

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)が発表したレポート「Junior-Subordinated Capital Securities 2022 Outlook」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したものです。

優先証券市場

2022 年の見通し

本稿では、2021 年年初時点の想定を簡潔に振り返り、それを踏まえ 2022 年の見通しを策定します。検討するトピックは以下の通りです。

1. **米国金利** - 小幅に上昇、長期ゾーンでスティープ化、短期ゾーンは最終的にはフラット化
2. **欧州金利** - 米国金利に引きずられ、インフレ率の引き上げを目的とした政策転換により、ドイツ国債利回りは上昇
3. **グローバル優先証券** - タカ派志向を強める米連邦準備制度理事会 (FRB) の政策を背景に、見通しは良好
 - a. リテール向け 25 ドル額面の優先証券 - バリュエーションの魅力度は平均的だが、繰上償還条項とデュレーション特性により、1,000 ドル額面証券に比べて株式市場のボラティリティ上昇の影響を受け易い
 - b. 1,000 ドル額面の優先証券 - バリュエーションの魅力度は平均以上で、元本の安全性は高く、シニア債対比のスプレッドは平均以上と評価
 - c. コンティンジェント・キャピタル証券 (CoCo 債) - バリュエーション、元本の安全性ともに魅力的でシニア債対比のスプレッドは最もワイドと評価
4. **見通しの概要** - 2022 年の米国市場は、急騰するインフレ率、新型コロナウイルスに対する継続的な懸念、そして中間選挙といった材料を消化していくことになります。テーパリングの終了に伴い、FRB は 7 月までにフェデラル・ファンド (FF) 金利の誘導目標を引き上げ (ただし、5 月や 6 月になる可能性もあります。)、第 4 四半期までに下限を 0.75% に誘導するというスケジュールを想定していますが、12 月には 1% に到達する可能性もあるとみています。これはつまり、FRB が 3 回ないし 4 回の利上げを今年実施することを意味します。バイデン政権においてはその革新的な政策を危険にさらすインフレが放置されていることもあり、利上げが加速する可能性が高まっています。その結果、FRB は利上げのサインを早めに送ることによって、物価安定という使命を果たす意思があるということを示す必要があり、FRB が明確なサインを出すこと自体が重要な政策手段となっています。市場は、FRB が政策を間違えたことによる利上げ (出遅れたインフレ対応) には慣れておらず、最近の FRB は市場を支えるための資金供給の役割を担ってきましたが、足元ではその役割は終えて

います。このパラダイムシフトの意味するところは、株式と債券市場において FRB が流動性を保証していないなか、市場によってバリュエーションが適正な水準に調整されなければならないということです。その結果、高値圏にある株式のボラティリティは当然ながら上昇するリスクがあり、優先証券の魅力的な買い場が短期的に訪れることがあると思われます。マイナス実質金利は中央銀行の失策の象徴であり、FRB としてはインフレがもはや目標とするところではなく、解決すべき問題へと変貌しているため、マイナス金利は解消へ向かうことになるでしょう。この見通しにおけるリスクは、新型コロナウイルスに対する懸念の継続と、それに伴うロックダウンが世界経済に及ぼす悪影響です。この継続的な懸念が背景となって、米国債のイールドカーブは、過去の利上げサイクルに比べて早い段階で大幅にフラット化しています。新型コロナウイルスに対する懸念が払拭されれば、経済のサプライチェーンの目詰まりも解消され、米国債のイールドカーブは（ベア）スティープ化し、FRB はインフレ対策のための手段を、より多くの余裕を持って、より効果的に使えるようになるはずです。当社では、優先証券市場では断続的に発生するスプレッドの拡大時点で買いが入り、2022 年末までにスプレッドは縮小することを基本シナリオとしています。当社の 2022 年の投資テーマは、質の高いインカムを限定的なデュレーション・リスクで提供する優先証券を活用することで、直面するインフレ下においても元本の保持を狙っていくこと（すなわち、パンデミックに対する FRB の対応策で獲得した資金を保持すること）です。

米国金利

まず、2021 年の見通しで指摘した事項と実際に起きたことの中から、2022 年の金利見通しにつながる点について述べます。

- 新型コロナウイルス禍が起きる前、経済は好調であったものの、「今の時期は高インフレではなく、低インフレが問題のようだ」というパウエル FRB 議長の発言にあるように、インフレをより高い水準に維持することが必要とされていました。
 - この時代は終焉を迎え、問題は逆転しました。
- 2 年物米国債利回りの動向は、FRB の意図の反映に関してイールドカーブにおいて主導的な役割を果たす場合もあれば、FRB に対して新しい金融政策を策定する必要性を発するシグナルになる場合もあります。
 - 2 年物米国債利回りは、予想される FRB による利上げを（事前に）察知して上昇しています。
- 通常、2 年物米国債利回りは経済が金融政策に適応、或いは政策の意図とは異なる変化をする過程で変動性が高まるため、金融政策から生じる 1 次的効果と言えます。長期金利の低下は、FRB のバランスシート拡大による 2 次的効果です。現に、FRB はバランスシートの活用を単に「ちらつかせる」だけで FRB の意図、すなわち実質金利の低下を市場参加者に伝え、その投資行動に影響を与えることができます。
 - 実質金利は大幅にマイナスで、インフレ率は急上昇しています。インフレ率に利上げが加わるこ

