

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 2025 US Outlook」（2024年11月29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2025年見通し

要点：2025年に米連邦準備理事会（FRB）は利下げを行うと見込まれます。ただ、2期目となるトランプ政権の政策を見極めるため、おそらく一時的に利下げ中断期間を挟むことになると思われます。イールドカーブはスティープ化が予想され、ハイブリッド証券投資にロールダウン効果をもたらすと考えます。仮にイールドカーブの長短金利差が比較的小さい水準にとどまる、或いは金利がしばらく高い水準で推移したとしても、イールドカーブの形状や金利水準に左右されない投資機会を、低クーポン銘柄がより高い水準のクーポンに再設定されるフィックス・トゥ・リフィックスのクーポン構造のハイブリッド証券が提供すると想定しています。ハイブリッド証券の相対価値は、よりシニア（返済順位が上位）のグローバル金融機関債と比較して、長期保有した場合により享受できると考えます。クレジット・スプレッドが拡大するリスクがある一方で、それは金利低下の要因ともなり、相対価値はさらに魅力的になると見えています。

- **政策金利は2025年年初から一度据え置かれ、その後利下げが再開されると考えます。**インフレ率は引き続き低下傾向にあるものの、2023年半ば以降は低下ペースが大幅に鈍化しており、FRBが利下げに慎重となる背景となっています。しかし、米政策金利（FF金利）はFRBが重視するインフレ指標である米個人消費支出（PCE）コア物価指数を約1.75%上回っており、更にはFRBによるバランスシートの縮小が貨幣の流通に引き続きブレーキをかけ、デスインフレの方向に作用すると考えます。財政支出については、政府の効率化による削減が見込まれるため、輸入関税によるコストプッシュ型インフレを一部相殺できると見込まれます。時間の経過とともに米国の化石燃料の生産と供給が増加していけばインフレの抑制に寄与し、2%という長期的目標に近い水準でインフレ率を抑制できるという確信をFRBが持つことを後押しすると考えられます。
- **ハイブリッド証券の2025年の見通しは明るい見えています。**理由としては、クレジット・ファンダメンタルズが健全であること、スプレッドは平均的な水準よりタイトであるものの利回りが依然として高いことが挙げられます。財政削減や輸入関税といった変化を伴う経済政策の転換は、短期的に経済成長の鈍化につながると見込まれることから、株式市場が調整局面を迎える可能性がある見えています。そうしたリスクオフの局面は、スプレッドの拡大と高めのベース金利によって高インカムの方を享受できる数少ない投資機会を提供するものと想定しています。背景には、その後金利が低下に向かうと見込まれることがあります。財政悪化の圧力が和らぐにつれ、インフレ率とともに実質金利が低下し、債券価格が上昇すると想定されます。そうした状況になれば、財政政策の方向性がインフレ抑制というFRBの目標により整合的となり、FRBは利下げを再開する確信を持てるようになると思います。財政の効率性向上と米国債発行の償還年限や入札サイクルの見直しにより、米国債新発の供給圧力が和らぎ、借り換えの波がより穏やかに平準化されると予想しており、米国債市場はテクニカル面でも改善していくと見えています。

ギャップをフォローする：以下のグラフは、FF金利の誘導目標上限（FDTR、緑線）と米PCEコア物価指数（前年同月比、PCE CYOY、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, 2024年11月22日時点

