

SPECTRUM
Asset Management

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 2024 Outlook」（2023年12月12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2024年見通し

要点：

- 米連邦準備制度（FRB）の利上げは終了
 - 米国債市場のイールドカーブは持続的にタームプレミアムを反映
 - 足元でアンダーパーになっている、数年後に固定金利からクーポンが再設定される構造のハイブリッド証券は、長期金利の方向性に左右されない点に注目
 - 魅力的な相対価値
- **利上げは終了**：インフレ率の伸びは鈍化し、労働市場の過熱感は薄れつつあります。フェデラルファンド・レート（FF金利）はインフレ率を2%ポイント上回る水準にあり、量的引き締めは引き続き経済活動にブレーキをかけ、デフインフレの方向に向かうとみられます。ただ、2024年は財政赤字を賄うための米国債発行ニーズを背景に長期ゾーンでも実質金利が上昇し、イールドカーブのスティープ化が進行するものと考えられます。
 - **2024年のハイブリッド証券市場の見通しはポジティブ**：クレジット・ファンダメンタルズは堅牢で、利回りは依然として高く、金利上昇期以前に発行された銘柄はアンダーパー水準で価格が推移し割安

ギャップをフォローする：下記のグラフは、FF金利の誘導目標上限（FDTR、橙線）、米個人消費支出（PCE）コア物価指数（前年同月比、PCE YOY、赤線）を表示しています。2019年については白い楕円で囲んでいます。



出所：Bloomberg、2023年11月30日時点

- 2023年見通しでは、「ギャップに注意」と述べました。その理由は、パウエル議長には実質フェデラルファンド・レート（実質FF金利）をプラスにして経済成長を抑制するという強い意志があり、高進していたPCE物価指数とより低水準にあったFF金利との間の大きなギャップを収斂させる必要があったためです。
- 足元では、実質FF金利が約2%である一方、コア・インフレ率（3.5%、10月の米PCEコア物価指数（前年比、修正前））はFRBの長期目標である2%を大きく上回っています。そのため、スペクトラム社では、FRBは2024年9月まで政策金利を据え置くと予想しています。その間、FRBの量的引き締めが継続され、またリバースレポの残高が減少する中で、FRBという買い手不在のまま、市場は絶え間なく発行・供給される米国債の消化を迫られます。今後ニュース等では、このギャップの逆転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、低インフレ率の定着にはまだ時間を要すると考えられます。
- 2023年に述べた、FRBの金融政策にとって重要な3つの注目点のうちの最後の1つは結果が出ていません：
 1. どの程度の水準まで引き上げるか？
 - ✓ 結果：5.25% - 5.50%
 - ✓ リスク・シナリオ：4.75% - 5.00%
 2. 利上げペースの早さは？
 - ✓ 結果：利上げサイクルは終了したと思われるため、もはやペースに神経質になる必要はない
 - ✓ リスク・シナリオ：長期金利（10年物米国債利回りなど）の更なる上昇
 3. FF金利を高く維持すべき期間は？
 - ✓ 現時点においては、2024年12月に利下げに転換すると見えています（政策金利を2023年7月から約17ヶ月間据え置き）
 - ✓ リスク・シナリオ：政策金利を約14か月間据え置き（2024年9月から利下げ開始）

FRBはギャップを逆転させた - その背景には、短期金利を十分制約的な水準まで引き上げる必要があったことがありました。FRBがインフレ指標としてより重視しているのは、**米PCE物価指数**です。パウエル議長は、**プラスの実質FF金利を長期間維持し**、1970年代のインフレ抑制の失敗を繰り返したくないと考えています。

