

GLOBAL INSIGHTS • GLOBAL INSIGHTS  
GLOBAL INSIGHTS • GLOBAL INSIGHTS

# 2025年の展望

## 難局を乗り越える楽観主義

# 目次

エグゼクティブ・レター.....	3
マクロ経済 .....	4
株式 .....	6
債券 .....	8
マルチアセット .....	10
プライベート市場 .....	12

# エグゼクティブ・ レター



**KAMAL BHATIA, CFA**  
最高経営責任者

パンデミック発生から約5年が過ぎましたが、この間の世界経済と市場の回復力には目を見張るものがあります。世界経済の規模はパンデミック前より9.2%拡大し、S&P500種株価指数は2020年の底値から2倍を大きく超える水準にまで上昇し、世界の失業率はパンデミック前を下回る水準をまで低下しました。しかし、これらの数値は、パンデミックに端を発した社会の混乱とその後の政策の変化を覆い隠してしまっています。

2025年は、これらの変化を考慮したうえで投資判断を下していく必要があります。財政出動によって公的債務は急拡大しており、インフレ率の急上昇に起因する政策金利の「より高く、より長く」というテーマを更に後押しする要因となっています。脱グローバル化はさらに加速し、世界の非シンクロ化と不安定化を助長しています。世界で急増した流動性は、一部の企業にのみ流入し、多くの企業はその恩恵を受けることはなく、社会と資産クラスの不均衡を悪化させています。

金利の上昇、ボラティリティの上昇、リターンの低下が想定される市場環境においてアクティブ・マネジャーはリターンを最大化するために、これまで以上に上場市場とプライベート市場における様々な投資機会を見抜く能力、高まる政策の不確実性を想定した分散が効いたポートフォリオの構築、グローバルな変化を理解する幅広い視点と同時に特定の市場における深い専門性が求められます。これらの要件の根底には、投資家の皆様の投資目標を支援するための将来を見据えたソリューションの提供と洞察力があります。

平素は格別のご高配を賜り、厚く御礼申し上げます。2025年が皆様にとって幸多き一年となりますようお願い申し上げますとともに、今後とも変わらぬお引き立てを賜りますようお願い申し上げます。

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

## マクロ経済

### 世界的な不確実性の中、米国の成長は底堅い



SEEMA SHAH | チーフ・グローバル・ストラテジスト

2024年のテーマは、米国市場と経済の突出したパフォーマンス、世界的なインフレの鈍化、中央銀行の利下げへの転換、そして政治的・地政学的な不確実性でした。米大統領選前後の大きな市場の変動はほぼ収束し、投資家はマクロと政策を左右する要因に再び注目しています。

堅調な消費と堅牢な企業バランスシートに支えられ、米国経済は順調であり、これは政府が景気刺激策を強化しているにもかかわらず、低迷が続いている欧州と中国とは対照的です。2025年は、2024年同様に米国経済は引き続き順調で、その他の国々は米国経済と新政権が世界経済に及ぼす影響の克服に懸命になると考えられます。世界が米国経済の強さの恩恵を受けないとは言わないまでも、課題が生じる可能性があると考えられます。

米国の経済成長率は、少なくとも2025年前半はトレンドを上回って推移すると想定されます。家計資産は史上最高水準で推移しています。株式市場の堅調な上昇は、資産の大部分の保有者であり、米国の個人消費の60~70%を占める中高所得世帯が非常に堅調であることを示唆しています。企業セクターも全体的に堅調で、資産カバレッジとキャッシュ水準が高く、収益やキャッシュフローが逼迫した場合においても十分なバッファを有することを示唆しています。労働市場は、2024年夏には弱さの兆しを見せたものの、その後の指標は堅調です。新政権下での規制緩和の見通しは企業センチメントを後押しし、雇用市場にもポジティブな影響をもたらすと考えられます。

一方で、米国の景気減速懸念は根強いものがあります。低所得者層は高い金利と物価上昇に苦しんでいます（米大統領選の結果を左右する大きな原動力となったと考えられます）。賃金と投入原価の高騰は価格決定力がより弱い中小企業を難しい状況に置き、建設業などの金利水準に敏感な業種は難しい事業環境に置かれています。

利下げは、こうした米国経済に見られる一部の弱さを改善させられると考えられます。しかし、労働市場の回復は、インフレ率が連邦準備制度理事会（FRB）の目標である2%まで低下することの足枷となっており、更には次の政権による関税と移民政策は2025年に物価上昇圧力につながる可能性があります。そのため、大幅かつ積極的な緩和政策はますます難しくなっていると考えられます。

「堅調な消費と堅牢な企業バランスシートに支えられ、**米国経済は順調**であり、これは政府が景気刺激策を強化しているにもかかわらず、低迷が続いている欧州と中国とは対照的です」

さらに、FRBが経済を刺激も冷やしもしない中立金利を再検討することで中立的な政策金利は上方修正され、中央銀行の緩和路線に慎重になると想定されます。これらの要因により、FRBは当初市場が想定していた毎会合での政策金利引き下げはなく、2025年の早い段階で引き下げペースを1会合おきに減速させる可能性が高いと考えます。1年前には急旋回（pivot）と言われていたと中央銀行の利下げへの政策転換は、急旋回というよりも進路変更という程度のマイルドなものとなるようです。政策金利の総引き下げ幅大きくなく、米国経済の一部に見られる弱さへの対応に限定されると思われま

一方で、中国の成長率は再び低迷する見通しです。デフレリスク、高い失業率、消費者の警戒感、不動産市場の低迷といった悪循環などが暗い見通しの背景にあります。更には、トランプ次期米大統領が関税の急激な引き上げを予告しており、その対策が急務となっています。中国の政策当局による支援に対する期待は痛いほど明らかです。巨額の景気刺激策に対する大きな期待は薄れましたが、財政支出は少なくとも景気低迷を下支えするはず

欧州も活力に欠ける経済環境にあります。トランプ次期政権が一律関税を導入すれば、欧州経済は2025年に更に悪化すると考えます。経済成長の停滞によってデysinフレは続き、2025年のインフレ率を目標未満まで押し下げる可能性があります。欧州中央銀行の総利下げ幅はFRB以上となり、政策を中立水準以下に引き下げる必要があると思われれます。