とで、名目金利に上昇圧力がかかると想定されます。

- 当社は、2021 年の見通しは、継続的な債券購入およびイールドカーブ・コントロールの長期的な 2 次的効果に左右されると予想しています。この債券購入によって長期金利は抑制され、「標準的な規模」とされた 1 兆ドルの追加対策を上回る赤字財政支出のための資金が有利な条件で調達されることとなります。
 - 30 年物米国債の利回りは 26 ベーシス上昇、2 年物米国債では 63 ベーシス上昇しています(2021 年 12 月 28 日現在)。
- 民主党は「人に投資し、繁栄の共有を推進する公約」の下、環境的正義を構築し、刑事司法を見直し、経済的正義を保証する方針であるため、バイデン政権の財政支出額は過去最高となりそうです。
 - 米国議会予算局：バイデン政権の「ビルド・バック・ベター（より良い再建）」法案は、会計上の各種操作を除くと、債務を 3 兆ドル増加させる可能性があります。
- 共和党が 1 月のジョージア州上院選の決選投票に敗れて上院で過半数の議席を確保できない場合、民主党が掲げる改革と一党支配を通じた穏健姿勢を我々が望んでいるにもかかわらず米国は「民主社会主義」に急速に傾注して行くと思われます。
 - 共和党は上院の過半数の議席を確保できず、バイデン大統領は穏健姿勢を示していません。
- 政策見直しのための資金調達の最初のステップは、FRB と財務省の協調的な連携によって、米国債利回りを引き下げ低位に維持する中での大規模な財政出動です。
 - FRB のテーパリング実施と同時に米財務省は国債発行規模の減少に転じています。
- 継続的な債券購入、イールドカーブ・コントロール、FRB が購入・保有する米国債のデュレーションの長期化は、絶え間なく続く米国債の供給圧力を緩和する可能性が高いと思われます。当社は、この供給圧力が米国債利回りを押し上げると予想していますが、2021 年の米国債の利回り上昇は穏やかなものとなる見通しです。
 - FRB が保有する資産残高は、今年 1 兆 3,000 億ドル増加して 8 兆 7,000 億ドルとなり、依然として拡大しています。10 年物米国債利回りは、57 ベーシス上昇して 1.48%（2021 年 12 月 28 日現在）となりましたが、3 月のピークからは 26 ベーシス低下しています。
- 規制当局はルールを策定する立場であるため、いつも自らが望むもの（この場合はインフレ）を手に入れます。そして、米国で「総合財務企画局」が実現する見込みがあるとすれば、（はるかに高い）インフレ率も実現する可能性があるでしょう。
 - インフレは慢性化しており、約 40 年ぶりの高水準となっています。

FRB は実際、「一過性の要因」によるものと主張してインフレの到来を否定してきましたが、11 月の声明では「インフレ率は上昇しているが、主に一過性と想定される要因を反映している」という曖昧な表現

を用いて、その立場を巧みに変えています。言い換えると、FRB は一過性に過ぎないと「想定」していたのに、それが持続的になりつつあるということです。しかし、過去 12 年間、インフレよりもデフレを恐れてきた市場は、FRB の目的がインフレを作り出す立場から、インフレを抑制する立場に転換した時、（まだ）どのように振る舞うべきか分からないため、これは問題になるかもしれません。一方、FRB とバイデン政権にとって、インフレをパンデミックとサプライチェーンのボトルネックのせいにするのは簡単ですが、FRB が持つ政策手段では供給の制約問題に対応できないことをパウエル議長は認めています。経済のダイナミクスがボトルネックを自然に調整する結果、インフレ率は「我々の長期目標である 2%に近い水準にまで低下する」とパウエル議長が述べているように、政策の根底では経済のダイナミクスに依存しているのです。しかし、ここでも言葉遣いは巧みで、「近い水準にまで」が 2%の長期目標よりも高い水準のインフレ率が持続することを示唆しているため、FRB はインフレ率の目標超過が持続的なものになってきたことを認めていると見ることができます。