- **なぜ重要か**：FRBは、最終的には常に目標を達成してきた歴史があるため（目標が明確になれば）
 - 2023年の見通しの中で「ギャップに注意」と述べました。2024年は「ギャップをフォロー」と表現することにします。ただ、FRBが景気減速を目標としている中で、労働市場が弱含む最初の兆候だけをもって利下げに踏み切ると考えるのは早計に過ぎます。加えて、FRBの金融引き締めへの政策転換が遅れたことでインフレが高進し、物価上昇が世界経済の枠組みに恒久的に組み込まれてしまったことから、しばらくインフレ鈍化傾向が続いただけで利下げを開始するような拙速は避け、利下げを正当化するトレンドがはっきりしたとの確証を得るまでにFRBは時間をかけるものと考えます。
 - **選挙の年であること** - 歴史を振り返ると、不況の暗いムードが覆う状況に対処するため選挙の前年から利下げサイクルが開始され選挙の年まで持ち越された場合（例えば1992年と2008年）を除き、FRBは1984年以来、選挙の年に利下げを行っていません。FRBが選挙期間中に利上げを行ったことは稀にありましたが、実質金利がマイナスだった場合に限定されます（例えば、2004年に1%から利上げ、選挙後の2016年に0.50%から利上げ）。金融システムが大きく混乱するか、経済のハードランディングがない限り、FRBが大統領選の結果が判明すると思われる11月7日までに利下げを行う可能性は低いと想定されます。とりわけ選挙の年には、利下げでは

なく、FRBは（昨年3月のミニ銀行危機に対処した時のように）そのバランスシートを手段として使うと考えられます。

- 2023年の見通しにおいて、FRBは米PCE物価指数がFF金利の誘導目標上限を下回り、ギャップが逆転した時点で利上げを停止すると予想しました。ギャップが5月に逆転したところで、スペクトラム社では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、現実のものとなりました。しかし、インフレ率が本当に2%付近にとどまるか否かは不透明です。安定したインフレ率が定着するには時間の経過を待つしかありませんが、**市場はFRBが利下げを早期に（非常に早期に）、早ければ3月24日にも実施することを強く期待しているようです**。但し、その実現性は殆どないと考えられます。なぜなら、選挙期間中の利下げは政治的な難題になりかねず（特に、ソフトランディングが想定される足元の状況下での利下げ実施は、景気後退がないノーランディング、言い換えれば高成長持続とインフレ長期化につながりかねません）、また拙速な利下げはパウエル議長が築いてきた実績への肯定的な評価を台無しにし、1970年代のアーサー・バーンズ元議長の失敗（インフレの再燃）の轍を踏む恐れがあるからです。