このような世界の経済成長が異なる方向に進むことを相殺する要因となるのは、世界経済成長の緩やかな鈍化、金融政策の非シンクロ化、米ドル高です。これは、新興市場にとっては不利な環境となる可能性があります。アジアの一部ではハイテクが好調で、インド経済が引き続き優位を保っているため、下押し要因の一部を打ち消すことが出来るかもしれません。

今後のリスクについては、中央銀行または政府による政策の誤りが挙げられます。中立金利を正確に見積もることは、技術革新が著しい時代においては特に難しいため、金融緩和のサイクルが進むにつれてリスクは高まります。中央銀行は今後の環境を慎重に見極める必要があります。また、各国政府も慎重に行動する必要があります。国債投資に対する警戒は着実に高まっており、特に経済が刺激策を必要としない場合においても財政支出を拡大すれば、市場の怒りを買うリスクがあります。他にも、米国の次期政権が提唱しているさまざまな政策、特に貿易政策に関しては、世界経済の先行きの不透明感を高めています。

不確実性の高まり、異なる方向に向かう各国の経済、潜在的な世界的摩擦を背景に、2025年に正しい投資判断を下すのは難しいものです。投資家の前にあるチャンスは多いものの、障害物も多いと考えます。



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

経済状況の改善、企業収益の拡大、堅固なバランスシート、良好な信用状況を背景に、グローバル株式に対して建設的な見方をしています。2024年の資産価格上昇の主要な原動力となった流動性は注目すべき重要な要素であり、金融・財政政策主導の流動性供給が株価上昇の原動力となったことは、マルチプル・エクспанション（株価収益率（PER）の上昇）やクレジット・スプレッドの縮小からも明らかです。2025年に向けて、世界3大経済大国（米国、中国、欧州連合、合計で世界の国内総生産（GDP）の約60%を構成）はいずれも景気刺激策の実施を示唆していることから、インフレや地政学要因で頓挫しない限り、流動性の拡大によって市場は支えられると見えています。

楽観的な見方をしている背景にはいくつかの理由があります。米国の次期政権と議会が広範な規制緩和および法人税・所得税の引き下げを示唆していることから、これらの政策が米国経済の更なる成長に加え、米国内の資本形成、耐久財消費、合併・買収（M&A）活動の改善に拍車をかけると考えられます。政策の実行はまだ確定していないものの、成長志向のバイアスが徐々にかかると見られます。減税は米国の財政赤字拡大に繋がる要因でもありますが、その一部は新政権が官僚の非効率性に対処し、政府主導の成長促進策の着実な流れをどの程度作ることができるかによって相殺される可能性があると考えています。

このような市場環境を勘案すると、景気敏感セクターやこれまで見過ごされてきたセクターに属する企業に投資機会が生まれる可能性が高いと見えています。素材、資本財、一般消費財、金融をはじめとした様々な景気敏感セクターの中で、堅牢なフリーキャッシュフローを創出し、魅力的なバリュエーションで取引されている企業は多くあります。回復力があるものの、人気薄のヘルスケアセクターについては、足元の市場環境に対応するためのM&Aの活発化により改善する可能性があります。また、中小型株については、2024年後半に長期的に優位に推移している大型株をわずかにアウトパフォームしたものの、依然として相対バリュエーションが歴史的に割安な状態にあるため、今後の市場環境を勘案すると、上昇を期待できると見えます。

高性能コンピューティング及びライフサイエンスにおいてイノベーションが続いていることもまた、楽観的な見方をしている理由の一つです。イノベーションは成長を促進し、生産性を改善することでインフレを抑制します。人工知能（AI）の活用はまだ初期段階ですが、ソフトウェア開発、農業、金融、ヘルスケアをはじめとした多くの実用的な用途で大きな可能性を秘めており、AI開発には巨額投資が必要であるものの、衰える気配はありません。ヘルスケアでは、新しい減量治療によって併存疾患に体系的に対処することができ、これはライフスパンを改善し、社会的医療費の純減に繋がると考えられます。また、継続的な治療法のカスタマイズも成長を続けていることから、生活の質を向上させる新たな手段を提供しています。

「大きな可能性を秘めているAIによるイノベーションは成長を促進し、生産性を改善することでインフレを抑制します」

以上のことは、2025年の株式市場を支える大きな要素となります。但し、S&P 500種株価指数は市場コンセンサスの1株当たり利益（EPS）269ドルに対して22倍で取引されており、これは予想成長率12%程度に相当しますが、歴史的に上昇した幅広い市場のバリュエーションが示す強気なセンチメントを勘案すると、この成長は実現する必要があります。また、現時点では警戒すべきことは特段見られないものの、市場の期待値が高いことから失望は罰せられると考えられることには留意が必要です。

<sup>1</sup> 2024年12月5日現在

グローバルな視点からは、米国が株式市場の全てのパフォーマンスを牽引し、米国以外の株式は低迷しているという見方がありますが、これは正確ではありません。ここ数年において最も好調だった市場のいくつかは、米国の成長株とともに上昇したインド株と日本株です。インド株のパフォーマンスは、中国からの資金流出と、政府および企業のガバナンス改善による成長率上昇によるものでした。日本株のパフォーマンスは、広範な企業改革とデフレ脱却に向けた政府のコミットメントによって牽引されました。

欧州やアジアの一部では経済低迷が続くなど、多くの課題とリスクが存在する一方で、これらの地域ではバリュエーションが落ち込んでいることから、堅牢な業績を生み出す企業への長期投資には魅力的なエントリーポイントとなるでしょう。中国と英国は長期にわたる経済の構造的問題に直面している国の例であり、投資家がこれらの市場に所在する企業を悲観的に見るのは驚くべきことではありません。とはいえ、これらの企業の多くはグローバルに事業を展開しているにも関わらず、自社の歴史や世界の同業他社と比較して大幅に割安なバリュエーションで取引されていることに悩まされているため、市場の悲観論は極端であると考えられます。

