

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「Spectrum's 2024 Global Credit Outlook」（2023年12月15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。

## スペクトラム社の2024年グローバル・クレジットの見通し

### 安定した金融システム

昨年顕在化した懸念材料にもかかわらず、銀行のファンダメンタルズは健全な状態にあり、2024年に予想以上に景気が悪化した場合でも、商業用不動産市場の下落や消費者の信用状況の悪化に伴う課題に対応できると考えています。

### 地政学的リスク

東欧での戦争、中東情勢、台湾を巡る米中間の緊張は、中国、ロシア、イランが世界にもたらす脅威と、米国や西側諸国との勢力争いを背景に、2024年も世界の秩序を混乱させ続けると予想しています。

### 重要な選挙

2024年11月に行われる米国の大統領選挙と議会選挙は大接戦になる可能性があります。ただ、米議会の分断が緩和されたり、重要法案が可決される見込みが高まったりすることはないと予想しています。また、2024年1月に行われる台湾総統選挙の結果は、台湾政府に重大な影響を与えることはないものの、中国との関係は緊張状態が続くと考えています。

### 優先証券の低いデフォルト率

2023年に発生した銀行のデフォルトを勘案しても、優先証券の年平均デフォルト率は全体として、ハイイールド債のデフォルト率より著しく低い状態が続いています。

### プライベート・クレジット／ストラクチャード・クレジット

世界金融危機後、プライベート・クレジット市場は大幅な成長を遂げました。米国の保険会社はプライベート・クレジットおよびストラクチャード・クレジットへのエクスポージャーを増やして来ています。長年事業を展開してきた主要保険会社についてはより質の高い資産を長期で保有し続けています。その一方、新興の保険会社の中には、高いリターンを得るために過大なポジションを抱え、再保険によるリスクの海外移転を行っている企業があり、スペクトラム社はこれをリスクと見ています。

### ESG規制

欧州では、資産運用会社や企業による情報開示の義務化など、広範な規制が導入されています。米国の規制当局は、「グリーンウォッシュ」に対する監視を続けているほか、サイバーセキュリティのリスク管理に関する規則を制定しました。ただ、州や連邦レベルではまだ政治的な反発が見られます。

## マクロ経済およびクレジットの見通し

ブルームバーグ上の市場予想によると、2023年の世界の経済成長率は2022年の約3.5%から減速し、2024年にはさらに低下すると予想されています。米国の経済成長率の見通しは、2023年の約2.5%から2024年には1.0%台前半に低下すると予想されています。ユーロ圏諸国の経済成長率の見通しは、2023年が約0.5%であるのに対し、2024年もほぼ変わらないと予想されています。注目すべきは、欧州最大規模の経済を誇るドイツについての予想が、2023年の小幅なマイナス成長から、2024年には1%未満ながらもプラスの成長率にまで回復すると予想されている点です。

## 地政学関連

2024年の地政学的な状況は、よりリスクが高く、より複雑なものになると考えます。ウクライナとロシアの戦争が3年目を迎えているほか、目下進行しているイスラエルとイスラム組織ハマスの軍事衝突では数千人が死亡していることから、ガザ地区・西岸地区においてイスラエルと将来のパレスチナ国家が共存する「2国家解決」はほぼ絶望的と見られます。イランとその同盟国がこの地域でテロ組織を支援しているとみられることも緊張を高める一因となっています。ロシア、中国、イランの3国は、米国、日本、その他の西側同盟国の勢力と民主的価値観に対抗するという共通の目標を有しています。中東や東欧での軍事衝突の長期化および米中摩擦の継続は、世界的な混乱と人命の損失がさらに拡大する懸念があります。

## 台湾の選挙と中国との対立

台湾（中華民国）は、何十年もの間、選挙制度と独自の経済、通貨、軍隊を持つ民主主義国家として機能してきました。それにもかかわらず、中国は長い間、台湾を自国の領土の一部と考えてきました。台湾の同盟国であり重要な貿易相手国である米国は、台湾に対する中国の侵略に反対する意向を示しています。これは、新型コロナウイルスへの対応、香港での民主化運動弾圧、貿易摩擦、核兵器などを巡る米中間のこれまでの対立に、新たな懸念材料が加わることを意味します。