- 過去数年間、私たちは「ギャップに注意」と述べてきました。米PCEコア物価指数とFF金利とのギャップは、金融政策における課題（デフレ脱却、インフレ抑制など）と政策措置（利下げ、利上げ）の方向性に基づいて常に収束するからです。パウエル議長には、インフレを鈍化させるために、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ました。しかし、極端な財政支出は消費の拡大につながるため、FRBのインフレ抑制の意向に反するものでした。今日に至るまで、巨額の財政赤字を伴う支出はFRBの意向に反するものとなっています。
- 2024年最初に発表された米PCEコア価格指数は3.04%となり、前年を下回りましたが、依然としてFRBの長期目標である2%を大幅に上回っていたため、少なくとも9月まではFRBはFF金利を5.50%で据え置くとスペクトラム社では予想していました。そして、まさにその通りの展開となりました。一方、米国債市場は、債券ストラテジストたちが利下げの回数が減ると予想を変えたことから4月まで下落（ベース金利は上昇）しました。夏には労働市場のさらなる冷え込みを容認しないとのシグナルをFRBが発したことを受け、彼らは利下げ回数が増加すると予想を180度変え、その結果、2023年の11～12月同様に市場は過熱し、9月までに価格が大きく上昇（ベース金利は低下）しました。
- 2025年については、FRBは5月まで利下げを見合わせ（2024年12月にさらに25ベースポイント引き下げ、4.25%～4.50%とした後）、その後の米連邦公開市場委員会（FOMC）においては、財政支出削減とエネルギー価格の下落が实体经济に影響を及ぼし始めるまで、25ベースポイントの利下げと据え置きを交互に3回繰り返す、政策金利の誘導目標を3.50%～3.75%まで引き下げるとスペクトラム社では見えています。
- **金融政策に関する疑問：**
 1. **どの程度の水準まで引き下げるか？**
 - 結果：3.50%～3.75%
 - ❖ リスクシナリオ：3.25%～3.50%

2. 利下げのペースの早さは？

- 結果：2025年5月から徐々に開始 – 25bpsの利下げと据え置きを交互に実施
 - ❖ リスクシナリオ：短期証券から4～10年のより長期ゾーンに資金調達シフトすることにより、イールドカーブがスティープ化

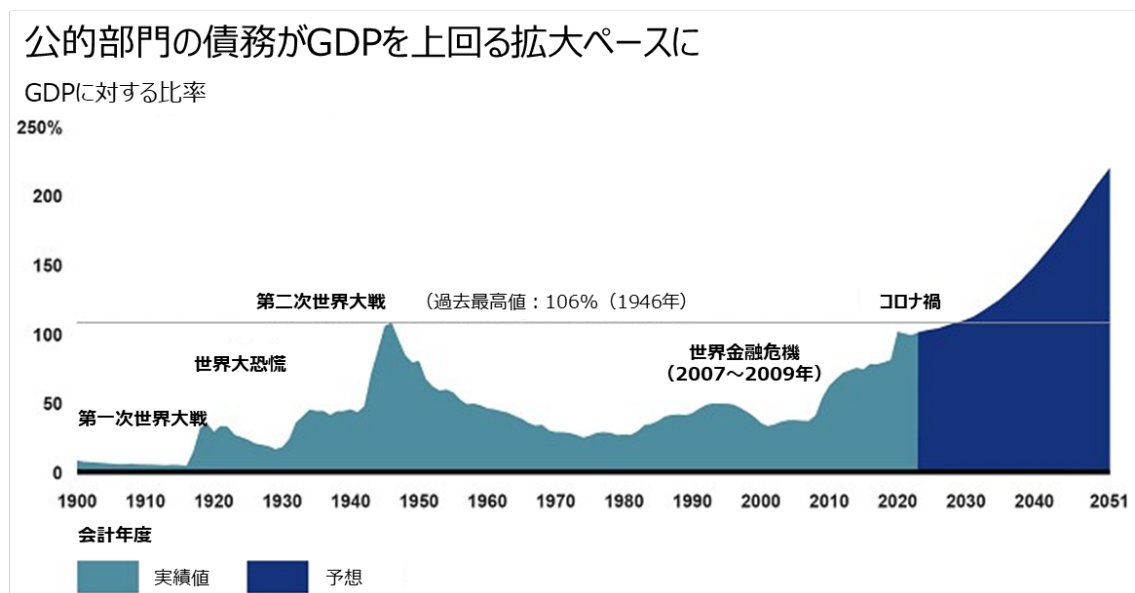
FRBはギャップを逆転させました。2023年にはプラスの実質FF金利を高く保ち短期金利を十分に制約的な水準へと引き締めてギャップを逆転させ、利上げを停止するまでにFF金利と米PCEコア物価指数の差を確実にプラスに定着させようとした。そして、FRBが14カ月間FF金利を据え置いた2024年9月までの間、インフレの鈍化によってその差はさらに拡大しました。9月と11月の合計0.75%の利下げ後の実質FF金利が約1.75%となっていることは、**実質FF金利を長期間プラスに維持し、金融緩和を急ぎ過ぎたためにインフレが再燃した1970年代の過ちを繰り返したくない**とのパウエル議長の意向を反映していると考えられます。

