



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 (“Hybrid”) Capital Securities Spectrum’s 2023 Outlook」(2022年12月2日発表)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。

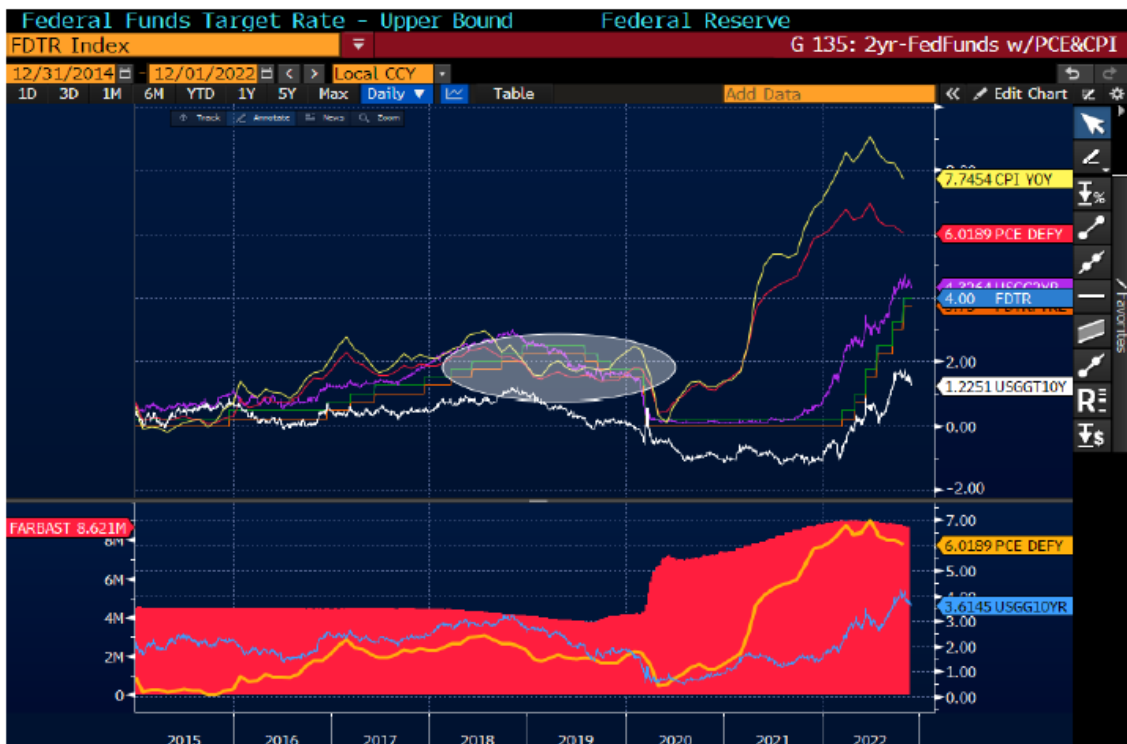
ハイブリッド証券市場:スペクトラム社の2023年における見通し

2022年12月2日

要点:米連邦準備理事会(FRB)による金融引き締めが終わりが近く、足元の利回りおよび債券価格の水準を考慮すると、ハイブリッド証券は割安であると考えられます。

- 今回の利上げサイクルの終わりが近い - インフレ率は鈍化傾向を示しており、政策金利(フェデラルファンド・レート、FF金利)は、政策金利の到達点(ターミナルレート)は遠くない水準であると考えられます。
- 発行体のクレジット・ファンダメンタルズは堅調で、利回りが高い(債券価格が低い)ことから、来年のハイブリッド証券市場についてポジティブな見通しを持っています。

ギャップに注意 - 下記のグラフは、FF金利の誘導目標上限(FDTR、緑線)、米個人消費支出(PCE)物価指数(前年同月比、PCE DEFY、赤線)、米消費者物価指数(CPI)(前年同月比、CPI YOY、黄線)を表示しています:



出所: Bloomberg、2022年12月1日時点

- 米CPIと米PCE物価指数との間のギャップは異例の水準まで拡大しているものの、物価の変動性が低下してくれば、このギャップは収束していくと考えています。今後ニュース等では、このギャップの収束(米CPIの伸びが減速)はインフレが終息したことを意味すると延々と論じられることが予想されますが、あくまで変動幅が落ち着いてきているに過ぎない点には留意が必要であると考えます。
- **FF金利に関するFRBの金融政策における重要な3つの注目点:**
 1. **どの程度の水準まで引き上げるか?**
 - ✓ 適正と思われる水準:4.75~5.00%
 - ✓ リスク・シナリオ:5.25~5.50%
 2. **利上げペースの早さは?**
 - ✓ 適正と思われる早さ:2023年3月までに利上げサイクルを終了
 - ✓ リスク・シナリオ:2023年6月まで利上げサイクルを継続
 3. **FF金利を高く維持すべき期間は?**
 - ✓ 適正と思われる期間:2024年3月まで1年間維持
 - ✓ リスク・シナリオ:2023年12月まで6か月間のみ維持

FRBがインフレ指標としてより重視している米PCE物価指数に対し、パウエル議長は**実質フェデラルファンド・レート(実質FF金利)**をプラスに保つことを目標にしていると考えています。

- **なぜ重要か:**FRBが最終的には常に望む結果を得てきた歴史があるため
 - FRBは米PCE物価指数とFF金利との間のギャップこそ重要だと考えています。
 - FRBは二者間のギャップを最終的に逆転させる意志を持っていると考えられます。

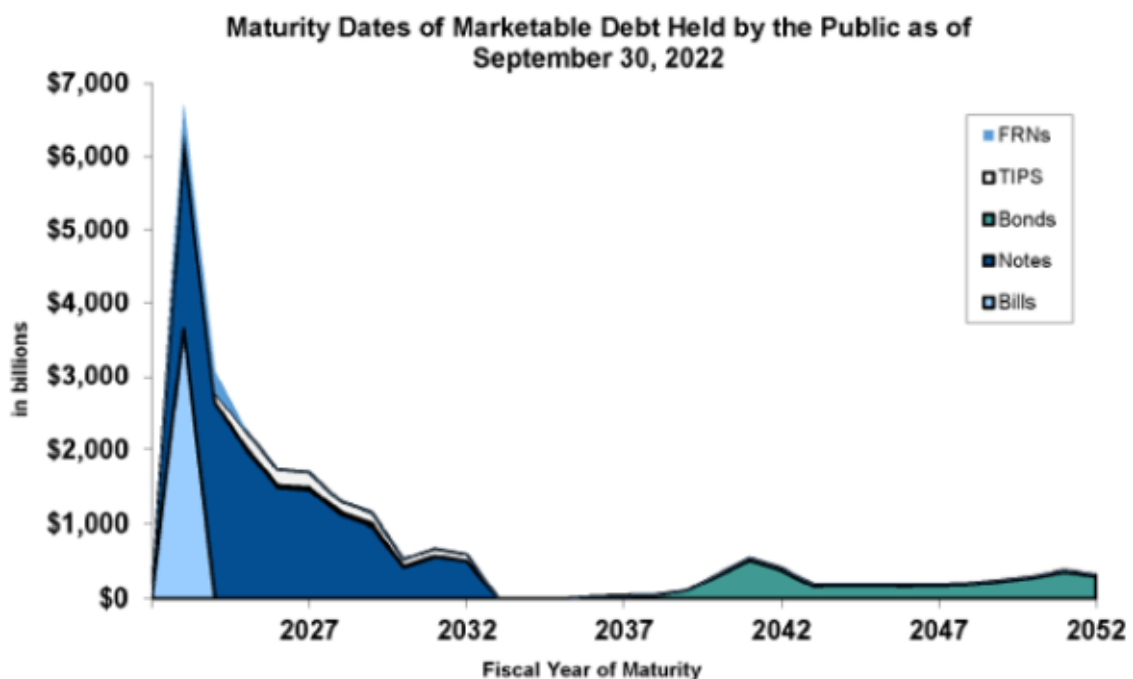
スペクトラム社では、FF金利の誘導目標上限が米PCE物価指数を上回る(ギャップが逆転する)まで、FRBが利上げを停止することはないと考えています。そして、上回った段階で、インフレ目標に近い水準に定着するように駄目押しでもう一度25ベーシスの利上げを実施した後、利上げサイクルを終了すると予想しています。つまり、**実質FF金利がプラスになることが、FRBの目標達成へと向かう道筋と考えられます。**