中央銀行の影響力は世界中で絶大で、投資家を熱狂させることもあります。投資家は中央銀行の影響力に依存するようになっており、株式市場が下落した際には、自然と中央銀行の影響力に期待してしまいます。しかし、2022 年は、インフレ率の急上昇と完全雇用が達成されない状況が重なり、FRB は窮地に立たされることになります。パウエル議長は、「今は利上げすべき時期ではないと考えている・・・忍耐強くすべき時だ・・・対応が後手に回っているとは思わない」と述べています。インフレ対応の判断の誤りに対して FRB が謙虚にならず、行動を先延ばしすればするほど、FRB のインフレ抑制能力に対する市場の信頼感が失われていくことが懸念されます。バイデン政権の「ビルド・バック・ベター」法案は大統領の看板政策であり、インフレ騒ぎなどを背景にこの法案が法制化されれば、財政支出の増加、より大きな連邦政府、福祉国家の拡大を、市場は織り込んでいく必要が出てくるでしょう。早急な対応を求める非常に大きな政治的圧力が FRB にかけているため、FRB は 7 月までに最初の行動を起こすものと考えています。市場は通常 FRB よりはるかに先行して動き、通常は 2~3 回分の政策行動を余計に先回りして織り込むため、その頃までには、2 年物米国債の利回りは 1%近くで取引されているでしょう。

2 年物米国債利回り と FF 金利の推移



出所 : Bloomberg

そこで問題となるのは、FRB があと何回の利上げを行うことになるのかということです。それは主に、新型コロナウイルスへの対応（つまり、さらなるロックダウンを行うか、或いはこれから長期間に渡って新型コロナウイルスと共存していく術を身につけるかなど）と、バイデン大統領が看板として掲げる財政支出法案の行方によります。量的緩和に伴う大量の通貨供給の継続、大盤振舞の財政支出、およびバイデン政権による米国の化石燃料産業の破壊が引き起こすエネルギー市場の価格決定力の変化により、インフレは持続し、FRB の長期目標である 2%を上回り続けると考えています。パンデミックが引き起こした経済的、政治的、社会的な課題だけでなく、数十年ぶりにインフレを抑制する姿勢へ転換した FRB の政策に債券市場が適応しなければならないことから、今回はこれまでと異なる市場環境に直面していることは間違いありません。

欧州連合 (EU)

EU では金融政策面の大きな変化は見られません。欧州の 2022 年については、昨年の金利見通しとほぼ同じロジックで考えています。:

- ラガルド総裁は、支援額と同様に支援期間も重要だと指摘しました。従って、基本的にオーバーシュートは望ましいと思われます。
- 量的緩和 (QE) をオーバーシュートさせ、パンデミックにおける最悪の「非常事態」を回復局面入りさせるには、最終的に PEPP (パンデミック緊急資産購入プログラム) から従来の APP (資産購

入プログラム) へのプログラムの切り替えが求められ、その時期は 2021 年のいずれかの時点になるとみられます。

- ユーロ圏では長引くデシインフレへの懸念が、持続的な成長に対する足かせとなり続けています。このため、ECB は期待されるインフレが既に到来したと判断するまでは、0%を大きく下回る水準に金利を維持するため資産購入を延長すると推測されます。
- ECB は金利を低位（すなわち、マイナス）に維持するために 2022 年以降も債券市場への介入を継続し、その結果、預金者はインカムの面で課題を抱える、というのが主要なポイントです。

2021 年が終わり、2022 年の欧州金利の見通しを考えると、2021 年とほぼ同じロジックが当てはまります。EU においても同様に、インフレ率は中央銀行が目標とする 2%前後での中期的な安定を上回っています。実際、ECB も「一過性」という表現をやめるか、基本的に何もせずに、オーバーシュートが望ましいとして耐え忍ぶかの選択を迫られているように見えます。ECB 政策理事会は、2022 年 3 月以降の PEPP を中止し、満期を迎える債券の再投資を 2024 年まで行って柔軟性を維持する予定です。新型コロナウイルスのオミクロン変異株への対応として PEPP の再開がいつでもあり得るとして、引き続き危機対応的な政策を取ることが再確認されました。ECB は 2021 年のインフレ率予想を 3.2%に引き上げましたが、その後の数年間は依然として目標の 2%には達しないだろうと予想しています。そこで ECB は、APP 下で月額 400 億ユーロの購入を 2022 年第 2 四半期まで続け、その後は月額 300 億ユーロに減らし、さらにその後は期限を決めずに月額 200 億ユーロで維持することを決めました。なお、ECB はパンデミック前から非常に緩和的な政策をとっており、インフレ率が低下していたため、月額 200 億ユーロまで APP を積み増ししていました。したがって、オミクロン株（あるいはその他の変異株）によるロックダウンで経済がダメージを受けた場合には、（非常事態という触れ込みなしに）APP を再び増額することは十分にあり得ます。ラガルド総裁は最近のコメントで利上げについて、「2021 年に条件が揃う可能性は非常に低い...エネルギーや燃料費の高騰で購買力がすでに圧迫されている時に、過度の金融引き締めは望ましくなく、景気回復への逆風となるだろう」と述べています。このような事情から、インフレに対応して 2022 年内に ECB が利上げを行うことについては疑わしいことになります。インフレのオーバーシュートは起こるでしょうし、ECB も明らかにオーバーシュートを望んでいるでしょう。