世論調査によると、1月13日の台湾総統選挙では、現与党で台湾の独立を支持する民主進歩党（民進党、DPP）が政権を維持する見通しです。ただ、民進党の主要ライバルである中国国民党（国民党、KMT）は中国との友好関係を重視するやや親中派で中国による侵攻に対する軍事的解決を望んでいない政党であり、世論調査での両党の支持率の差は縮まりつつあります。また、第3政党である台湾民衆党にもわずかに票が流れることが考えられます。民進党が再び勝利すれば、台湾政権の現状が維持されると同時に、中国との緊張の高まりを助長するおそれがあります。国民党が勝利した場合は、緊張緩和や中国との貿易への追い風に繋がる可能性があります。選挙結果は台湾海峡を跨ぐ中国との二国間の関係にとって重要ではあるものの、どちらの場合でも地政学的な状況を大きく変える可能性は低いとみられています。

## 不透明な米国の現状

米国では政治的な分断が続いており、ソーシャルメディア上の誤った情報や政治的に偏った報道機関による影響で、状況は悪化しています。社会保障制度といった給付金制度に関わる米連邦政府の義務的経費について、米議会での議論が続いています。また、さまざまな政府機関の活動を支える裁量的経費を定める歳出法案についても、米議会での議論が続いています。また、さまざまな政府機関の活動を支える裁量的経費を定める歳出法案についても、米議会での議論が続いています。もし予算案が合意に達しなければ、2024年に政府機関が閉鎖される可能性があります。

2024年11月の大統領選挙では、大統領候補として共和党のドナルド・トランプ氏と民主党の現職大統領ジョー・バイデン氏が有力視されています。何れの候補が当選するかは、上下両院の議会選と同様に、経済状況、財政支

出、ウクライナ・イスラエル・台湾への資金援助、移民政策、米中関係、持続可能性への取り組みといった多様な論点の中で、有権者が何に最も懸念を抱いているかによって左右されると見られます。ただし、注目を集めるだけの党派間の争いを減らし、これまで欠けていた効果的な政策立案や立法に向けた信頼性の高い超党派の支援を米国が必要としていることだけは確かです。

政治的な機能不全は、かつての米国の輝かしい信用力を着実に低下させています。米国債は現在、米大手格付け機関のうち1社によってのみAAAと格付けされています。2023年にフィッチは米国債の格付けをAA+に引き下げたほか（S&Pと同じ）、ムーディーズはAaaの格付けを維持しているものの見通しをネガティブに引き下げました。フィッチは格下げの理由として、景気後退の可能性、金利の高止まり、財政悪化、債務負担の増大、債務上限問題を巡る政治的駆け引きの増加や土壇場での解決などを挙げています。ムーディーズは、金利の高止まりと大幅な財政赤字に加え、「米国議会内の政治的二極化の継続していることで、今後の米政府が債務支払い能力の低下を遅らせるための財政計画が議会でまとまらないリスクが高まっている」と指摘しています。

### 金融セクターにおけるシステミック・リスクは対処可能

2023年前半、カリフォルニアを拠点とし、ベンチャーキャピタルに特化したシリコンバレー銀行やファースト・リパブリック銀行など、米国の銀行4行が破綻しました。欧州では、長年問題を抱えていたクレディ・スイスが、スイスを拠点とする同業のUBSに買収されました。こうした事象発生直後の臨時レポート等で述べたように、スペクトラム社はこれらの破綻は各銀行の固有の事情によるものであり、従って米国や欧州の金融システムには重大な影響を及ぼさない特異なものであったと考えています。