- 上記のグラフの2018~2019年の白い楕円で囲んだ部分が、今の利上げサイクルでも今後想定される動きを示しています。ただし、10月の米PCE物価指数が6.0%、FF金利(上限金利)が4.00%(当レポート発表時点)であることから、**二者間のギャップが約2%ある点は当時とは異なります。**
- **なぜ重要か:**ギャップが逆転することで、全ての金利上昇が織り込まれ、債券価格のダウンサイド・リスクが限定的になると予想されるため
 - ギャップの逆転は、FRBが望む**実質FF金利がプラスとなるトレンド**になることを意味すると考えられます。
 - そこに至るまでに株式市場は下落することが予想されます。
 - 需要(および貨幣の流通速度)の抑制が最も重要な達成事項であることから、金利はより長期間にわたって高く維持されることが予想されます。

- 米PCE物価指数の伸びが鈍化することでギャップが逆転し、実質FF金利が十分な水準まで上昇すると、いよいよFRBがタカ派からハト派に政策転換する余地が生まれるため、利下げを予想する市場参加者が増えると見込まれます。
- インフレ率が鈍化傾向を示し始めると、債券市場に明るい兆しが訪れ、上昇余地が生じてくると考えています。具体的には、上記のようなFRBのハト派政策転換への期待から投資家のセンチメントが回復し、緩やかな債券市場の上昇が2023年春ごろから始まり、同年の夏ごろまで続くと予想しています。

大局的見地: 米国債の大量償還が迫っている

- 米国債の発行残高について、全体の58% (約13.8兆ドル) が今後4年以内に償還され、借り換えが行われる必要があります。



出所: United States Government Accountability Office, Report to the Secretary of Treasury November 2022

- 加えて、米政府の歳出増加に伴い、年間約1.4兆ドルを毎年新たに借り入れる必要があると想定される点も、テクニカル面で重荷となると考えられます。
 - 今後4年間で約5.6兆ドル (現在の米国債の発行残高の24%に相当) の米国債が発行され、FRBの量的緩和による米国債購入がない中で、市場参加者は価格水準を探っていく必要に迫られると考えます。
- つまり、借り換えだけではなく新たな借り入れを目的として発行される米国債も含めると、現在の発行残高全体の約8割相当額 (約19.4兆ドル) について、今後4年間で改めて入札を通じ、クーポンや利回り・価格が再設定されることを意味しています。
- 連邦予算案では、今後4年間の借り換え時における米国債発行時の平均コスト (クーポン水準) を約2.7%と想定しています。

- 一方、足元の米国債の金利水準に基づく、今後4年間の米国債発行に伴う平均コストは約4.2%となっています。

- ☑ **結論**:FRBは、インフレ率が長期的なインフレ目標である2%に近い水準まで戻るよう、積極的な金融引き締めを続ける必要があると考えます。なぜなら、金利が高すぎる状態が長期間続いた場合、上述の米国債の大量償還に伴って、利払い負担の大幅な増加が想定されるためです。なお、現在の市場水準に基づく、今後4年間で合計2,910億ドルの利払い負担増加が見込まれます。これは、米議会予算局の2022年度の米国債の利払い費予想3,990億ドルが73%増の約6,900億ドルとなることを意味します。
 - **FRBは金融引き締めのオーバーシュートが景気後退を招くことを覚悟の上でインフレの暴走を回避する意志を持っていると考えられます。**(過去の事例では、1970年代のアーサー・バーンズ元議長の失敗があり、その轍は踏まない。)
- **なぜ重要か**:FRBには難題が待ち受けている
 - FRBは、インフレ退治を徹底するために積極的な金融引き締めを続け、再び(債券トレーダーの理想である)ゼロ金利政策に逆戻りするまで景気を後退させるべきか、それとも、流動性の供給を増加させインフレ上昇が制御不能となるリスクを冒して、量的緩和を通じて再び実質金利をマイナスにし、厳しい景気後退を食い止めるべきか、の選択を迫られています。

夜明け前が最も暗い:株式市場は、①FRBがより高く、より早く利上げを行うか(その後利上げを停止し、早期にハト派政策に転換)、②徐々に利上げを行うか(その後利上げを停止し、時間が経過してからハト派政策に転換)という二択について、いずれのケースも十分に織り込んではいないと見受けられます。いずれにしろ、**利払い負担の増加という財政リスクの重大性を考えると、FRBはインフレ率を目標である2%に近い水準まで戻すことに失敗は許されないと考えています。**¹

