

GLOBAL INSIGHTS • GLOBAL INSIGHTS
GLOBAL INSIGHTS • GLOBAL INSIGHTS

2024年の展望

利上げサイクルの 終了と転換

目次

エグゼクティブ・レター	3
マクロ経済	4
世界のマクロ経済情勢	4
日本の金融政策の正常化	6
株式	7
2024年の株式投資	7
経済の混乱期における安定性	8
オーナー経営者が成功する理由	9
債券	10
2024年の債券投資	10
この環境下でハイイールド債券？	11
新興国債券市場には反発の兆し	11
アジアの債券市場における投資機会の変化	12
大きく変貌・進化を遂げた優先証券市場の今日的な投資意義	13
確定給付企業年金（DB）のリスク削減戦略	14
マルチアセット	15
2024 年のマルチアセット投資	15
実物資産を選好	17
オルタナティブ	18
2024年のプライベート市場への投資	18
ミドルマーケット・ダイレクト・レンディング市場には恩恵	20
プライベート不動産エクイティ（実物不動産）	21
プライベート不動産デット（商業モーゲージローン等）	21
REIT市場はアウトパフォームするか？	22
上場インフラへの魅力的なエントリー・ポイント	23

エグゼクティブ・ レター



KAMAL BHATIA, CFA
インベストメント部門グローバル・ヘッド

投資家は2023年に入り、先行きが見えない東欧の地政学リスク、中国経済の減速、そして10年間続いた量的緩和から新たなフェーズに向かい始めた中央銀行の金融政策を目の当たりにすることになりました。驚くほど底堅い米国経済と株式市場が大きな支えとなって世界経済が成長を遂げた2023年に続く2024年を見通すことは難しくなっており、投資家は大きな市場の変動が現実起こる可能性に備える必要があると考えます。

投資家はリターンの低下とボラティリティの上昇という「ニューノーマル（新常態）」に直面しており、将来のリターン創出を見据えた分散が効いたポートフォリオと、市場動向に対する洞察を提供するタイムリーな情報が必要です。弊社の運用および営業チームは、お客様の投資目標の達成を支援する、将来を見据えたソリューションと洞察のご提供に引き続き取り組んでおります。

足元の市場環境は、アクティブ運用が投資家の皆様により高い投資成果をもたらすことに適しているだけでなく、資産運用会社には、投資家の皆様が置かれている現在の複雑な状況を乗り越え、投資目標を達成できるように支援する責任がある環境でもあります。お客様のご要望の変化に先んじて対応すべく、弊社では主要な投資チームのみならず、各部門の増強に取り組んでいます。お客様と共に成長を遂げている弊社は、世界各地に860名近くの投資部門の人員を有するまでに拡大し、25の市場にアナリストや投資運用部門の人員を置いています。

本年もお力添えを頂き、厚く御礼申し上げます。また、今後も弊社をお客様の最良のパートナーとして信頼していただけるよう、業務に邁進する所存でございます。皆様が年末に向けて幸せな時間を過ごされ、良いお年を迎えられることを願っています。

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Kamal Bhatia', with a long horizontal line underneath.

マクロ経済

2024年の米国経済は、家計債務の増加と雇用削減のなかでレジリエンス（回復力、強靱性）が低下し、難しい状況になることが予想されます。世界経済の成長は鈍化し、地政学的緊張の中でリスクが高まる可能性がある一方で、インフレ圧力は緩和する可能性があります。ボラティリティに備える一方で、チャンスも待ち受けていると思われます。

ピボット、ピボット、ピボット（金融政策の転換）

2024年、世界経済の減速により、市場のショックと変動性の影響を受けやすくなる



SEEMA SHAH | チーフ・グローバル・ストラテジスト

2023年の大部分、投資家はほぼ例外なく、米国の経済の底堅さの一方で中国経済が減速する中、世界経済の成長に驚いたと思われます。但し、来年はマクロ経済の背景が少し変わるかもしれません。

パンデミックの最中、世界経済の免疫力を高めるためにとられた前例のない財政政策は、非常に効果的でした。その後の中央銀行の引き締め政策の効果を鈍らせたという側面もあり、効果的過ぎたとも言えます。但し、その過ぎた効果はパンデミック後の景気の後退を打ち消したのではなく、先延ばしにしたに過ぎないと考えられます。

2024年、米国は経済の底堅さが弱り始め、それによって投資家にとって難しい局面が待っていると想定されます。パンデミック後の過剰貯蓄はほぼ底をつき、低金利の固定金利ローンは姿を消し、家計の債務返済コストが急上昇する可能性があります。人員削減を発表し、コストに対して慎重な企業が増えていることから、労働市場の需給に変化の兆候があります。

パンデミックの最盛期における米連邦準備理事会（FRB）の融資プログラムにより、2020年と2021年に超低金利の社債発行が相次ぎ、その後はしばらく企業の借り換えニーズは限定的でした。2024年に一定程度の額の社債が満期を迎えるため、それらの社債を足元の高金利環境で借り換えることで利払い費は上昇します。多くの家計と企業は高金利環境の影響からもはや免れることはできず、来年は利払い負担の増加に直面することとなります。

しかし、米国の急激且つ大幅な経済後退は想定されていません。2001年と2008年の景気後退は、過剰債務が大幅に積み上がったために特に深刻なものになりました。これらの不況とは異なり、現在の家計のバランスシートはそれなりに良好な状態にあり、企業のバランスシートも、多少膨張しているとはいえ、特段問題視されるようなレバレッジによって今後の経営上の問題に発展するような状況ではありません。投資家は、過去と比べても短く浅い米国の景気後退に備えるべきと考えます。

「しかし、緩やかな景気減速には緩やかな利下げペースで対応するため、**政策金利が早期にゼロに戻ることは想定していません。**」

中国では、成長はすでに底をつけているように思われますが、回復のペースの先行きは不透明で、政策刺激策に大きく依存しています。政策はレバレッジ削減から成長促進政策に舵を切りましたが、不動産セクター、そして経済成長全体を大幅に押し上げるほどの刺激策は期待できそうにありません。

インドや日本などの経済が世界の経済成長に大きく寄与するとしても、米国や中国、そしてこれらの国に連動して欧州の成長も低調であると想定されるため、2024年の世界全体の成長率は鈍化が予想されます。萎縮する必要はありませんが、世界経済はさらなるショックに対して脆弱になると考えられます。最近の地政学的緊張、原油価格、米ドルの上昇を投資家は注意深く見守る必要があります。実際、リスク資産は2024年初頭に不安定な時期を迎えるかもしれません。

しかし投資家は、成長鈍化が頑固なインフレ圧力を緩和させ、2024年半ばに緩やかな政策緩和への道が開け、昨年3月の利上げ以来市場にのしかかってきた重石が軽減することは前向きに捉えられると考えます。

しかし、緩やかな景気減速には緩やかな利下げペースで対応するため、政策金利が早期にゼロに戻ることは想定されていません。また、世界の中央銀行は、世界経済は構造的にこれまでよりも高いインフレ圧力に直面することを警戒し、利下げの判断を慎重に下す可能性が高いと思われます。脱グローバル化、グリーンエネルギーへの取り組み、人口動態、地政学リスクなど、これらは全てインフレ率および中立金利の上昇につながり、中央銀行は注視しています。

債券利回りは持続的にこれまで数年間よりも高い水準で推移するシナリオが想定されます。前述の構造的なインフレ力学に加え、米国債は財政赤字の膨張にも直面しており、その結果、大規模な国債発行が続いています。また、日銀の超金融緩和政策からの脱却が実現すれば、米国債の需要はさらに減少し、米国政府は投資家を引き付けるために高いクーポンを提示する必要があると考えられます。経済成長ペースの鈍化、米政策金利であるFF金利の最高点、国債利回りが現在のサイクルのピークを市場が確認した後は、国債利回りは過去15年よりも高い水準に落ち着く蓋然性があります。

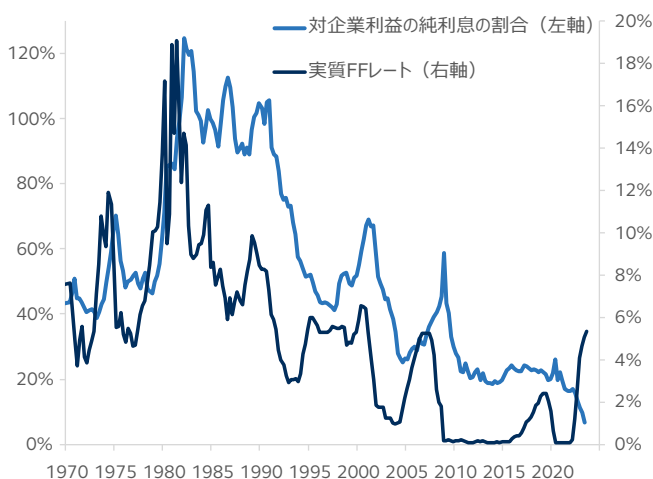
2024年は、直近数年間には見られなかった投資機会に恵まれる可能性があります：

- 一部のセクターと小型株は、下落により、バリュエーションは割安であると考えられます（構造的な追い風を受けられるエポージャーを構築する機会）。
- 金融引き締め局面の終了が近づいており、株式上昇は新たなサイクルへと突入する可能性があります。
- 直近数年間よりも高位の債券利回りの上昇が、ボラティリティの上昇と長期的な成長率の低下につながると想定されます。
- 一方、高位の金利は、インカム収入向上により債券が分散投資の手段以上の存在になることを示唆しています。

2024年は政策金利の維持、そして転換の年になると考えます。投資家は目先のボラティリティに備えると同時に、世界の中央銀行が利下げに転じれば、金融環境の緩和、安定、回復に向けたポジションを積極的に取るべきであると考えます。