### シリコンバレー銀行の破綻は安定した業界の中で経営判断ミスが招いた事態

経営陣がシリコンバレー銀行を破綻に追い込む前、同行の財務状況は健全で、2022年には利益は15億ドル、総資産は2,000億ドル以上で、健全な資本水準を維持していました。しかし、2020年以降に急増したハイテクベンチャー企業からの預金に対応する資産としては、経営陣は低金利が長期間続くことに賭ける格好で主に長期国債を保有していました。そして、2022年、米連邦準備理事会（FRB）が積極的な利上げを開始し、シリコンバレー銀行の債券ポートフォリオは数十億ドルの含み損を抱えることになりました。また、金融引き締め政策により潤沢だったベンチャーキャピタルの資金は急減し、現金を必要とする新興企業やベンチャーキャピタルの顧客が同行から預金を引き出しました。経営陣の運用の不利に加え、シリコンバレー銀行のチーフ・リスク・オフィサーが2022年半ばに退任し、後任不在の中で、規制当局は同行の金利リスク管理と資産・負債ミスマッチのリスク管理における脆弱性を監督できていませんでした。2023年第1四半期に、有価証券ポートフォリオの再構築によって多額の実現損が出ることを経営陣が突然公表し、増資のために普通株を発行することを発表したことは、市場に安心感を与えるどころか逆効果となり、ショックを受けた投資家がソーシャルメディア上で情報を拡散したことが「デジタル時代の取り付け騒ぎ」に発展し、同行の資金流動性が著しく低下する事態となりました。

### 銀行を始めとする優先証券発行体のリスク・リターン特性はハイイールド債と比較して魅力的

2023年の見通しで述べたように、優先証券ユニバースの年平均デフォルト率が低い背景には、銀行、保険会社、非金融機関といった発行体の質・量両面でのファンダメンタルズが健全であることがあります。2023年までの10年間で、優先証券の年平均デフォルト率は0.5%未満であり、2022年末までの10年間で見ると0.1%でした。優先証券のリスク調整後リターンは、年平均デフォルト率が2.8%であるハイイールド債と比較しても魅力的だと考えます。シングルB格以下のレバレッジド・ローン、コベナント・ライト（財務制限条項が緩い）や変動金利といったストラクチャーをとることが多く、借り手が高金利や2024年に想定される景気低迷にさらされることから、ハイイールド債のデフォルト率

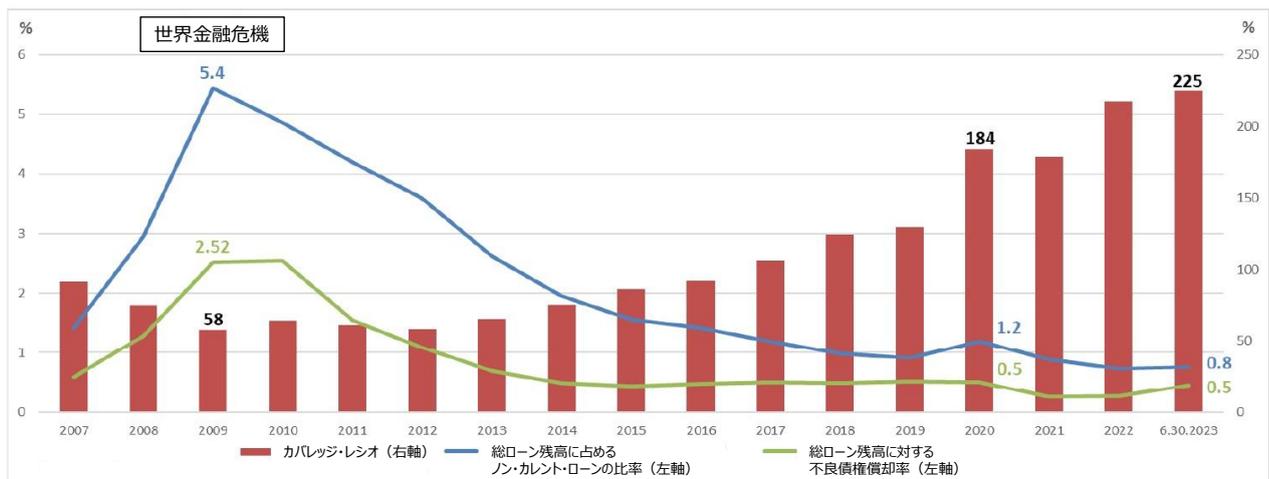
は今後さらに上昇すると思われます。尚、2023年の優先証券のデフォルト率の上昇は、市場全般というよりも固有の事象であるクレディ・スイスの破綻によるところが大でした。

