレッジの活用によって金融リスクが高まり、金利上昇や経済低迷、保有不動産の価値下落等の要因によって、純資産価格の受ける影響が大きくなる可能性があります。また、負債の元利金支払いの遅延や不履行が担保証券や当該物件の差し押さえ、保有不動産の元本毀損、場合によっては保有する他の物件の差し押さえ請求等の事態につながる可能性があります。

為替変動リスク：外貨建てであるため、為替の変動により投資資産の円換算価値が下落することがあります。

流動性リスク：現物不動産に投資するため、一般的な有価証券のように機動的な売買ができません。産業サイクルや不動産需要の低下、不動産市況の混乱、潜在的な貸し手や投資家の資金の欠如等により流動性が大きく制限され、保有不動産を好ましい条件で迅速に売却できない可能性があります。

倒産リスク：取引相手の支払不能や倒産等によって著しい損失を被る可能性があります。

法規制及び税制上のリスク：不動産投資に係る固有の法規制および税制の変更の影響を受ける可能性があります。

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。

運用報酬等の費用について

投資一任契約に係る報酬体系とご提供方法

（１）直投スキームを採用の場合

以下の料率表は弊社の標準的な運用報酬体系（消費税10%を含む）であり、資産残高に応じた逓減料率となります。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。

<株式>

資産残高（時価ベース） 年率最大	プリンシパル グローバル株式戦略	プリンシパル グローバル・オポチュニティ ーズ株式戦略	プリンシパル グローバル小型株式戦略	プリンシパル 欧州株式運用戦略
50億円までの部分	0.605%	0.660%	0.880%	0.605%
50億円超 100億円まで	0.550%	0.605%	0.825%	0.495%
100億円超	0.495%	0.550%	0.715%	0.385%

資産残高（時価ベース） 年率最大	オリジン グローバル株式 アンコンストレイント戦略	オリジン グローバル小型 株式戦略	オリジン エマージング株式 戦略
50億円までの部分	一律0.880%	一律0.990%	一律0.990%
50億円超 100億円まで			
100億円超			

資産残高（時価ベース） 年率最大	エッジ 米国大型株 バリュー・インカム戦略	エッジ 米国中小型株 バリュー・インカム戦略
50億円までの部分	0.605%	0.825%
50億円超 100億円まで	0.550%	0.770%
100億円超	0.495%	0.715%

<債券>

資産残高 （時価ベース） 年率最大	プリンシパル 投資適格社債戦略	プリンシパル 投資適格社債プラス 戦略	プリンシパル 米国ハイイールド 債券戦略	プリンシパル グローバル・ハイイールド 債券戦略	プリンシパル 短期ハイイールド 債券運用戦略
50億円までの部分	0.385%		0.605%		
50億円超 100億円まで	0.330%		0.550%		
100億円超	0.275%		0.495%		

資産残高（時価ベース） 年率最大	スペクトラム 優先証券 運用戦略	資産残高（時価ベース） 年率最大	ポスト 短期ハイイールド債券 戦略	ポスト 短期プラス・ハイイールド 債券戦略
50億円までの部分	0.605%	50億円までの部分	一律0.770%	
50億円超 250億円まで	0.550%	50億円超 100億円まで		
250億円超 1,000億円まで	0.495%	100億円超		
1,000億円超	0.440%			

<不動産エクイティ投資 – パブリック：不動産証券（REIT含む）>

資産残高（時価ベース） 年率最大	プリンシパル グローバル不動産証券戦略	プリンシパル グローバル不動産証券 インカム戦略
25億円までの部分	0.880%	0.990%
25億円超 50億円まで	0.770%	0.880%
50億円超	0.660%	0.770%

なお、上記に記載されていない戦略については現時点では確定しておりませんため、運用報酬、その他手数料およびその合計額または上限について記載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。

（２）ファンド組入れスキームを採用の場合

以下の戦略については、投資一任契約資産から外国籍ファンド（アイルランド籍）に投資する方法でご提供することも可能です。この場合の諸費用は以下の通りとなります。この他、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。

<アイルランド籍契約型外国投資信託 – Principal Global Investors Funds>

諸費用	アラインド・インベスターズ ブルーチップ戦略	プリンシパル 欧州株式戦略	プリンシパル グローバル株式 戦略	オリジン グローバル小型 株式戦略	オリジン エマージング株式 戦略	プリンシパル グローバル・ハイ イールド債券戦略
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0.60%	年率0.75%	年率0.75%	年率0.85%	年率0.85%	年率0.60%
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。					

諸費用	プリンシパル アジア・ハイイールド 債券戦略	プリンシパル グローバル・ ダイバーシファイド・ インカム戦略	ポスト 短期ハイイールド 債券戦略	スペクトラム 優先証券戦略	フィニステール 新興国債券 トータルリターン戦略	プリンシパル グローバル不動産 証券戦略
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0.70%	年率0.75%	年率0.70%	年率0.40%	年率0.85%	年率0.80%
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。					