グローバル優先証券

グローバル優先証券は以下の 2 つで構成されています。

1. 優先証券
2. コンティンジェント・キャピタル証券（CoCo 債）

各セクターは、テクニカル面、構造面、ファンダメンタル面において独自の特性を有しており、それぞれ以下の 2 つの ICE BofA インデックスを指標としています。

- 1) 優先証券：ICE BofA US All Capital Securities Index (i0cs)
- 2) コンティンジェント・キャピタル証券：ICE BofA US Dollar Contingent Capital Index (cdlr)

2 つのセクターを合わせた市場規模は、額面で 5,160 億ドルを上回り（前年同期比 5.7%増）、これらはリ

テール向け 25 ドル額面の優先証券 (26%)、1,000 ドル額面の優先証券 (43%)、コンティンジェント・キャピタル証券 (31%) に分類することができます。当社では 2022 年のクレジット市場について、中央銀行が状況に合わせ、柔軟に金融政策を調整していくと見られることから、ファンダメンタルはポジティブだと考えています。金融機関は資本力が十分な状況にあることに加え、デジタル化（および利上げ）の恩恵を受けることでしょう。この点については、別途「マクロおよびクレジットの見通し」で論じます。

11 月末時点での優先証券のスプレッドのマトリックスは次に示す通りとなっています：

Capital Securities Spread Value Matrix	p0p4	p0p4-e0ba	stb8	stb8-e0ba	cdlr	cdlr-e0ba
	(a)	(b)	(a)	(b)	(a)	(b)
	Retail	Retail	NoCo	NoCo	CoCo	CoCo
Sample Periods	03/31/2017 to Date		03/31/2017 to Date		03/31/2017 to Date	
Jr-Sub OAS Spread	*Absolute	**Relative	*Absolute	**Relative	*Absolute	**Relative
High	588	251	481	201	660	313
Low	-178	-267	175	55	223	143
Range	766	518	306	146	437	170
Average	36	-69	243	137	327	221
Stdev	120	103	47	28	63	35
Monthend	149	62	236	149	300	213
Sector Spread Score¹	1.11		0.14		-0.33	
Last Month's Score¹	0.40		-0.35		-1.01	

1: Sector Spread Score = $\{[(\text{Monthend}(\text{a})-\text{Ave}(\text{a}))/\text{Stdev}(\text{a})]+[(\text{Monthend}(\text{b})-\text{Ave}(\text{b}))/\text{Stdev}(\text{b})]/2$

*Absolute

**Relative

Monthend statistical position to average per unit of standard deviation

0.94

-0.15

0.43

-0.43

-0.23

* Absolute = Option Adjusted US Government Spread

** Relative = spread to global financials measured by e0ba ICE Bond Index

Monthend estimate of spread duration benefit (units of stdev.)

Spread/mdurMat

-1.26

0.62

0.32

Probability Estimate to Spread Benefit

10.45%

73.20%

62.60%

Memo: e0ba

0.29%

出所：Bloomberg

リテール向け 25 ドル額面の優先証券は、3 つのセクターの中で、次回コールまでの期間が最も短く、価格変動が最も大きいという特性があります。これは、このセクターでは全ての銘柄に発行後 5 年以内の繰上償還条項が付帯しており、ほとんどが固定利付債（その多くは永久債）であるためです。金利が低下しスプレッドが縮小すると価格はオーバーパーになります。その結果、こうしたコールオプション（発行体が持つ繰上償還の権利）はディープ・イン・ザ・マネーの状態になることもあり、短期ゾーンの米国債利回りが（現在のように）ゼロ近傍になると、同セクターは（2020 年末のように）繰上償還の可能性がほぼ完全に織り込まれた状態となります。利回りに対する需要が高い状況下でかつコールオプションが行使可能になった状況（初回コール日の到来後）では、高いクーポンによって高水準のインカムを享受できますが、オーバーパーの価格からパーで繰上償還されることによって償還損が出ることも踏まえて計算すると、繰上償還されるまでのコール利回りはマイナスとなることがあります。2020 年の同時期には、

25 ドル額面セクターの 17.3%が、償還されるリスクの高まりを受けて、マイナスのコール利回りで取引されていましたし、実際、リテール向け 25 ドル額面の優先証券（インデックス p0p4）の 16.6%（金額にして 239 億ドル）が繰上償還されました。その代わりとして低クーポンで新規発行された 171 億ドル分の銘柄がインデックス p0p4 に加わったため、リテール向け 25 ドル額面の優先証券の平均クーポンは 35 ベーシス低下して 5.43%となりました。この借り換え債発行の波の影響で、同セクターの平均債券価格は下がり、実効デュレーションは長期化しました。リテール向け 25 ドル額面の優先証券は、固定利付債であることとパーでの繰上償還条項が附帯していることの組み合わせにより、ネガティブ・コンベクシティの特性を有するために、当社では実効デュレーションで捉える方法を好んで用います。グラフは、同セクターと 5 年物米国債の実効デュレーションと比較しています。

