

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「Macro and Credit Outlook in 2025」（2024年12月6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。

## 2025年のマクロとクレジットの見通し

### 米国の選挙をめぐる不確実性は解消

議会を共和党が主導しドナルド・トランプ氏が大統領に返り咲くことから、減税、関税、規制緩和、厳格な不法移民対策、エネルギー自給体制の強化などの次期政権の政策が注目を集めると見られます。これらの施策がGDP、インフレ、財政の安定性に悪影響を及ぼす可能性はあるものの、米国経済は引き続き堅調に推移すると予想されます。世界経済の見通しに目を向けると、特に多額の財政赤字を抱え財政出動の余力が限られている欧州については、貿易問題を始めとする今後の政策対応が不透明であることから、不確実性が相対的に高いと見込まれます。ただ、こうした不確実性はあっても、クレジット市場の見通しは安定的と捉えています。

### 地政学的課題

中東とウクライナで現在も続く紛争や台湾をめぐる緊張の高まりを背景に、世界の地政学、経済・防衛戦略は変容しています。トランプ次期政権はイスラエルへの支持を改めて表明する一方、NATOのコミットメントを見直したり、台湾やウクライナ支援についてより慎重な姿勢をとる可能性があります。トランプ次期大統領の関税政策が予定通り実施されれば、特に中国との間で貿易戦争が勃発する可能性が高いと見ています。

### 金融システムの安定性

2024年の見通しで述べたように、システムック・リスクは管理可能であり、金融セクターのクレジット・ファンダメンタルズは引き続き健全だと考えます。2023年以降、銀行業界は資本強化、合併、融資ポートフォリオのクレジットの質向上を通じ、ファンダメンタルズ面で安定しています。トランプ次期政権下での規制緩和は、保険会社への影響は限定的である一方、銀行には恩恵をもたらすものと見ています。

### 公益事業とエネルギー政策

次期政権が化石燃料を優先することからクリーン・エネルギーの開発に困難が伴う可能性がある一方で、電力会社は低コストの電力を供給するため、増加傾向にある再生可能エネルギーの発電能力の増強を続けることと見込まれます。

### トランプ氏の返り咲き：経済政策と不確実性の新時代

トランプ次期大統領の政策は、米国国内の産業を支援し、国益を守ろうとするものです。規制緩和や税制改革のような政策は、短期的な経済成長の促進を意図するものである一方、移民制限や関税といった保護主義的な政策は、財政逼迫、サプライチェーンの混乱、労働力不足など、長期的なリスクをもたらす可能性があります。高水準の財政赤字の継続と国家債務の増加は、トランプ氏が米連邦準備制度理事会（FRB）の独立性に干渉する可能性と相まって、投資家の信頼を損なう可能性があります。こうした懸念点は米国を「債券自警団」の矢面に立たせ、借入コストの上昇や、ソブリン格付けへの格下げ圧力につながる可能性があります。政権は2017年に成立した減税・雇用法（TCJA、いわゆる「トランプ減税」）の延長・恒久化を計画し、もともとの2025年の失効期限を超えて、法人

税率を 21%から 15%へ引き下げを企図しています。しかし、この計画で財政赤字が数兆ドル積みあがる可能性があることで、その恒久化の実現可能性は低下すると考えます。現実的には、延長期間を短縮して、より財政政策的な観点から保守的なものになると想定しています。

共和党が議会で多数を占めるため、次期政権は政策推進に有利な立場にあるものの、共和党は多数派とはいっても下院での議席数が僅差であることから、法案通過はより困難となる可能性があります。バイデン大統領政権下での国内半導体産業支援のためのCHIPS and Science Act（CHIPS法）などの超党派の政策は、廃止しようとした場合に抵抗に直面するかもしれません。裏を返すと、同様に現政権で成立したインフレ抑制法（IRA）については、その一部が撤回される可能性がある一方で、特にクリーン・エネルギーへの投資は共和党が優勢な州にとって経済的メリットが大きいため、廃止されず維持される可能性が高いと考えます。議会である程度の抵抗の可能性はあるものの、法案成立までの膠着状態は最小限にとどまり、トランプ次期大統領の一連の経済政策を進める道筋が整えられると思われれます。

### 銀行に対する規制緩和

予想される規制緩和政策は、米国の銀行とクレジット・ファンダメンタルズに恩恵をもたらすと予想されます。トランプ政権は、自己資本規制が強化される一方で貸出を制限すると批判されている「バーゼルIII最終段階」（B3E）を見直す可能性が高いと見られます。主な内容としては、銀行の合併プロセスの簡素化や、経済成長を後押しする融資を促進し、銀行の収益性を高めることを意図した規制負担の軽減などがあります。

見直しの可能性があるものは以下の通りです。

- ドット・フランク法の一部改訂によって、資本規制や、自己勘定取引・リスクの高い投資を制限するボルカー・ルールを緩和
- ストレステスト要件を主に地方銀行に対して緩和
- 特にコンプライアンス対応の負担に苦む小規模銀行間のM&Aの増加を促すための要件緩和

さらに消費者金融保護局（CFPB）の改革や廃止、役員報酬規制の調整により、コンプライアンス対応の負担を引き下げる可能性があります。

### 規制緩和による公益事業、エネルギー、環境への影響

トランプ政権の政策は特にエネルギー政策と環境基準の観点から公益セクターに大きな影響を与えると予想されます。石油、天然ガス、石炭といった化石燃料を重視することから、従来型のエネルギーへの投資を促進する一方で、再生可能エネルギーの成長が鈍化する可能性があります。