建設的な市場環境にも関わらず、ボラティリティの急上昇は避けられないと見ており、市場全体のボラティリティは上昇傾向となる可能性があります。市場と世界の流動性がテクニカルに連動していることは、2024年8月初旬の世界的な株価下落に象徴され、この混乱は日本銀行による緩やかな政策転換に端を発します。日本銀行が苦境にある円を強くするために利上げを実施することは予測できたことではありましたが、円キャリートレードの解消による急激なデレバレッジが行われる中で、通貨、債券、株式にわたって売買が集中しました。良くも悪くも、割安でレバレッジの効いた取引が爆発的に増えることは、市場を不安定化させる集中リスクを生み出します。これは短期的な混乱に繋がる可能性がありますが、ボトムアップの観点からは、その反応は往々にして無差別的で、優れた判断力を有し、長期的なファンダメンタルズ投資を行い、流動性とボラティリティを顧客の利益のために利用できる投資家にとっては、足元の市場には投資機会があると見ています。

投資家は、魅力的なファンダメンタルズと建設的な方針のもとで、グローバル株式全体のポジションを取っています。こうした力が企業収益の伸びを下支えし、市場センチメントを牽引することで、セクターや地域に跨った幅広い改善を期待できると考えられます。

## 債券

### インフレ見通しを巡る不透明感が高まる中で、利回り追求の機会を探る



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

グローバル債券市場が転換点にある中で、投資家は2025年を迎えようとしています。米国の金融政策について、米連邦準備理事会（FRB）が描いている利下げへの道筋は、米大統領選および連邦議会選挙の結果と想定以上の米経済の底堅さを背景としたインフレ再燃への懸念を受けて複雑化しています。また、米国の財政面に目を向けると、米大統領選において共和党候補のトランプ氏が勝利したことに加え、連邦議会選挙で上下両院において共和党が過半数の議席を確保したことを受け、現政権からの政策変更の規模や度合いについての不確実性が高まり、米国の財務健全性に対する懸念が高まっています。米国以外にも目を向けると、G4の中央銀行（FRB、欧州中央銀行、イングランド銀行、日本銀行）の間で金融政策に相違が現れ始めており、世界経済の潮流の中で異なる作用をもたらしています。

では、これらは2025年の債券投資家の投資戦略にとって何を意味するのでしょうか。端的に言えば、不確実性の高まりは投資機会につながると考えられ、2025年の債券市場では多くの投資機会が生まれると予想しています。ただし、様々なノイズが予想されることから、投資家は長期的なリターンにつながるシグナルや相対的な価値の見極めが必要になります。さらに、2025年における債券投資のパフォーマンスを左右する要因になると想定される、投資開始時の利回り水準とクレジット・スプレッドの動向に注意する必要があります。

#### 投資開始時の利回り（インカム）水準

トランプ次期大統領が宣言通り公約を守るのであれば、迅速に関税の導入および減税が実施され、早い段階からインフレ圧力が高まるのが想定されます。そうすると、FRBの目標である物価の安定に加え、利下げへの道筋が複雑化することは必至です。そして、FRBが今後の政策運営は経済データ次第であるとの姿勢を堅持していることを踏まえると、米経済が底堅く推移する中でインフレが著しく再加速した場合、利下げを一時停止もしくは利下げペースを緩める可能性が高いと考えられます。

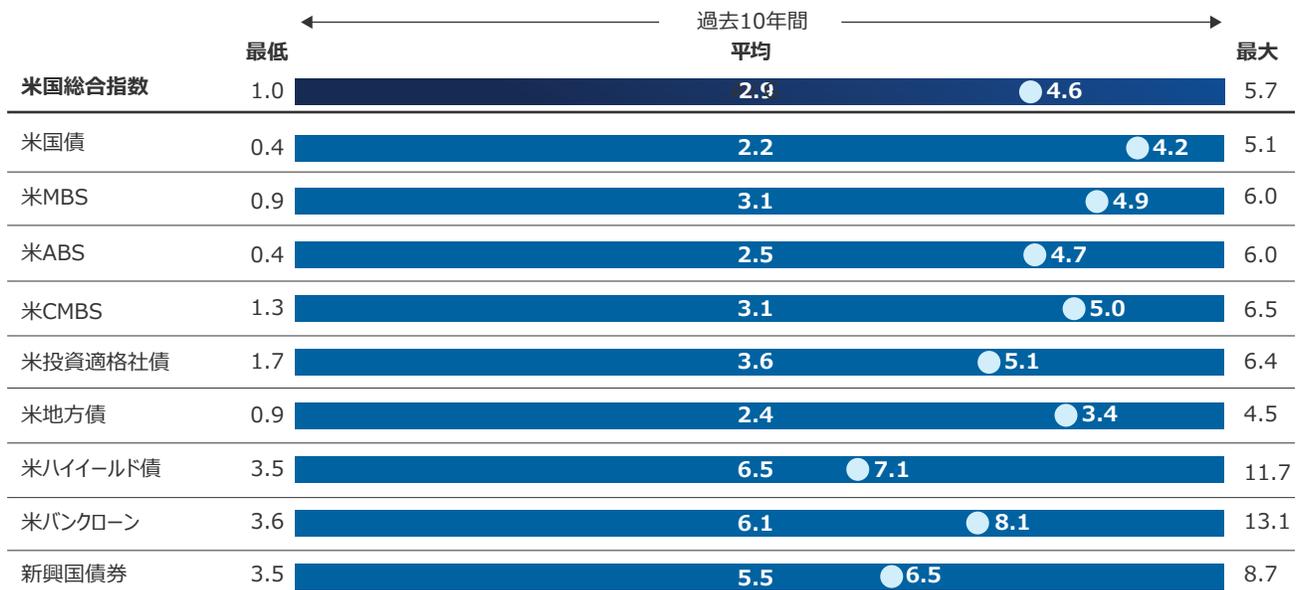
つまり、インフレ再燃への懸念が高まれば、2025年初頭にかけて高金利環境が続くことが想定されます。しかし、当社では依然として、長期的な金利の方向性はさらなる上昇／高止まりよりも低下傾向にある可能性が高いと考えており、したがってデュレーションを長期化することは、2025年における債券投資にとって追い風になると予想しています。