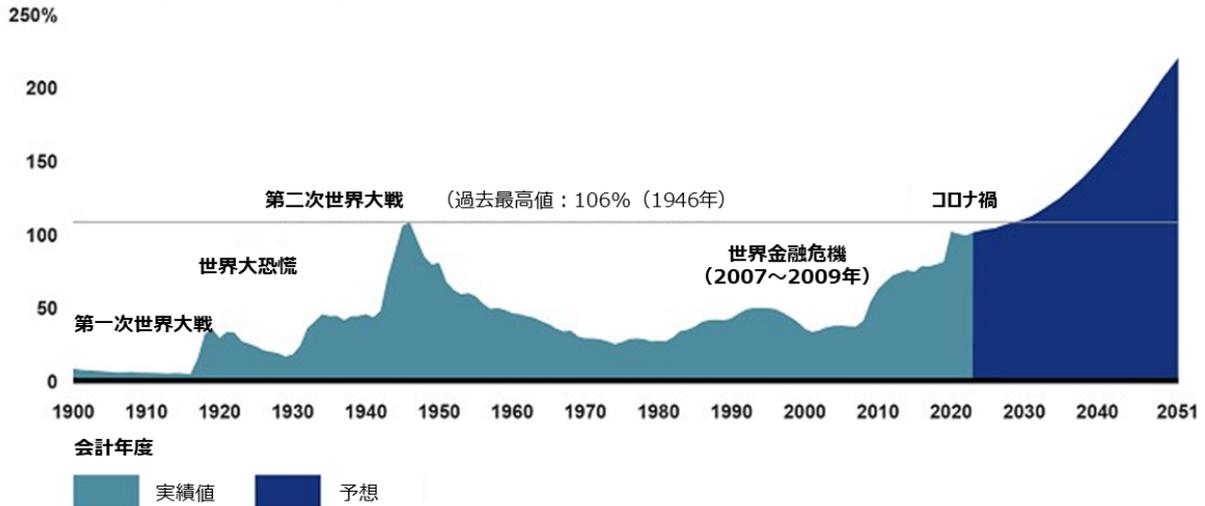
- **FRBの「より高くより長く」という表現の文脈が重要な理由：**

- FRBは、デysinフレに関する市場へのメッセージ発信、及び確信度についての信認を保つために、その路線を維持する必要があります。特に、2年前にインフレの「一過性」に対する確信度で重大な判断ミスを犯した後とあってはなおさらです。FRBのメッセージは政策金利を「**（ターミナルレートで）高く長く**」維持するというものでなければならず、FRBは現状の路線を最後まで貫く必要があります。
- FF金利が米PCE物価指数を逆転して上回ったことは、需要（および貨幣の流通速度）を抑制するプラスの実質FF金利のトレンドが始まったことを意味し、FRBはデysinフレを維持するためにこのトレンドの期間を延ばしていく必要があります。パウエル議長は、FRBでは、政策金利を引き下げる前に、インフレ目標が達成されることを「強く確信」する必要があると明言しています。
- **2024年は選挙の年です**。実際、どの政党が勝利し政権を握ったとしても、インフレが終焉したと宣言できれば大満足でしょう。雇用拡大につながり再選の可能性が高まることから、政権はFRBが金利引き下げという直接的な景気刺激策を講じてくれることを歓迎するはずです。インフレが2024年の選挙戦の中心的な政治的争点となっているさなかに、金融政策の意図が政治的な動機によるものという批判を自ら招くような利下げを実施し、自らの独立性を危険にさらす可能性を高めることは、FRBにとって合理的でないとスペクトラム社は考えます。
- 原油価格下落といった供給面からの恩恵はもうほとんど期待できないかもしれません。米連邦公開市場委員会（FOMC）ではすでに景気後退は回避されると想定しています。
- 追加的な金融引き締め効果につながっていた米国債のタームプレミアム上昇と株式相場下落については、11月に入って国債市場・株式市場が大きく反転・上昇したことで、市場がFRBとともにインフレと戦っていると称えられるシナリオは完全に崩れました。FRBが政策金利を「より高く、より長く」と述べていることに対して、債券市場・株式市場はともに「その見解に挑戦する」と表明していることとなります。
- 非常に緩和的な効果を持つ、政府の裁量的財政支出は今後もペースダウンは見込まれません。FRBはこの財政政策からの圧力に対して、制約的な金融政策を推進し続けなければなりません。これこそが、FOMCにおいて、利上げ単体の効果による景気後退を予想せず、後述するバランスシート縮小の再検討を考えようとする理由でしょう。