リテール 25 ドル額面セクターおよび、5 年物米国債の実効デュレーション比較



出所：Bloomberg

2021 年を通じて、リテール向け 25 ドル額面の優先証券の実効デュレーションは 4.25 から 5.77 へ長期化し、価格リターンは 3.22%のマイナスでした。つまり、このセクターのリターンの大部分がインカムによるものになるという当社の見方は正しかったということになります。リテール向け 25 ドル額面の優先証券では、5 年物国債よりも実効デュレーションが長くなって魅力が増し、価格上昇を享受可能な投資機会の波が毎年訪れる傾向があります。2021 年の場合は、利回り格差の再評価よりも、再発行によってクーポン利率が下がったことの方がデュレーションに影響を与えたため、リテール向け 25 ドル額面の優先証券にとっては波というよりは潮のように実効デュレーションが伸びた年でした。リテール向け 25

ドル額面の優先証券でスプレッドが最も大きく再評価されるのは、通常、S&P500 種株価指数が 200 日移動平均線を割り込むまで調整するほどボラティリティが急上昇したときですが、2021 年はこのようなことは起こりませんでした。過去 21 年間で見ると、そのうち 18 の暦年において少なくとも 1 回は S&P500 種株価指数が 200 日移動平均線を下回ることがありました。それが発生しなかった年は、2013 年（第 3 次量的緩和）、2017 年（トランプ大統領就任のご祝儀相場）、2021 年（新型コロナウイルスによる過剰流動性相場）の 3 回のみでした。FRB がタカ派色を強めたことで、流動性供給は上限に達しつつあることから、来年の株式市場では修正が起きる可能性が高まっています。以下に示すのは、5～7 年物の銀行シニア債（インデックス cf03）と比較したリテール向け 25 ドル額面の優先証券のプライスリターンの推移です。

リテール 25 ドル額面セクターおよび、銀行シニア債のトータルリターンの推移



出所：Bloomberg

なお、2013 年は株価の調整場面がなかったにもかかわらず、リテール向け 25 ドル額面の優先証券は悲惨なパフォーマンスでしたが、これは、5 月に FRB の資産購入を巡って起きた市場の混乱（「テーパー・タントラム」、緩和縮小へのかんしゃく）で米 10 年債の利回りが 100 ベーシスも上昇したためです。このことから得られる教訓は、リテール向け 25 ドル額面の優先証券のスプレッドは株式市場のパフォーマンスに大きく左右されるものの、その価格は米長期債利回りの大きな変動からも影響を受けるということです。また、株価は長期金利が上昇しているときにも同様に上昇する可能性があり、それは、金利上昇の背景が理にかなっている（経済の成長が企業利益の伸びを促進するなど）ような状況の時です。さて 2020 年末、リテール向け 25 ドル額面の優先証券について当社がどう見ていたかと言えば、

- 2021 年のリテール向け 25 ドル額面の優先証券の相対的価値はまちまちで、そのパフォーマンスが銀行シニア債を上回る余地はあるものの、コールされる蓋然性が高まることによるデュレーションの短期化を踏まえると、アウトパフォームの大半はキャピタル・ゲインよりも、インカム・ゲインから得られると想定されます。 — 以上のように予想していましたが、実際その通りになりました。

リテール向け 25 ドル額面の優先証券は、足元では実効デュレーションが長く、オプション調整後スプレッドが 95 ベーシスあることから、バリュウ面で 2020 年末に予想を立てた時よりも価値があります。つまり、リテールセクターは平均的、あるいはフェアバリュウにあり、昨年よりは良好だと思われます。しかし、今後は株式のボラティリティの上昇や、米国債利回りの上昇、量的緩和が早期にゼロになることなどが予想されるため、もっと良い投資機会が 2022 年中のどこかで訪れるのではないかと考えています。

機関投資家向け 1,000 ドル額面の優先証券セクターは（CoCo 債と区別するため、「NoCo 債」と呼ぶ）、より上位の銀行シニア債と比較すると、リテール向け 25 ドル額面の優先証券と同じような相対価値のパターンを示していますが、ボラティリティはそれほど高くありません。