- **なぜギャップが重要なのか**：FRBは（目標が明確になれば）常に目標を達成してきた歴史があるためです。ただ、目標達成の過程でミスを犯すことがあります。
 - 2023年の年末にお送りした2024年の見通しの中では、「ギャップをフォローする」と述べました。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を続けていく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、しばらく労働市場の減速傾向が続いただけで利下げを継続するような拙速は避け、利下げ継続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FRBは時間をかけるものと考えます。これが、スペクトラム社の基本的な現状認識です。ギャップは依然として高く維持されていることから、2024年12月の利下げは政府による資金調達コストの上昇の抑制に確実に寄与すると見ています（もともと、FRBは政治的な背景を認めることは決していないと思われます）。
 - **選挙は終わりました。**ドナルド・トランプ氏は選挙人獲得数、総得票数ともにカマラ・ハリス副大統領を上回り当選しました。トランプ氏の1期目の大統領任期中インフレ率は2%までにとどまり、FRBは殆どの期間で利上げを続けていましたが、政策金利の水準はインフレ率よりも低く、ギャップはマイナス（すなわち、実質FF金利は景気刺激的な水準）でした。2019年までに逆転し75ベースポイントに達したギャップ水準が中立金利を示唆していた可能性があることから、今後このギャップを注視することは重要です。なぜなら、75ベースポイントが中立金利だと仮定すれば、最終的にギャップをゼロ（中立）とするまでにFRBには100ベースポイントもの利下げ余地があるからです。また、政府効率化省が主導する財政支出削減と米国のエネルギー生産の増加は、デイスインフレ効果をもたらすものと予想されます。
- **インフレ見通しを上下いずれにも偏らせない中立金利を目指しているFRBにとって、「データ次第」のアプローチとは何を意味するのでしょうか？**
 - FRBはデイスインフレに関する市場へのメッセージの発信、及びその確信度について市場からの信任を得る必要があります。特に3年前に「一時的」なインフレに関する確信度を完全に誤った後ではなおさらです。2023年から2024年の大半は、「（ターミナルレートで）**高く長く**」政策金利を維持することが明確なメッセージでした。
 - 2025年には、そのメッセージは「**データ次第**」となる可能性が高いと見込まれます。これは、パウエル議長が「見通しの変化するにつれ、適切なペースと方向性に関する我々の評価を調整する用意がある」と要約したものであり、「我々は勝利宣言をしているわけではない。インフレ率が低下傾

向にあるというストーリーは変わらない。いくつかのデータポイント（良いものも悪いものも含めて）は、このプロセスがかなり進んだ段階では、パターンを本当に変えることはないだろう」というものです。つまり、FRBはインフレが正しい軌道に乗っており、**緩やかに低くなっている**ことにかなり自信を持っているようです。

- 重要なのは、2025年1月にトランプ政権が発足すると、FRBはもはや実質FF金利を十分に高く保つほどの引締めバイアスを維持する必要がなくなると想定されることです。なぜなら、従来の非常に積極的な財政拡大にはブレーキがかかることになるからです。

