

2023年見通し: 優先証券市場にとって投資機会が生まれる1年

マクロとマーケットの見通し(Phil Jacoby、エグゼクティブ・ディレクター、チーフ・インベストメント・オフィサー)
マクロとクレジットの見通し(Joe Urciuoli、エグゼクティブ・ディレクター、リサーチ・ヘッド)

概要

マクロとマーケット

- 2023年、米連邦準備理事会(FRB)は、インフレ率の鈍化に応じて急激な利上げの完了に近づいていると見られ、注目が集まっています。FRBにはまだやるべき大きな仕事が残されており、金利を高い水準に維持することで、金利とインフレの関係を正常化させると考えられます。
- 来年、米国債市場はテクニカルによって動かされるかもしれないが、FRBが長期にわたって政策金利を高水準で維持することにより、実質利回りは上昇し、長期金利は3.5%から4.5%の間で推移すると想定されます。一方に動く強気相場ではなく、むしろ投資機会に溢れたレンジ相場になると想定しています。
- 特にFRBがバランスシートを大幅に縮小し、市場を支える役目を終えることで株式市場が下落した場合、強いクレジット・ファンダメンタルズを背景に利回りが魅力的な水準にあるハイブリッド債への投資機会は有望であると考えます。

マクロとクレジット

ファンダメンタルズが堅牢な世界の金融セクターは、景気減速に注目が集まる2023年の市場環境にも対応できるような体制を整えています。特に、当社が投資する発行体は、ウクライナやロシアを含む発展途上国への直接的なエクスポージャーをほとんど保有していません。

2023年の主なクレジットテーマ

景気後退の状況

米国では高インフレが沈静化すると予想されますが、金融引き締め効果の遅効性により、2023年も経済成長が鈍化あるいは後退すると思われまます。一方で、欧州はより難しい状況にあると考えます。

ウクライナ・ロシア戦争

ロシアのウクライナ侵攻により、多くの人命が失われるなど甚大な被害をもたらしました。また、ロシアによるエネルギーの武器化、すなわち欧州へのガス供給の遮断は、エネルギー危機を引き起こし、それは2023年にかけても続いています。

イタリア

イタリアの新右翼、欧州連合(EU)に懐疑的な連立政権は、同国をより政治的、経済的な不透明感を高める可能性があります。

クレジットサイクルの転換

金融情勢の悪化と世界的な経済成長率の鈍化或いはマイナス成長により、2023年の信用損失は増加すると思われまます。当社が投資対象とする質の高いハイブリッド債の発行体に重大な影響を与えることはないと考えています。

サステナビリティへの取り組み

欧州の持続可能な財務情報開示規制(SFDR)は2023年に始まり、米国の2022年インフレ抑制法はクリーンエネルギーと気候変動への取り組みに長期的な連邦政府の資金を提供するとしています。米国証券取引委員会(SEC)がESGに関する規則を議論しています。

マクロとマーケットの見通し

PHIL JACOBY, エグゼクティブ・ディレクター、チーフ・インベストメント・オフィサー

要点:

- 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)から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、**2023 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。**

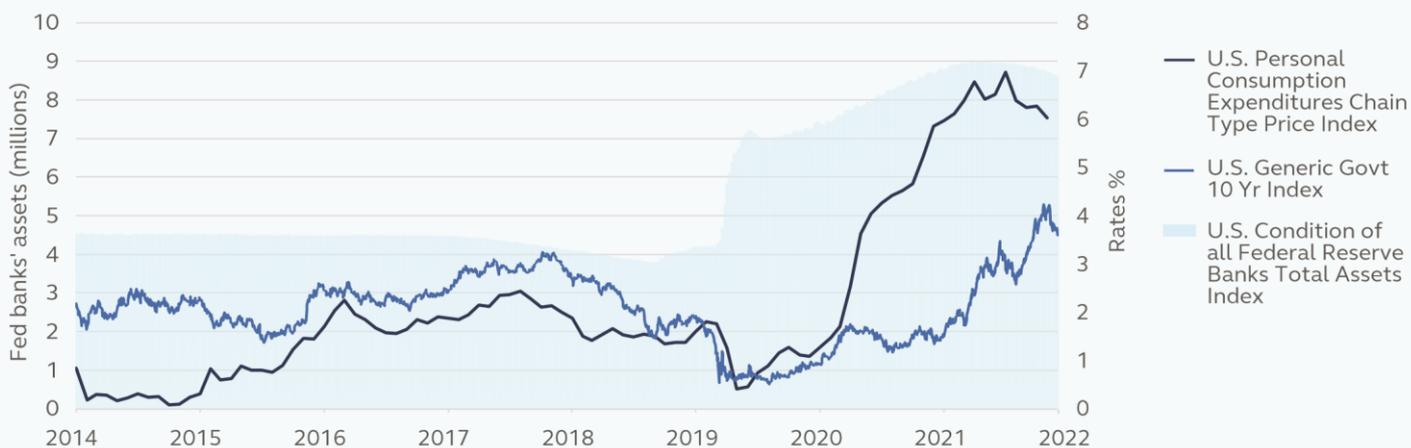
ギャップに注意 - 下記のグラフは、FF 金利の誘導目標上限(Federal Funds Rate Target Rate Index)、米個人消費支出(PCE)物価指数(前年同月比、U.S. Personal Consumption Expenditures Chain Type Price Index)、米消費者物価指数(CPI) (前年同月比、U.S. CPI Urban Consumers YoY NSA Index)を表示しています:

EXHIBIT 1: Federal Funds Bounds vs PCE Deflator Index vs Consumer Price Index



出所: Bloomberg, 2022 年 12 月時点

EXHIBIT 2: Increase in PCE and UST yields vs. increase in Federal Reserve assets



出所: Bloomberg, 2022 年 12 月時点

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 ヶ月間のみ維持

予想: 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。

予想: 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最後に 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(Exhibit 1)の 2018~2019 年の青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

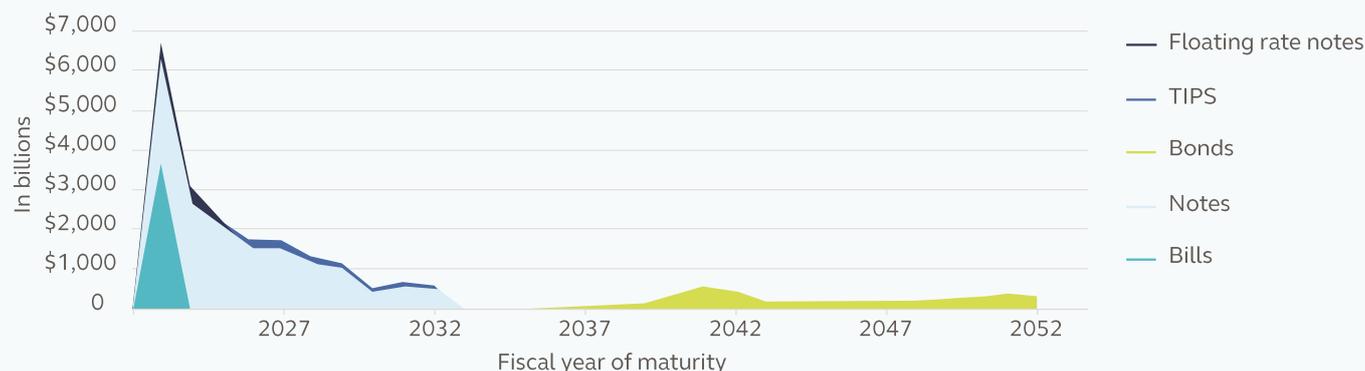
- ギャップの逆転は、FRB が望む実質 FF 金利がプラスとなるトレンドになることを意味すると考えられます。
- そこに至るまでに株式市場は下落する可能性があります。
- 需要(および貨幣の流通速度)の抑制が最も重要な達成事項であることから、金利はより長期間にわたって高く維持されることが予想されます。
- 米 PCE 物価指数の伸びが鈍化することでギャップが逆転し、実質 FF 金利が十分な水準まで上昇すると、いよいよ FRB がタカ派からハト派に政策転換する余地が生まれるため、利下げを予想する市場参加者が増えると見込まれます。
- インフレ率が鈍化傾向を示し始めると、債券市場に明るい兆しが訪れ、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。

- 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。
- 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と、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。

EXHIBIT 3: Maturity dates of marketable debt held by the public



2022 年 9 月 30 日時点、出所: United States Government Accountability Office, Report to the Secretary of Treasury, November 2022

結論:FRB は、インフレ率が長期的なインフレ目標である 2%に可能な限り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と、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。

- 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。

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必要があると考えています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。

<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。特に株式市場が下落した場合、2023 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。

	A	B	C	D=B/C	E=D/A
金融機関を中心とした 魅力度の一覧	修正 デュレーション	最低利回り (%)	5年物ブレイク イブ・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	2.48	2.73	0.22
店頭市場 (CoCo 債を 除外、カスタム指数)	3.88	7.71	2.48	3.11	0.80
CoCo 債 (CDLR)	2.74	8.61	2.48	3.47	1.27
グローバルな銀行の シニア債 (E0BA)	4.87	5.50	2.48	2.22	0.45

2022 年 11 月時点、出所: Bloomberg, ICE BofA Bond Indices。各指数は、それぞれ以下を参照しています:

P0P4: ICE BofA Core Plus Fixed Rate Preferred Securities Index, CDLR: ICE USD Contingent Capital Index, E0BA: ICE BofA Eurodollar Banking Index

なぜ株式市場が下落する可能性があるのか？考えられる 4 つの要因:

- FRB がバランスシートを大幅に縮小し始めており (Exhibit 2 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 ベーシス超上昇し、インフレの高止まりという問題を引き続き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え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ると考えます。

- 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ると考えます。
- 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。