機関投資家向け 1,000 ドル額面セクター（インデックス stb8）は、価格下落局面におけるデュレーションの長期化リスクがリテール向け 25 ドル額面セクターに比べ格段に低いため、長期的に見るとより優れたパフォーマンスを上げています。2020 年、新型コロナ危機で市場が急落した時に、リテール向け 25 ドル額面の優先証券が 5 年ぶりの安値をつけるなどボラティリティの高さが際立っていましたが、NoCo 債にはそれほど極端な動きは見られませんでした。リテール向け 25 ドル額面の優先証券と NoCo 債との間の相対価値の選択においては、好機が長くは続かないことから、的確なタイミングで魅力的なリテール向け 25 ドル額面の銘柄の十分な量を購入することは困難です。例えば、過去 9 年間の週次リターンの標準偏差はリテール向け証券で 1.33%、対して NoCo 債では 0.89%と 44 ベーシスの差があります。しかし、月次リターンの標準偏差はそれぞれ 1.89%と 1.84%に収斂し、5 ベーシスの差にすぎません。平均リターンはどちらも同等で差がありません。セクター間のアクティブな配分変更が短期的に付加価値を提供するのは明らかですが、取引所に直接注文を出して効率的に執行することができる運用会社を確保することも大変重要な要素です。

昨年末の NoCo 債に対する当社の見通しを振り返ると、

- NoCo 債はリテール向け 25 ドル額面の優先証券に比べて平均して次回コール日までの期間が 3 年長いため、スプレッドがより縮小すると思われます。 — そして実際に起きたことは、NoCo 債では 18 ベーシスのタイト化、リテール債では 106 ベーシスのワイド化でした。

現時点で、NoCo 債は元本の保全という点では優先証券の各セクターの中で最も優れていると思われる、スプレッドの魅力度も各セクターの平均以上の状態にあると考えています。2022 年に FRB が利上げを開始すれば中期ゾーンの米国債の利回りは上昇すると想定されますが、現在のスプレッドが FF レートの長期的に中立とされる目標レベルと同じ水準にあることを鑑みると、NoCo 債のインカム・ゲインは、金

利上昇によるキャピタルロスのリスクを補って余りあると考えています。

コンティンジェント・キャピタル証券（CoCo 債）に対する見通しは NoCo 債に対する見方とほぼ同じです。昨年はスプレッドのタイト化を予想していましたが、11 月に大きな調整があったにもかかわらず、想定通りにスプレッドは縮小しました（27 ベーシスの縮小）。そして我々はこの調整を歓迎しています。というのも、2021 年 CoCo 債は、優先証券としては最高のリターンを記録したセクターでしたが、2022 年に向けてもより良いリターンに向けた準備を整えることになったからです。CoCo 債セクターは、より多くの銀行のシニア債と比較して魅力的な（すなわち最も大きい）スプレッドを依然として提供しているため、来年もまたタイト化すると思われます。下記のグラフでは、CoCo 債とより上位のグローバル銀行債とのスプレッドを比較しています。

CoCo 債とより上位のグローバル銀行債とのスプレッド



出所：Bloomberg

重要なことは、CoCo 債の期待超過利回りは、スプレッドからメリットを得られる確率予想が足元では 62.60%（10 月時の 34.30%から上昇）と過去 2 番目に高いことを反映しており、これは、より返済順位が上位の銀行シニア債（e0ba）で得られると推定される超過利回りよりも依然として数倍高いということです。つまり、より資本性が高い CoCo 債でも投資元本の保全と同時にインカムを得ることが可能であるだろうということです。2020 年の厳しい状況下でさえ、発行体の資本には十分な余裕があったため、規制当局はストレス時における CoCo 債のクーポン支払いを認めました。発行体の財務健全性により、CoCo 債はクーポンが高いにも関わらず、クーポン支払い優先度は実質的にティア 2 資本と同等と評価できるのではないかと考えます。

インフレは、今は目の前にあっても明日には消えてなくなるような一時的なものではありません。浪費的と言っても差し支えない財政支出を推進する政治家の監督下にあつて、中央銀行が目標とするインフレへの対処が、一過性かつ一時的で、明日には消えてなくなるものではあるはずがありません。金融業界全体を見渡しても、殆どの債券トレーダーはインフレに対処した経験を有しておらず、そもそもインフレが何を意味するのか理解していません。それどころか、彼らのトレーディング経験の中では、デフレこそが債券発行体を脅かす大敵だった訳で（今や過去形です）、5兆ドルもの大量の不換紙幣を一挙に投入してもそこから脱却できないほどの解決不可能と思われた問題でした（今までは）。なぜ「今」はこれまでとは違うのでしょうか。より簡単に供給されるようになった通貨、エネルギー資源不足、政府の政策目標・使命といった新しい枠組みの中で、市場の流動性が形成されつつあるからです。通貨安競争は、例えるならば、ポーカーで所持金1ドルだけで1兆ドル勝ったようなものです。手元に返ってくるチップを重ねると、8束が月に到達する高さに及び、チップを数え終わるのに3年以上を要する計算です。