予想される主な政策変更は以下の通りです。

- **国内エネルギー生産の拡大**：掘削、水圧破碎、海洋探査の規制緩和。液化天然ガス（LNG）輸出の一時停止を解除し、許認可プロセスを合理化。
- **二酸化炭素（CO<sub>2</sub>）排出基準の緩和**：脱炭素規制の緩和。火力発電所からの二酸化炭素排出量を規制してきた「クリーンパワープラン」と呼ばれる政策を撤回する可能性がある一方、事業者のコスト負担は軽減される可能性あり。
- **パリ協定からの離脱**：気候変動に関する国際的なコミットメントの後退。

これらの政策が後退することで、再生可能エネルギーに対する米連邦政府からの税控除のインセンティブが低下する可能性があることから、公益事業会社は炭素排出要件が軽減された場合の事業環境の変化に対応せざるを得ない状況になると考えられます。さらに、農業関連の規制緩和は、生産コストの削減につながる可能性がある一方、環境への負荷が高まる懸念もあります。

持続可能性を意識した商品・サービスに対する消費者の需要の増加や、CHIPS 法や IRA の一部に基づく政策に対する超党派議員の支持は、既存の再生可能エネルギーへの投資を遅らせようとするトランプ政権の動きに制約を加えるかもしれません。公益事業会社は、伝統的エネルギーにおける短期的なビジネス機会と長期的な潮流としてのクリーン・エネルギーへの移行とのバランスを取ることが求められると見ています。

## 関税

新たな関税政策の目的は、特に中国との競争を念頭に米国の産業と労働者の保護を強化することであり、同時に国内生産を促進し、貿易不均衡に対処することです。しかし、すべての輸入品に対して一律10%の関税を課す案は広範過ぎるものであり、中国製品に対する60%の関税は、自動車やテクノロジーといった米国の産業に影響を与え、高率であるとともに効果的でない可能性が高いと見ています。さらに、トランプ次期政権は米国最大の貿易相手国であるメキシコとカナダの製品に25%の関税を課す計画であり、このような措置が実施されれば、GDPに悪影響を与え、インフレを促し、世界の貿易関係をさらに緊張させると考えられます。

激しい貿易戦争に勝者はいません。高関税は報復措置を招く可能性があり、中国や欧州連合（EU）といった米国農産物の主要輸出市場に悪影響を与え、世界のサプライチェーンを混乱させる可能性があります。金融市場は、政策の不確実性と投資家心理の悪化を背景とするボラティリティの高まりに直面すると見られます。規制緩和と減税の恩恵を受けてきた中小企業は、関税や解消されない労働力不足に起因する経営コストの上昇への対応を迫られるかもしれません。公正な貿易協定と選択的関税に焦点を当てた、よりの絞ったアプローチをとることが、消費者や貿易に依存する産業にとってのコスト増加の回避につながり、より効果的となるはずだと考えます。

## 移民政策

トランプ次期政権は、百万人単位の不法移民の強制送還、第一次政権時に特定国を対象として実施した渡航禁止措置の復活、合法的移民の制限、メキシコとの国境における壁の建設継続を含む厳格な移民政策を実施する予定です。こうした措置は、不法入国を減らし、国家安全保障を強化し、アメリカ人の労働市場を保護することを目的としています。

犯罪歴のある不法移民の強制送還は出発点としては合理的です。しかし、大幅に広範なアプローチをとれば、農業、建設業、製造業やテクノロジーといった主要セクターにおける労働力不足など、予期せぬ結果を招きかねません。米国国籍の労働者を雇用することは、企業にとって最も費用対効果の高い方法ではないかもしれません。その結果、生産コストの上昇、収益性の低下、消費者物価の上昇を招き、最終的には経済成長を鈍化させることになると思われます。

不法移民に対するバランスの取れたアプローチは、安全保障を強化し、経済の安定を維持することができると思います。ドローンや監視システムのような高度な国境管理テクノロジーへの投資は、雇用を創出しつつ、物理的な障壁に代わる費用対効果の高い選択肢を提供すると考えられます。迅速な就労ビザ発給など、合法的移民受け入れを効率化することで、労働力への需要に対応しつつ、不法入国の減少にもつながると見ています。

## 米国の外交政策

トランプ次期政権の外交政策は「米国第一主義」を強調し、従来の同盟関係に対する米国のコミットメントの見直しに重点を置いています。大統領選挙運動時の焦点は、米国の貢献に過度に依存しているとするNATO批判でした。トランプ氏は、GDPの2%に相当する防衛支出目標を達成できなければ、NATOからの支援を削減すると同盟国に圧力をかけています。加えて、ウクライナの防衛費について、なぜ米国が欧州よりも多くの資金を提供しているのかと疑問視しています。これらの指摘は妥当であるものの、米国は、グローバルな安全保障体制を維持するための責任について、より公平でバランスのとれた負担を再交渉していくことに焦点を当てるのが可能と考えます。

中東では、トランプ次期大統領は親イスラエルの姿勢を崩さず、イスラエルの軍事行動に対する無条件の支持と同地域における米国の同盟関係の再構築をコミットするとともに、イランへ圧力をかけるとしています。中国については、中国の最恵国待遇の地位の剥奪、中国からの米国不動産投資の制限、中国からの経済的自立の追求などを表明しています。台湾に対する立場については、米国の経済的・戦略的利益の擁護に重点を置いており、インド太平洋地域における米国の将来のプレゼンスについて疑問を投げかけています。

トランプ大統領の外交ビジョンは、米国のグローバルな役割を再定義する広範な取り組みを反映しており、国際規範に疑問を呈し、国益を優先するものです。これらの戦略は、米国のグローバルな地位を強化することを目的としている一方で、同時に、地政学的安定と米国の重要な同盟国との関係に対して大きな不確実性をもたらしています。