EXHIBIT 4: Hybrid spreads are wide

IOCS versus CDLR – spread to worst versus government



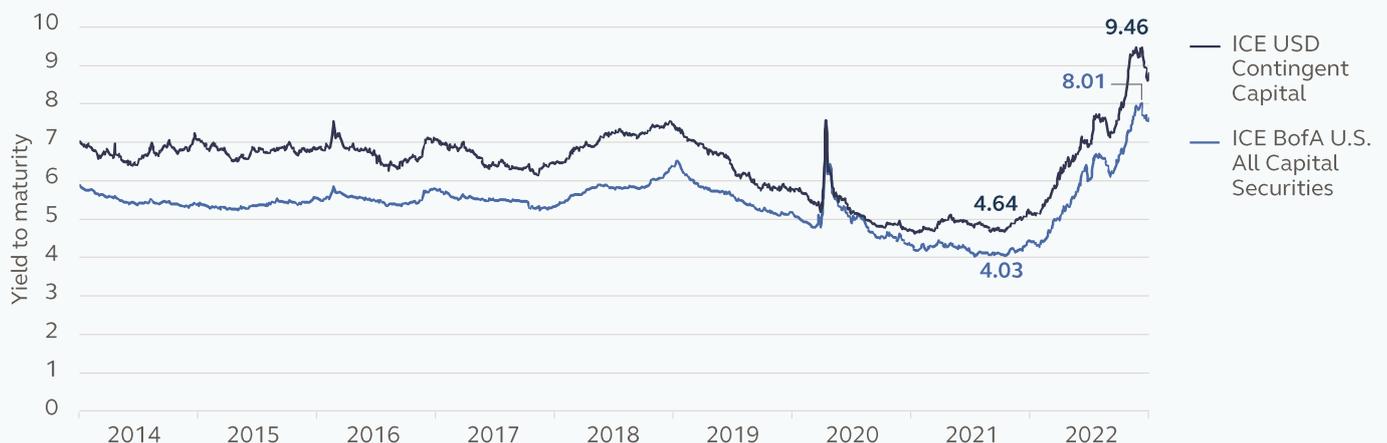
出所: Bloomberg, ICE Bond BofA Indices

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 BofA U.S. All Capital Securities Index 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 USD Contingent Capital Index 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。

EXHIBIT 5: Hybrid yields are high (and prices are low)

IOCS versus CDLR – yield to maturity



出所: Bloomberg, ICE Bond BofA Indices

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 BofA U.S. All Capital Securities Index 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 USD Contingent Capital Index は、発行残高が大きい CoCo 債全般を代表する指数です。

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、2023 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逃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、下落も限定的で短時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は非常に魅力的であると考えています。

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 (%)	2.48	2.48	2.48	2.48
実質利回り (%)	5.23	6.13	3.03	6.14
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) (%)	5.12	6.02	2.99	3.57
コンボジット格付け	BBB2	BB1	BBB1	B1
前月末時点				
最低利回り (ネット) (%)	5.18	6.38	3.46	3.83
変化幅 (%)	-0.06	-0.36	-0.47	-0.26

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

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 2020 年から遡った 10 年間の市場動向から独自に算出した値に基づきます。

- 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 2024 年初頭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。

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 2024 年初頭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。

マクロとクレジットの見通し

JOE URCIUOLI、エグゼクティブ・ディレクター、リサーチ・ヘッド

景気後退

2021年のパンデミック後の回復に続き、2022年には記録的な高インフレと金利上昇により金融環境がタイト化しました。サプライチェーンの混乱は依然として続いています。食品とエネルギー価格の上昇は、米国の中間層の消費者を苦しめました。欧州の消費者が受けた影響に比べれば深刻度は低くなっています。今後、インフレは緩やかになると予想されるため、米国の利上げは2023年半ばまでに終了すると見られます。

執筆時点のブルームバーグのコンセンサス予想は、2022年の経済成長率は米国が1.8%、2023年は0.4%であるのに対し、ユーロ圏は3.2%、-0.1%となっています。ドイツとイタリアはロシアの天然ガスに依存しているため、それぞれ2023年に経済縮小に直面すると予想されています。ムーディーズは、G20先進国の経済成長率が2022年の2.1%から2023年には0.2%に低下すると試算しています。

エネルギー危機

ヨーロッパはエネルギーの50%以上を輸入しており、ロシアの天然ガスはその中でも高い割合を占めています。ロシアに課された経済制裁、そしてウクライナを北大西洋条約機構

2021年のパンデミック後の回復に続き、2022年には記録的な高インフレと金利上昇により金融環境がタイト化しました。サプライチェーンの混乱は依然として続いています。

(NATO)が支援したため、ロシアのプーチン大統領は天然ガスの供給を制限しています。

2022年夏にピークを迎えたものの、この天然ガス供給ショックは欧州の企業や消費者にエネルギー価格の大幅な高騰をもたらし、米国に比べて欧州の2023年の景気後退が深刻化する可能性があります。

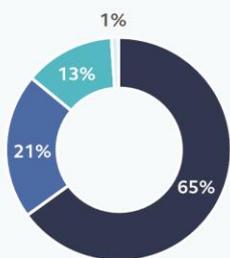
欧州の天然ガス貯蔵率は高く、冬を乗り切れる見込みですが、2023年以降については課題が残ります。

- 下図のイタリアやドイツなど、ロシアの天然ガスに依存しているヨーロッパ諸国は、天然ガス不足を補うためにLNG（液化天然ガス）などの代替品を探さなければなりません。しかし、これは容易ではないと考えます。