大局的見地：歯止めが利かない政府支出拡大

公的部門の債務がGDPを上回る拡大ペースに

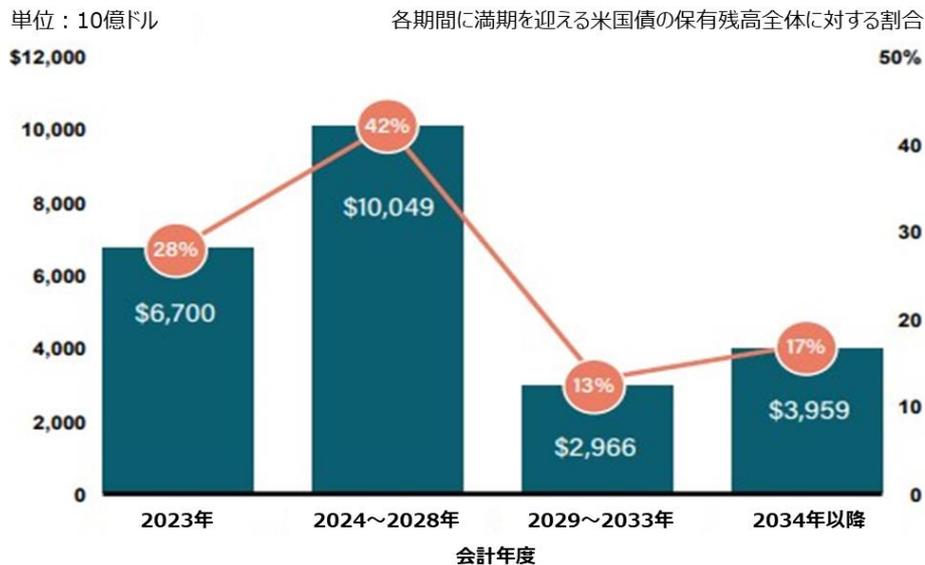
GDPに対する比率



出所：Congressional Budget Office data and GAO simulation | GAO-23-106201

- 投資家が保有している米国債の42%（約10兆ドル）が今後5年以内に償還され、今後の実勢金利で借り換えが行われる必要があります。

償還年別の投資家の米国債保有額（2022年9月30日時点）



出所：United States Government Accountability Office, Report to the Secretary of Treasury May 2023

- 6兆7,000億ドル（投資家が保有している米国債の28%）が2023年の会計年度（10月から9月）により高いクーポンレートで借り換えられることから、金利負担が3,000億ドル急増します。
- 米国債の発行残高が、事実上第二次世界大戦時と同程度に（つまりGDPの100%以上）高い一方、GDPの急拡大を背景に債務負担が数十年にわたって大幅に減少した第二次世界大戦後当

時と足元の状況は異なります。足元では、その残高が向こう数十年にわたり（大幅に）増加し、コロナ禍の際に経験したように、FRBが市中に通貨を供給しインフレを起こさなければ、資金調達余力は（あったとしても）限定的と想定されます。

- 米国の債務はGDP成長率の2倍のペースで拡大し、新規の借入れの91.4%は3年までの年限で、また、87.4%は償還1年以内の短期国債で調達されると見込まれています。約10兆ドルの借り換え分に、財政赤字を賄うための今後5年間で毎年1.4兆ドル規模となる新規調達分を加えると、16.2兆ドルを超える米国債が発行され、FRBという買い手が不在という前提で（とりあえず今のところは）市場での入札を通じ、クーポンや利回り・価格が再設定されることになります。
- **財政政策が重要な理由**：新型コロナウイルス感染拡大と同様に、際限のない（巨額の）過剰な財政拡大の圧力もまた、長期的なインフレ問題を引き起こす可能性があります。ただ、ウイルスとは異なり、拡大を止めるためのワクチンはありません（政治的な意志もありません）。FRBの政策（および米国債市場の織り込み方）によって利回りが十分に上昇し、過剰な財政拡大を米国債によって賄うコストが政治家にとって無視できないほどに高くならない限り、財政赤字は悪化の一途をたどると考えられます。

☐ **結論**：特に米国が経済の根幹におけるふたつのパラダイム・シフトに直面している中では、極端で野放図な財政支出政策は、FRBが金融政策によってインフレ率を2%の目標まで引き下げて維持することの難易度を上げると考えられます：

- 1) **サプライチェーンの脱グローバル化** - コロナ禍は、サプライチェーンが国家安全保障の鍵であることを思い知らせました。先進国である米国において、国内の労働力を基に徐々にサプライチェーンを再構築することは、インフレ圧力として作用します。
- 2) **脱炭素、あるいは「持続可能性」** - 米国の化石燃料産業からのダイベストメント（投資撤退）は、米国の経済（そしてグローバル経済）が、代替燃料やあらゆるものの電化への依存度を高める方向に作用します。このパラダイム・シフトにより、エネルギー資源の観点からインフレに影響を及ぼすと考えられます。国内の化石燃料供給減少による価格上昇に加え、価格が上昇した化石燃料を輸入する必要があります。