### 銀行の各種ファンダメンタル指標はポジティブ

米銀行業界は、米連邦預金保険公社（FDIC）が運営する預金保険制度に加盟する4,600行を超える銀行により構成されています。FDICの報告によると、2023年6月30日時点の業界全体の総資産は23.5兆ドル、預金残高は17.2兆ドルとなっています。バークレイズが各社の決算報告書およびS&Pから入手したデータによると、ほとんどの銀行では、第3四半期（2023年9月30日時点）での商業用不動産へのエクスポージャーは比較的低い水準にあり、オフィス物件へのエクスポージャーは1,150億ドルと、ローン総額に占める割合は2%未満にとどまります。FDICのデータに基づく以下のグラフは、米銀行業界のローンの質が良好であること、投資有価証券およびローンからの純金利収入が、低下しがちではあるものの安定していることを示しています。

図表1では、2023年6月末までの6か月間におけるノン・カレント・ローン（米国の不良債権の定義のひとつ）の総ローン残高に占める比率および不良債権償却率は、それぞれ0.8%、0.5%と、2020年以降、低い水準で推移しています。2023年6月末時点でのカバレッジ・レシオ（ノン・カレント・ローンに対する貸倒引当金の比率）は225%で、ノン・カレント・ローンをカバーするには十分すぎる水準です。下図からも分かる通り、米銀行業界がはるかに大きな影響を受けた世界金融危機の際と比較するとその差は歴然です。