企業の利払いとFRB金利

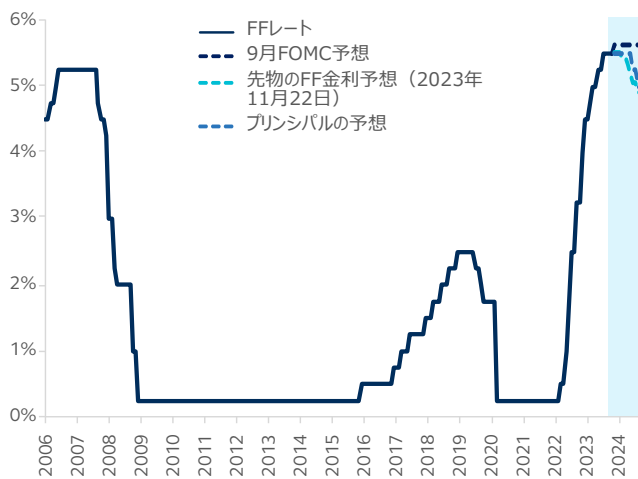
1970年～現在



出所：Federal Reserve, Bureau of Economic Analysis, Principal Asset Management. 2023年9月30日現在。

米連邦準備理事会（FRB）の政策金利パス

FF金利と9月FOMC予想



出所：Federal Reserve, Bloomberg, Principal Asset Management. 2023年11月22日現在。

日本の金融政策の正常化

日銀の政策転換で米国債から資金が離れ始める可能性



HAN PENG, CFA | ディレクター、定量ストラテジスト

インフレ率の上昇が経済的ストレスとなり、積極的な金融引き締めにつながった多くの先進国とは異なり、日本経済は待望のインフレ率上昇の恩恵を受けています。日本のコア・インフレ率は2%を超え、2023年には42年ぶりの高水準に達し、日本がようやくデフレの悪夢から脱却できるのではないかと期待が高まっています。

「日本のコア・インフレ率は2%を超え、2023年には42年ぶりの高水準に達し、日本がようやくデフレの悪夢から脱却できるのではないかと期待が高まっています。」

インフレ圧力の持続的な低下を受けて、日銀は2016年にマイナス金利政策を採用し、公定歩合を-0.1%に引き下げ、長期利回りを狭い範囲に制限するイールドカーブ・コントロール（YCC）を導入しました。過去12か月間、日銀は国内のインフレ圧力の上昇に対応するため、YCC政策を3回調整し、日本国債利回りの上昇を事実上容認してきました。一方で日銀は、さらなる政策正常化のためには、持続性のあるインフレと賃金上昇の追加的な証拠が必要であるとの見解を示しました。このような慎重な姿勢は、金融政策の正常化プロセスは緩やかなものになる可能性が高いことを示唆しており、日銀はYCC政策を維持しつつも柔軟性を高め、政策金利がゼロに戻ることは認めるものの、それ以上の上昇は認めないという選択をする可能性があります。

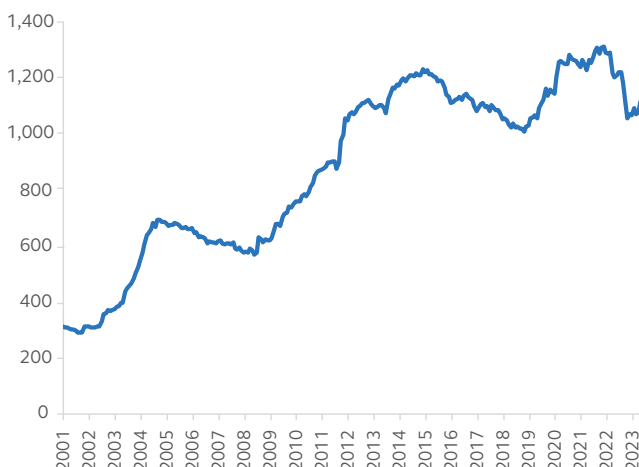
何十年もの間、低金利と投資機会の不足から、日本の投資家は海外市場に目を向けており、世界の市場に投資資金を供給してきました。実際、日本の米国債の最大の外国人保有者であり、1兆1,000億ドル以上を保有しています。しかし、日銀の新しい金融政策（日本国債の利回りの上昇を容認）は、この状況に変化をもたらすかもしれません。日本国債利回りの上昇は、日本の投資資金が、世界の債券、特に米国債から徐々に国内に戻る可能性があり、世界的な投資環境の大きな変化を示唆しています。

世界の債券市場のボラティリティが上昇している中、日銀の政策転換の影響の予測は容易ではありません。米国債利回りが高止まりしていれば、日銀の政策正常化は世界の債券売り圧力を後押しし、市場の変動性は上昇すると考えます。世界の利回りがすでに低下傾向にある時期に日銀が金融緩和政策を解除すれば、その結果は世界の債券に与える影響は小さくなる可能性が高いと想定されます。

いずれにせよ、日銀の政策正常化は世界の債券市場の構造に影響し、今後10年間の世界の債券利回りはこれまでの10年よりも高い水準に落ち着くと思われます。日本を注視することはこれまで以上に重要になっています。

日本が保有する米国債

2023年は年初来、米ドルベース（10億ドル）



出所：U.S. Treasury Department, Principal Asset Management. 2023年8月31日現在。

株式

2024年に向けて、中央銀行の政策変更、政府債務の増加、地政学的緊張、消費者の脆弱性などが株式市場に試練を与えて見えています。アクティブ・マネジャーは、エネルギーや素材といったこれまで見過ごされてきたセクターにチャンスを見出す可能性があります。不確実性が想定される中、ファンダメンタルズに着目して投資することが極めて重要であると考えます。

2024年の予測は困難

ファンダメンタルズを重視した投資を



GEORGE MARIS, CFA | チーフ・インベストメント・オフィサー、グローバル株式

株式及びほぼ全ての資産クラスのファンダメンタルズが、ここ数年間で最も不透明な状況にあることから、2024年はおろか次の週末までに何が起きるかを予測することも困難であると考えています。

2023年末現在、特に米国経済は回復力を増していますが、中央銀行の政策による影響がますます強まっています。多くの投資家は米連邦準備理事会（FRB）の利上げの度合いに注目してきましたが、FRBのバランスシートが数兆ドル縮小する、量的緩和（QE）の巻き戻しも同様に、今後数年間の経済に大きな影響を与えて考えられます。FRBのバランスシートは、2008年後半のQEに着手する前は約9億ドル、2020年2月末のパンデミック発生前は約4.2兆ドルでしたが、本稿執筆時点では7.9兆ドル以上となっています。欧州中央銀行や日本銀行を始めとした世界の多くの中央銀行は、膨大なバランスシートの縮小を余儀なくされています。

世界的に金融政策が厳しい状況にある中で2024年を迎えようとしています。政府の債務残高が増加していることから、財政政策が改善する可能性は低く、また、政府は利払い負担の増加を受けて、経済的課題から脱却するための支出を制限されると考えられます。地政学的な懸念は更なる逆風となることから、政府は国防費に重点を置く必要があるものの、これは予算を圧迫するだけでなく、インフレ圧力にも繋がります。政府による成長支援が制限されているにも関わらず、インフレ率は過去数年よりも高い水準にあり、賃金と原材料費がインフレ率の粘着性の要因となっています。低い失業率に支えられた消費の力強さが、2023年の経済成長

を後押ししましたが、今後については、経済成長が容易ではなくなり、インフレが持続する中、消費者がこの局面を乗り越えることができるかという懸念が高まっています。また、消費が低迷した場合には、企業収益もそれに伴って低迷する可能性が高いと考えられます。こうした中、2024年に目を向けると、株式市場は特に割安というわけでもなく、狭いレンジ内で推移し、投資機会とリスクの両方があると見ています。

「2024年に目を向けると、株式市場は特に割安というわけでもなく、狭いレンジ内で推移。投資機会とリスクの両方がある」

2023年第3四半期の企業決算は良好でしたが、主に個人消費の減速を念頭に、企業は2024年に向けて慎重姿勢を強めています。パンデミック時に行われた政府からの財政支援を背景に、殆どの個人は金利上昇による影響が限定的な状態で2023年を迎えることができたが、これまでの政府による支援体制が終わりつつあることから、今後は長期化する金利上昇の負担に晒されることになります。最近の世界的な債券利回りの急騰を引き起こしたのは、まさにこの長期化する金利上昇のシナリオであり、2024年のソフトランディングを想定していた株式市場にとっては厳しい状況にあると考えています。企業の業績予想が上方修正される見込みが限定的であることから、債券利回りがピークに達するまでは株式市場のリターンは落ち着いたものとなり、2024年に幅広い株式市場が上昇する可能性は非常に低いと見ています。

良いニュースは、今後1年の株式市場にはアクティブ・マネジャーにとって魅力的な投資機会があることで、その多くがエネルギーや素材などの最近あまり注目されていなかったところにあると見ています。

新年を迎えるにあたり、不安材料には事欠きませんが、一方で機会もあることから、このような環境下では、バランスの取れた視点を維持し、何をいくらで買うかが重要であると考えます。単に市場リスクを取るのはリスクが高

いことから、不透明な時期を乗り越え、成長できる魅力的な価値の企業に投資することが重要であり、不確実で不透明な2024年に向けて、ファンダメンタルズを重視した投資を行うべきであると考えます。