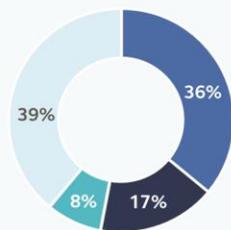
EXHIBIT 6: 2020 Imports of natural gas

France, Germany, and Italy

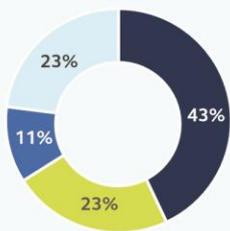
● Norway ● Russia ● Netherlands ● Algeria ● Other



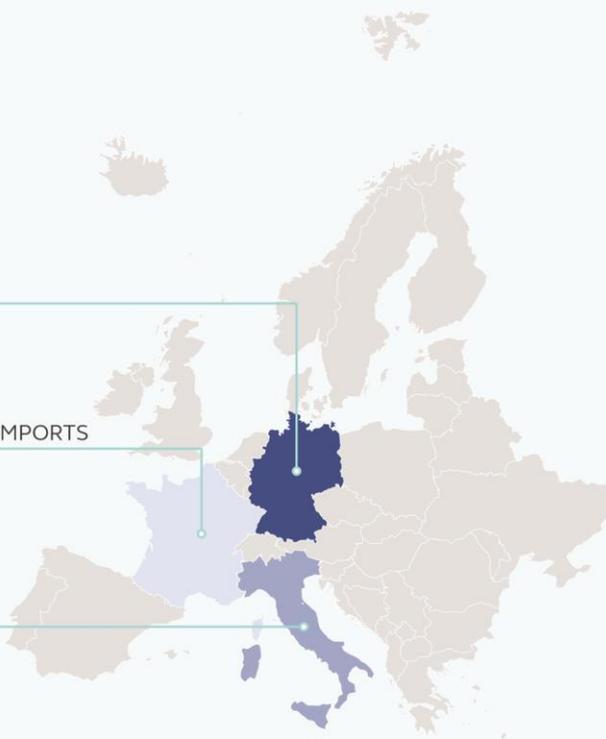
GERMANY IMPORTS



FRANCE IMPORTS



ITALY IMPORTS



出所: Eurostat, 2020年時点

2022 年夏にピークを迎えたものの、この天然ガス供給ショックは欧州の企業や消費者にエネルギー価格の大幅な高騰をもたらし、米国に比べて欧州では 2023 年の景気後退が深刻化する可能性があります。

- 優先順位が低いエネルギー消費は抑制しなければならず、また、原子力発電所や石炭発電所などの閉鎖した発電施設を、経済合理性がある限り稼働させなければなりません。
- 補助金や価格上限を設けることで、消費者の過度なエネルギー消費抑制を抑えられると見られます。
- 天然ガス不足に対処する際、欧州はヘッドラインインフレと政府債務の負担を悪化させないように注意しなければなりません。
- エネルギー不足を解消するため、欧州は温室効果ガスのネットゼロ目標に抵触する可能性があります。
- 低コストのクリーンエネルギー・インフラを追加で構築し、ロシアの天然ガスへの依存度を下げるとの市場改革が必要であると考えます。

欧州は、必要な天然ガスの約 40%をロシアから輸入しており、ロシアの天然ガス輸出の 75%近くを占めています。EU の大国のうち、イタリアとドイツはロシアの天然ガス供給が途絶えた場合に最も大きな影響を受け、フランスは最も影響が小さいとみられます。

イタリアの不安

「イタリアで政権の座に着くことは、長期政権として同国に変革をもたらすことよりも容易だ」。2022 年末、イタリアでは極右の「イタリアの同胞 (FDI)」「同盟」と中道の「フォルツァ・イタリア」からなる新連立政権が誕生しました。ジョルジア・メローニ氏はイタリア初の女性首相であり、ムッソリーニ政権以来の極右政権です。前政権のマリオ・ドラギ氏率いる中道政権は 2 年足らずで終わっていますが、これは第二次世界大戦後のイタリアの政権の平均的な年数です。

比較的経験の浅いメローニ首相は、イタリアの数十年にわたる経済停滞と現在の高い政府債務残高、そして保護主義を緩和し競争力を高めるといった必要な改革に抵抗する高齢化社会という長年の問題に取り組まなければならないと考えられます。

メローニ首相は、EU に懐疑的な政権を率っていますが、EU が 2,000 億ユーロを割り当てた欧州経済回復支援をイタリアが必要としていることから、EU に対してより穏健なアプローチを取ることが期待されます。メローニ首相は、EU と同様、NATO のウクライナ支援策を支持し、ロシアに反対していません。メローニ首相の当面の課題は、天然ガスなどロシアに対する高いエネルギー依存度を引き下げることです。

ドラギ前首相のリーダーシップと EU の連帯がなければ、メローニ首相の新連立政権が効果的な政策運営を実施出来るか、あるいは短命で不安定な政権のいつものパターンに従うか、判断するのは早計だと考えます。