**「債券投資家は、2025年初頭にかけても続く予想される高金利環境が、高い利回り水準を確保できるほか、デュレーションを長期化し、再投資リスクを軽減する上で魅力的なエントリー・ポイントであることを認識すべきだと考えます。」**

債券投資家は、2025年初頭にかけても続く予想される高金利環境が、高い利回り水準を確保できるほか、デュレーションを長期化し、再投資リスクを軽減する上で魅力的なエントリー・ポイントであることを認識すべきだと考えます。長期的に見て短期金利がさらに上昇するよりも低下する可能性の方が高いことを踏まえると、現段階でデュレーションを長期化することは、金利低下の恩恵をより多く享受できるポートフォリオを構築することにつながります。同時に、高い利回りを確保しつつデュレーションを長期化することで、金利低下後に再投資を余儀なくされるリスクを低減することが可能です。また、今後逆イールドが解消に向かい、イールドカーブがスティープ化すると同時に、景気減速の兆候がより明確に表れ始めることが想定される中で、クレジットの質が高くかつデュレーションが相対的に長い債券に投資することは、リスク調整後リターンの観点からより優れたパフォーマンスの獲得につながると考えています。特によりデュレーションの長い債券においては、イールドカーブのスティープ化による恩恵をより大きく受けます。さらに、投資適格社債への投資という観点では、景気減速を乗り切ることができると考えられる発行体に投資し、デフォルト・リスクの低減を図ることで、ポートフォリオをより堅固にすることが可能だと考えています。

## 債券タイプ別の利回り水準

最低利回り、過去10年間



出所：ブルームバーグ、プリンシパル・フィクスト・インカム。2024年11月30日現在。最小値、最大値、平均値は過去10年間に基つデータ。米バンクローンについては、加重平均での最終利回りを使用。インデックスは運用管理されておらず、手数料、経費、取引コストは考慮されておらず、インデックスに投資することはできません。インデックスの説明については、開示事項をご覧ください。

## クレジット・スプレッドの動向

2025年にかけて、クレジット・スプレッドは恐らく狭いレンジ内で推移しつつ、小幅ながら拡大傾向となることが想定されます。そして、クレジット・スプレッドがすでにタイトな水準にあることから、我々は2025年に向けて全面的にリスクオンとはならないものの、利回りやクーポンによるインカム収入は魅力的な水準を維持すると予想しています。米大統領選を巡っては、接戦が予想されたことから結果判明まで時間を要するとの見方があったものの、トランプ氏の勝利が開票直後に確定したことは、市場の懸念を和らげ、クレジット市場にとってポジティブな展開となりました。我々は、選挙前から投資適格社債およびハイールド債に対してポジティブな見通しを持っていましたが、選挙結果を受けても、それぞれにおける厳選された投資機会に対する確信度合いを維持しています。この見解は、企業の健全なファンダメンタルズに加え、引き続き堅調なテクニカル面を支える魅力的な利回りの水準によって裏付けられています。今後も金利がある程度高い水準で推移した場合、利回りを追求する投資家にとって社債は魅力的な資産クラスとなるでしょう。トランプ次期政権が掲げる政策は、金利の高止まりにつながる可能性がある一方、米大統領選の直後にクレジット市場を含むリスク資産全般が急騰したことは、同政権が掲げる政策が経済成長に資するとの市場の期待を反映した結果だと考えられます。また、年末にかけて新発債の発行額が減少していることも、2025年にかけての社債の需給バランスという観点で市場には追い風になると考えられます。

共和党政権では、規制緩和と経済成長につながる政策が実施されることにより、主に金融およびエネルギー・セクターが恩恵を受けると想定されます。その一方で、今後市場を左右する主な要因は関税の引き上げ、減税、規制緩和になると想定されますが、様々な規制の対象となっている公益事業セクターについてはトランプ政権が推し進める減税がむしろ不利に働く可能性があるほか、医薬品、建築資材、小売りといったセクターは関税が引き上げられた場合に逆風にさらされる可能性があります。

## 今後の見通し

総括すると、投資家は2025年の債券市場における投資機会に期待を寄せるべきだと考えます。不確実性が高い状態が続いたり、本質とは無関係なことに起因してボラティリティが高まった状態が続く可能性もありますが、そのような状況は債券投資家にとって投資機会につながる可能性が高いと考えます。また、経済成長の緩やかな減速と金融緩和が予想される市場環境下では、債券への投資は依然として賢明な選択だと考えます。債券はクーポンによるインカム収入と利回りを安定的に投資家にもたらすほか、ポートフォリオに組み入れることで広範な市場におけるボラティリティの高まりによる影響を緩和し、ポートフォリオのリターンを向上させることが期待できます。

## マルチアセット

### いくつかの条件はあるがリスクオン



TODD JABLONSKI, CFA | チーフ・インベストメント・オフィサー、マルチアセットおよび定量戦略

多くの世界のマルチアセット投資家が、2025年を前に悩んでいます。懸念材料は枚挙にいとまがありません：米国の経済成長は鈍化し、中東と欧州では紛争が続き、米連邦準備制度（FRB）は慎重さが求められる緩和サイクルの初期段階にあり、市場は世界的なインフレ率の鈍化を想定し、多くの資産クラスのバリュエーションは高いままです。更に、トランプ政権がスタートすれば、これまでとは大きく異なる政策の導入が予想されます。以上から、2025年には市場のボラティリティが上昇し、同じようにリスク潮流が高まると予想されます（詳細は後述）。

一方、リターンについて考えてみると、投資家は2023年と2024年に素晴らしいパフォーマンスを米国株式において享受した後、2025年を迎えることになります。S&P500種株価指数は、2022年末から2024年10月末までのトータルリターンは50%を超える驚異的な伸びとなっています。過去を見ると、米国株式市場は現在と比較して94%の確率で割安でした。一方、米国以外の株式市場は相対的に割安ですが、2024年10月末時点では同様に72%も割安で、歴史的に見れば依然として割高と言えます。簡単に言えば、掘り出し物の発掘は難しくなっています。<sup>2</sup>

#### マルチアセット投資家は、不透明な2025年にどう臨むべきか？

我々は、株式、クレジット、リスク資産を楽観視して2025年を迎えます。過去数年間と比べるとリスク選好度合いは低下していますが、株式投資は2025年もリターンが得られると見ていることから若干のオーバーウェイトを維持します。ファンダメンタルズ（2025年の世界の企業収益は13%増、米国企業は15%増と予想）、テクニカル、そしてバリュエーションさえも、小幅なリスクオンのポジションを示唆しています。