2024年の経済情勢が低迷する中、投機的な投資は避けるべき

健全な投資選択は、経済の混乱期にも投資家に安心感を与える



SARAH RADECKI, CFA | ポートフォリオ・マネジャー、株式

企業の経営陣との対話から、経済活動が減速し、在庫調整によって売上の抑制につながっていることは明らかですが、サプライチェーンの混乱の改善、運送費の減少、原材料価格の高騰の落ち着きなどの心強い動きも見られます。差別化された製品を提供し、財務の健全性に慎重なアプローチをしている企業にとっての景気見通しは明るいですが、これからの1年は、景気拡大、コスト動向、金利動向の緊張感に晒される可能性が高く、投資家は様々な課題と機会に向き合うことになると思っています。

我々の運用戦略では、ファンダメンタルズ分析を通じて各セクターにおける優良企業を見極め、ダウンサイド・リスクを抑えながら市場の上昇を捉えることを目指しています。このようなプロセスは、市場が高騰している局面での超過収益の獲得が難しい場合もありますが、我々のアプローチは、様々な市場環境を通じて、上昇局面を捉えることと、ダウンサイド・リスクの抑制を一貫して実現してきたと評価しています。

「2024年の経済情勢は低迷することが想定されるため、投機的な投資を避けることが賢明であると考えます」

2024年の経済情勢は低迷することが想定されるため、投機的な投資を避けることが賢明であると考えますが、インフレによって徐々に目減りする可能性のある債券投資に資金を滞留させることにもリスクがあると思っています。そのため、持続可能な競争優位性、優秀な経営陣、強固なバランスシートを有し、且つ増配を期待できる、困難な時期にも耐えうる優良企業に投資することで、魅力的な相対リターンと、健全な投資選択に伴う安心感を得ることができると考えます。

短期的なノイズを遮断する

オーナー経営者が成功する理由



HANS VANDER PLAATS, CFA | クライアント・ポートフォリオ・マネジャー、株式

少なくとも2023年は、間もなく訪れるであろう景気後退の話題に事欠きませんでしたが、長期投資家にとっては、市場のタイミングを計ったりマクロ経済予測を立てたりするよりも、個別企業レベルでの成功に着目することがより重要であると考えます。

ここ数年間の企業経営は低金利環境を背景に容易でしたが、忍耐強く、儉約し、リスクに対して思慮深くあることの対価は、それほど明白ではありませんでした。規律を重んじ、短期的なノイズを重視しない最高経営責任者（CEO）は、市場がどのように変化しようとも、長期的には景気減速を乗り切り、企業を繁栄させることができると考えます。

「2024年以降を見据えても、優秀なCEOを擁する会社は際立った存在であり続ける」

2024年以降を見据えても、優秀なCEOを擁する会社は際立った存在であり続けると考えます。経営は常に重要ですが、経済の潮目が変わる可能性がある状況ではその重要度が増します。私たちは、厳しい環境下においてはオーナー経営者に投資することが特に重要であると考えますが、それは、オーナー経営者は大きなオーナーシップ、事業への愛着、曇りのないモチベーション、資本配分における長期的志向といった特徴を有していることから、彼らが経営する企業の回復力は驚くほど高いと評価しているためです。

債券

景気は堅調さを維持した状態で2023年末を迎えようとしています。2024年には景気減速が予想されます。インフレは沈静化していく公算が強いものの、借入金利の上昇が消費の重荷になると想定されます。米連邦準備理事会（FRB）の利上げが一旦停止するなかで、クレジットの質が高く償還年限が短い債券を愛好します。

不透明な見通しに悩むのではなく、良好な債券ポートフォリオを保持する

景気減速下における債券投資



MICHAEL GOOSAY | チーフ・インベストメント・オフィサー（CIO）、グローバル債券

2023年の大部分、投資家たちは不安定な市場を予期し、想定外の事態が発生して景気後退の契機が生まれると身構えていました。3月の地方銀行破綻がその契機となるかもしれないと多くの人が考えましたが、経済は頑強な回復力を示し、好調な足取りで今年を終えました。しかし、経済サイクルの中で、歴史的に見ても、経済に綻びが生じ始める時期に來ていると想定しています。2024年を展望すると、景気減速が予想されます。インフレは引き続き緩やかに鎮静化していく公算が強いものの、借入金利の上昇は消費者に負担を強いるものと思われます。そしてFRBは、世界の他の主要中央銀行とともに利上げを停止し、長期にわたって金利を高水準に維持すると見込まれます。

利上げサイクルの終了と「より高く、より長く」実施される金融引き締めの影響

短期ゾーンから長期ゾーンまでの金利に影響を与えた一連の利上げを経験した後、FRBが「より高く、より長く」実施する金融引き締め政策が、経済成長、インフレ、消費に及ぼす影響が明らかになりつつあります。歴史的に見ると、利上げサイクルの終了時は、債券への投資を増やし、よりデュレーションを伸ばして金利リスクを取ることを検討するのに最適な時期とされています。

近年大きな資金流入があったマネー・マーケット投資からのシフトを図り、短期債券インカム戦略、コアおよびコア・プラス債券戦略といった戦略へと拡大することで、2024年のFRBの利上げ休止から恩恵を受けると見込まれる質の高いスプレッド資産を投資家のポートフォリオに組み入れることが可能となります。インフレが横ばいに転じ、経済成長が鈍化するなか、デュレーションを伸ばし、金利金利リスクを追加することは賢

明と考えます。その一方で、ハイイールドの新興国債券や投資適格社債の中でクレジットの質の低い銘柄など、相対的に高リスクの資産クラスにとっては、好ましくない投資環境といえます。

足元まで、米国の消費は力強さを維持

景気後退の可能性を示唆する主な指標の1つは消費ですが、消費者は足元で、借入金利の増加と逼迫していた雇用市場の変化によるリスクに直面しています。2020年以降、米国の消費者は比較的堅調な雇用環境と、コロナ禍のロックダウンおよび景気刺激策を背景とする余剰貯蓄に支えられてきた結果、利上げサイクルの終了局面としては、過去にさほど見られない高い支出水準となっています。2024年については、週間の新規失業保険申請件数や雇用統計に細心の注意を払い、週平均の労働時間や平均時給に変化がないかを確認する必要があります。そうした変化は、労働市場に綻びが生じ始め、消費へとマイナスの波及効果が及ぶことの最初の予兆となる可能性があります。

結局のところ、利上げサイクルの終了局面における債券投資は、タイミングにその成果が左右されることに変わりはありません。今後の景気後退について完全な見通しが立たない以上、質が高く、償還年限が短く、良好な利回りの債券を保有しておくことが重要になります。不透明な見通しについて悩むよりも、そうした債券ポートフォリオの保持に集中することが適切と考えます。

この環境下でハイイールド債券？

2024年、投資家に価値を提供する納得の理由



JOSH RANK, CFA | ポートフォリオ・マネジャー、債券

債券市場は2024年もボラティリティの高い年になると想定されるものの、ハイイールド債券が投資家に魅力的なリターンをもたらすことを裏付ける理由があります。

① 2024年に満期償還を迎えるハイイールド債券は560億ドルに過ぎず、これは市場の僅か4.6%です。ハイイールド債券のパフォーマンスを大幅に引き下げる破綻は満期時に起こることが多いことを考えると、これは重要な注目点です。2024年に満期を迎えるハイイールド債券の少なさから、デフォルトが拡大するリスクは低いと考えます。

② 足元をエントリー・ポイントとした場合、現在の高い利回り水準は、ハイイールド債券の中長期的なリターンを高めると考えます。2020年以降においては、エントリー・ポイントの利回りが9～10%の水準で投資した場合、その後12ヵ月間のリターン中央値は14.9%に達しています。これは、足元の利回りが2024年において投資家に堅調なリターンをもたらす可能性を示唆するものと考えます。

③ ハイイールド債券の足元のスプレッドは、差し迫った深刻な景気後退を織り込んでいません。今後、マクロ経済要因によるスプレッドの拡大があった場合でも、歴史的に高い利回りがクッションとなって、相殺される可能性が高いと見えています。

④ 過去に20%を超えていたCCC以下の格付けの債券がインデックスに占める比率は足元12%に過ぎず、ハイイールド債券のクレジットの質は改善してきています。これは、ハイイールド企業のファンダメンタルズがより健全となっており、投資家にとって発行体が急激にデフォルトに至るリスクが低下していることを示唆しています。

⑤ 年金の積立状況が改善するにつれて、年金資産のボラティリティを低下させるために、株式からハイイールド債を含む債券へのシフトが進む可能性があります。ハイイールド債券は、特に積立目標を達成しつつありリスク管理に比重を置く年金基金にとっては、投資ポートフォリオにおいて安定したインカム収入を得る手段として有用です。

低水準な保有比率と債券価格の過小評価

新興国債券市場は2024年に反発の兆し



DAMIEN BUCHET, CFA | チーフ・インベストメント・オフィサー（CIO）、プリンシパル・フィニステール

新興国債券市場（EMD）は昨年末と同様、顕在化したリスクは既に債券価格に織り込まれていると考えられ、投資家の低い保有比率と過小評価された債券価格で2024年を迎えようとしています。足元では、米国経済が市場の最大関心事ですが、2024年初頭に米国経済が減速した場合、リスク選好の持続的な回復が促され、EMDへの投資配分が歴史的な低水準から回復するきっかけとなる可能性があります。

例外はあるものの、多くの新興国の経済状況はそれなりに力強い状況と言えます。成長率と財政収支は大半の予想を上回って持ちこたえている上、新興国の中央銀行は先進国よりもはるかに先んじてインフレに対処しており、債務不履行やマクロ的なストレスは、管理不能な過大債務や、政策の信頼性に明らかな問題を抱える一部の新興国に限定されています。