クレジットサイクルの転換

ハイイールド債券のデフォルト率は 2023 年に上昇すると思われる。

ムーディーズは、「資金調達コストの上昇と流動性の低下が、景気減速に伴う需要の軟化と相まって、B2 以下の格付けの企業が最も大きな影響を受けることになる」と述べています。これらの企業は、米国の投機的格付け企業の 60%以上を占めています。さらに、「これらの企業のほとんどが財務レバレッジが高く、変動金利の負債の割合が大きいため、デフォルトの可能性が高くなる」とも述べています。

ハイイールド債券で発生する投資元本の損失は、当社が投資する主要な金融・非金融企業の優先証券に重大な影響を与えないと想定されます。金融システムリスクは安定した状態が保たれるはずだと考えています。

2009 年、優先証券のデフォルト率は、ハイイールド債券の 16.2%に対し、世界金融危機の影響で 3.5%でした(下記参照)。2020 年のパンデミック時は、優先証券のデフォルト率はほぼゼロだったのに対し、ハイイールド債券は 6.3%でした。

優先証券の過去 10 年間の年平均デフォルト率が 9 ベースポイントであることは、高格付けの銀行、保険会社、非金融機関の量的・質的ファンダメンタルズが堅牢であることを裏付けていると考えています。

	デフォルト率		
	2009 年	2020 年	平均 (2012-2021 年)
投資適格社債	0.22%	0.01%	0.03%
優先証券	3.48%	0.07%	0.09%
ハイイールド債	16.15%	6.26%	2.47%

出所: Moody's Investors Service (投資適格社債、ハイイールド債)、Spectrum Asset Management (優先証券)、2021 年末時点

2023 年もクレジット・ファンダメンタルズは強固

銀行

2022 年の見通しでも述べたように、パンデミック後の経済への移行の道のりは決して平坦ではないものの、銀行のクレジット・ファンダメンタルズは融資の質の高さと業績に支えられ堅牢であると想定されます。法人・個人顧客ともにインフレという逆風下にあるにもかかわらず融資の質は高い状態が保たれており、銀行にとって極めて重要な純利息収入は金利上昇環境の中で伸びています。

2023 年には、融資の質がやや低下し過去の平均的な水準へと回帰していくと見込まれるものの、銀行システム全体にわたり融資の質が深刻な問題になるとは想定していません。銀行は潤沢な資本と手元流動性を備えた状態で 2023 年を迎えており、金融危機時まで手掛けていた高リスク事業のほとんどは、すでに過去のものとなりました。2023 年の景気後退は引き続き懸念材料ではあるものの、強力な銀行システムによって対処が可能と考えます。

銀行にとって規制は永遠に付き合うものであり、銀行の不幸事に対して世界の規制当局は更に厳格に対処していくと見込まれます。米国では消費者を重視する規制が主流になりつつあり、当座貸越手数料を得られなくなり収益を減少させるといった側面と、罰金の増加などコストを増加させる側面の両方で、銀行に影響を与える可能性があります。ウェルズ・ファーゴ、クレディ・スイス、ダンスケバンクの事例のように、規制上問題となる事象はしばしばその代償が高くつき、決着に長期間を要す傾向があります。

デジタルバンキングは、引き続き各行が主要命題として焦点を当てています：

- デジタルバンキングの推進は顧客ニーズを満たす一方でコストを抑制することで、デジタルバンキング分野のみで事業を展開するライバルのフィンテック企業に対する競争力向上につながると考えられます。
- デジタルバンキングへの投資は規模が小さい銀行にとっては難しく、これが銀行業界において更なる統合につながると見られます。
- テクノロジーの導入に積極的な銀行は、顧客からの信頼と顧客データ保護に対する評判を確かなものにしていくと言えます。
- 足元で発生した 新興企業 FTX 破綻のような暗号資産分野における問題は、大手銀行の競争力を高める追い風と考えられます。

ESG の観点からは、銀行セクターの規制状況、世論に対する感応度、ガバナンス／内部統制違反のコストに照らし、ガバナンスは銀行にとって引き続き重要な問題です。環境問題は頻繁に議論され、化石燃料セクターへのエクスポージャー削減や銀行の温室効果ガス・ネットゼロに向けた取り

組みといったことは定量化が比較的容易ですが、従業員の多様性や顧客データ保護といった社会問題の重要性が高まっています。

ESG の観点からは、銀行セクターの規制状況、世論に対する感応度、ガバナンス／内部統制違反のコストに照らし、ガバナンスは銀行にとって引き続き重要な問題です。

ESG 問題に対する規制当局や政治の介入が増えるにつれ、エネルギー集約型セクターによる環境負荷削減への移行促進を融資目標に含めることが求められ、国の様々な目標を達成するために環境や社会に対する責任を重視するセクターへ銀行融資が向かう可能性があります。その結果、融資や証券の引受において ESG の要素が加味され、銀行の融資の集中分野に変化が起こる可能性があると考えます。