図表1：米国の銀行ローン資産の質的傾向（単位：％）

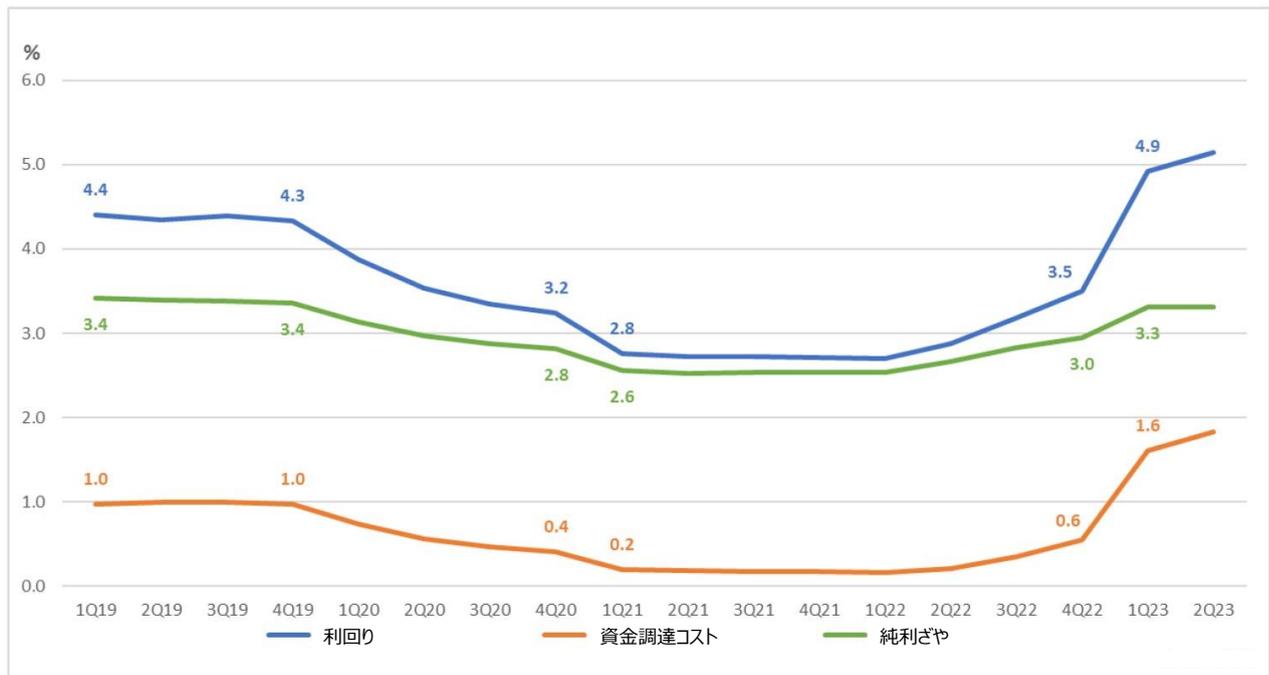


カバレッジ・レシオ：ノン・カレント・ローンに対する貸倒引当金の比率

出所：FDIC

図表2を見ると、2022年半ばから2023年半ばにかけて、FRBの積極的な引き締めにより、資金調達コストは収益資産の利回り上昇率を上回るペースで上昇しました。しかし、純利ざやばはコロナ禍以前の水準を上回る傾向にあり、銀行の利益を支えています。

図表2：米銀行の純利息収益の四半期別推移（単位：％）



### 銀行のクレジットの詳細

米国ではシリコンバレー銀行、シルバークロウキャピタル、シグネチャー銀行、ファーストリパブリック銀行の各行が、欧州ではクレディ・スイスが、それぞれ固有の事情により破綻に陥ったものの、2023年における資金調達への逆風は過去のものとなり、銀行システムはその強靱性を示しています。資金調達は安定し、資本は堅牢さを維持、利益水準は好調で、資産の質は健全性を保っています。更に、FRB、英イングランド銀行、欧州中央銀行がそれぞれ2023年半ばに実施したストレステストでは、グローバルの主要銀行の中核的な強みが示されました。

### 高金利

高金利は引き続き銀行にとっての課題になると見られます。米国では、2022年初頭に始まったFRBによる利上げにより、資金調達コストの上昇に伴い貸し手の純利ざやが圧迫されたほか、米国の銀行が保有する多くの長期証券（金利上昇以前の低金利環境下で購入された証券）の市場価値が下落しました。とはいえ、これらの証券はほぼ一様に非常に質が高く、米国債とエージェンシー債が大半を占めています。従って、証券のクレジットの質は懸念材料ではなく、これらの保有証券は満期に近づくにつれて市場価値は自然に額面に向かって回復すると考えられ、FRBが利下げに踏み切った場合は価格の回復をさらに後押しすると見込まれます。また、足元で改善傾向にある米銀の純利ざやは、金利が横ばいか低下すると仮定すると、2024年初めから半ばに安定すると予想します。金利サイクルが異なる欧州では、金利上昇による純利ざやの改善ペースは2024年から減速し始めると予想します。

### 良好なローンの質

コロナ対策の一環として融資が拡大された状況が終わり、ローンの質は実態を反映し正常化してきており、今後もこの傾向が続くと思われます。消費者向けローンの質を左右する主な要因である米国の雇用水準は堅調ですが、インフレ、金利上昇、給与の伸び悩みを背景に米国の自動車ローンやカードローンの延滞率は悪化しています。緩やかな景気後退であっても、消費者向けローンの質に対する下押し圧力になると考えられます。商業用不動産はその大半が底堅く推移しているものの、金利上昇、銀行による貸出意欲の後退、在宅勤務によるオフィス需要の減退を背景に、オフィス・セクターが主な懸念材料となっています。また、中心業務地区のいわゆるBクラスおよびCクラスといった劣