## 銀行のクレジット・ファンダメンタルズ

2025年の金融セクターにおけるリスクはそれほど大きくないと想定しています。主要先進国の銀行システムは過去の危機から概ね回復しています。米国の地方銀行は2023年の混乱後、資本増強、合併、安定した収益とローンの質の向上を通じて改善を図り、そのクレジット・ファンダメンタルズは安定化しました。ただ、地政学的な対立や米国が課す関税が貿易戦争にエスカレートする可能性といった、経済をめぐる不確実性は依然として残っています。

シリコンバレー銀行とファースト・リパブリック銀行の破綻、そしてスイス政府の支援を受けて経営難に陥ったクレディ・スイスとUBSが合併したことに端を発した欧米銀行システムの2023年の混乱は終わりを告げたと考えています。これらの破綻は各銀行固有の事情によるものであり、欧米の中核的な金融システムそのものの問題点を示すものではなく、また、金融システムの根底を揺るがすような影響もありませんでした。

2023年に上記の混乱が発生して以来、大きな進展があり、その多くは前向きなものでした。FRBによる金融システムに対する迅速かつ実質的な支援は、意図した安定化効果をもたらしました。経営難に陥った米銀をめぐる問題は自助努力や合併によって解消され、クレディ・スイスとUBSの統合は順調に進捗しています。銀行の業績、資産の質、自己資本は引き続き安定しています。オフィスをはじめとする商業用不動産の価格暴落に関する懸念については、その可能性が過大評価されており、商業用不動産の資金調達環境は正常化したと考えられます。

CoCo債などの資本性の高い優先証券市場は、FRBと欧州中央銀行（ECB）の利下げを受けた短期金利の低下と、米国の大幅な財政刺激策に支えられて力強く回復しました。財政刺激策については、成長を後押しする経済政策の一環としてトランプ次期政権においても継続すると想定されます。米国の金利低下は、米銀の高格付け証券ポートフォリオの価格上昇につながり、時価評価損の自律的な圧縮も加速させプラスに働きました。金利低下は金利負担軽減とともに、商業用不動産を含め銀行に差し入れた担保価値を押し上げ、借り手も支援する効果もありました。

## 今後の注目点

米大統領選挙でのトランプ氏当選を受け、銀行セクターとその顧客に影響を与える可能性のある注目すべきポイントは以下の通りです。

### 政策が後押しする米国の経済成長

関税引き上げによる輸入品や国内品のコスト上昇に加え、財政刺激策（財政支出拡大と減税）が高水準で実施される可能性があるため、需要主導型のインフレが高進する可能性があります。また、インフレは特に長期ゾーンを中心に金利を押し上げると見込まれます。とはいえ、利回り曲線が順イールドになることは、短期金利で調達し中長期金利で融資する米国の銀行にとっては総じて追い風となります。リスクは、長期の金利が大幅に上昇し銀行に差し入れられた担保の価値が損なわれたり、経済成長が阻害されたりすることです。景気が刺激されることは、企業の借入れ需要を強め、投資銀行業務にもプラスに働くと見込まれます。欧州の銀行の主要顧客である欧州企業にとっては、米国の景気刺激策と成長重視の経済は、欧州から米国への輸出を（関税次第では）押し上げる可能性がある一方で、対応するためには投資が必要となることや、エネルギー（コスト上昇とその確保）の観点からは課題ともなると考えられます。

### 高水準の米政府債務

近年、米国（および他の多くの国々）の債務は膨れ上がり、高水準に達しています。米国の政府債務については、近い将来減少傾向となる可能性は低いと見込まれ、欧州では増加が目立ってくる可能性があります。債券に売りを浴びせ政府債務膨張に警鐘を鳴らす債券自警団が、市場を主導するようになるか否かを予測するのは困難であり、そうした不確実性が市場のボラティリティ、政府の政策転換、経済の混乱を引き起こす可能性があります。いずれも銀行の業績とローンの質にとっては悪影響を及ぼすと想定されます。

### 景気後退

米国において成長を後押しする財政刺激的な政策が取られたとしても、穏やかなものを含め景気後退を完全に回避することはできないと考えられます。景気後退は、ローンの質と借入れ需要の低下や、貸倒引当金控除後の純金利収入の減少につながり、銀行業界にとって逆風で、手数料収入も減少する傾向となります。短期的には米国の景気後退の可能性は限定的と見ています。一方、エネルギーコスト上昇や製造業主体の産業界が抱える課題、経済構造改革の必要性の高まりを背景に、中核国のドイツ経済の苦戦が目立っており、欧州では景気後退の懸念があると見ています。