保険

保険業界は、危機前よりもクレジット・ファンダメンタルズを強化した上でグローバル金融危機を乗り切り、パンデミック関連の損失に対しても保守的に準備金を積み増しており、リスクに対応した安定したバランスシート運営が出来ていると考えます。昨年来の欧州でのエネルギー不足についても、直接的に事業中断保険の保険金請求の引き金になることはないと思われ見込まれます。マクロ経済やインフレ動向に見られる不安定さ、異常気象への対応は保険業界にとっての課題ですが、大手保険会社は 2023 年においても強固なバランスシートと保険引受における規律を保っており、十分に顧客からの保険金請求に対応することが可能と見られます。

英国年金制度では、デリバティブの追証によって手元流動性不足が問題になるなど、急速な金利上昇が市場の脆弱性を露呈させた事例も発生しました。ただ、金利が徐々に上昇していくことは保険会社にとってプラス材料であり、上記の年金制度とは対照的に、保険会社の手元流動性は潤沢であると考えます。

保険会社は主に高格付けの債券への長期投資を行っていることから、市場のボラティリティの下でも、損失を埋めるために他の資産の売却を迫られるような性格の資産の保有は限定的と想定されます。減損や投資ポートフォリオの格下げが発生した場合には資本が減少し得ますが、長年事業を慎重に展開してきた大手保険会社は、資産運用における高いリスク管理能力を有していると考えます。

保険会社は主に高格付けの債券への長期投資を行っていることから、市場のボラティリティの下でも、損失を埋めるために他の資産の売却を迫られるような性格の資産の保有は限定的と想定されます。

大手保険会社は非流動資産へのエクスポージャーを増やしているものの、格付機関や規制の要件により、そのエクスポージャーは適正な水準に保たれていると考えます。一方、保険業界の中でも、新興企業やプライベートエクイティ(PE)投資会社の買収対象となった企業の中には、プライベート・クレジットやストラクチャード・クレジットといった資産について、企業規模からは不釣り合いに大きいエクスポージャーを取って高い投資リターンを実現している事例も見受けられます。当社は、こうした企業のクレジットには不透明性があり、長引く景気後退の下で成功した実績がないビジネスモデルと考えており、投資対象としていません。

損害保険・再保険業界は潤沢な資本によって、2017年以降の天候に起因する大規模な損失(風災、洪水、山火事など)から守られてきました。保険料の上昇は、不法行為の増加とインフレの持続といった逆風、および気候変動に絡んで発生し得る損失というマイナス要素の軽減に寄与しています。

ただ、パンデミックを受けロックダウン中に減少していた交通事故は、行動制限がなくなり正常化する中で増加しています。個人向け自動車保険の請求が増加し、修理費・治療費・弁護士費用の増加がより大きな損失をもたらす課題となっていることには留意する必要があります。保険会社はこのような問題の影響を軽減するために自動車保険の保険料率を積極的に引き上げていますが、保険料率の改定プロセスは高度に規制されており、保険料率の引き上げを反映し収益性が回復するには時間がかかる可能性があります。

インフレが損害保険会社、再保険会社にとって引き続き重要な課題となっている中、2023年も保険料率の価格決定力は高く維持されると想定されます。保険料引き上げで先行する損害保険に比べ、再保険会社の引き上げは時間を要していました。ただ、長年この分野での収益が振るわなかったことを受け、引き受け手全体のキャパシティが減少し需給が改善したことから、2023年には引き上げのペースが加速すると予想されます。当社では、追加的なコスト増加や、再保険の引き受け手が減少する可能性に対処する能力のある、米国内およびグローバルな損害保険会社を投資先として焦点を当てています。

インフレが損害保険会社、再保険会社にとって引き続き重要な課題となっている中、2023年も保険料率の価格決定力は高く維持されると想定されます。

ESGの観点からは、保険会社はサイバー攻撃に対する脆弱性といった新たなリスクへのソリューションとしてサイバー保険を提供しており、また、多くの会社が二酸化炭素などの温室効果ガス排出量の多い企業への投資や保険の引き受けのエクスポージャーを減らすことにコミットしています。一方、持続可能性の目標の追求が社会的責任やガバナンスを問う訴訟リスクを高め、賠償責任保険の請求につながりかねないことに対して業界のリーダーたちは懸念を示しています。2023年における各国法制度の下での規制や新会計制度の進展を考えると、健全なガバナンスは不可欠と考えられるものの、既に各社の対応も進み大きな戦略的変化につながるものではないと考えます。

公益事業

特に主要な発電源の一つである天然ガスの価格高騰を背景に、エネルギーへの依存度と料金高騰で増加した顧客の電気料金滞納への取り組みが電力会社にとっての重要課題となっています。ロシア産天然ガスに依存する欧州に比べ米国はより良好な立場にありますが、国によって規制や政治の風向きが変化する可能性には留意する必要があります。

エネルギー危機を踏まえ、欧州各国は、インフレに苦しむ国民を支援し、クリーンで、かつ「武器化」されず依存可能なエネルギーへ移行することにコミットしています。政府支援を裏付けとした電力料金の上限定額や、電力会社をはじめとするエネルギー関連企業に対する流動性支援対策などの取り組みが、欧州の電力会社に対する当面の支援材料となっています。