今後数年間について、FRBは2%以上のインフレ率でもよしとする必要がありそうです（そう明言するかどうかは別として）。2023年11月末現在では、市場では5回の利下げが織り込まれており、FRBは政策についての表現や、フォワード・ガイダンスという政策ツールの有効性をコントロールできなくなってきました。自らの目標を達成するように市場と対話する手段であったはずが、FRBにとって有用ではなくなっているのです。

- **FRBにとっての難題**：FRBの利下げ時期が早過ぎた場合は、彼らの信頼性が損なわれ、FRBが市場との対話を通じて思惑通りの方向に市場を動かすフォワード・ガイダンスの効果が失われる可能性があります。一方、FRBが政策金利を高過ぎる水準に不必要に長く維持した場合は、巨額の米国債を巡る調達コスト上昇を背景に財政破綻の懸念（米国債市場のボラティリティ上昇を意味します）を高める可能性があります。いずれの場合でも、インフレ率は（FRBの長期目標である2%を上回る水準で）高止まりすると見込まれます。財政赤字の伸びは今後数十年にわたりGDP成長率の2倍になると予想されており、これはFRBが民間部門の側で政府の債務を引き受けられるように通貨を供給しなければならないことを意味します。政府の資金調達を中央銀行が支えることは、インフレ圧力として作用します。

こうしたマクロ環境が示唆するもの：

- **夜明け前の微かな光**：引き締め効果を発揮する高い政策金利に対して、財政拡大路線（FRBは直接意見を言えない立場にあります）は緩和的に作用し対抗することから、債券市場も株式市場もFRBがターミナルレートを長く維持する必要性について懐疑的です。11月末現在、債券市場は2024年12月までに5回の利下げによってFF金利が4.25%にまで誘導目標が引き下げられることを織り込んでおり、これは9月開催のFOMCにて公表された、FOMC参加メンバーによる政策金利の見通し（ドットチャート）の2024年末時点における中央値である5.125%を大きく下回っていました（FOMC参加メンバーの見通しのレンジ4.375%～6.125%のうち最も低い予想をも下回っています。12月開催のFOMCにおける見通し中央値は4.625%）。債券市場はFRBの政策についての表現に同意しておらず、1970年代の政策の失敗を繰り返さないというFRBの意志に対して否定的な態度を取っています。株式市場は2024年12月限のSOFR先物を手がかりに、ほぼ即時に複数回利下げが実施されると予想し、逆イールド状態が続いているにもかかわらず、景気後退のリスクを事実上無視しています。
 - 米国政府は、経済成長の2倍のスピードで多額の借入を行いながらも、金利上昇と市中資金吸い上げの影響から民間経済を守ることができるのでしょうか？スペクトラム社ではできないと考えています。
 - 政府債務の返済のためにFRBは再び通貨を供給しなければならないのでしょうか？スペクトラム社はそうではないと考えます。
- 「国家の財政健全性」の詳細については、米国会計検査院のリンクをご参照ください。
<https://www.gao.gov/assets/gao-23-106201.pdf>

ハイブリッド証券市場への影響：

2024年には、魅力的な利回りでハイブリッド証券を組み入れる投資機会が豊富にあると考えます。足元の水準においても、相場に乗り遅れ優れたリターンを見逃すことを恐れる必要はありません。2024年12月限のSOFR先物は、大統領選挙投票日が近づくにつれ、FF金利と整合的な理論価格へと調整されると考えます。水準感としては、2024年末までに足元の4%から、5%に向かい価格が調整されると見えています。米国債10年物利回りも同様に調整され、2024年内のどこかの時点で一旦4.75%に向け上昇すると見えています。その後、9月中に中心限月になると見込まれる2025年12月限のSOFR先物が、選挙後の金融政策を織り込んでいく中で、米国債10年物利回りは4%に向け低下すると想定しています。

スペクトラム社のクレジット・チームは、ハイブリッド証券発行体のクレジット・ファンダメンタルズは総じて堅牢であると考えています。特に11-12月に顕著だったように、クレジット債券としては大健闘と言ってよいパフォーマンスをハイブリッド証券が2023年に計上した後においても、下記の金融機関を中心とした指数別の魅力度で見ると、2022年の12月と比べさらにスコアが良くなっています。