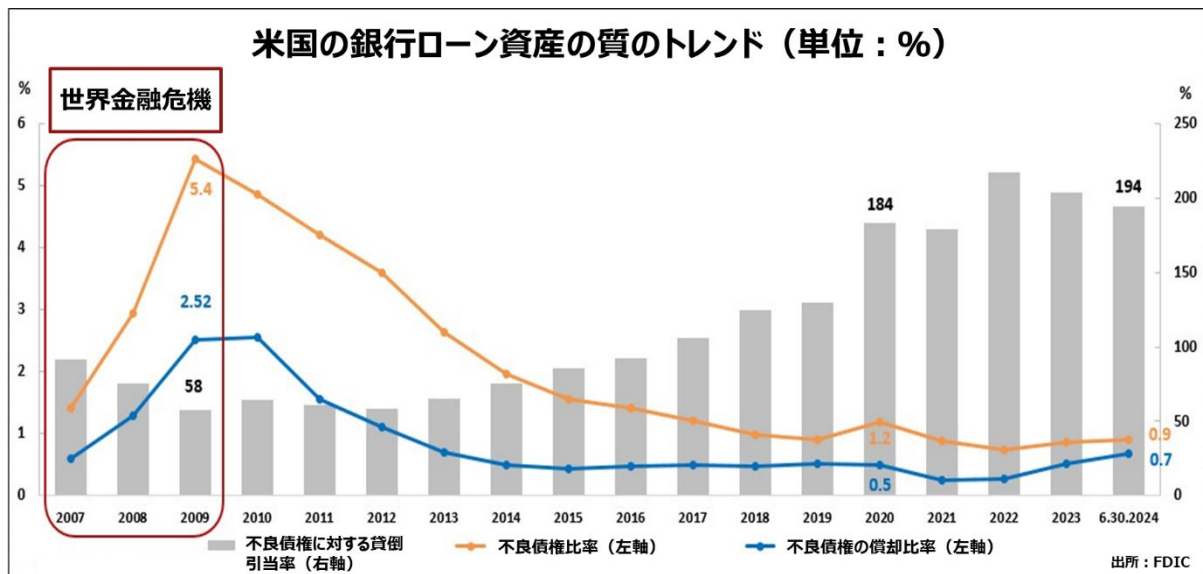
### ローンの質

貸倒損失、およびそれが業績、資本、ひいては債務支払能力に及ぼす影響は、景気や雇用市場の動向に左右される傾向があります。銀行の与信集中リスクやリスク・ガバナンスも重要な役割を果たします。銀行のリスク・ガバナンスと、適切なリスク・ガバナンスを監視・実施する規制当局の能力は大幅に改善されました。大手銀行に対する定期的なストレステスト結果は、正確なリスク指標であることが示されており、銀行がその課題を自身でモニターすることに役立てられています。世界金融危機の不況後に導入された規制や、リスク選好度の変化により、与信集中リスクは低下し、融資リスクの低減につながりました。

商業用不動産に対する市場参加者の懸念はもっともだと思います。ただ、ほとんどの場合、銀行の商業用不動産エクスポージャーは限定的で、ローンの質に関する懸念が高いオフィス以外のセクターが大半を占めています。在宅勤務のトレンドや環境に配慮したビルへの需要は、一般的なオフィスへの逆風となっており、空室率上昇につながっています。

しかし、エクスポージャーが抑制されていることや、テナントの賃貸条件を考慮すれば、損失が生じたとしても銀行は十分対処可能と見えています。

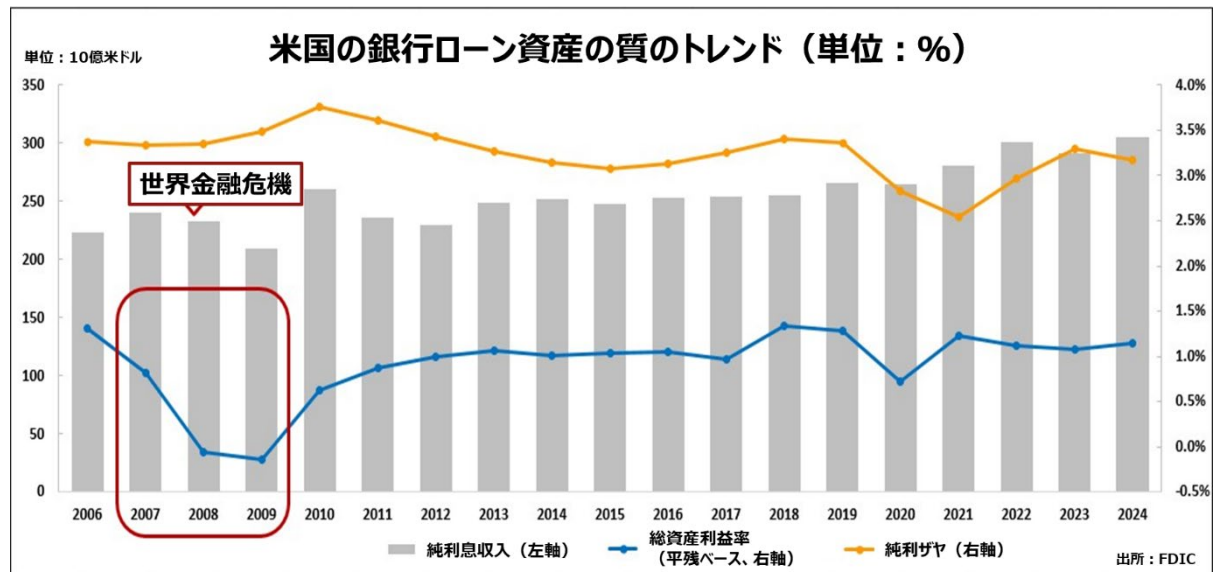
図表 1 :



### コスト管理

インフレ、規制への対応やコンプライアンスの取り組み、優秀な人材の確保と流出防止、デジタル・ファイナンスへの移行によって生じるコストの管理は、グローバルに展開する銀行にとって重要な経営事項となっています。銀行が競争に打ち勝てるか否かは、コスト管理能力にかかっており、その重要性はますます高まっています。デジタル・ファイナンスやコンプライアンスをめぐるコストは固定費であることが多く、事業規模の大小がますます重要になっており、こうした経済性は今後も合併を促進する要因になると思われます。このような合併が円滑に実行されれば、(スペクトラム社が主たる投資対象としている) 買収する側のより大きな銀行が事業基盤をさらに強固なものとし、固定費の分散につながると考えます。加えて、長年にわたるデジタル投資が実を結びつつあり、銀行の経費率は今後さらに改善されるものと考えます。トランプ次期政権下の米国で銀行間の合併が加速し、欧州も自国の銀行の競争力を高めるために追随すると見えています。