投資家の保有比率が限定的で、EMDに対する市場のセンチメントが低調であるがゆえに、EMDは魅力的な投資機会を提供しています。新興国の短期デューレーション債券、ハイイールド債券、コモディティへの感応度の高いアフリカ・中東・ラテンアメリカのソブリン債券、ブラジル・メキシコ・南アフリカの負債水準の低いキャッシュフローが安定的な厳選されたハイイールド社債、アジア・メキシコ・東欧の格付けの高い銀行の劣後債など、多種多様な銘柄から得られるインカムゲインは、リターンの確実な構成要素となるでしょう。

「投資家の保有比率が限定的で、EMDに対する市場のセンチメントが低調であるがゆえに、**EMDは魅力的な投資機会を提供しています。**」

ひとたび米国の景気減速が確認されれば、インカムゲインだけでなく、将来的なインフレリスクを過度に織り込んだ米ドル建新興国長期債や、高利回りの現地通貨建債への投資によるデューレーションの長期化も、有効なリターンの源泉となるでしょう。為替リスクの管理は、戦術的かつ選択的に行う必要がありますが、米ドルの軟化も予想されることから、新興国通貨からキャピタルゲインを得る可能性があるでしょう。

最後に、国際通貨基金（IMF）や多国間協議による支援強化、中国債権者の要求緩和により、一部の国における債務再編に進展が見られることから、ディストレス債や債務再編のスペシャルシチュエーションにある銘柄を一部に保有することは、EMDポートフォリオに魅力的なオプションを付加する可能性があると考えています。

“TINA”から“TARA”へ

アジアにおける債券投資機会の変化



HOWE CHUNG WAN | アジア債券部門ヘッド

2024年のアジアでの債券投資においては、キャリー・トレードへの注目、中国と東南アジアにおけるレジームシフト（基本構造の転換）の検討、積極財政政策における勝ち組と負け組の慎重な分析が必要です。

超低金利からの脱却により、キャリー・トレードはベータ・トレードよりも魅力的です。債券投資は今や、貯蓄者と投資家の双方にとって有意な選択肢と言えるでしょう。TINA（他の選択肢がない）からTARA（真の代替手段）への大きな移行は、長期の投資機会になると思われます。

中国に対しては、マクロ的には慎重な姿勢で臨みますが、ミクロ的には依然楽観的な見方を維持しています。世界経済、とりわけ中国と東南アジアにおけるレジームシフト（基本構造の転換）は、今後、投資機会をもたらす可能性が高いと考えます。例えば、中間層の消費拡大や、Eコマース/デジタル化といった投資テーマが選好されるでしょう。

環境やサステナビリティ（持続可能性）への着目は、中国以外への企業の多角化の流れとともに、インド、マレーシア、インドネシアなどの国々に今後数年間、恩恵をもたらすはずです。

積極財政主義もまた、今後1年間の市場の重要な推進力となる可能性が高く、金融引き締めを相殺する上で重要な役割を果たすでしょう。中央銀行による緩和政策は広く好影響をもたらしましたが、こうした政策には勝ち組と負け組が存在します。中国では、不動産市場の低迷に起因する債務危機の可能性を回避するために、国有企業や地方政府の財政への支援状況を注視することが極めて重要です。

投資家は、こうした動向や要因を常に注視することにより、絶え間ない変化を続けるアジアの債券市場における新たな投資機会を活用し、潜在的なリスクを回避することができます。

大きく変貌・進化を遂げた優先証券市場の今日的な投資意義

2024年もポートフォリオ構造が最重要となる



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

かつて公益事業や鉄道といったセクターが主たる発行体として固定金利の永久債を発行していた優先証券市場は、大きく変貌・進化を遂げました。今日の市場は主に発行体の「ハイブリッド」なアプローチによって特徴付けられています。もはや償還まで固定金利のままの銘柄は主流ではなく、優先証券市場の75%以上が、償還前に当初設定された固定金利から金利が変動する構造となっています。

「今日の市場は主に発行体の「ハイブリッド」なアプローチによって特徴付けられています。即ち、もはや償還まで固定金利のままの銘柄は主流ではなく、優先証券市場の75%以上が、償還前に当初設定された固定金利から金利が変動する構造となっています。」

今日主流となっている優先証券のクーポン構造で代表的なものは、「ファイブイヤー・フィックスド・トゥ・リフィックスド」と呼ばれています。これらの証券は、発行後5年に到来する初回コール日に期限前償還しなかった場合、クーポンがその時点の5年物米国債の利回りに証券発行時に決められたスプレッドを加えた水準に再設定されます。

緩和的な金融政策が取られていた2020年から2021年にかけての期間において、大量に発行された優先証券は比較的低いクーポン（例：4%）で発行されたものの、5年後にクーポンを再設定する際に適用されるスプレッドについては、かなり大きな水準（例：+300～325ベースポイント）で条件決定していました。足元では、こうした証券は85-90程度の水準で価格が推移しています。背景には、米連邦準備理事会（FRB）が2年に満たない期間でフェデラル・ファンド・レートを引き上げたことで、米国債の全ての年限で利回りが上昇し、債券価格に下押し圧力が加わったことがあります。

これらの証券の初回コール日における価格動向は、クーポンを再設定する際のスプレッドの厚さに左右されます。スプレッドが厚く、足元の市場環境におけるスプレッド水準よりも高い場合、発行体はそのような証券を期限前償還してより低いスプレッドでの借り換えが可能と想定されることから、初回コール日に額面で償還する蓋然性が高くなります。一方、再設定する際のスプレッドが足元の市場スプレッドよりも薄い場合には、期限前償還して借り換えるよりもクーポンを再設定した方がクーポン水準は低くなるため、証券は期限前償還しない蓋然性が高くなります。

但し、どちらのシナリオにおいても、クーポンの再設定日が近づくにつれ、その時点の5年物米国債利回りに基づいてクーポンが再設定されるため、アンダーパーで取引されていた証券の価格は上昇し、「額面に近づく」ように価格に上昇圧力が加わります。価格の観点から見ると、国債利回りが上昇した場合はクーポンの上昇というプラスの効果に繋がり、利回りが低下した場合は債券価格を押し上げるというプラスの効果が働くことから、国債利回りが上昇するか低下するかは決定的に重要な要素ではなくなります。

今後、フィックスド・トゥ・リフィックスドを組み入れバランスのとれた優先証券ポートフォリオを構築・保持できた投資家は、金利変動の影響を抑えられると想定されます。今後も引き続き債券市場のボラティリティが高いことを考慮すると、こうしたポートフォリオの金利構造は最も重要な要素と見ています。

年金財政均衡をリスクにさらさぬ賢明さ

確定給付企業年金の安定運用に向けた舵取り



OWAIS RANA | インベストメント・ソリューション部門ヘッド

米国長期債利回りの大幅上昇と、米国株式市場の好調なリターンが相まって、米国の確定給付企業年金（DB）の財政の健全性は著しく向上しました。長期投資家である年金基金にとって2024年に向けての喫緊の課題は、15年近くかけて実現した財政均衡の状態をリスクにさらすかどうかの判断にあると言えますが、その答えは断固として「No」であるべきでしょう。

2024年に予想される景気後退が短期的かつ浅いものとなり、地政学的緊張の抑制が保たれると仮定すると、米国の確定給付企業年金（DB）はリスク回避的戦略を維持することが予想されます。これは、債券への投資を増やすために株式や株式類似資産の売却を行い、財政均衡状態をより堅固なものにします。この投資判断により、企業は市場が変動した場合に年金への掛金拠出を増やすリスクを最小限に抑えることができることになります。今後、長期の米国債や社債に対する需要が急増する可能性に加え、それら証券の供給が確定給付企業年金（DB）市場の規模に比して限定であることを踏まえれば、最前線で取り組める姿勢でいることが賢明な判断であると言えるでしょう。

「米国の確定給付企業年金（DB）がリスク回避的戦略を維持することが予想されます」

マルチアセット

2023年は様々な驚きがありましたが、2024年の見通しはより複雑になっています。そして、先行きが不透明な中でも、戦略的な資産配分とアクティブな運用が、様々な投資機会をもたらすと考えています。

2024年のマルチアセット投資

向こう見ずな投資が優れたリターンをもたらす可能性は低い



TODD JABLONSKI, CFA | マルチアセットおよび定量インベストメント部門グローバル・ヘッド

2023年は様々なサプライズがあった年となりました。1年前、多くの投資家や識者は2023年の景気後退入りを予想し、それを理由に株式よりも債券を選好したほか、株式市場のパフォーマンスが低迷し、金利上昇によるリスクは限定的で、ハイイールド・クレディット市場が課題に直面することなどを予想し、それに従って投資ポジションを決定するよう推奨していました。

しかし、金利が上昇し、金融環境が引き締まったにもかかわらず、米国内総生産（GDP）の成長率が堅調に推移するなど、米景気は想定を大きく上回る底堅さを示しました。米連邦準備理事会（FRB）による金融引き締めによってインフレの鈍化傾向が見られ始めているとはいえ、インフレはFRB高官にとって引き続き懸念材料となっています。その結果、金利リスクはかなり高まった一方で、景気の底堅さがクレジット・リスクの観点ではプラスに寄与しました。また、金利の上昇やバリュエーションが高くなっていくにもかかわらず、一部の大手ハイテク企業が大幅な上昇を