<アイルランド籍会社型外国投資信託 – Principal Global Opportunities Series plc.>

諸費用	ポスト短期プラス・ハイイールド債券戦略	
	円ヘッジクラスの場合	米ドル建てクラスの場合
投資一任契約に係る運用報酬 (消費税10%を含む)	年率最大0.187%または 年間110万円のいずれか大きい方	年間2,200円
ファンド管理報酬	投資家毎の純資産総額に対し	
	年率0.53%	年率0.70%
デポジタリー報酬	ファンド全体の純資産総額の年率最大0.022%。ただし、年間最低デポジタリー報酬額は1万5千米ドルとします。	
事務代行報酬	ファンド全体の純資産総額に対し、年率最大0.04%。ただし、最低事務代行報酬額は年間4万5千米ドルとします。	

（３）リミテッド・パートナーシップ組入れスキームを採用の場合

以下の戦略については、投資一任契約に基づき、弊社が運用権限を委任されたお客様の信託契約口座から、外国籍リミテッド・パートナーシップ（以下、LPS）を通じてご提供することを想定しています。投資一任契約に係る報酬として、年率最大0.11%（税込）の投資顧問報酬を信託財産の中から徴収します。但し、年間運用報酬が、1,100,000 円に満たない場合は1,100,000 円を標準とします（いずれも税込）。また、投資するLPSレベルで、以下の費用（年率）が控除されます。詳しくは弊社までご照会ください。

<不動産エクイティ投資 – プライベート：コア、コアプラス>

費用	不動産エクイティ・コアプラス (プリンシパル米国商業用不動産 コアプラス戦略)	不動産エクイティ・コア (プリンシパル米国不動産コア戦略)	不動産エクイティ・コア (プリンシパル欧州コア不動産戦略)
管理報酬	出資額に応じ、以下の料率 [※] が適用。 ※出資時価（NAV）に対する料率。 100万米ドル未満：1.50% 100万米ドル以上500万米ドル未満：1.40% 500万米ドル以上1,000万米ドル未満：1.30% 1,000万米ドル以上5,000万米ドル未満：1.20% 5,000万米ドル以上1億米ドル未満：1.10% 1億米ドル以上1.5億米ドル未満：1.00% 1.5億米ドル以上：0.85%	出資額に応じ、以下の料率 [※] が適用。 ※出資時価（NAV）に対する料率。 1,000万米ドル未満：1.10% 1,000万米ドル以上2,500万米ドル未満：1.00% 2,500万米ドル以上1億米ドル未満：0.95% 1億米ドル以上2.5億米ドル未満：0.80% 2.5億米ドル以上7.5億米ドル未満：0.75% 7.5億米ドル以上：0.73%	コミットメント額に応じ、以下の料率 [※] が適用。 ※出資時価（NAV）に対する料率。 5,000万ユーロ未満：1.10% 5,000万ユーロ以上1億ユーロ未満：1.00% 1億ユーロ以上1.5億ユーロ未満：0.90% 1.5億ユーロ以上：0.80%
	プリンシパル米国商業用不動産コアプラス戦略およびプリンシパル米国不動産コア戦略の両方に投資している場合、適用料率は両戦略への出資額を合算して判定します。		—
成功報酬	内部収益率（IRR）11%（諸費用・手数料控除後）を超過する収益に対して15%	—	—
開発報酬	開発コスト（当戦略の投資持分に応じた金額）の0.75%をLPS内で徴収	—	開発コスト（当戦略の投資持分に応じた金額）の0.50%を徴収
その他費用	法務、会計、ファンド設立、運用、管理にかかる費用およびその他費用については状況によって変動するため事前に料率やその上限額等を提示できません。また、上記の手数料等の合計額または上限額についても、同様に表示することができません。		

バリューアッド、オポチュニスティック

ご提供方法や投資一任契約に係る報酬料率等は現時点では確定しておりませんため、その合計額または上限について記載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。

<不動産デット投資：パブリックおよびプライベート>

CMBS、コア、コアプラス、バリューアッド、オポチュニスティック

ご提供方法や投資一任契約に係る報酬料率等は現時点では確定しておりませんため、その合計額または上限について記載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。

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記載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された英文の訳文です。当資料と原文の内容に齟齬がある場合には、英語の原文が優先されます。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、予告なく変更されることがあります。

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではなく、投資判断を行う際に依拠すべきものではありません。本資料に記載の数値は、特に記載がない限り、米ドル建てとなっています。投資に際してはリスクが含まれるものであり、元本を毀損する場合があります。

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

〒100-0011 東京都千代田区内幸町 1-1-1 帝国ホテルタワー

電話：03-3519-7880（代表） ファックス：03-3519-6410

代表者：代表取締役社長 板垣 均

ホームページ：<http://www.principalglobal.jp>

金融商品取引業者登録番号：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