米国の公益事業セクターでは、記録的な設備投資が続いていることからコスト上昇圧力が高まっています。クリーン電力導入促進を目標の一つとするインフレ抑制法(IRA)の成立は、電力事業者にとって大きな税額控除や補助金のメリットがあり、低コストの再生可能エネルギー(風力や太陽光)や重要なインフラ(送電や蓄電)を加えていく後押しとなることから、最終的に上記の天然ガス価格高騰などに起因する電気料金滞納を巡る問題の軽減に寄与すると思われる。

また、インフレ抑制法は、クリーン水素、再生可能天然ガス、カーボンキャプチャ(温室効果ガスの吸着)、従来商用化されたものより出力が小さい小型モジュール式原子炉など、より新しいタイプのクリーンエネルギー・ソリューション事業への投資の促進が期待されます。再生可能エネルギーの大手開発事業と公益事業をともに手掛けるネクステラ・エナジーは、2045年までに同社が直接排出するスコープ1の温室効果ガスと同社が発電源とするエネルギーが供給される際に間接的に排出されるスコープ2の温室効果ガスをゼロにするために必要な投資を行う上で、IRAが有用としています。公益事業セクターは、温室効果ガスの排出削減の目標に向けて急速に進んでいる数少ないセクターの1つです。

原子力は、温室効果ガス排出がほぼゼロで、出力調整可能な電力の提供が可能である点が再評価され、出力が不安定な再生可能エネルギーを補完するソリューションとして、より

長期的に復活する可能性があります。これは単に既存の原子力発電所が米国内外で延命されることを意味する場合もあります。というのは、新規の原発を建設する巨大プロジェクトに対しては、ジョージア州のボーグル原子力発電所建設プロジェクトの長期遅延・予算超過や、フランスの国営電力会社 EDF の原発大規模改修が電力の供給減少につながった事例があることから、各国はその推進に消極的になる可能性があるからです。その一方で、小型モジュール式原子炉は、今後数十年にわたり、公益事業セクターにとって巨大プロジェクトを代替する選択肢となる可能性があります。

今後、公益事業セクターの発行体は、株式やその他の資本性を持つ証券（優先証券など）を通じた資金調達の拡大、および少数株主持分や非中核資産の売却を通じて、投資適格社債の格付けを維持していくと想定され、従来の積極的に取り組んできた設備投資や株主還元について抑制していく可能性があります。

サステナビリティ

エネルギー危機や政治的緊張にもかかわらず、規制当局は ESG 責任の重要性を引き続き認識しています。米国と欧州の規制当局は、グリーンウォッシュや投資家を欺く「ESG の実践に関する虚偽または誇張された主張」に取り組み、持続可能な投資をより積極的に精査し始めています。

欧州

欧州の規制当局は、2023 年に始まる持続可能な財務情報開示規制 (SFDR) のもとで、ESG リスクの統合、サステナビリティの定義の提供、報告枠組みの強化を進めています。欧州当局は、6 条、8 条、9 条ファンドの分類に加え、サステナビリティ関連の開示を強化するためのルールとガイダンスを策定しています。当社は、SFDR の要件に従い、Article 8 の優先証券 (UCITS) ファンドについて必要な報告書を提供する予定です。

米国

ESG 商品への資金流入が増加していることを受け、SEC は 3 つのカテゴリーでファンドを識別する ESG 関連ガイドラインを提案しています：

1. 統合ファンド。投資判断において、非 ESG 要素と並んで ESG 要素を統合し、それらが投資プロセスにどのように組み込まれているかを説明することを義務付けます。
2. ESG に特化したファンド。ESG 要素が重要であり、標準化された ESG 戦略概要表を含む詳細な情報開示を要求します。
3. インパクトファンド。ESG ファンドのサブセットで、特定の ESG インパクトを達成しようとするファンドで、目標に対する進捗をどのように測定しているかを開示することが求められます。

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。

Index definitions

ICE BofA Current 5-Year U.S. Treasury Index (GA05): ICE BofA Current 5-Year US Treasury Index is a one-security index comprised of the most recently issued 5-year US Treasury note. The index is rebalanced monthly. In order to qualify for inclusion, a 5-year note must be auctioned on or before the third business day before the last business day of the month.

ICE BofA U.S. All Capital Securities Index (IOCS): The ICE BofA U.S. All Capital Securities Index tracks the performance of fixed rate, U.S. dollar denominated hybrid corporate and preferred securities publicly issued in the U.S. domestic market.

ICE USD Contingent Capital Index (CDLR): The ICE USD Contingent Capital Index tracks the performance of USD denominated investment grade and below investment grade contingent capital debt publicly issued in the major domestic and eurobond markets.

ICE BofA Core Plus Fixed Rate Preferred Securities Index (POP4): ICE BofA Core Plus Fixed Rate Preferred Securities Index tracks the performance of fixed rate U.S. dollar denominated preferred securities issued in the U.S. domestic market.

ICE BofA 5-7 Year U.S. Financial Index (CF03): The ICE BofA 5-7 Year U.S. Financial Index is a subset of ICE BofA U.S. Corporate Index including all securities of Financial issuers with a remaining term to final maturity greater than or equal to 5 years and less than 7 years.