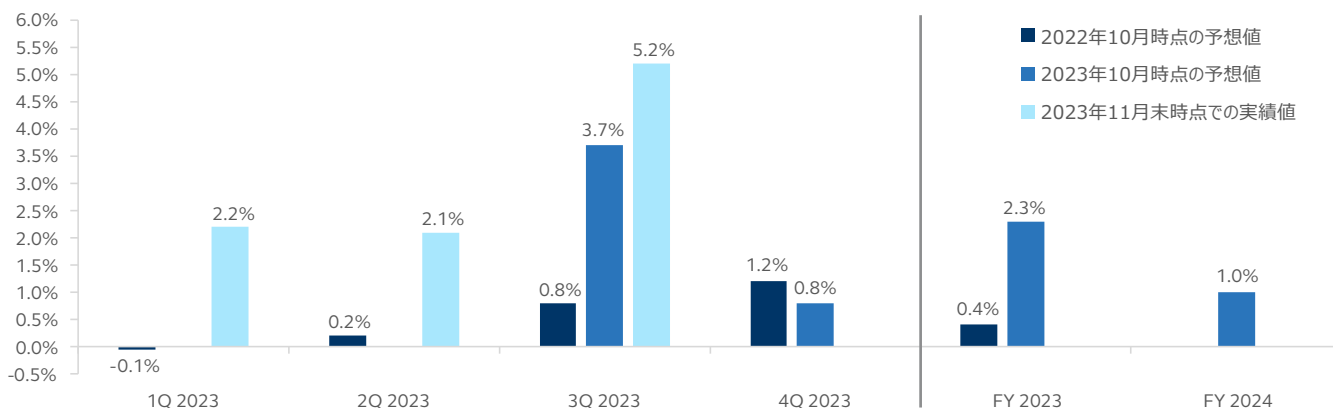
見せるなど市場では予想外の展開も見られ、これは米株価指数を押し上げたものの、市場の大部分における脆弱性を目立たなくさせています。これらすべてのサプライズが2024年の見通しを複雑にしており、2024年の適切な資産配分について悩む要因となっています。

戦術的な投資は魅力的ではなく、戦略的な分散投資とアクティブな運用が重要

投資家は、戦術的な投資判断を控え、代わりに戦略的な分散投資と銘柄選択の効果を最大化することでリターンを追求することが賢明だと考えます。まず、2023年の驚くべき経済動向と市場のパフォーマンスは、2024年の予想をより難しくしています。非市場要因（財政政策、地政学的な対立、米中の貿易摩擦など）を考慮することの重要性が高まっており、先行きの不透明感は相対的に高くなり始めています。そう

2023-24年の米国の実質GDP成長率の予想と2023年の実績

前四半期比（季節調整後、年率、単位：％）および前年同期比（単位：％）



注：予想値は、調査対象となった60人以上のエコノミストの中央値です。

出所：Bureau of Economic Analysis, Principal Asset Management. 予想値は2023年10月31日現在。実績値は2023年11月30日現在。

いった中で、当社マルチアセット部門では、株式、債券、オルタナティブ資産間のアロケーションについては中立的です。長期的・戦略的な資産配分とアクティブな銘柄選択によるリターンを選好すると同時に、将来的な投資機会に備え、ポートフォリオをポジショニングすることが肝要と考えます。

予期せぬ出来事によって希少なエントリー・ポイントが発生した場合に対応できるよう準備すべき

2024年に利下げが行われないこと、欧州および中東での紛争が拡大すること、FRBと市場参加者の間での見解の不一致などが、株価を下落させ、クレジット・スプレッドを拡大させ得るリスク要因の筆頭に挙げられます。

ただ、景気減速リスクがあるにもかかわらず、2023年10月末時点での予想に基づくファンダメンタルズはかなり健全となっています。例えば、

- 世界および米国の企業の売上高成長率は、2023年はそれぞれ0%と2%でしたが、2024年はいずれも5%超まで加速すると予想されています。
- S&P500種株価指数の利益成長率は、2023年の1%超から2024年の12%超に加速すると予想されています。

しかし、金利の上昇が最終的に米景気の減速につながった場合、ファンダメンタルズが悪化する余地があります。2024年に株式やその他のリスク資産にとって大きな下押し圧力となり得る展開を想定すると、タイミングを見計らってリスク資産をオーバーウェイトし、市場の回復時に恩恵を受けられるよう事前に計画を立てておくことが望ましいと考えます。なお、中南米株および米国小型株は、すでにバリュエーションが極めて低い水準まで低下しており、リバウンド局面では、センチメントが回復する最初のグループになる可能性があると考えています。

2024年は大幅な財政支援は期待できない

何年にもわたって大規模な財政刺激策が講じられてきたことから、政府債務の増加が市場の監視の目を引き、金利の上昇が借り手である各国政府の課題となるため、世界的に財政支出が減少する可能性があります。さらに、インフレ圧力が根強く続いていることから、政策金利は高い水準で維持される必要があると考えられ、2024年の大幅な利下げへの期待は満たされない可能性が高いと考えています。

資産配分を微調整するだけで、ポートフォリオのリスク・エクスポージャーに大きな影響を与え、リターンの源泉を分散させることが可能

2024年に向けて、戦術的に選好する資産は以下の通りです：

- ＞ 投資適格社債を米国債よりも選好
- ＞ 米国大型株を米国小型株よりも選好
- ＞ 日本株を欧州株よりも選好
- ＞ ブラジル株を中国株よりも選好

2024年の投資環境は先行き不透明で困難を伴う可能性があります。バリュエーションのばらつきやマクロ経済の変動から生じる投資機会が生まれると予想しています。そして、戦略的な資産配分とアクティブな運用が2024年のパフォーマンスをけん引すると予想しています。

2024年は「3つのD」の影響に備える

リターンの予測可能性を高めることから実物資産を選好



MAY TONG, CFA | ポートフォリオ・マネジャー、マルチアセット

投資家は、脱グローバル化（Deglobalization）、脱炭素化（Decarbonization）、人口動態

（Demographics）の「3つのD」が様々な資産クラスのパフォーマンスを大きく左右するようになる、マクロ経済の構造転換における初期段階をすでに目撃しているかもしれません。このような変化の中で、インフレ圧力が高まる局面の頻度が増し、その結果として、市場のボラティリティの上昇、金利の上昇、そして伝統的な株式と債券の相関性が高まる可能性があります。そのため、不動産投資信託（REIT）や米物価連動国債（TIPS）のような一般的に利用されているインフレ・ヘッジだけでは、期待するような結果を今後は得られないかもしれません。それらに代わって、実物資産を優先的にポートフォリオに組み入れることは、戦略的な資産配分の手法として価値があると考えています。

「投資家は、脱グローバル化、脱炭素化、人口動態の「3つのD」が様々な資産クラスのパフォーマンスを大きく左右するようになる、マクロ経済の構造転換における初期段階をすでに目撃しているかもしれません。」

分散投資

60／40ベンチマーク（株式60％／債券40％）に対して約5％とわずかな重複しかなく、社会に必要不可欠なサービスを提供し、経済にとってもしばしば重要である実物資産をポートフォリオに追加することで、ポートフォリオ全体のリスクを低下させながら、リターンの予測可能性を高めることができます。

インフレによる影響の緩和

ほとんどの実物資産は契約上または潜在的なインフレ連動性を有していますが、その感度と有効性は様々です。そのため、経済成長率と金利に対する相関とともに、実物資産間でのローリングベースでの相関を理解することが重要です。

期待トータル・リターン

実物資産は安定した収益と継続的な利回りを生み出す固有のリターンの源泉を有していることから、インカム増加とリターンの向上に役立つと考えられます。

実物資産は、セクター（インフラ、不動産、グローバルな天然資源、その他のコモディティなど）、アセットクラス（デットやエクイティなど）、市場（パブリックまたはプライベート）ごとに異なる多様な価格変動を示し、さらに経済成長、インフレ、および金利の変化に対して、そのタイミングも大きさも異なる反応を示します。このような多様性と「3つのD」の登場を考慮すると、アクティブ運用において実物資産に戦略的に資産配分することは、特にこの新時代において貴重なメリットをもたらす可能性があります。

オルタナティブ

金融引き締めが続く中、オルタナティブ投資は課題に直面しています。また、米国の景気後退の可能性と銀行の規制強化を背景に複雑さが増しています。しかし、投資機会は存在し、プライベート・エクイティ、不動産、インフラとの感応度が高い資産の価値は、2024年に上昇する可能性があると考えています。

2024年のプライベート市場への投資

金融引き締めが終わりに向かう中で投資機会を特定する



TODD EVERETT | プライベート市場部門グローバル・ヘッド

プライベート市場への投資はレバレッジの活用が欠かせないため、当市場はインフレ抑制を目的とした金融引き締めが終わることを待ち望んでいます。利上げのたびに投資の確信度が試されたほか、資産価値の再評価、契約交渉の遅れ、選別性の高まり、投資資金の減少などに悩まされてきました。さらに、ベース・シナリオ通り、2024年に米国が緩やかな景気後退に陥った場合、さらなる需要の減少が織り込まれる必要があります。利上げサイクルとそれに伴う影響はいずれは終わりを迎えますが、銀行の融資基準の厳格化と銀行に対する規制強化の動きは始まったばかりかもしれません。

プライベート市場全体にわたる投資機会

足元の資本市場は、多くの投資家に不満と不安を与えていると思われます。しかし、プライベート市場には、依然として健全な市場ファンダメンタルズ（オフィス物件など一部の例外を除く）や、不動産市場における着工件数の減少など、ポジティブな要素もあります。また、プライベート不動産の資産価値は、金利がピークに達する2024年に底を打つと予想されており、新たな市場サイクルに入らる中で、再評価後／下落後の価格で投資する機会を提供すると考えられます。さらに、インフラの分野では、デジタル化、エネルギー需要の高まり、交通網の改善といったテーマを背景に、新たなインフラ・プロジェクトに対する大きな需要も見られます。

デット市場は、世界的に銀行が融資基準を厳格化していることによって発生している資金調達のギャップを埋めることが出来ると考えられることから、複数の投資機会が存在し、より早期での投資機会を求める投資家にとって優れた投資先となっ