確かに、お金は世の中を流通しており、どこでも簡単に手に入ります（最近では、ロサンゼルス、サンフランシスコ、シカゴなどで、盗んでも訴追されない事例があるほどです）。バイデン大統領が化石燃料の使用を制限したことによって米国のエネルギー自給体制が瞬時に崩れた時、突然にシステム全体に及ぶ供給ショックを引き起こし、世界全体のエネルギー価格を急上昇させました - つまり、エネルギー価格の上昇は、グローバリズムと炭素排出量ゼロを目指す長い道のりの副産物と言えます。また、目詰まりを起こしたサプライチェーンの混乱と受注に追いつかない生産量の問題は、ロックダウンやワクチン接種を求める公衆衛生政策がもたらした結果とも言えます。ただ、こうした公衆衛生政策は、いずれも私たちをウイルスから完全に守る有効性はなく、むしろ世界中の国々が抱える個人の自由に関する恐れや政治権力に対して「安心感」を提供するまでがせいぜいという政治的な制約に基づくものです。これらの点は、FRBが展開してきた「インフレ率は上昇しているが、主に一過性と想定される要因を反映している」との見解に直接関係するものです。通貨、エネルギー、政策目標はまさにインフレ圧力の3つの要因で、システムに深く根差し定着した三重の原動力であり、簡単に現れたりなくなったりする可能性は低く、一挙に解消することはなく変異するウイルスのように長引くことは確かです。

従って、市場参加者は数々の疑問について考える必要があります。インフレは一過性のものなのでしょうか？ FRB（および他の中央銀行）はこの問題の持続性を過小評価しているのでしょうか？ 炭素排出量をゼロとするためには何兆ドルの費用がかかるのでしょうか？ 新しいグリーン・エネルギーを目指す長い道のりの中でどんな失敗をするのでしょうか？ 無防備で経験不足の債券トレーダー達は、リフレ・パラダイムの背後にある原動力を理解しているのでしょうか？ 長短金利が逆転したイールドカーブとそれが招く景気後退の市場センチメントを押し戻すために、長期ゾーンの米国債を売り短期ゾーンの米国債を買うリバース・ツイスト・オペレーションは意味があるのでしょうか？ FRBは、物価安定のコントロールを取り戻すために数年後に景気後退をあえて引き起こす必要があるとした場合、最終的にはそれが市場にもたらす影響を気にすることなく金融引き締めを実施するのでしょうか？ インフレがそこまで深刻ならば、なぜ25ベーススではなく50ベーススの利上げを実施しないのでしょうか？ 市場が暴落してもいざとなればFRBが買い支えてくれる時代は終わったのでしょうか？ 過去に何度もそうした問いが市場に投げかけられては消えてきましたが、今回は本当に状況が違うようです。こうした疑問

に対する答えは、時間が経過しないと出ないものがありますが....。

しかし、その一方で、米国市場は、現在進行中の新型コロナウイルスを巡る懸念や 2022 年の中間選挙、その他の材料とともに、インフレ率の急上昇を消化していることでしょう。FRB はテーパリングの終了に伴い、遅くとも 7 月中には政策金利のフェデラル・ファンド金利を早々と引き上げ、2022 年末までに誘導レンジの下限を 0.75%以上にすると時間軸で動くことが予想されます。バイデン政権の下でインフレに歯止めがかからず、非常に進歩的・野心的な看板政策である子育て支援や気候変動対策に支出する歳出・歳入法案「ビルド・バック・ベター（より良い再建）」の成立が危うくなる可能性があるため、FRB は利上げ開始時期を前倒しする可能性が高いと想定されます。バイデン大統領が自身の政権の歴史的な法案が不成立となることを望んでいないことは確かです。民主党は、足元の予想通りに共和党が中間選挙で勝利すれば法案可決が不可能であることを理解しており、選挙前に可決するためには 10 ヶ月の猶予しか残っていません。

従って、もし新型コロナウイルスを背景とするロックダウンの措置が広がればサプライチェーンがさらに混乱することは必至であり、FRB はインフレの高進を抑制するべく金融政策をより引き締めること（そしていずれはバランスシートを縮小すること）を求める圧力にさらされると見込まれます。逆に、（引き締め副作用として）景気後退が政治的に引き起されること（あるいは景気後退が近づいてしまうおそれがあるという一般的な見解を示すことにとどめるかもしれません）と、（引き締めの結果として）インフレ高進の勢いが緩和傾向となることは、バイデン政権に、明日の景気後退を回避するために今法案を成立させ財政支出を実行することにより「よりよき再建」を実現しようという政治的な根拠を与えると考えられます。これはバイデン政権にとって、2021 年中に法案が成立しなかった場合に 2022 年に成立することを後押しする手段にもなり得ます。なお、このシナリオは当社のベースケースではなく、2022 年にスプレッドが縮小するとの当社の見通しにとってのリスクシナリオとして認識しているものです。