しかし、この楽観的な見方には、いくつかの条件があります。

第一に、市場はいくつかの重要な前提を織り込んでいます。米国は景気後退を回避し、バリュエーションが高水準を維持するためにはソフトランディング路線の継続が必須です。次に、インフレの再加速はありません、もしそうならば中央銀行は利下げが出来なくなり、世界的な協調利下げサイクルを遅らせたり、総利下げ幅を縮小させたりすることになります。

**マクロ経済：**マクロ経済に基づく投資見通しは、米国の経済成長が前提となっています。米国のGDPは現在、G7のGDPの60%近くを占めると推定され、米国株式市場は世界の株式時価総額の65%を占めると想定されています。ソフトランディングの実現は簡単ではありません。インフレ率が高すぎず、成長率が低すぎずという状態が必要です。通常、市場の暴騰を止めるのは景気後退であるため、投資家は景気循環指標に注目し続けなければなりません。我々の基本シナリオでは、2025年に数回のFRB政策金利引き下げ、一般的に良好なインフレ率、世界的な金融環境の改善を想定しています。

#### G7のGDPに占める米国の割合

1981年～2023年



出所：ブルームバーグ、プリンシパル・アセット・アロケーション。  
データは2023年12月31日現在。

**マルチアセット・リターンの見通し**：景気後退入りしなければ、米国株式投資は10%超のリターンを達成する可能性が非常に高く、米10年国債利回りが若干低下することで米国のコア債券の2025年のリターンは5~7%を達成する可能性があります。クレジット・スプレッドはタイトであるものの、インカムゲインは引き続き魅力的であり、スプレッドの大幅な拡大は想定していません。グローバルに分散投資したマルチアセット戦略では、2025年のリターンは2024年を下回る可能性が高いものの、それでも堅調な1年になると予想されます。

**マルチアセット・リスクの見通し**：リスクは2025年に上昇する可能性が高いと考えます。2024年前半の株式市場は歴史的に見ても安定しており、第3四半期にボラティリティが高まったものの平均的な水準にとどまりました。一方、2024年の債券リターンは、中央銀行の利下げ幅とペースに関する投資家の思惑が交錯し、金利ボラティリティを押し上げたため、かなり不安定でした。2025年は金利ボラティリティとともに為替ボラティリティも同様に上昇し、投資環境は更に難しくなると予想されます。ソフトランディングの見通しの不透明感が高まっていることを背景に株式市場ボラティリティが上昇すると想定されることもあり、我々のマルチアセット・ポートフォリオ全体では、2025年は2024年に比べてボラティリティが上昇するとの予想に基づいたポジショニングを構築しています。

**マルチアセット関連の見通し**：2022年に60/40ポートフォリオとマルチアセット・コンセプトに注目が集まったこと背景には、従来の60/40戦略が-15.8%もの大幅なマイナスリターンを計上したことがありました。この年は株式と債券の相関係数は上昇し、どちらもマイナスリターンとなりました。しかし、2024年は無相関と言える値動きの関係にあります。株式／債券以外の相関関係を見ても、2024年は実物資産、安定性資産、成長性資産がそれぞれの性質を発揮し、異なるパフォーマンスの性質を見せています。2024年には分散効果が発揮され、2025年も相関は低水準/良好な状態を維持すると予想されます。

「堅調な世界の企業収益と金融環境の改善により、株式、クレジット、そしてリスク資産の見通しは2025年も引き続き魅力的です」

## プライベート市場

### 投資家の注目を集めるには理由がある



TODD EVERETT | プライベート・マーケット部門グローバル・ヘッド

セーリングでは、風を的確に捉えることは非常に重要で、風が弱ければなおさらです。プライベート・マーケット・ソリューションに対する投資家の関心は、確実性に欠ける経済環境の中で晴れ間を見つけ、リターンを加速させ、ポートフォリオのパフォーマンスを最適化するための航海術なのでしょうか？ ここ1年で多くのことが変化し、最近の展開や市場要因は "イエス" を示しています。これらの要因の中には次のようなものが挙げられます：

- プライベート市場への投資において重要な要素であるレバレッジのコストは、おそらくピークを過ぎた。
- プライベート市場の不動産評価では、下落幅が非常に大きいオフィスを除き、すでに大幅な調整（±20%）が生じている。
- 景気の回復力と建設活動の鈍化（不動産）、社会的ニーズと政府の支援（インフラ）のいずれにせよ、プライベート市場のファンダメンタルズは堅調な方向に向かっている。
- 引受基準やプライベート市場のバリュエーションは、何れのセクターにおいても、景気循環的に保守的な方向に向かいつつある。
- 伝統的なプライベート市場向け融資の資金源（商業銀行）は減少した一方で、機関投資家や富裕層向けにリターン獲得の投資ソリューションを提供することに重点を置く新たな資金源が、ダイレクト・レンディングや不動産市場に参入している。

プライベート市場の下方耐性は、ボラティリティが低く、株式や債券との相関性が低く、リスク調整後のリターンが高いことにつながり、投資家が流動性を犠牲にしてでもプライベート市場に投資する主な理由です。

我々は、プライベート市場部門は以下のようなパフォーマンスを達成可能と考えています。2025年の経済の基本シナリオでは、プライベート市場部門は改善または安定したパフォーマンスを達成すると思われます。市場環境が理想的ではなかったとしても、プライベート市場セクター（不動産、インフラストラクチャー オルタナティブ・クレジット、アセット・バクト・レンディング（ABL））の現在のポジショニングであれば、好ましくない投資結果或いはテール・リスクの影響を幾分緩和する可能性があると考えます。

「プライベート市場の下方耐性は、ボラティリティが低く、株式や債券との相関性が低く、リスク調整後のリターンが高いことにつながり、投資家が流動性を犠牲にしてでもプライベート市場に投資する主な理由です」