SAMI \$1000 par Preferred Securities (STB8): 69.7% ICE BofA U.S. Investment Grade Institutional Capital Securities Index (CIPS) tracks the performance of U.S. dollar denominated investment-grade hybrid capital corporate and preferred securities publicly issued in the U.S. domestic market. 30.3% ICE BofA U.S. High Yield Institutional Capital Securities Index (HIPS) tracks the performance of U.S. dollar denominated sub investment-grade hybrid capital corporate and preferred securities publicly issued in the U.S. domestic market.

ICE BofAML Eurodollar Banking Index (E0BA): ICE BofA Eurodollar Index tracks the performance of U.S. dollar denominated investment grade quasi-government, corporate, securitized and collateralized debt publicly issued in the eurobond markets.

ICE BofA U.S. Capital Securities Index (C0CS): The ICE BofA U.S. Capital Securities Index is a subset of capital securities (\$1000 par preferreds) within The ICE BofA U.S. Corporate Index, including fixed-to-floating rate and perpetual callable issues.

ICE BofA Contingent Capital Index (COCO): The ICE BofA Contingent Capital Index tracks the performance of investment grade and below investment grade contingent capital debt publicly issued in the major domestic and eurobond markets.

This material is provided by and reflects the current views and opinions of Spectrum Asset Management, Inc., is an affiliate of Principal Global Investors. Spectrum is a leading manager of institutional and retail preferred securities portfolios and manages portfolios for an international universe of corporate, insurance and endowment clients.

Risk Considerations

Past performance is no guarantee of future results. Investing involves risk, including possible loss of principal. Fixed-income investment options are subject to interest rate risk, and their value will decline as interest rates rise. Risks of preferred securities differ from risks inherent in other investments. In particular, in a bankruptcy preferred securities are senior to common stock but subordinate to other corporate debt. Contingent Capital Securities carry greater risk compared to other securities in times of credit stress. An issuer or regulator's decision to write down, write off or convert a CoCo may result in complete loss on an investment.

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.

All figures shown in this document are in U.S. dollars unless otherwise noted.

This material may contain 'forward looking' information that is not purely historical in nature. Such information 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 intent 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. 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 Kingdom** by Principal Global Investors (Europe) Limited, Level 1, 1 Wood Street, London, EC2V 7 JB, registered in England, No. 03819986, which is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority ("FCA").
- This document is marketing material and is issued in **Switzerland** by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH.
- **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 organisation.
- **Singapore** by Principal Global Investors (Singapore)Limited (ACRA Reg. 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 2001). 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 Licence No. 225385), which is regulated by the Australian Securities and Investments Commission. This document is intended for sophisticated institutional investors only.
- **Hong Kong SAR (China)** by Principal Asset Management Company (Asia) 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.

Principal Global Investors, LLC (PGI) is registered with the U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) as a commodity trading advisor (CTA), a commodity pool operator (CPO) and is a member of the National Futures Association (NFA). PGI advises qualified eligible persons (QEPs) under CFTC Regulation 4.7.

© 2023 Principal Financial Services, Inc. Principal®, Principal Financial Group®, Principal Asset Management, and Principal and the logomark design are registered trademarks and service marks of Principal Financial Services, Inc., a Principal Financial Group company, in various countries around the world and may be used only with the permission of Principal Financial Services, Inc. Principal Asset ManagementSM is a trade name of Principal Global Investors, LLC. MM9073-07 I 01/2023 I 2660500-012023

無登録格付に関する説明事項 (Moody's)

1. 無登録である旨

当該資料において用いられている信用格付は、金融商品取引法第66条の27による登録を受けていない信用格付業者（無登録業者）によって付与されております。

2. 登録の意義

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

3. グループ名称・グループ内登録業者の名称/登録番号

格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

4. 「格付付与の方針・方法の概要」又は「格付付与の方針・方法の概要を登録業者から入手する方法」

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.moody.co.jp>）の「信用格付事業」をクリック後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

この情報は当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

無登録格付に関する説明事項 (S&P)

1. 無登録である旨

当該資料において用いられている信用格付は、金融商品取引法第66条の27による登録を受けていない信用格付業者（無登録業者）によって付与されております。

2. 登録の意義

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

3. グループ名称・グループ内登録業者の名称/登録番号

グループ名称：スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス（以下「S&P」と称します。）

グループ内登録業者の名称及び登録番号：スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

4. 「格付付与の方針・方法の概要」又は「格付付与の方針・方法の概要を登録業者から入手する方法」

スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

上記の情報は当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

無登録格付に関する説明事項 (Fitch)

1. 無登録である旨

当該資料において用いられている信用格付は、金融商品取引法第66条の27による登録を受けていない信用格付業者（無登録業者）によって付与されています。

2. 登録の意義

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

3. グループ名称・グループ内登録業者の名称/登録番号

グループ名称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内登録業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

4. 「格付付与の方針・方法の概要」又は「格付付与の方針・方法の概要を無登録業者から入手する方法」

フィッチ・レーティングスのホームページ（<http://www.fitchratings.co.jp>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されています。

5. 格付の前提・意義・限界

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

上記の情報は当社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

■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、これらの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。

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。

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：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