● **大局的見地**：米国政府の支出は依然として制御不能



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

- 米国財務省が税収を上回る財政支出を行う場合、その支出の不足分を埋めるために米国債を発行しなければなりません。過大な財政支出を賄うために米国債を大量に発行し消化するためには、財務省は企業発行体と比較して競争力のある金利を提供する必要があり、米国債利回りが上昇します。その結果、発行市場において企業発行体の社債発行を抑制させるクラウディング・アウト効果につながり、投資需要に対して供給が相対的に減少した社債のクレジット・スプレッドに縮小圧力がかかります。このクラウディング・アウト効果は、2020年から2021年の新型コロナウイルスを背景とする5兆9000億ドルの財政赤字をFRBが量的緩和（QE）とゼロ金利政策（ZIRP）によって支えて以降、大量に発生しています。実際のところ、財政赤字は、2001年の9.11同時多発テロ後に軍事支出が急増して以来一貫して増加傾向にあり、世界金融危機後にも増加に拍車がかかりました。近年では、第1次トランプ政権がコロナ以前の3年間（2017年～2019年）で2兆4300億ドルの赤字を、更に、バイデン政権がコロナ後の3年間（2022年～2024年）で5兆1100億ドルの赤字を積み上げるなど、財政赤字は使い道があればいくらかでも使えるかのような政策手段となっています。
- 上のグラフは、経済成長よりも財政支出の増加ペースが速い場合、債務対GDP比率が上昇することを表しています。今後の予測結果は驚くべきものであり、ハイパーインフレが目標とならならず、経済運営の方法としては不適切です。

- 1990年代後半に財政収支が黒字だった時期は、国債利回りは高かったものの、公的部門の債務残高はGDPの約39%に過ぎませんでした。最近では、急増した公的部門債務残高（GDPの97%に相当）の多くが、償還1年以内の短期国債（82%）と2～3年債（7%）で賄われているため、既存の債務を高い金利で借り換えること（高金利での新規国債発行による調達に加えて）は、年間の純利払い費（すなわち、ソーシャル・セキュリティのように自己完結的に賄われない費用）を増大させており、2029年までに1兆ドルを超える可能性もあります。
 - 1990年代後半は、短期国債で賄われていた比率は債務の58%にとどまっていた。
- 2052年までに、純利払い費はGDPの7.9%に達すると予測されています（1990年代の平均は2.8%）。これは、3.95%という一定の調達金利を前提としています。今後4年以内に国債の60%が満期を迎えるため、財務省は調達金利を3.95%未満に抑えることが不可欠となりますが、2024年下旬時点においてイールドカーブの中期ゾーンは4%を超えています。**米国債市場は上昇（利回りは低下）する必要があります。スペクトラムは、それが可能だと考えています。**
- **財政政策が重要である理由**：政治の力によって歯止めをかけない限り、際限なく膨大な財政赤字が積み上がることで、慢性的なインフレ問題が生じます。FRB（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い限り、財政赤字は悪化の一途をたどると考えられます。トランプ政権は、政府効率化省を新設し、政府の無駄な支出を徹底的に排除することを優先事項として掲げています。議会で共和党が多数派を占めていることから、この課題に取り組むことができると期待しています。

☑ **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** – パンデミックの余波により、サプライチェーンが国家の安全保障にとって重要であるとの認識が深まりました。国内の労働力によってサプライチェーンを再構築することは、先進国経済に相応の賃金水準に達している米国の労働力を使うことを意味し、インフレにつながります。この点を踏まえると、FRBにとっての景気を刺激も冷やしもしない「中立金利」は3%に近づき、FRBは実質金利をプラスに保つことになると考えられます。
- 2) **脱炭素化、または「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、よりコストが高い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することで、インフレに影響を及ぼすと考えられます。一方で、米国の化石燃料生産量を増やすというトランプ政権の目標は、エネルギーコストの低下を促し、化石燃料輸出によって外貨を稼ぎ、政府債務の償還に充当することです。これは米国経済にとってデフレ的に作用し、関税がある程度インフレ的に作用するリスクを相殺する以上の効果をもたらす可能性があります。

マクロ環境が示唆するもの：

- **民間部門の成長の要素を取り入れた、重要な財政政策の転換：**
 - 米国政府は、民間企業の資金調達需要に影響を与えずに、経済成長率の倍のペースで米国債の発行を増やすことは可能でしょうか？