図表2：



### 規制緩和

いわゆるバーゼルⅢ最終段階（B3E）は、世界金融危機に端を発した規制強化の波の最終段階です。B3Eはさまざまな国・地域で最終的に固まりつつあります。米国の規制当局による当初のB3E案は、銀行からの強い反対に直面し、現在ではより緩和された形に修正されつつあります。特にトランプ次期政権が規制緩和をさらに推し進めようとしていることを考えると、どの程度緩和されるのかは不透明です。ただ、金融システムの安定化に寄与しその効果を示してきた規制当局によるストレステストは、すべての大手銀行（資産規模1,000億ドル超）を対象に毎年実施される見込みです。さらに、こうした大手銀行は、規制に対応する自己資本を算定する際に保有有価証券を時価評価することになると見られます。その一方、銀行に対して執行される措置や、全体的な規制政策はより緩和される見込みです。

欧州の規制当局は、競争上の整合性を保つため、米国のB3Eの実施状況を注視しています。米国では規制が最終決定したとしても、その時々当局者が規制の執行や解釈について大きな裁量を持っていることに留意することが重要です。スペクトラム社は、米国の規制緩和が銀行のクレジット・ファンダメンタルズを弱体化させることはないと考えています。また、根本的な銀行危機が発生しない限り、こうした規制強化のサイクルが再開し、発動されることはないと考えられます。世界金融危機と欧州サブリン危機が契機となって開始されたバーゼル規制改革の位置づけを思い起こし、いよいよ完了が間近であると捉えるべきと考えます。

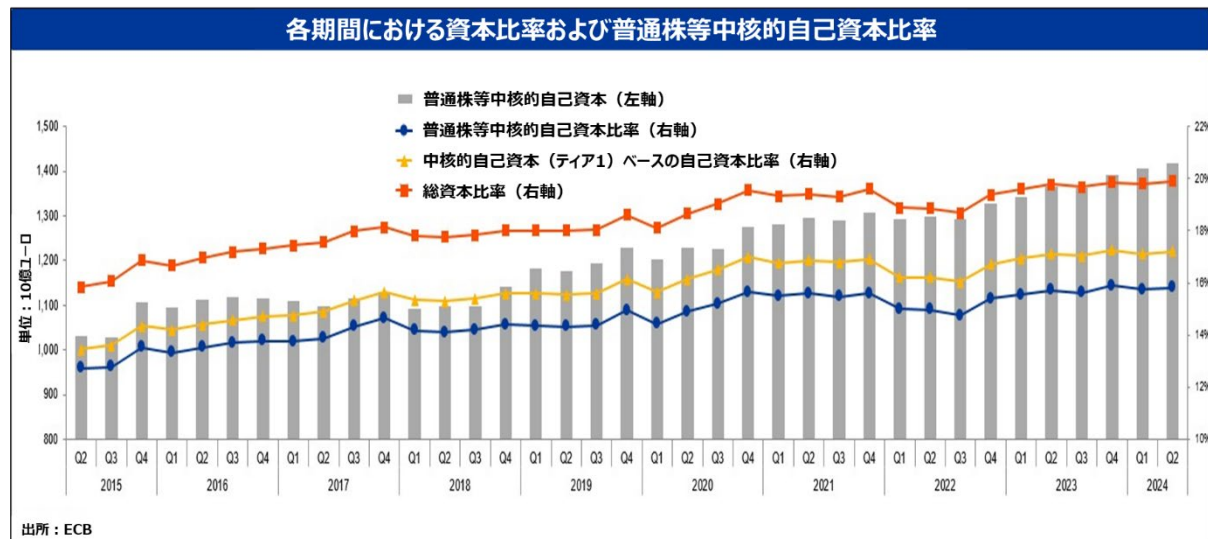
### 米銀M&Aの増加

銀行M&Aに対するトランプ次期政権の寛容な姿勢（迅速な承認など）は、銀行にとって有益と考えられます。大手銀行は、デジタル化やコンプライアンスといった固定費をより効果的に大きな事業規模に分散させることができ、効率性を高めることができます。また、規模が大きくなれば地理的にも事業的にも多様化が可能となり、経営の安定性向上と格付けの改善につながると見込まれます。M&Aの増加に伴い、証券を発行する大手銀行の集約が進み、証券発行がより少数の銀行に集中するようになり市場の力学が変化します。こうした統合は、銀行にとって財務の強靭性と業務の拡張性を高めると想定されます。

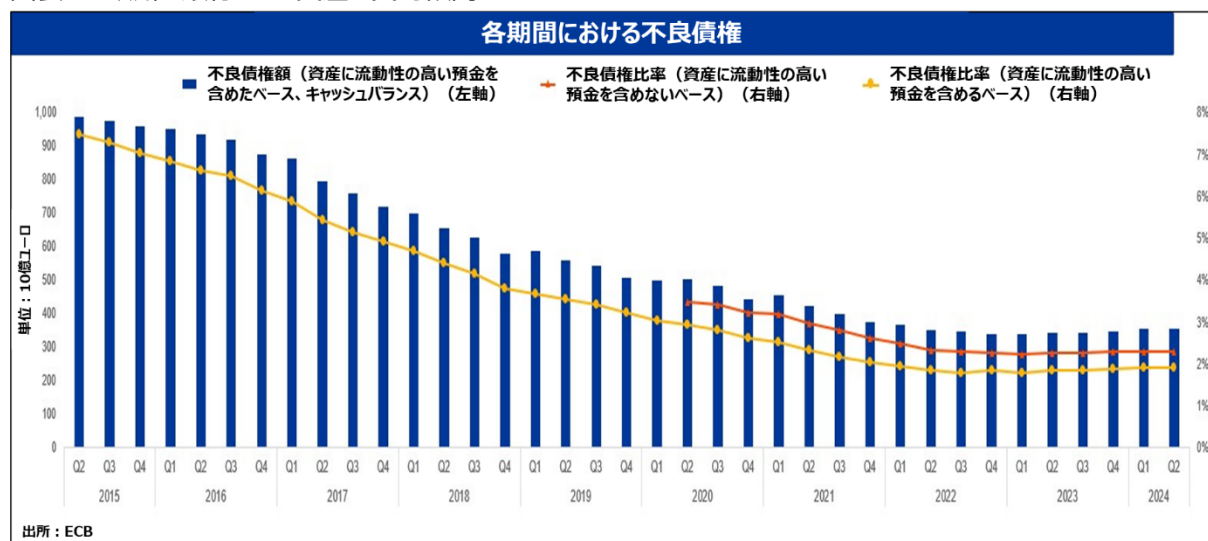
欧州では引き続き、銀行の大規模なM&Aは当面なさそうです。一部の国境を跨ぐM&Aは続くでしょうが、既存の事業を補完するような小規模なM&Aに終始すると考えています。国内銀行の統合はほぼ一巡したと考えます。大規模