¹ 米国債や連邦予算の状況については、以下もご参照ください。

- FINANCIAL AUDIT: Bureau of the Fiscal Service's FY 2022 and FY 2021 Schedules of Federal Debt
<https://www.gao.gov/assets/gao-23-105586.pdf>
- The Budget and Economic Outlook: 2021 to 2031
<https://www.cbo.gov/publication/56970>

ハイブリッド証券市場への影響

健全なクレジット・ファンダメンタルズを考慮すると、ハイブリッド証券市場における投資機会は足元で魅力的であると考えています。

金融機関を中心とした 指数別の魅力度	A	B	C	D=B/C	E=D/A
	修正 デュレーション	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	修正デュレーション あたりのDの倍率
上場市場 (P0P4)	12.58	6.76	2.52	⚠ 2.68	✖ 0.21
店頭市場 (CoCo債を 除外、カスタム指数)	3.88	7.71	2.52	✔ 3.06	⚠ 0.79
CoCo債 (CDLR)	2.74	8.61	2.52	✔ 3.42	✔ 1.25
より返済順位が上位の グローバル銀行債 (EOBA)	4.88	5.50	2.52	✖ 2.18	✖ 0.45

出所: Bloomberg、ICE BofA Bond Indices、2022年11月30日時点

特に株式市場が下落した場合、来年はさらに魅力度が高くなる可能性があると考えています。

- なぜ株式市場が下落する可能性があるのか？

- FRBがバランスシートを大幅に縮小し始めており(1ページ目のグラフの赤の網掛け部分、FARBASTをご参照)、米議会予算局によると今後3年間で総額2.2兆ドル以上の資産圧縮が進んで市場流動性が低下すると予想されているにもかかわらず、S&P500種株価指数はまだそれを織り込んでいないと考えられます。
 - コロナ禍でのFRBによる金融緩和を背景に、米10年国債の実質利回りがマイナス圏で推移して経済成長を促し、およそ1年半の間に約2兆ドルの流動性が供給された中で、S&P500種株価指数は約3,000ドルから2021年末/2022年初頭には約4,800ドルまで上昇しました。逆に言えば、量的緩和で供給された流動性を回収すれば、S&P500種株価指数が約3,000ドル近くまで下落する可能性があると考えるのが妥当であると言えます。特に、米10年国債の実質利回りが2022年初頭頃の水準から200ベース超上昇し、インフレの高止まりという問題を抱えている足元の市場環境では、なおさらその可能性が高いと考えられます。
- FRBが買い手として不在になることから、米国債の流動性は低下することが予想されます。また、上述の通り、米国政府の財政赤字は年間約1.4兆ドルに上ると予想されます。資金調達による財政支出の増加がインフレを支える要因となるうに名目金利も上昇するため、実質金利の上昇によって企業の負債コストが実質マイナスである時代が終わりを告げることを意味すると考えられます。
 - FRBの政策ツールは米国内の需要面では影響を及ぼせる一方で、供給面については私企業が決定し、米国一国を超えグローバルであり、かつ不安定な状況にあって、影響を及ぼせないと考えられています。コストプッシュ・インフレに対して中央銀行が出来ることには限界があります。
- 化石燃料は、グローバルな気候変動対策の観点からは「地球の敵」とされています。ただし、ゼロカーボンに対する理想は世界中で同じように追求出来る訳ではありません。

- 例えばアメリカでは化石燃料の採掘が抑えられている一方、潤沢な生産をしているロシアは欧州への供給を「武器化」してエネルギー供給不安を招いており、経済成長に欠かせないエネルギー資源の需要と供給のバランスに地域格差があります。

4. 地政学リスクが突然の社会的・経済的ショックにつながる危険性があります。

- 中国の社会・経済システムは、中国政府の「ゼロコロナ」政策に伴うロックダウン（都市封鎖）などの影響を受けているほか、ロシアは引き続きウクライナへの攻撃を続けており、地政学リスクは既に顕在化しています。ただ、仮に中国による台湾有事やロシアの北大西洋条約機構(NATO)加盟国への攻撃が現実のものとなった場合には、足元の状況がかすむような重大な混乱を引き起こすと考えられます。
- **なぜ重要か:** これらのリスクのうち一つでも悪化すれば、株式市場が乱高下する可能性が高いと考えられます。そして、すでにスタグフレーションに陥りかけている世界経済を背景に、4つのリスクはすべて顕在化し始めていると考えています。