ています。こうした投資機会には、不動産デット、インフラ・デット、ダイレクト・レンディング／プライベート・クレジット、資産担保証券（ABS）などが含まれます。ただ、コア〜コア・プラス型エクイティ並みのリターンが期待できるデット市場での投資機会は、長いことは続かない傾向があります。

プロジェクトや事業体レベルの資本再編成や資金注入のサポート、不良債権の購入ができるだけの資金を持った投資家は、現在の市場環境下でもリターンを獲得できると考えられます。プライベート・エクイティ投資に有利な要因としては、競争の減少、株式公開ペースの鈍化、より合理的なバリュエーション水準などが挙げられます。この傾向は、不動産事業会社（REOC）への投資という形で不動産投資でも同様です。

「投資家は、市場環境が好転するにつれて**プライベート・エクイティ市場（実物不動産）に軸足を移し、構造的に強靱性のある物件タイプや立地の不動産をポートフォリオに組み入れるべきと考えます。」**

投資家は、市場環境が好転するにつれてプライベート・エクイティ市場（実物不動産）に軸足を移し、構造的に強靱性のある物件タイプや立地の不動産をポートフォリオに組み入れるべきと考えます。データセンター、物流施設、集合住宅、ライフサイエンス物件、学生寮などがこれにあたります。

顧客の視点: 当社のオルタナティブ投資プラットフォームの洞察

年金基金、保険業界、成長中のウェルス・セクターはすべて、リターンを獲得しリスクを軽減する手段として、プライベート市場への投資に注目を強めると見えています。

年金基金について

継続的な金利上昇を背景に、年金基金はパブリック・デットおよびプライベート・デットいずれの戦略を通じて、予定利率の達成がより現実味を増しています。オルタナティブ・クレジットは、債券ポートフォリオの中で社債を補完する貴重な存在であり、リスク調整後でより高いリターンを提供するほか、幅広いコベナント条項や資本構造上の優位性を提供します。似たような特性はインフラ・デットにも見られます。なお、一般的に、不動産デットのコベナントは強固ではありませんが、モーゲージローンは大幅に低いLTVで引き受けられるなど与信基準は以前よりも厳格化しています。

インフレ圧力が続く中、インフレに対する感応度が高い資産への投資の魅力が増しており、対ベンチマークでの運用においてもその存在感が増しています。一部の資産が相対的に高いパフォーマンスを計上したことによって高まった配分（「分母効果」）を調整する動きは引き続き見られますが、プライベート資産の流動性は低く調整は簡単ではありません。このような市場環境では、年金基金が最適な流動性を確保するために、保有資産、運用会社、外部機関との戦略的関係を再考することを一層促すと考えられます。

また、差別化された戦略とより高いリターンを提供する投資機会は、特に大規模な年金基金が運用会社とより直接的で協力的な投資関係を結ぼうとする中で、引き続き高い需要が見込まれます。

保険業界の需要について

保険業界では、ポートフォリオにおけるプライベート・デットへの戦略的配分が以前よりも大きくなっています。不動産デットは依然として長期的な資産配分の中心である一方、不動産開発貸出のような特殊な戦略の魅力も増しており、需要が増えています。ダイレクト・レンディングやABSへの投資も需要が高まっており、特に超短期および超長期の需要に対応する投資に需要が集まっています。

成長中のウェルス・セクターについて

従来、プライベート資産やオルタナティブ資産への投資は機関投資家が中心でしたが、現在では個人富裕層や個人投資家にも投資機会が広がっています。この新たな投資家層は、高度な運用、強力なガバナンス、より手頃な手数料体系に定評のある機関投資家によって運用されています。

「より高く、より長く」という金利環境への適応

ミドルマーケット・ダイレクト・レンディング市場には恩恵



TIM WARRICK, CFA | オルタナティブ・クレジット部門ヘッド

2023年には、信用供与の厳格化、不透明な経済環境、企業価値倍率の低下により、ダイレクト・レンディング市場から資金調達を行うM&Aやレバレッジド・バイアウト（LBO）活動が減速しました。ローンの期限前返済や借り換えが減少し、新規LBOに伴う取引フローが減少したことを背景に、多くの貸し手において融資実行も大幅に減速しました。ただ、そうした減速にもかかわらず、ミドルマーケット・ダイレクト・レンディング市場は商業銀行がミドルマーケットから撤退した穴や、シンジケートローン市場における新規融資の継続的な減少を背景とする穴を埋め続けました。

「こうした減速傾向は2024年もさらに続く可能性が高いと見られるものの、投資家は「より高く、より長く」という金利環境の恩恵を1年以上に渡り享受すると考えられます。」

こうした減速傾向は2024年もさらに続く可能性が高いと見られるものの、投資家は「より高く、より長く」という金利環境の恩恵を1年以上に渡り享受すると考えられます。急速な金利上昇に痛めつけられる懸念が後退し、市場変動によって崩れていた投資家ポートフォリオの株式と債券のバランスが正常化しつつあるため、ミドルマーケット・ダイレクト・レンディング市場への投資家からの資金流入は大幅に増加する公算が高いと考えられます。

景気への逆風が予想されているものの、ミドルマーケット・ダイレクト・レンディング市場にはいくつかの潮流が追い風となっており、過去の融資ヴァインテージと比較して2024年のリスク調整後リターンを高める機会が期待されます。

- 景気後退に対して耐性が強いビジネスモデルにより重点が置かれていること：PEスポンサーおよび貸し手は、景気後退の中でも安定した財務パフォーマンスを維持でき、景気後退に対してより強靱性が高い業界や借り手に引き続き重点を置くと考えられます。

- より保守的なレバレッジ・プロファイル：スポンサーと借り手が想定するレバレッジ水準は、はるかに低い金利環境下で数年前に目標としていたレベルと比べ、大幅に低下しました。より競争が少ないローワー・ミドルマーケットのセグメント（発行体のEBITDAが500万ドルから1,500万ドル）に焦点を当てることで、より広範なミドルマーケット・ダイレクト・レンディング市場よりも低いレバレッジ目標を設定することも可能となります。
- 魅力的なバリュエーション：クーポンの基準金利であるSOFR金利が比較的高水準に留まっていることに加え、バンクローン市場に対するミドルマーケットのスプレッド・プレミアムは、足元でも、また2024年の大半の期間においても、過去のレンジの上限付近で推移し続ける可能性が高く、バリュエーションは依然として魅力的と考えます。
- より貸し手に有利な融資条件：より有利な割引発行、より強化されたコールプロテクション、より厳格な財務制限条項、およびより保守的な調整EBTIDAにより、融資の構造は引き続き健全であると想定しています。
- 管理可能な水準デフォルト率：年間デフォルト率が上昇し、ミドルマーケットでは3～4%に近づいていると想定されるにもかかわらず、信用損失は75～150ベースポイントの範囲にとどまると想定しています。このシナリオの下で、ミドルマーケット市場における、典型的な第一抵当権付き・変動金利ローンの利回り水準は12.5%を超え、投資家にとってのリターンは非常に魅力的になると考えます。

意図した通りに業界エクスポージャーをとること、規律の高いクレジット構造での融資実行、および景気のダウンサイクルを通じ安定した業績を出す企業を厳選し特定する運用プロセスが相まって、より魅力的なリスク調整後のリターンが得られると考えます。

プライベート不動産エクイティ（実物不動産）

市況悪化への弾性・反発力のあるニッチなセクターにおける魅力的な投資機会



JOHN BERG | プライベート不動産部門グローバル・ヘッド

プライベート・エクイティ不動産の投資リターンは、インカム収入とキャピタル損益に分かれます。昨今、不動産価格が下落する中、不動産投資のインカムリターンは、足元で概ね5～7%と、近年に比べて、より魅力度が増えています。オフィスを除くセクターは、そのファンダメンタルズの健全さから、賃料が手堅い収益源になることが予想されます。ただし、キャピタルゲイン（不動産の値上がり益）が伴わなければ、この水準のリターンは、他のアセットクラスや投資プロダクトに比べて、魅力的ではない可能性があります。

米連邦準備理事会（FRB）が金融引き締め の停止や政策転換を示唆すれば、不動産の相対リターンが改善（他アセットクラスの利回りが低下）する他、不動産の買手のマインドが改善し、ひいては価格上昇に繋がることが予想され、不動産投資がより魅力的になる可能性が高いと考えます。

特定の不動産戦略は、FRBの政策の動向に関わらず、引き続き高い人気を維持することが予想されます：

- 分散の観点から、オフィスへのエクスポージャーを減らしながら、インダストリアルや住宅などの、より活況なセクターに複数投資するスタイルが、投資家の選好に合致すると思料します。
- データセンターおよびマニファクチャード・ハウジング（プレハブ住宅やトレーラーハウス）などの堅牢なファンダメンタルズを備えたニッチセクターに焦点を当てた特化型戦略は、投資資金を惹きつける可能性が高いと考えます。

昨今の市場の逆風下においても、弾性・反発力のあるセクターを選好し、ニッチセクターでの投資機会を追求し、値上がりの可能性を模索する投資家は、魅力的なプライベート・エクイティ不動産投資の選択肢を見つけることができます。

プライベート不動産デット（商業モーゲージローンなど）

様々な格付けで満期の壁が接近



CHRIS DUEY | 不動産ポートフォリオ・マネジメント部門ヘッド

インフレとの戦いを通じ、政策金利は大幅に引き上げられました。その結果、国債利回りはあらゆる年限で上昇し、商業用不動産市場の資金調達コストは大幅に上昇しました。

資本コストの上昇は、商業用不動産（特にオフィス）のバリュエーションの下方圧力となり、そして資金調達を難しくしています。オフィス以外のスペース市場と物件のファンダメンタルズはそれなりに持ちこたえているものの、今日の市場では資金調達のハードルは高いため、流動性は低くなっています。