で国境を越えた銀行合併は、コスト削減や対米競争という観点からは理にかなっていますが、そのためにはEUが域内全域をカバーする預金保険や銀行規制などについて検討を進める必要があります。

図表3：欧州の銀行資本



図表4：欧州の銀行ローン資産の質的傾向



### 保険会社のクレジット・ファンダメンタルズ

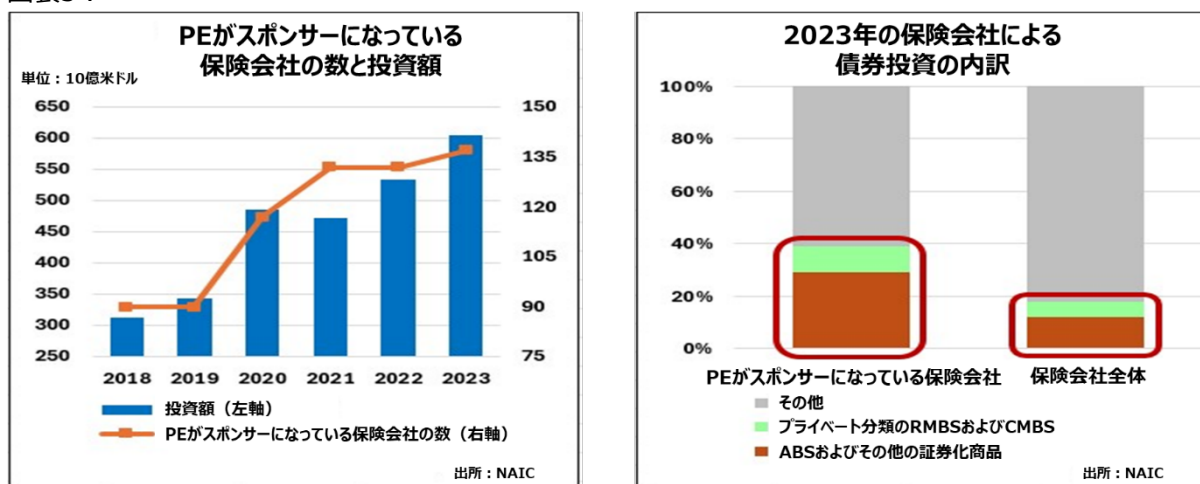
スペクトラム社では、保険会社は2025 年も堅固な資本と強固なバランスシートを維持すると想定しています。損害保険会社・再保険会社は、自然災害、経済的インフレ、法制度の乱用（「社会的インフレ、詳細は以下」）による課題を引き続き対処し克服していくものと思われます。生命保険・年金保険会社は、負債サイドで長期的に準備金を積み手元流動性に問題がないことの恩恵を受けており、またその負債の安定性は、非流動性資産への投資配分を増やしているものの全体としてクレジットの質の高い投資配分を維持する支えとなっています。米国の保険規制は州単位であるため、トランプ次期政権が保険会社に大きな影響を直接与える可能性は限定的と見ています。インフレ率上昇などのその政策から派生する二次的な要因が損害保険会社を圧迫する可能性がある一方、金利上昇やイールド・カーブのスティープ化はクレジット・ファンダメンタルズ面では保険会社にプラスに働くと考えます。



損害保険会社・再保険会社は、健全な価格競争力と高い保険引き受け能力でリスクを管理し、良好なポジションを維持しています。米国では、不祥事を起こした企業の責任を厳しく追及する社会情勢の変化を背景に、潤沢な資金を持つ原告弁護士が企業に高額な訴訟賠償額を請求するようになってきました。トラック輸送で事故を起こしたドライバーではなく所属する会社の監督責任を追及することや、環境汚染／健康被害（例：有期フッ素化合物PFAS）などから生じる第三者賠償責任の追及を通じて、法人保険契約者に影響を与えているこうした動向は「社会的インフレ」と呼ばれ、損害賠償請求額を大幅に増加させています。このような不確実で事象発生から保険金支払いまで長期間を要する損害保険に対する支払準備金の積み増しという課題や、大規模な自然災害による損失（年間1,000億ドル超）、コロナ禍後に増加した自動車の修繕費高騰という課題を抱えつつも、保険商品ポートフォリオの分散と積極的な再保険引受／保険料を値上げするプライシング戦略といったプラス面が相殺しています。グローバルなサイバーリスクの高まりは、サイバー保険のような商品ラインの成長を促しました。ただ、サイバー保険の市場における保険金請求については、まだ大きな損害事例が発生していない段階にあります。