米連邦準備制度（FRB）の9月の利下げは、センチメントを改善し、市場を活発化させ、プライベート市場環境の改善につながりました。しかし、将来の利下げに対する市場の期待はリセットする必要があるかもしれません。米10年国債利回りは依然として（特に不動産にとって）注視すべき重要な要素であり、レンジ相場（最大4%～4.5%）は許容範囲であると考えます。慎重なアプローチが必要ですが、プライベート市場セクターへの投資配分を増やす理由はあると考えます。バリュー、分散、相関、安定性、実物資産による裏付けといったプライベート市場の特性は2025年も健在であるはずで、風を捉えやすくなる環境が到来すれば、追加的なアロケーションの成果が出やすくなると考えます。

プライベート市場 セクター	市場の現状 (バリュエーション)	ファンダメンタルズ	その他の背景および 主なリスク	展望と結論
<p><b>不動産 エクイティ</b></p>	<p>バリュエーションは底を打った模様。取引価格はオフィス物件タイプで20%から40%以上下落。</p> <p>FRBの利上げサイクルの終了は正常化の感覚をもたらし、取引の活発化と価格発見の兆しが見られる。</p>	<p>均衡状態における稼働率（オフィスを除く）。</p> <p>新規物件の供給ペースは減速へ。</p> <p>2025年から2027年にかけて、物件オーナーが家賃交渉の主導権を握るようになる。</p> <p>データセンターは、テナントやユーザー、投資家からかつてないほどの需要がある。</p>	<p>労働市場の回復と個人消費が需要を牽引。</p> <p>2025年には株式市場と債券市場の両方で資本フローの改善が見込まれる。</p> <p><b>主なリスク</b></p> <p>市場はまだ景気後退や10年物国債の高騰の可能性を十分に織り込んでいない。</p>	<p>市場は底を打った可能性が高く、トータルリターンは2025年に改善すると予想されるが、回復にはばらつきがあり、以前の水準には達しない可能性が高い。</p> <p>歴史的な低調達成コストに戻ることはないが、ファンダメンタルズは改善する見通し。</p> <p>再調達コストを下回る価格での購入や厳選された開発の投資機会（魅力的）。</p>
<p><b>不動産 デット</b></p>	<p>同上</p>	<p>上記のエクイティ同様に堅調。</p> <p>伝統的な商業銀行との競争は減少。</p> <p>LTVと負債利回りがリスク軽減につながる。</p>	<p>過度なレバレッジの横行や、（金融危機時のような）資本市場における過剰な金融エンジニアリングは存在しない。</p> <p><b>主なリスク</b></p> <p>スタグフレーション、あるいは深刻な景気後退。</p>	<p>高い利回り（リスクは中程度）の不動産デットは、2025年においても、トータルリターンのパフォーマンスと予測可能性において、コア・エクイティに引けを取らないと思われる。</p> <p>CMBSに対する相対価値は平均以上。</p>
<p><b>プライベート・ インフラ・ エクイティ</b></p>	<p>必要不可欠なインフラ資産は、良好なマクロ面での追い風と一般的に魅力的なバリュエーション、そして低いボラティリティから恩恵を受けている。</p> <p>伝統的な株式との相関が歴史的に低く、景気循環に逆行する投資機会が得られる。</p>	<p>デジタル・インフラ、電力・エネルギー、運輸、社会インフラ資産など、世界的なニーズに牽引された堅調なファンダメンタルズ。</p>	<p>コアおよびコアプラスのインフラ・セクター全体で世界的に投資需要が継続。再生可能発電などのコアインフラ・セクターは、需給ひっ迫によってバリュエーションが上昇している。</p>	<p>プライベート・インフラ・エクイティにおける魅力的な機会は今後も増え続ける見通し。</p>

プライベート市場 セクター	市場の現状 (バリュエーション)	ファンダメンタルズ	その他の背景および 主なリスク	展望と結論
<p><b>プライベート・インフラ・デット</b></p>	<p>需要弾力性が低く、独占的な特性を有する必要不可欠なサービスを提供する長い資産寿命に支えられた、長期の投資ホライズンを持つ魅力的なリスク調整後リターン。</p> <p>投資は重要な資金需要に応じるものであり、全般的に政策支援の恩恵を受ける。</p>	<p>以下のような世界的なファンダメンタルズ面での強い追い風が吹いている：デジタル化と増大するエネルギー需要、脱炭素化と持続可能性、人口動態のトレンド。何れも引き続き大規模な設備投資の必要性を後押し。</p>	<p>本セクターは、非金融企業の債券／デットよりもデフォルト率が低く、回収率は高い。</p> <p><b>主なリスク</b></p> <p>一部の再生可能エネルギーや電力セクターでは、投資需要が融資需要よりも大きいため、スプレッドが縮小している。</p>	<p>上場市場に対する相対価値は引き続き魅力的で、更にはポートフォリオの分散化にも寄与。</p> <p>規制上の制約から銀行がインフラ・ファイナンスから撤退しており、投資機会は拡大。</p>
<p><b>投資適格私募債</b></p>	<p>借り手企業が資金調達を確保するための条件を受け入れているため、バリュエーションは非常に良好な水準にある。2024年の発行額は前年同期比で約20%増。</p>	<p>コベナンツは総じて弱体化しておらず、査定された案件の80%以上が平均以上のコベナンツが付帯。</p>	<p>多くのディールでは依然として発行条件を決めてから実際の調達まで時間を空けており、その割合は5年平均を下回っている。</p>	<p>質が高いグローバル企業の発行体も多く、また金融機関が占める割合が公募市場よりも低く、分散効果が得られる市場。</p>
<p><b>プライベート・ハイールド・クレジット／ダイレクト・レンディング</b></p>	<p>2022年と2023年に低下した企業価値（EV）／EBITDA倍率は、金利の低下と経済見通しの改善によって上昇した。</p> <p>利回り／スプレッドのバリュエーションは、2023年の極めて魅力的な水準から縮小。</p> <p>公募のハイールド債券市場やバンクローン市場に対するイールド／スプレッド・プレミアムは依然として大きい。</p>	<p>適度なレバレッジ水準と適切な構造が標準的な借入れ条件であることに変わりはない。</p> <p>アッパー・ミドル・マーケットはハイールド債券およびバンクローンと競合するため、借入れ条件の弱体化が散見される。</p> <p>規模が大きいディールでは、PIK債（クーポンを債券元本で支払う債券）が増加している。</p> <p>デフォルトとクレジットロスの水準は長期平均を下回っている。</p>	<p>ローワー・ミドル・マーケットとコア・ミドル・マーケットは、アッパー・ミドル・マーケットに比べてスプレッドにプレミアムがのっており、構造による保護（コベナンツ、より厳しい条件など）を有する。</p> <p><b>主なリスク</b></p> <p>深刻な景気後退。</p> <p>利息未払い／デフォルト率が長期平均水準である2～2.5%に向かって緩やかに上昇。</p>	<p>経済情勢と金融政策の方向性がより明確になったことで、LBO/M&amp;Aは企業の投資政策の実施と共に増加すると予想される。</p> <p>リスクプレミアムは現在のレンジが続く可能性が高いが、マクロ情勢の不透明感やディールフローの拡大により、若干拡大する可能性もある。</p> <p>変動金利であっても、利回りは10%を上回ると予想される。</p> <p>類似の公募債券／バンクローンに対する相対価値は長期平均を上回っている。</p>
<p><b>アセット・バック・レンディング（ABL）</b></p>	<p>銀行規制の変化と統合が投資機会の拡大につながっており、バリュエーションは魅力的。</p>	<p>可処分所得に占める家計債務返済の割合は過去40年間で最も良好な水準にあり、返済遅延は比較的安定している。</p>	<p>所得格差が顕在化し、債務者の物件への愛着が投資パフォーマンスを左右するようになれば、準サブプライムとサブプライムの信用区分はより重要な意味合いを持つようになると思われる。</p>	<p>貸付期間が短い、個別性が強い投資機会は、本資産クラスにおける柔軟な投資を可能にしている。</p>