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
	修正デフレーション	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	修正デフレーション あたりのDの倍率
上場市場 (POP4)	12.21	6.76	2.17	🟡 3.12	🔴 0.26
店頭市場 (CoCo債を除外、 カスタム指数)	3.96	7.84	2.17	🟢 3.61	🟡 0.91
CoCo債 (CDLR)	2.66	8.36	2.17	🟢 3.85	🟢 1.45
より返済順位が上位の グローバル金融機関債 (EOBA)	4.70	5.77	2.17	🔴 2.66	🔴 0.57

出所：Bloomberg, ICE BofA Bond Indices, 2023年11月30日時点

- ハイブリッド証券の利回りは上昇し、ブレイクイーブン・インフレ率は低下、最低利回りのインフレ率に対する倍率は上昇しています。

過去の平均を超えるハイブリッド証券の спреッド :



出所：Bloomberg, ICE BofA Bond Indices, 2023年11月30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・メリルリンチ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・メリルリンチ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 спре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。

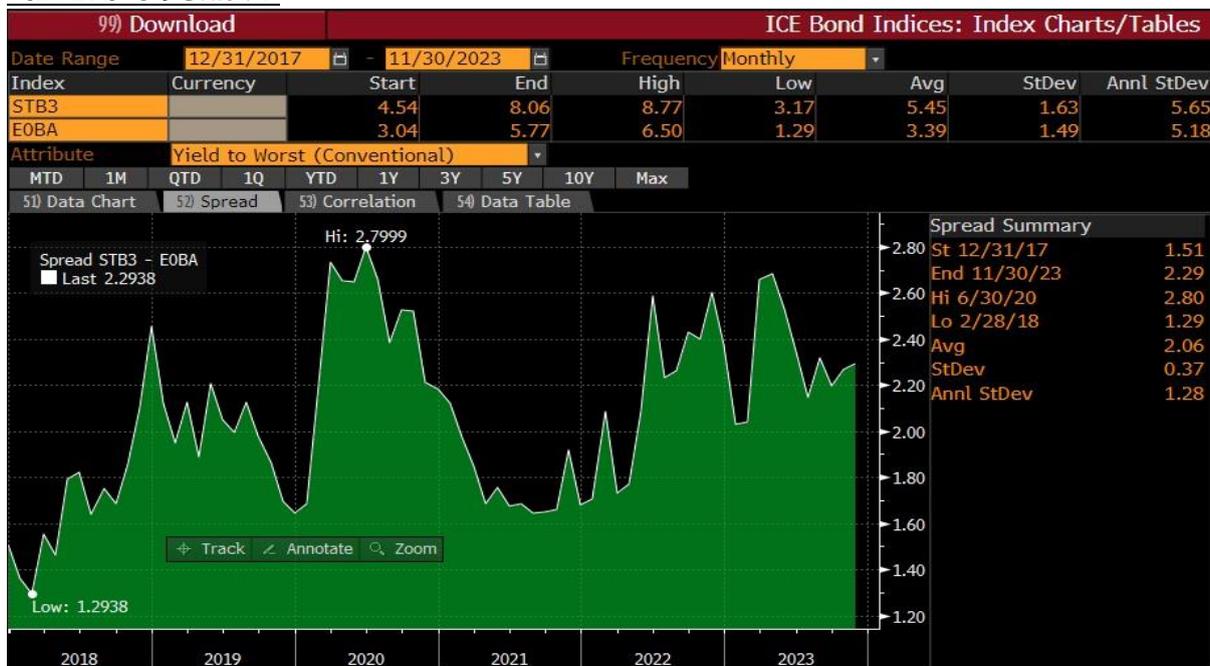
ハイブリッド証券の利回りは上昇（価格は低下）：



出所：Bloomberg, ICE BofA Bond Indices, 2023年11月30日時点

- ハイブリッド証券の利回りは、足許で低下したものの、引き続き欧州ソブリン危機以降のほとんどの期間と比べ、より高い水準で推移しています。

固定金利からクーポンが再設定される構造のハイブリッド証券は、より返済順位が上位のグローバル金融機関債 (EOBA) よりも割安：