生命保険・年金保険会社は、金利上昇とストラクチャード・クレジットおよびプライベート・クレジットへの配分を含む投資リターンが魅力的な販売価格設定を支え、定年退職に近づき一定のインカム収入を求める高齢者からの需要の恩恵を受け、個人年金保険の販売が記録的な水準に達しました。プライベート・クレジット市場は大幅な成長を遂げており、世界金融危機以降の規制強化を背景に銀行が融資を縮小した結果、企業の資金調達ニーズ全体の中で生じた不足分を埋める格好となっています。しかし、レバレッジの高い借り手の存在やプライベート・クレジット市場の規制が緩いことを背景にリスクが生じる可能性があります。スペクトラム社は、オフショア事業の比重が高く、ストラクチャード・クレジットやプライベート・クレジットへのエクスポージャーが高く、オルタナティブ・ファンドやプライベート・エクイティ（PE）がスポンサーになっている保険会社の急速な成長については、引き続き慎重に見ています（図表5）。また、規制が相対的に緩い国・地域に登録して事業を展開するオフショアの保険会社については、その登記国の規制当局に目を向けると、すでに多くの保険会社が事業を展開し定評のある当局がある一方で、事例がまだ乏しい登記国も上記のような新興の保険会社の資本を引き付けています。長年事業を展開してきた保険会社もプライベート・クレジットやストラクチャード・クレジットへのエクスポージャーを拡大しています。プライベート・クレジットのデフォルト率は依然として低水準にあるものの、ローンの返済条件の変更による損失先送りで抑制されている可能性があります。米国の規制当局は、よりリスクの高い活動を抑制するために政策を調整しており、欧州でのソルベンシー規制Ⅱでは、既に過度なプライベート・クレジットやストラクチャード・クレジットへの投資を制限しています。生命保険会社の商業用不動産エクスポージャーについては、引き続き良好な質を維持していると考えます。

図表5：



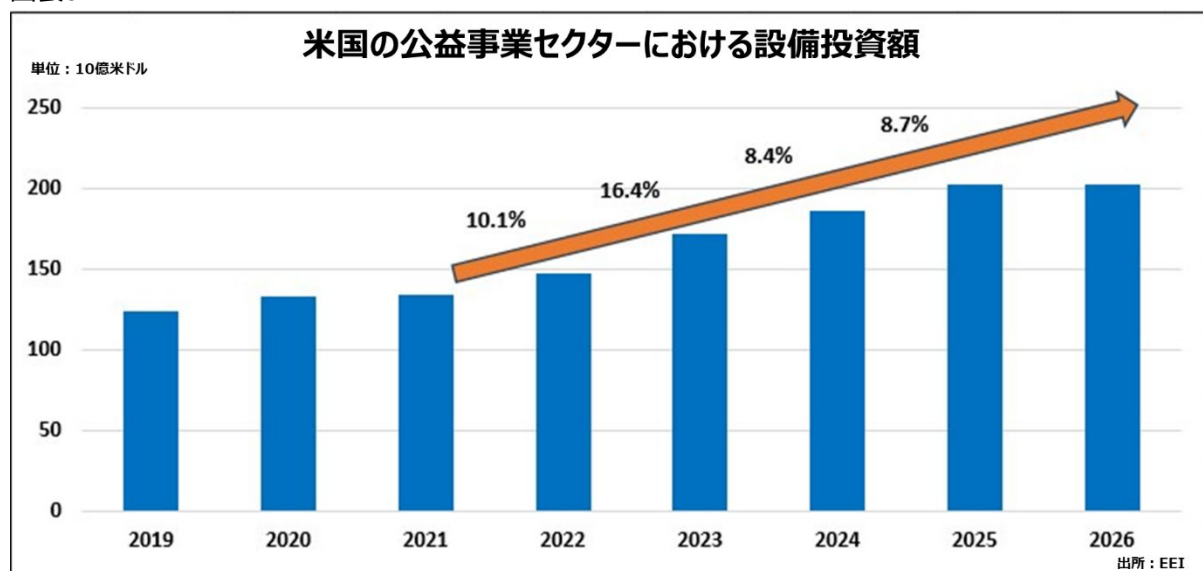
## 公益事業セクターのクレジット・ファンダメンタルズ

米国の公益事業は、電力供給の信頼性、料金の妥当性、持続可能性を支えるために記録的な設備投資を続けると考えています。その背景となっている潮流としては、以下が挙げられます：

- データセンター（DC）の成長などの、米国の新たな産業化に対応するため増加すると想定される電力需要
- 低コストのクリーン・エネルギーへの移行（但し、議会が税額控除を廃止した場合は逆風で相殺される可能性あり）
- 異常気象と山火事リスク