- ◇ 可能だと思いません。発行を減らさない限り、米国政府は今後30年間に民間企業が39兆ドルを調達して投資することをクラウドファンディング・アウト効果で阻害することになります。
- FRBは再びマネーを供給しなければならないのでしょうか？
 - ◇ その通りだと考えます。米国（および世界）経済は、成長を促すために新たなマネーの創出に依存しており、それがインフレ目標として2%という数値が設定された目的です。人々は物価が上昇する前に物を購入しなければならないと考えることから、基本的に、インフレ期待はベースラインの成長を促します。一方、デフレ期待によって消費者は物価が低下するのを待つことになるため、事実上、経済活動は大きく減速します。デフレ期待を持つ消費者に対して打ち手はありません。
- 米国政府の大規模なリストラや縮小は、民間部門における効率性の考えが導入され、公的債務のコスト軽減によってインフレが抑制されるとの期待を高め、FRBが利下げに必要な確信を得られるようになることから、債券市場にとって**ポジティブ**であると考えます。
- スコット・ベッセント氏が米国財務長官に指名されたことから、同氏のヘッジファンド運用でのマクロ戦略のアプローチを踏まえ、今後数年間はより長期の米国債による資金調達の比率を増やすものと予想します。その結果、短期ゾーンへの依存度が低下し米国債市場での借り換えに伴う負担が軽減され、イールドカーブがスティープ化すると見込まれます。また、スペクトラム社の予想通りにデフインフレが建設的な形で進行した場合には、米国債の利回り水準はより低下すると見えています。

❖ 「国家の財政健全化」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/d24106987.pdf>

ハイブリッド証券市場への影響：

2025 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機会が豊富にあると考えます。相対的にハイブリッド証券は社債（特にデフォルト率考慮後）よりも高い利回りを提供しており、低クーポン債が初回コール日を迎えてクーポンが再設定された場合は、2025 年暮れに予想通りイールドカーブの中期ゾーンで金利が低下しても、このセクターのインカムは上昇する傾向にあると予想しています。

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おり（2025年のクレジット見通しを参照）、下記の金融機関を中心とした指数別の魅力度の通り、機関投資家向け市場セクターへの投資は、デレレーション・リスクを大きく取ることなく、インフレに対する優れたクッションが得られると考えます。

	A	B	C	D=B/C	E=D/A
金融機関を中心とした指数別の魅力度（2024年10月時点）	修正デレレーション	最低利回り（%）	インフレ率（前年同月比、%）	最低利回りのインフレ率に対する倍率	修正デレレーションあたりのDの倍率
上場市場（POP4）	12.53	5.31	2.60	✖ 2.04	✖ 0.16
店頭市場（IIPS）	4.07	6.22	2.60	⚠ 2.39	⚠ 0.59
CoCo債（CDLR）	3.18	6.94	2.60	✔ 2.67	✔ 0.84
3～5年の金融機関債（CF02）	3.53	5.04	2.60	✖ 1.94	⚠ 0.55

図表1 | 出所 : Bloomberg, ICE Boafo Bond Indices

- ハイブリッド証券の利回りは依然としてインフレ率を大幅に上回っており、返済順位が上位のグローバル金融機関債と比べると、複利によるリターンの累積効果はインフレリスクに対する魅力的なアクションを有していると評価できます（下記参照）。

⚙️ **ハイブリッド証券のスプレッドは、社債のスプレッドと同様に過去の平均を下回っています。**



図表2 | 出所 : Bloomberg, ICE Boafo Bond Indices, 2024年11月25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。

⚙️ **ハイブリッド証券の利回りは依然として高い水準にあります。**



図表3 | 出所 : Bloomberg, ICE Boffa Bond Indices, 2024年11月25日時点

- スプレッドがタイト化しているにもかかわらず、米国債利回りが満ち潮のようにすべての債券の利回りを押し上げているため、ハイブリッド証券の利回りは引き続きコロナ禍以前のどの時点よりも概ね高くなっています。
- 米国債に対して強気の見通し（利回りは低下）を持っていることから、ハイブリッド証券の利回りは2025年の間に低下すると想定しており、スプレッドが拡大したタイミングは絶好の組み入れ機会になると予想しています。