FRB は必要であれば物価安定という政策目標に向かい迅速に政策を遂行することで、市場参加者の信任を得る必要があることには疑問の余地はありません。市場は、FRB が後手に回って利上げを行うことを見るのに慣れていません。FRB は、市場にストレスがかかれば後ろ盾として急落した証券を買い上げていましたが、流動性を供給するその役割を既に放棄したと考えるのが妥当と思われます。FRB は、インフレファイターとしての役割を果たそうとしています。このパラダイムシフトが意味するのは、FRB が保証してきた流動性は消滅したため、株式市場と債券市場の価格とバリュエーションは新パラダイムの元でトレーダー達によって適正水準に新たに調整されなければなりません。その結果、割高な水準にある株式市場は、利益確定を目論む市場参加者によってボラティリティが上昇するリスクがあります。同時に、そうしたリスクオフの局面では、優先証券の絶好の買い場が広がると考えられます。

大幅なマイナスとなっている米国債の実質利回りは上昇すると見込まれます。慢性的に実質利回りがマイナスとなっているということは、経済の機能不全と中央銀行が事態を改善できないこと、言い換えれば、景気の弱さと中央銀行の政策失敗を示すシグナルです。FRB はインフレ率を目標水準に制御することと完全雇用という 2 つの政策目標・使命を果たす必要があったために、債券市場をコントロールする

ことができないからといって、その政策が失敗とみなされることは認めないと思われます。特に、低位だったインフレ率を引き上げることを目標としていたのが、行き過ぎたインフレ圧力が問題となってしまう今となってはなおさらです。実際のところ、FRB がインフレ率を引き上げる目標を達成した（そして達成し過ぎてインフレが高進した）今、FRB がインフレ高進を抑制しないという更なる政策失敗のリスクを冒すと考えるのは非論理的です。政策金利の引き締めを続け、カーブのフラット化傾向を背景として景気後退のシナリオが見出しを飾り、FRB が継続的に金融政策を進めることを妨げるような二次的な効果が発生することを押し戻すための手段（すなわち、リバース・ツイスト・オペレーション）も用いて政策上の失敗を確実に回避すると考えるのが極めて理にかなっていると思われます--決して FRB と戦うべきではありません。

当社の見通し全般に影響を与えるリスクシナリオは、コロナウイルスを巡る懸念が続き、その結果としてロックダウンが再び拡がり世界経済の足かせとなることです。この継続的な懸念が要因となって、米国債のイールドカーブが、前回の利上げサイクル前の時期と比べ大幅にフラット化しています。実際のところ、コロナウイルスへの懸念が解消されれば、経済のサプライチェーンの制約もいずれ解消され、米国債のイールドカーブはスティープ化し、FRB がインフレ対策に有効な手段を講じるための余力が生まれるはずですが、これが当社のベースケースで、2022 年末に向かいスプレッドの縮小を想定しており、その間スプレッドが拡大する局面は投資機会と考えています。結局のところ、当社の 2022 年の投資テーマは、コロナ感染拡大後の FRB の対応によって大半が得られたキャピタル・ゲインを維持することに重点を置いています。優先証券は、下記の表が示すように、投資家に対し質の高い発行体による良質のインカムと、ダウンサイドが抑制された有意義な投資機会を提供する資産クラスと考えています。

	A	B	C	D=B/C	E=D/A	F	G=E/(1-F)
資本保全の観点からの比較表	デューレーション	最低利回り	5年物ブレイクイーブン・インフレ率	最低利回りのインフレ率に対する倍率	デューレーション当たりの、最低利回りのインフレ率に対する倍率	スプレッドからメリットを得られる確率予想	資本保全の観点からみたスコア
リテール向け 25ドルセクター	5.91	3.58	2.80	1.28	0.22	10.45%	0.24
機関投資家向け 1,000ドル額面セクター	4.30	3.55	2.80	1.27	0.29	73.20%	1.10
CoCo債	3.46	4.16	2.80	1.49	0.43	62.60%	1.15
上位のグローバル銀行債	5.49	1.91	2.80	0.68	0.12	0.29%	0.12

出所：Bloomberg、スペクトラム

■ リスクおよび費用について

【リスク】

下記は投資一任契約に基づく有価証券等の運用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恐れがあります。

- 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(年率、消費税10%を含む)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。

【インデックスについて】

ICE BofAMLはICE BofAML指数を現状有姿の状態でライセンス供与しており、同インデックスに関し保証したり、同インデックスおよびそこに反映され、関連している、あるいはそこから派生しているいかなるデータに関して、その適切性、品質、正確性、適時性、完全性を保証するものではありません。また、ICE BofAMLは、それらの利用に際し責任を負うものではなく、弊社商品やサービスにつき、スポンサー提供、支持、もしくは推奨するものではありません。

■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、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: 1976198
(EXP: 2022/12/31)