出所：Bloomberg, ICE BofA Bond Indices, 2023年11月30日時点

- 上図は、ICEが提供する機関投資家向けの米国店頭市場、下位劣後債、CoCo債という3つのハイブリッド証券・インデックスから作成したカスタム・インデックスをプロットしたものです。このカスタム・インデックスは、機関投資家向けで主流となっている固定金利からクーポンが再設定される構造のハイブリッド証券全般を代表しています。次に、平均的なクーポンの再設定頻度、借り換えサイクルが5年であることを踏まえ、過去6年間について、より返済順位が上位のグローバル金融機関債のインデックス（ICE Eurodollar Bank and Brokerage Index、E0BA）と比較しました。
- （ハイブリッド証券市場全体の約77%を占める）固定金利からクーポンが再設定される構造のハイブリッド証券の相対価値は、より返済順位が上位のグローバル金融機関債と比べ、その相対的魅力度が過去2年間で高まっています。足元での価格上昇にもかかわらず、ハイブリッド証券のスプレッドは平均より0.62標準偏差程度拡大した水準を維持しています。

ストレスからのパフォーマンス回復：2023年のハイブリッド証券のトータル・リターンは、大規模なデフォルトにもかかわらず金融シニア債を凌駕



出所：Bloomberg, ICE BofA Bond Indices, 2023年11月30日時点

- 新型コロナウイルス感染拡大が発生した2020年において、急激な経済収縮に伴う流動性枯渇の懸念を背景に、ハイブリッド証券の価格はより返済順位が上位のグローバル金融機関債と比べ大幅に下落しました。2023年には、銀行セクターの大規模なデフォルト（シリコンバレー銀行、ファースト・リパブリック銀行、クレディ・スイスの3行でハイブリッド証券ユニバースの3.92%に相当）によりハイブリッド証券は急落しました。しかし、前述のように銀行破綻やハイブリッド債の元本棄損が発生したにもかかわらず、2023年のハイブリッド証券のリターンは平均して6.01%と、より返済順位が上位のグローバル金融機関債の年率3.98%を上回りました。両者のリターンが5年間の複利で継続したと仮定すると、年率2.03%の差は累積で12.28%に相当します。ハイブリッド証券が提供する相対的に高いインカムが、複利効果によって大きな超過リターンにつながることを浮き彫りにしています。