⊗ **過去の事例：投資を継続した場合の累積効果 - 金融機関の社債よりもハイブリッド証券が優位**



図表4 | 出所：Bloomberg, ICE Bofpa Bond Indices, 2024年11月25日時点

- ICE・バンクオブアメリカ・メリルリンチUSキャピタル・セキュリティーズ・インデックス（IIPS、橙線）は機関投資家向け優先証券市場を代表する指数です。
- ICE・バンクオブアメリカ・メリルリンチ 3-5年USフィナンシャル・インデックス（CF02、白線）は機関投資家向け優先証券とデレーションが同等で、返済順位が上位のグローバル金融機関債を代表する指数です。

図表 2 を見ると、図表 4 に示されている 2020 年から 2024 年の 5 年間は、山-谷-山-谷の 2 つのクレジット・スプレッド・サイクルにおける累積リターンであることが分かります。両セクターのトータルリターンが、2020 年にコロナ禍がクレジット・スプレッドを押し広げるまでは、ほぼ同じような動きをしていたことに注目してください。ハイブリッド証券は 3~5 年物の金融機関債よりも約 11.5 ポイント価格が下落し、累積リターンが金融機関債に追いつくまで約 8 か月かかりました。しかし、FRB が累積 500 ベーシスポイントを超える利上げを実施し、2023 年第 1 四半期にピークに達した金利の大幅な上昇がスプレッド拡大を引き起こした際には、金融機関債はコロナ禍の時と同程度の価格下落が見られましたが、ハイブリッド証券は高いクーポン・インカムによって累積のリターンが金融機関債を大きく上回りました。つまり、**投資家がハイブリッド証券を保有する期間が長ければ長いほど（スプレッドが縮小しても拡大しても）、金融機関債よりも優位となることを示唆しています。**ハイブリッド証券が提供する相対的に高いインカムが、複利効果によって超過リターンに繋がることを浮き彫りにしています。

- ☆ 上記の図は機関投資家向けの1000ドル額面の優先証券（店頭市場）を対象としたものですが、同様な事象は、デュレーションが同等の投資適格社債と比較した場合のリテール向け25ドル額面債（上場市場）及びCoCo債にも当てはまります。

☑ **結論：ハイブリッド証券への長期投資は良好なリターンを得られると考えられます。**

- 図表4の通り、この5年間のサンプル期間の終わりまでに2つのスプレッド・サイクルを経て、ハイブリッド証券の累積リターンは返済順位が上位のグローバル金融機関債を約9.8ポイント上回りました。
 - ❖ 2回のスプレッド急拡大（図表2参照）と利回りの大幅な上昇（図表3参照）にもかかわらずアウトパフォームしました。
 - ❖ もしスプレッドがパンデミックの時のように再び拡大した場合でも、他の条件が同じであれば、ハイブリッド証券の累積リターンは返済順位が上位のグローバル金融機関債を上回るになると考えます。
 - ❖ **ハイブリッド証券への長期投資は良好なリターンを得られると考えられます。**
- 仮に、スペクトラム社の見通しが外れて金利が急上昇し、より高い水準で推移したとしても、ハイブリッド証券市場では高い金利水準でクーポンが再設定されることを考慮すると、大幅な金利上昇の下でも、相対的に良好なリターンになると見えています。
- 2025年にはさまざまな投資機会があり、それらを捉えて組み入れることで、返済順位が上位の債券と比較して、十分な複利でのインカム効果が期待できるポジションを構築できると考えます。上記の5年間の推移（図表4）は、歴史的にも稀なデフォルト（2023年）が発生した期間や金利上昇（2022年～2023年）期間を含んでいながら、累積リターンはプラスを計上しました。
- **2023年の年末にお送りした2024年の見通しでも同じように結論づけましたが、市場は「心配の壁」をよじ登るとよく言われていることから、2025年の今頃に市場を振り返ったとき、年間のリターンは「かなり良かった」と総括することになると予想しています。**

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（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

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