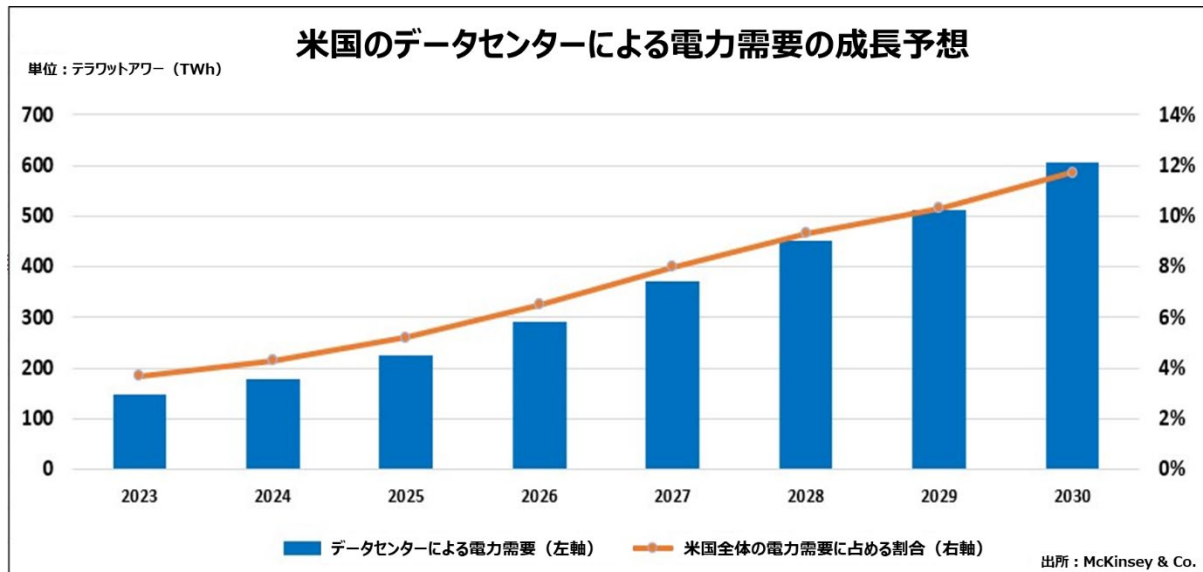
電力会社は、記録的な設備投資の中、良好なバランスシートと格付けを維持するため、ハイブリッド証券の発行を増やしています。

図表6：



データセンター需要の拡大により、送発電能力を拡大するニーズが大幅に高まっています。ChatGPTで問い合わせを1件するだけで、標準的なGoogle検索の最大10倍の電力を消費すると言われています。データセンターでの電力消費量は、複数の都市に匹敵するほどの規模となっており、効率性向上により数十年間にわたり需要が停滞していた電力会社の成長を加速させることが期待されています。電力会社は、既存の利害関係者を不測のコスト増加から守るために、複数年契約でのデータセンターへのコミットメントといった枠組みを作り出しました。データセンターの所有者は炭素排出量の少ない電力を求めている一方で、風力や太陽光では24時間365日の稼働が制限されるため、一部のテクノロジー企業は原子力発電事業者と契約を締結しています。稼働を停止していた原子力発電所を再稼働させることは暫定的な解決策となる可能性がある一方で、電力会社はより長期的、かつ高コストとなる新しい原子炉の建設も考慮していると思われます。国益を考えると、原子力発電の成長は米連邦政府の支援次第と考えられます。

図表7：



IRAは、多額の税額控除を通じて風力発電と太陽光発電を後押しし、増大するエネルギー需要を満たすために役立ってきました。トランプ次期政権下で廃止される懸念はあるものの、共和党が主導する多くの州が恩恵を受けていることから、主要なクリーン・エネルギー条項が廃止される可能性は低いと見えています。さらに、多くの州が再生可能エネルギーへの取り組みを支持しており、こうした政策を擁護する姿勢を強めています。

異常気象と山火事は結果的に、山火事対策と復旧の枠組みを改善するために電力会社が規制当局や法律家と協力して送電網の強靭性を強化することを促しました。厳格な損害賠償関連の州法があるにもかかわらず、カリフォルニア州は、パシフィック・ガス & エレクトリック社の2019年の破綻を受けて、山火事基金や賠償責任の上限設定といった政策を主導しています。他の州でも同様の措置を採用する可能性があります。

公益事業会社が発行するハイブリッド証券は、資金調達源として拡大しています。2024年、ムーディーズがハイブリッド証券に付与するエクイティ・クレジットを引き上げる形で格付け手法を変更し、発行体にとってよりメリットのある調達手段となりました。ハイブリッド証券は、既存の債券／株式投資家およびプライベート・キャピタルとともに、大規模な送発電能力拡大のための設備投資資金を調達するために役立ちます。有利な規制に支えられ、ハイブリッド証券というクレジット投資家向けの資金調達手段を通じ、電力料金のボリュームや収益が拡大する基盤となる設備投資を進めていくことは、電力会社のファンダメンタルズにとってプラスとなると考えます。

Joe Urciuoli、リサーチ部門ヘッド  
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外国債券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可能性があります。
- 為替変動リスク：外貨建資産については、外国為替相場が変動することにより損失が発生し、投資資産が下落することがあります。
- デリバティブリスク：金融商品取引契約に基づくデリバティブとよばれる金融派生商品を用いることがあり、その価値は基礎となる原資産 価値や指標などに依存して変動し、デリバティブの種類によっては、基礎となる原資産や指標の価値以上に変動する可能性があります。また、取引相手の倒産などにより、当初の契約通りの取引を実行できず損失を被る可能性、取引を決済する場合に反対売買が出来なくなる可能性、理論価格よりも大幅に不利な条件でしか反対売買ができなくなる可能性などがあります。
- カントリーリスク：組入資産の価格は、発行または取引する国の政策、税制、法制、事業規制、投資規制などの影響を受けて変動し、価格が低下する可能性があります。

### 優先証券固有の投資リスク

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

当戦略の投資一任契約における運用報酬については、弊社が定める標準報酬を基準に、契約資産残高、投資対象、運用制限、ご提供するサービス内容等についてお客様と協議の上で個別に決定しますため、現時点では料率や上限について記載することができません。運用報酬のほか、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、同様に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。

なお、標準報酬については、ご要望に応じてご提供いたします。

### 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 BofAはICE BofA指数を現状有姿の状態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

東京都千代田区有楽町一丁目5番2号 東宝日比谷プロムナードビル 10階

お問合せ先：営業部 03-3519-7880(代表) / [pgij.marketing@principal.com](mailto: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