不動産物件の取引は大幅に減少していますが、2024年から2025年にかけては多くの不動産向け融資が、金利が大幅に上昇し、資産のバリュエーションが低下し、与信基準が厳しくなっている環境下で満期を迎えることとなります。

- 不動産のプライベート・デットの投資家には、幅広いリスク特性の投資機会をもたらす可能性があると思われます。資金調達コストは直近数年間に見られなかった高い水準にあり、他の債券代替投資に比べても魅力的な水準にあります。
- 高い利回りを求めている投資家にとっては、金利が高止まりし、かつ与信基準が厳しい状態が続く限り、資金調達が必要なボロワーへの融資は魅力的な投資機会であり続けると想定されます。

REIT市場はアウトパフォームするか？

長期実質金利のピークアウトはしばしば成長に先行する



TODD KELLENBERGER | クライアント・ポートフォリオ・マネジャー、不動産

歴史的に、長期の実質金利のピークは、REIT市場のアウトパフォームのきっかけとなってきました。マクロ環境が悪化する局面では、長期デューレーションでディフェンシビリティと安定的なキャッシュフローを特徴とするREITは、投資家による資産ローテーションの恩恵を受ける傾向があります。

「注目すべきは、米連邦準備理事会（FRB）による利上げ開始以降、公募REITの価格は大幅に調整し、大半の株式と比較し割安な価格水準にあることです。」

また、注目すべきは、米連邦準備理事会（FRB）による利上げ開始以降、公募REITの価格は大幅に調整し、大半の株式と比較し割安な価格水準にあることです。加えて、REITのバランスシートは総じて健全で質が高く、米国の伝統的なオフィス物件へのエクスポージャーは最小限であることから、不動産市場、とりわけオフィスセクターに対する懸念は、REIT市場においては限定的であると考えられます。

REITへの投資を検討する際は、マクロ経済の広範な悪化を見込み、クオリティの高さ、需要の弾力性、構造的成長ドライバーの有無を重視すべきであると考えます。具体的には、以下のサブセクターが魅力的であると考えます。

- 一戸建て賃貸住宅：米国での住宅取得費用高騰を受けた一戸建て賃貸需要の高まり
- 高齢者向け住宅：高齢化社会の到来と低供給という人口動態上の追い風を享受
- 電波塔（タワー）：モバイル・データ利用の長期的な伸びとモバイル・データ・サービス需要の継続的増加による構造的な恩恵

金利がピークに達するなか、平均を上回る魅力的なキャッシュフロー成長が期待され、構造的な追い風を受けるREITは選好される可能性が高いと考えています。

インフラ企業が受ける底堅いファンダメンタルズの恩恵

必要不可欠なサービスへの需要が一貫した追い風に



EMILY FOSHAG, CFA | ポートフォリオ・マネジャー、上場インフラ株式

ディフェンシブ株式は2023年の「より高く、より長く」を背景にしたベース金利の上昇による影響を受けており、上場インフラ株式も例外ではありませんでした。特筆すべきは、上場インフラ株式は現在、世界株式に対して歴史的に割安な水準になっており、今回の利上げサイクルがどの程度景気を鈍化させるか不透明な中、ファンダメンタルズ的に強い回復力を有する資産クラスを求めている投資家にとっては、魅力的なエントリー・ポイントとなっていると考えられることです。

バリュエーションが重要

インフラ事業は資本集約型であるため、金利上昇は収益に影響を及ぼします。実際、多くの市場参加者は、2023年初頭の想定よりも高い割引率を反映してバリュエーションを下方修正しました。しかし、2024年は、インフラ株式にこの高い割引率が既に織り込まれた状態で年初を迎えます。

上場インフラ企業のバリュエーションは一般的に、非上場インフラ企業のバリュエーションよりも足元のマクロ経済動向が反映されており、2023年のパフォーマンスからもこの仮説が裏付けられます。上場インフラ株式の長期的なリターン要因は、非上場インフラ企業と同様であり、長期的に見た投資リターンは同程度であるに関わらず、上場インフラ株式のリターンは2020年初頭から後塵を拝しています。このアンダーパフォーマンスがいつまでも続くとは考えられません。過去に上場インフラ株式が同等の非上場インフラ資産の投資パフォーマンスを大幅に下回った際には、プライベート・エクイティ投資会社は割安と判断した上場インフラ株式を買収し、非公開化しました。買収価格には、株式市場での取引価格に多額のプレミアムが上乗せされていました。

強靱性のあるファンダメンタルズ

2024年は、経済成長が鈍化する中、経済成長の鈍化に予期しない経済ショックや債券利回りの急激な低下圧力に重なった場合、インフラ関連株は事業の底堅いファンダメンタルズの恩恵を受けると想定されます。

構造的な需要と持続可能な焦点

インフラ事業は必要不可欠なサービスを提供しており、景気サイクルがインフラ事業の需要に与える影響度合いは比較的低いものです。インフラ企業はまた、世界的な持続可能性への取り組みを支える上で重要な役割を担っており、環境、社会、経済の進歩を推進するために重要な投資を行っています。その結果、インフラ事業者は、様々な経済環境下でも財務体質の健全性を維持するために、数多くの契約上・規制上の保護を享受しています。

クリーンエネルギーへの移行、人口動態の変化、技術革新など、上場インフラ企業にとって構造的な成長要因は、今後も追い風であり続ける可能性が高く、その持続性は足元のマクロ経済の懸念材料よりも遥かに長期に及ぶと考えます。

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。

著者

KAMAL BHATIA, CFA

インベストメント部門グローバル・ヘッド

SEEMA SHAH

チーフ・グローバル・ストラテジスト

HAN PENG, CFA

ディレクター、定量ストラテジスト

GEORGE MARIS, CFA

チーフ・インベストメント・オフィサー、
グローバル株式

SARAH RADECKI, CFA

ポートフォリオ・マネジャー、株式

HANS VANDER PLAATS, CFA

クライアント・ポートフォリオ・マネジャー、
株式

MICHAEL GOOSAY

チーフ・インベストメント・オフィサー
(CIO)、グローバル債券

JOSH RANK, CFA

ポートフォリオ・マネジャー、債券

DAMIEN BUCHET, CFA

チーフ・インベストメント・オフィサー (CIO)、
プリンシパル・フィニステレー

HOWE CHUNG WAN

アジア債券部門ヘッド

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

OWAIS RANA

インベストメント・ソリューション部門ヘッド

TODD JABLONSKI, CFA

マルチアセットおよび定量インベストメント
部門グローバル・ヘッド

MAY TONG, CFA

ポートフォリオ・マネジャー、マルチアセット

TODD EVERETT

プライベート市場部門グローバル・ヘッド

TIM WARRICK, CFA

オルタナティブ・クレジット部門ヘッド

JOHN BERG

プライベート不動産部門グローバル・
ヘッド

CHRIS DUEY

不動産ポートフォリオ・マネジメント部門
ヘッド

TODD KELLENBERGER

クライアント・ポートフォリオ・
マネジャー、不動産

EMILY FOSHAG, CFA

ポートフォリオ・マネジャー、
上場インフラ株式

共著者

BRIAN SKOCYPEC, CIMA

グローバル・インサイトおよび
コンテンツ戦略部門ヘッド

BEN BRANDSGARD

インサイト・ストラテジスト

JESSICA FLOYD

資産クラス・マーケティング部門
ヘッド

ASHLEY LUNNING

資産クラス・マーケティング部門
シニア・ストラテジスト

Risk considerations

Investing involves risk, including possible loss of principal. Past Performance does not guarantee future return. All financial investments involve an element of risk. Therefore, the value of the investment and the income from it will vary and the initial investment amount cannot be guaranteed. Asset allocation and diversification do not ensure a profit or protect against a loss. Inflation and other economic cycles and conditions are difficult to predict and there is no guarantee that any inflation mitigation/protection strategy will be successful. Equity investment options involve greater risk, including heightened volatility, than fixed-income investment options. Fixed-income investment options are subject to interest rate risk, and their value will decline as interest rates rise. Real estate investment options are subject to risks associated with credit, liquidity, interest rate fluctuation, adverse general and local economic conditions, and decreases in real estate values and occupancy rates. Real assets include but not limited to precious metals, commodities, real estate, land, equipment, infrastructure, and natural resources. Each real asset is subject to its own unique investment risk and should be independently evaluated before investing. As an asset class, real assets are less developed, more illiquid, and less transparent compared to traditional asset classes. Lower-rated securities are subject to additional credit and default risks. International and global investing involves greater risks such as currency fluctuations, political/social instability and differing accounting standards. 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. Emerging market debt may be subject to heightened default and liquidity risk.

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 (Ireland) Limited, 70 Sir John Rogerson's Quay, Dublin 2, D02 R296, Ireland. Principal Global Investors (Ireland) Limited is regulated by the Central Bank of Ireland. Clients that do not directly contact with Principal Global Investors (Europe) Limited ("PGIE") or Principal Global Investors (Ireland) Limited ("PGII") 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 PGII, PGIE or PGII may delegate management authority to affiliates that are not authorised 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. 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).
- 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").
- 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 (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 and is only directed at wholesale clients as defined under Corporations Act 2001.
- This document is marketing material and is issued in Switzerland by Principal Global Investors (Switzerland) GmbH.
- Hong Kong SAR (China) by Principal Asset Management Company (Asia) Limited, which is regulated by the Securities and Futures Commission. This document has not been reviewed by the Securities and Futures Commission.
- Other APAC Countries/Jurisdictions, 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.