## プライベート市場における魅力的な投資機会

### 不動産エクイティ

レジリエント型（住宅、インダストリアル）及びテーマ型（データセンター、コールドストレージ）の物件タイプへの配分が多めの戦略が引き続き魅力的な投資機会を提供していると考えています。また、食料品小売業がアウトパフォームする可能性がある他、コアのリターンは改善すると考えられますが、好ましいセクターにおけるバリューストックや開発案件が特に魅力的となる可能性があります。優先株式などのストラクチャード投資も魅力的なリスク調整後リターンを提供する可能性があり、オフィス移転に関する投資機会は魅力的であるものの複雑であると考えます。

### 不動産デット

リスク調整後リターンに基づくと、不動産デット、特に低～中リスクのブリッジローン、厳選された建設案件、参加型建設案件に投資妙味があると見ています。また、選好されている物件タイプは引き続き好まれています。

### プライベート・インフラ・エクイティ

好ましいマクロの追い風は、魅力的なリスク調整後リターンとポートフォリオの分散を支えています。プライベート・インフラ・エクイティは、世界的に緊迫する政府のバランスシートを支え、エネルギー、電力、デジタル投資、運輸、社会インフラをはじめとしたコアなインフラ・セクターへの投資ニーズを下支えすると見られます。

### プライベート・インフラ・デット

デジタル・インフラ（データセンター、ファイバー、通信）、電力およびエネルギー（再生可能エネルギー、脱炭素、エネルギー貯蔵）、運輸（港湾、空港、鉄道、道路）などの主要サブセクターにおけるマクロおよび業界のメガトレンドは、投資家の投資ニーズと投資意欲を高めています。プライベート・インフラ・デット投資は、パブリック市場におけるオルタナティブ投資よりもリスク調整後の相対価値が高いことなどが魅力的です。これらの投資期間が長い資産は、より安定的で予測可能なキャッシュフローに加え、ダウンサイドを軽減する担保やコベナント、全体的に好ましい政策支援からの恩恵を受けています。

### 投資適格私募債

運輸（米国およびグローバル）、テクノロジー（メディア／スポーツ）、食品サービスに投資妙味があると見ています。レバレッジ前のスプレッドは、パブリック市場の投資適格クレジットの期待リターンプレミアム（+30bps）を上回っています。

### プライベート・ハイイールド・クレジット／ダイレクト・レンディング

ハイイールド債券およびバンクローン市場のリスクプレミアムが大幅に低下する中、ミドル・マーケットのダイレクト・レンディング（MMDL）がより魅力的な投資機会を提供していると考えています。MMDLの中でもローワー・ミドル・マーケットと厳選されたコア・ミドル・マーケットの案件については、規律を維持し、コベナントと適切な水準のレバレッジを必要とするため、魅力的なリスクプレミアムを提供していると考えます。また、経済情勢がしばらく不透明であることを勘案すると、より回復力のあるセクターに着目することで、より良好なリターンを期待できると見ています。加えて、デットの資本構成において、ファーストリエンのシニア有担保の案件は、メザニン・デットなどの非シニアの案件と比較して引き続き魅力的ですが、担保付翌日物調達金利（SOFR）が低下する中、経済情勢と見通しがより明確かつ良好になれば、非シニアの案件がより魅力的となる可能性があります。

### アセット・バケット・レンディング（ABL）

住宅ローン（高品質／非適格モーゲージ）、スペシャリティ（データセンター／NAV／ファンド・レバレッジ）、商業ローン（輸送、設備およびファイバー）、消費者金融（割賦、販売時点情報管理（POS））を重視した戦略が魅力的な投資機会を提供していると考えています。レバレッジ前のネット・リターンは、ホールローンとファシリティ・レンディング（投資適格／無格付け）ともに10%台半ばと、依然として非常に魅力的と考えます。

### **Fixed income yield chart index descriptions:**

The Bloomberg U.S. Aggregate Index represents securities that are SEC-registered, taxable, and dollar denominated. The index covers the U.S. investment grade fixed rate bond market, with index components for government and corporate securities, mortgage pass-through securities, and asset-backed securities. These major sectors are subdivided into more specific indices that are calculated and reported on a regular basis.

The Bloomberg CMBS ERISA-Eligible Index is the ERISA-eligible component of the Bloomberg CMBS Index. This index, which includes investment grade securities that are ERISA eligible under the underwriter's exemption, is the only CMBS sector that is included in the Bloomberg U.S. Aggregate Index.

The Bloomberg Asset-Backed Securities (ABS) Index has three subsectors: Credit and charge cards, Autos, Utility. The index includes pass-through, bullet, and controlled amortization structures. The ABS Index includes only the senior class of each ABS issue and the ERISA-eligible B and C tranche. The Manufactured Housing sector was removed as of January 1, 2008, and the Home Equity Loan sector was removed as of October 1, 2009.