☑ **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？**

- 過去2年間の債券市場は最悪で、債券投資家にとっては非常に神経質な環境でした。2024年においてFRBは政策金利を据え置き、利下げに向けたタイミングを計ると見込まれます。米国債のイールドカーブにおいて、10年ゾーンは75ベース・ポイントと過去2年と比べ狭いレンジ（4.00% -4.75%）で取引されると見ており、デュレーション・リスクは大幅に軽減されると想定されます。5年-10年債間のカーブの形状については、大統領選挙を経て年末までに20ベース・ポイント程度スティーブ化すると見えています。
- 11月の大統領選挙を控え、一方向に傾きにくい市場センチメントを背景にベース金利はレンジ取引となると見込まれることから、クレジット債券の利回り、スプレッド、クレジットの評価もレンジ内での動きに終始すると見えています。年明け以降時間の経過とともに、大統領選挙後の政治の見通しがよりクリアになるにつれ、FRBがインフレ抑制に「強い確信度」を持つとのメッセージを発信するようになり、債券やスプレッドを取り巻く環境もそれに応じて不透明さが後退すると見込まれます。
- とはいえ、仮にスペクトラム社の金利シナリオが外れ、金利がここから急上昇して高い水準にとどまり続けたとして、**市場はどの程度さらに悪化する可能性があるでしょうか？**ハイブリッド証券市場では、（満期まで固定ではなく）一定のサイクルでリセットされるクーポン構造の証券が主流であることから、金利が急上昇すれば、クーポンも呼応して同様に大きく上昇します。ではクーポンは高止まりするでしょうか？スペクトラム社は、ハイブリッド証券のクーポンは米国債5年物利回りのトレンドに連動し、数年前の低金利環境下で発行されアンダーパーで価格が推移している低クーポン銘柄については、切り上がった足元の利回り水準と整合的に高い水準へとクーポンがリセットされていくことから、価格が額面に向かって上昇する力が働くとしています。
- 前回の見通しと同様に、2024年の見通しについても、レンジ取引の市場展開を想定しており、そうした環境下で、活用できる投資機会は豊富で、ハイブリッド証券を保有し続け、より返済順位の高いクレジット債券クラスと比較して、魅力的な高いインカムを複利効果で蓄積することが期待できるポジションを構築できると考えます。可能性としては、前述の過去5年間の事例では、その間に、稀にみる急速なペースの利上げとハイブリッド証券発行体のデフォルトを経験してもなお、高いリターンを計上しました。今後、市場はどの程度さらに悪化する可能性があるかという問いに対して、ハイブリッド証券の2024年の投資環境は過去2年間よりも良好と考えます。
- 前回の見通しでスペクトラム社が結論づけたように、市場は「心配の壁」をよじ登ると言われており、足元で「悪い」と想定していたことが、2024年の12月には「かなり良い」という結果になると見えています。

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】

下記は投資一任契約に基づく有価証券等の運用に伴う一般的なリスクを記載したものであり、すべてのリスクを網羅するものではありません。また、これらリスクにより元本に欠損が生じる恐れがあります。

- 金利リスク：一般的に金利が上昇すれば値下がりし、金利が低下すれば値上がりするというように、金利変動の影響を受け価格が下落する可能性があります。
- 信用リスク：発行体の業績等の影響により、デフォルトもしくは利払いや償還金の支払が遅延し、これに伴い価格が下落する可能性があります。
- 流動性リスク：市場規模や取引量が少ない場合、組入銘柄を売買する際にファンダメンタルズから期待される価格で売買できない可能性があります。
- 期限前償還リスク：優先証券には繰上げ償還条項が設定されているものがあります。当初の期限前償還禁止期間を経過すると、金利情勢や発行体の財務状況等により、満期前であっても償還される可能性があります。金利低下局面で期限前償還された場合には、当該金利低下による優先証券の価格上昇を享受できないことがあります。また、組入銘柄が期限前償還された場合、償還された元本を再投資することになりますが、市場動向によっては再投資した利回りが償還まで持ち続けられた場合の利回りより低くなる場合があります。
- 為替変動リスク：外貨建資産については、外国為替相場が変動することにより損失が発生し、投資資産が下落することがあります。
- デリバティブリスク：金融商品取引契約に基づくデリバティブとよばれる金融派生商品を用いることがあり、その価値は基礎となる原資産 価値や指標などに依存して変動し、デリバティブの種類によっては、基礎となる原資産や指標の価値以上に変動する可能性があります。また、取引相手の倒産などにより、当初の契約通りの取引を実行できず損失を被る可能性、取引を決済する場合に反対売買が出来なくなる可能性、理論価格よりも大幅に不利な条件でしか反対売買ができなくなる可能性などがあります。
- カントリーリスク：組入資産の価格は、発行または取引する国の政策、税制、法制、事業規制、投資規制などの影響を受けて変動し、価格が低下する可能性があります。

優先証券固有の投資リスク

- 法律制度上のリスク：優先証券に関する法律及び税制、その他制度上の変更等により、優先証券市場や運用方針に影響を及ぼす可能性があります。
- 利息/配当支払遅延（停止）リスク：優先証券には利息/配当の支払繰延（停止）条項がついている場合があります。但し、実際に繰延（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をしたうえで、株価変動リスクを負うこととなります。

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、料率や上限額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 BofAはICE BofA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 BofA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

広告資料：3307632
(EXP:2024/12/31)