© 2023, Principal Financial Services, Inc. Principal Asset ManagementSM is a trade name of Principal Global Investors, LLC. 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.

投資に伴う主なリスクについて

下記は株式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可能性があります。

新興国に関するリスク：新興国に投資する場合には、新興国特有のリスクがあります。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て一般に市場規模や取引量が小さくまた流動性も低いいため、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：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。

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。

デリバティブリスク：デリバティブに投資する場合には、デリバティブ特有のリスクがあります。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。

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・エクイティ】

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：新興国に投資する場合には、新興国特有のリスクがあります。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の為替ヘッジを行い、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。

【プライベートエクイティ】

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：現物不動産は、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する場合は、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。

【パブリックデット】

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。

【プライベートデット】

価格変動リスク：実質的に商業用不動産またはその持分を担保とする貸出債権への投資を行います。貸出債権の評価額等により、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、担保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貸出債権の差し押さえ、場合によっては保有する他の資産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：不動産を担保とする貸出債権は流通市場がないため、一般的な有価証券のように機動的な売買ができません。このため、組入貸出債権を売却する必要がある際には、相対で買い手を見つける必要があり、買い手が見つかった場合でも、その価格は売り手に不利な条件となることが想定されます。こうした場合、価格が下落する要因となります。また、市場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る可能性があります。

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。また、担保不動産の価値毀損等に28

より、担保権を行使した場合においても、元利金回収が遅延ないしは不能とな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。

投資形態(リミテッド・パートナーシップ)に係る特有のリスク：

オープンエンド型

換金リスク：換金はリミテッド・パートナーシップ（以下、LPS）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等）を受けます。また、解約金はLPSの流動資産（現金および短期金融資産）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。

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資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：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。

投資の順番待ちのリスク：投資申込みを行った投資家の順番待ちがある場合などにおいて、投資申込みを行って直ちに又は速やかに投資が開始できるものではありません。

キャピタルコールに係る留意点：ファンドは資金ニーズに応じて随時キャピタルコールを行います。投資家は定められた期限内にキャピタルコールに応じない場合、違約金の賦課又は当該ファンドの出資持分を引き下げ又は没収される可能性等があります。

クローズドエンド型

換金リスク：ファンド運用期間中の途中売却はできません。従って、投資一任契約の途中解約もできません。投資一任契約の締結をもって速やかに投資が開始できるものではありません。

キャピタルコールに係る留意点：ファンドは資金ニーズに応じて随時キャピタルコールを行います。投資家は定められた期限内にキャピタルコールに応じない場合、違約金の賦課又は当該ファンドの出資持分を引き下げ又は没収される可能性等があります。キャピタルコールの総額は、ファンドに対するコミットメント金額を上限とします。但し、ファンドの実施した分配金がリコール（返還請求）される場合がございます。その場合は、キャピタルコールの延べ総額は表面上、コミットメント金額を上回ります。

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

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。

① 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ド戦略	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%

② 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	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	一律0.770%	
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	スペクトラム 優先証券 運用戦略
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%

③ 不動産（パブリックエクイティ）

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%

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＞

① 株式

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。					

② 債券

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
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%
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。				

③ 不動産（パブリックエクイティ）

諸費用	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 0.80%
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	円ヘッジ無分配型クラス 最低投資金額:原則200万ドル相当額: 年率最大0.110%(税込) 円ヘッジ無分配型×クラスシェークス 最低投資金額:原則1億ドル相当額: 年率最大0.187%(税込)
ファンド管理費用	投資家毎の純資産総額に対し	
	年率0.53%	円ヘッジ無分配型クラス 年率0.70% 円ヘッジ無分配型×シェアクラス 年率0.53%
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。	

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（不動産：プライベートエクイティ：PE、プライベートデット：PD）

以下の戦略については、投資一任契約資産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、投資するファンドの中で、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。

なお、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。

費用	米国不動産コア戦略 (オープンエンド型PE)	米国不動産コアプラス戦略 (オープンエンド型PE)
管理報酬	出資額に応じ、以下の料率※を適用。 ※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%	出資額に応じ、以下の料率※を適用。 ※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3億米ドル未満：0.85% 3億米ドル以上：0.80%
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%
開発監理手数料	—	開発案件について、通常、開発コスト（開発案件に共同投資者がいる場合は、当ファンドの持分に応じた金額）の0.75%を運用会社が受け取る場合があります。（ファンド投資家は、ファンドのNAV（純資産価格）の変動を通じて、各出資持分に応じた負担をすることとなります。）
その他費用 (第三者機関への費用、設立・組成費用等)	法務、会計、その他費用等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。	

なお、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。

費用	米国不動産デット戦略 (オープンエンド型PD)	米国データセンターグロス&インカム戦略 (クローズドエンド型PE)
管理報酬	出資額に応じ、以下の料率※を適用。 ※出資時価 (NAV) に対する料率。 5,000万米ドル未満: 1.00% 5,000万米ドル以上1億米ドル未満: 0.90% 1億米ドル以上: 0.80% ※同一コンサルタントのお客様は、それぞれのコミットメント金額を合算して料率を判定。	出資額に応じ、以下の料率※を適用。 ※出資時価 (NAV) に対する料率。 1億米ドル未満: 1.50% 1億米ドル以上2億米ドル未満: 1.35% 2億米ドル以上5億米ドル未満: 1.25% 5億米ドル以上10億米ドル未満: 1.00% 10億米ドル以上: 0.75%
成功報酬	—	内部収益理宇(IRR)8%(諸費用・手数料控除後)を超過する収益に対して20% ※50/50キャッチアップ条項があります。
開発監理手数料	—	—
その他費用 (第三者機関への費用、設立・組成費用等)	ファンド設定費用 (弁護士費用、会計に関する費用、届出費用、印刷費用等) は175万ドルを上限にファンドが負担。 その他費用等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。	ファイナンス報酬 (プリンシパル関連会社を除く) ファンドまたはファンドの間接・直接子会社がローンを調達した場合、当ローン元本 (ファンドに帰属する債務に限る) の0.50%相当。但し、外部ブローカーを活用した場合は、当外部ブローカーに対する支払い報酬を相殺します。(外部ブローカーへの支払い報酬が、上記の0.50%相当額を超える場合は、ファイナンス報酬をゼロとする。) ファンド設定関連費用が発生します (但し、500万ドルを請求上限とする)。上記以外の不動産売買・開発・運営コスト、借入れにかかる銀行手数料、法務、会計、その他の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。 なお、ファンドは、ストリーム・データセンターズ※に不動産の売買・開発・運営に関連した手数料の支払い (主に開発監理、プロパティ・マネジメントおよびリーシングのサービスの対価) の他、投資成果に基づくインセンティブ報酬を支払う場合がございます。※プリンシパル・ファイナンスグループ以外のデータセンター専門不動産会社です。当戦略は、同社を専属の共同開発パートナーとし、同社およびその関連会社の専門知識やテナント営業力などを運用に活用します。

なお、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。

費用	プリンシパル 欧州コア不動産戦略 (オープンエンド型PE)	プリンシパル 欧州データセンター戦略 (クローズドエンド型PE)
管理報酬	出資額に応じ、以下の料率※を適用。 ※出資時価（NAV）に対する料率。 5,000万米ドル未満：1.10% 5,000万米ドル以上1億米ドル未満：1.00% 1億米ドル以上1.5億米ドル未満：0.90% 1.5億米ドル以上：0.80%	出資額に応じ、以下の料率※を適用。 ※出資時価（NAV）に対する料率。 5,000万ユーロ未満：1.25% 5,000万ユーロ以上1億ユーロ未満：1.15% 1億ユーロ以上：1.00%
成功報酬	—	LPS（投資家）が年率8%（ユーロ建て、管理報酬・手数料、諸費用控除後）のトータル収益（利益分配および出資金の全額償還）を受け取った後、それを上回る収益は、LPS（投資家）とGP（運用者）に50%ずつ分配。GP（運用者）への分配がトータル収益の20%超に達した場合は、LPS（投資家）に80%、GP（運用者）に20%を分配。
開発監理手数料	開発案件について、通常、開発コスト（開発案件に共同投資者がいる場合は、当ファンドの持分に応じた金額）の0.50%を運用会社が受け取る場合があります。（ファンド投資家は、ファンドのNAV（純資産価格）の変動を通じて、各出資持分に応じた負担をすることとなります。）	—
その他費用 （第三者機関への費用、 設立・組成費用等）	ファンドの設立、運営、管理にかかる費用は、ファンド口座から支弁されます。ファンドは、出資金の5bps（年率）相当の金額を5年間、ファンド設立関連費用の精算金に充当します（但し、ファンドによる当該費用の未精算残高がない場合は、その限りではありません）。 その他の費用の金額は状況に応じて変動するため、事前に料率やその上限額等を提示できません。	第三者機関への費用（仲介、監査、税務、評価、アドバイザー成功報酬、法務、物件管理等）、設立・組成費用はLPSが負担。 法務、会計、その他の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。

なお、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。

マルチアセット戦略の費用について

投資一任契約に係る報酬率等は現時点では確定しておりませんため、運用報酬、その他手数料等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出来ません。

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。

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（https://www.moody.com/Pages/default_ja.aspx）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：S&Pグローバル・レーティング

グループ内登録業者の名称及び登録番号：S & Pグローバル・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」

S & P グローバル・レーティングホームページ（<https://www.spglobal.com/ratings/jp/>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered>）に掲載されております。

5. 格付の前提・意義・限界

S&Pグローバル・レーティングの信用格付は、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グローバル・レーティングは、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グローバル・レーティングは、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S & P グローバル・レーティングのホームページ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：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（<https://www.fitchratings.com/ja/region/japan>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

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。

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。

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：<https://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