The S&P/LSTA (Loan Syndications and Trading Association) Leveraged Loan 100 Index is designed to measure the performance of the U.S. leveraged loan market based upon market weightings, spreads, and interest payments. The index is composed of loans bought by institutional investors that have partnered with S&P Global Market Intelligence's Leveraged Commentary & Data (LCD). Index constituents are market-value weighted, subject to a single loan facility weight cap of 2%.

Bloomberg U.S. Corp HY 2% Issuer Capped is the 2% Issuer Cap component of the U.S. Corporate High Yield index. The Bloomberg U.S. High Yield Index covers the universe of fixed rate, non-investment grade debt. Eurobonds and debt issues from countries designated as emerging markets (sovereign rating of Baa1/BBB+/BBB+ and below using the middle of Moody's, S&P, and Fitch) are excluded, but Canadian and global bonds (SEC registered) of issuers in non-EMG countries are included. Original issue zeroes, step-up coupon structures, 144-As and pay-in-kind bonds (PIKs, as of October 1, 2009) are also included.

The Bloomberg U.S. Credit Index is the U.S. Credit component of the U.S. Government/Credit index and includes publicly issued U.S. corporate and foreign debentures and secured notes that meet specified maturity, liquidity, and quality requirements.

The Bloomberg U.S. Treasury Index is public obligations of the U.S. Treasury with a remaining maturity of one year or more.

Bloomberg U.S. MBS Index covers the mortgage-backed pass-through securities of Ginnie Mae (GNMA), Fannie Mae (FNMA), and Freddie Mac (FHLMC). The MBS Index is formed by grouping the universe of over 600,000 individual fixed rate MBS pools into approximately 3,500 generic aggregates.

The Bloomberg U.S. Municipal Bond Index is a rules-based, market-value-weighted index engineered for the long-term tax-exempt bond market.

The J.P. Morgan EMBI Global Diversified Index (EMBIGD) tracks liquid, US Dollar emerging market fixed and floating-rate debt instruments issued by sovereign and quasi-sovereign entities<sup>1</sup>. The index was launched in July 1999 with daily historical index levels dating back to December 1993. Historical to-maturity and to-worst statistics are available from December 1997 and December 2001, respectively.

### **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. Infrastructure companies may be subject to a variety of factors that may adversely affect their business, including high interest costs, high leverage, regulation costs, economic slowdown, surplus capacity, increased competition, lack of fuel availability, and energy conservation policies. Investments in private debt, including leveraged loans, middle market loans, and mezzanine debt, are subject to various risk factors, including credit risk, liquidity risk and interest rate risk. Fixed-income investment options that invest in mortgage securities, such as commercial mortgage-backed securities, are subject to increased risk due to real estate exposure. Private credit involves an investment in non-publicly traded securities which are subject to illiquidity risk. Portfolios that invest in private credit may be leveraged and may engage in speculative investment practices that increase the risk of investment loss. Terms, conditions, fees, expenses, pricing and other general guidelines and provisions are subject to change. As a general matter, commercial mortgage lending entails a degree of risk that is typically only suitable for sophisticated institutional and professional investors for whom such an investment is not a complete investment program and who fully understand and are capable of bearing the risks associated with such strategy. Commercial mortgage lending is subject to the basic risk of lending and direct ownership of commercial real estate mortgages -borrower default on the loan and declines in the value of the real estate collateral. Defaults can be complicated by borrower bankruptcy and other litigation including the costs and expenses associated with foreclosure which can decrease an investor's return. Declines in real estate value can result from changes in rental or occupancy rates, tenant defaults, extended periods of vacancy, increases in property taxes and operational expenses, adverse general and local economic conditions, overbuilding, deterioration in the physical condition of the asset, environmental issues at the mortgaged property, casualty, condemnation, changes in zoning laws, taxation and other governmental rules. Commercial mortgage investments are also very dependent on the financial health, operational expertise, and management skills of the borrower.

### **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 contract 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 Investor Management (DIFC) Limited, an entity registered in the Dubai International Financial Centre and authorized by the Dubai Financial Services Authority as an Authorised Firm, in its capacity as distributor / promoter of the products and services of Principal Asset Management. This document is delivered on an individual basis to the recipient and should not be passed on or otherwise distributed by the recipient to any other person or organisation.
- Singapore by Principal Global Investors (Singapore) Limited (ACRA Reg. No. 199603735H), which is regulated by the Monetary Authority of Singapore and is directed exclusively at institutional investors as defined by the Securities and Futures Act 2001. This advertisement or publication has not been reviewed by the Monetary Authority of Singapore.
- Australia by Principal Global Investors (Australia) Limited (ABN 45 102 488 068, AFS Licence No. 225385), which is regulated by the Australian Securities and Investments Commission 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.

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

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, IA50392.

© 2024, 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ことがあります。

**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可能性があります。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可能性があります。

**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可能性があります。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また流動性も低いので、株価の変動も大きくなる可能性があります。

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より、担保権を行使した場合においても、元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

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	プリンシパル エッジ米国株式戦略	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	プリンシパル 上場インフラストラクチャー戦略
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0.75%
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 グローバル・ハイールド 債券戦略	ポスト 短期ハイールド 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0.60%	年率0.65%	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×クラスシェアクラス 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0.65% 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。

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 <sup>※</sup> を適用。 <sup>※</sup> 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 <sup>※</sup> を適用。 <sup>※</sup> 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)
管理報酬	出資額に応じ、以下の料率 <sup>※</sup> を適用。 <sup>※</sup> 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%  <sup>※</sup> 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。
成功報酬	-
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。

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](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

本資料は弊社海外関係会社のプリンシパル・グローバル・インベスターズ・エルエルシーが発表したレポート「2025 Perspectives-Optimism through the obstacles」(2024年12月18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。

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。また将来起こり得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変わる可能性があります。通貨:特段記載のないものは米ドルベース。過去の実績は将来の成果を約束するものではありません。通貨:特段記載のないものは米ドルベース。過去の実績は将来の成果を約束するものではありません。

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

〒100-0006 東京都千代田区有楽町 1-5-2 東宝日比谷プロムナードビル10階

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