☀ ハイブリッド証券のスプレッドは拡大:



出所: Bloomberg, ICE BofA Bond Indices, 2022年12月1日時点

- 店頭市場および上場市場の投資適格・投資適格未満の優先証券から構成される指数であるICE・バンクオブアメリカ・メルリンチUSオール・キャピタル・セキュリティーズ・インデックス (IOCS、橙線) は、優先証券市場全般を代表する指数です。
- 米ドル建てのCoCo債の指数であるICE・バンクオブアメリカ・メルリンチUSコンティンジェント・キャピタル・インデックス (CDLR、白線) は、発行残高が大きいCoCo債全般を代表する指数です。
- 両セクターのスプレッドは、2015～2016年、および2018～2019年の直近の景気減速期と同程度の水準まで拡大しています。

☀ ハイブリッド証券の利回りは上昇(価格は低下):



出所: Bloomberg, ICE BofA Bond Indices、2022年12月1日時点

- ハイブリッド証券の利回りは、足許で大きく低下したものの、引き続き欧州ソブリン危機以降では最も高い水準で推移しています。

☑ **結論:** 今後、市場はどの程度さらに悪化する可能性があるか？

- FRBにはまだやるべきことが残っていますが、今回の利上げ局面における利上げの大部分を終えており、あとは金利を高い水準で安定して維持し、米PCE物価指数とFF金利が逆転(実質FF金利がプラス)するまで待つのみだと考えています。
- 米国債市場は、今後、テクニカル面で課題に直面する可能性が高いと考えられるものの、政策金利を「より高く、より長期に」維持するというFRBの新たな政策方針の下で実質利回りは上昇・高止まりし、長期金利は3.5%から4.5%の間で推移すると予想しています。つまり、来年は力強く価格が上昇する相場とはならないものの、むしろレンジ相場となることで一定の投資機会が生まれると考えています。
- ハイブリッド証券の利回りとスプレッドは魅力的な水準にあると考えられ、金利上昇やスプレッド拡大によって債券価格が下落するリスク以上にインカム収入が得られると考えています。
- 上記の理由から、投資家の間では優れたリターンを見過ごすことへの不安が拡大しており、それによって2023年に想定されるクレジットの調整局面は、2022年のものと比較すると、下落も限定的で短期間で終わると予想しています。
- インフレ率と過去のデフォルト率を考慮すると、相対的な観点でハイブリッド証券に勝るものはないと考えています。

実質利回りの一覧	ハイブリッド証券		社債	
	優先証券	CoCo債	投資適格社債	ハイイールド債
ICE BofA指数	CIPS+HIPS	CDLR	C6C0	H0A0
修正デュレーション	3.88	2.74	6.22	4.31
最低利回り	7.71%	8.61%	5.51%	8.62%
インフレ率 ¹ による調整	2.52%	2.52%	2.52%	2.52%
実質利回り	5.19%	6.09%	2.99%	6.10%
デフォルト率 ² による調整	-0.11%	-0.11%	-0.04%	-2.57%
最低利回り(ネット)	5.08%	5.98%	2.95%	3.53%
コンポジット格付け	BBB2	BB1	BBB1	B1

1. インフレ率は米5年のブレイクイーブン・インフレ率に基づく期待インフレ率です。

2. デフォルト率はスペクトラム社が直近10年の市場動向から独自に算出した値に基づきます。

出所: Bloomberg、ICE BofA Bond Indices、2022年11月30日時点

- ハイブリッド証券は元本保全に資する特性を有しており、発行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クーポン構造が主流となっています。現在クーポンが4%台の銘柄のクーポンが数年後には7~8%台になることから、債券価格は現在の大幅に割安な水準から今後は上昇すると考えています。
- 市場は「不安の壁」をよじ登ると言われており、足元で市場が下落していることは、最終的に来年末に振り返った時には、優れた投資機会だったと捉えられていると予想しています。特に、市場の不安心理の高まりを背景に、クレジットの質の高いハイブリッド証券の利回りが上昇していることは、その可能性を高めていると考えています。

Phil Jacoby、チーフ・インベストメント・オフィサー (CIO)
 スペクトラム・アセット・マネジメント

以上

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(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、料率や上限等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された英文の訳文です。本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

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:<https://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