後するオフィス物件や、特に環境に配慮していないオフィス物件は、最も大きな値下げ圧力にさらされています。既存のリース契約が終了し、物件がより低い賃料で再リースされるか、空室になるにつれ、銀行の商業用不動産関連の損失は増加すると見られるものの、数四半期にわたって段階的な増加になると想定されます。加えて、大手銀行や規模が大きい地方銀行は傾向として、十分に精査したうえで商業用不動産向けローンを引き受けているほか、商業用不動産エクスポージャーの取り方も慎重です。米国と欧州の両方または一方が2024年に景気後退に入るかどうか、またどの程度の景気後退となるかが、金利の水準や方向性と同様に、銀行のローンの質を左右する重要な要因となると見られます。

## コスト

インフレ、規制への対応やコンプライアンスへの取り組み、優秀な人材の確保と維持、デジタル・ファイナンスへの移行によって生じるコストは、特に純利ざやへの圧力とローンの質の低下が収益の圧迫要因になることを考えると、銀行にとって引き続き重要な焦点となっています。実際、銀行が業界内での競争に打ち勝つには、コスト管理能力がますます重要になっています。スペクトラム社は、長年にわたるデジタル投資が実を結びつつあり、銀行の費用収益比率は今後さらに改善されるものと考えます。事業規模が大きく、多くのデジタル・インフラが固定費であることから、大手銀行はデジタル投資の恩恵を最も受けやすい立場にあります。一方、中小の地方銀行は、収益を上げて競争していくことがより難しくなり、合併の必要性が高まると予想しています。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にし、コストを分散するのに役立つはずだと考えます。しかし、大手銀行が関与する合併に対して、規制当局が懐疑的な態度をとりブレーキをかけることもしばしば発生します。

## ガバナンス

環境・社会・ガバナンス（ESG）問題は、特に欧州において銀行の経営戦略に影響を与え続けています。ESGに関する規制や法制度への取り組みが活発化しているほか、ESGを推進する各種団体からの圧力も強まっています。企業統治とリスク管理を推進するガバナンスは、発行体の信用力にとって最も重要な要素です。また、環境問題への関心の高まりは融資に関わる意思決定に影響を及ぼしており、銀行は脱炭素化に取り組むよう顧客に促したり、環境に優しいエネルギーに関わるソリューションを提供する必要が生じています。ただ、脱炭素社会への移行は慎重に行われると考えられ、収益性の高いビジネスになるには政府からの多額の補助金が必要となる可能性があります。加えて、暴風雨や火災、その他気候変動による自然災害などの環境問題は、銀行のローンの質にますます影響を与えるようになっており、高度化する情報開示ルールに対応するためのコストも押し上げています。ただ、グローバルの銀行はこうしたESG問題に的確に対応できていると考えます。

## 保険会社のクレジット状況

長年事業を展開してきた生命保険会社（生命保険・年金保険を提供）、損害保険会社、および再保険会社は、堅固なバランスシートを維持しており、今後起こり得る景気減速に対しても強靭さを有していると考えています。また、損害保険会社は、自然災害やインフレを背景とする大規模な保険金請求に耐えられる態勢を整えていると考えています。

## 金利上昇の影響

2023年の見通しでは、金利が徐々に上昇することは保険会社にとってプラスであると述べました。引き締めの金融環境は、英国の年金基金や米国の一部の地方銀行において流動性に関わる問題を引き起こすなど、市場変動に対する脆弱さを露呈する事例の発生につながりました。しかし、保険会社は通常、（取り付け騒ぎが発生した）銀行と比較すると、市場センチメントに左右されるような資金調達方法を取っていないことから、引き続き堅固な流動性

を維持しています。保険会社のバランスシートは概ね、負債サイドは保険契約者との長期的な契約、資産サイドは主に長期保有の株式や高格付けの債券であることから、短期的な損失を計上する必要性はほとんどありません。

### 損害保険および再保険会社

損害保険会社にとって、気候変動による自然災害やインフレ、訴えられた企業が負担する損害賠償額・訴訟費用の高額化などを背景とした保険金請求の増加が引き続き課題となっています。弁護士や原告に訴訟費用を提供する訴訟ファンドの積極的な関与、陪審員が原告寄りとなる傾向などが、損害賠償額の高額化につながっています。麻薬鎮痛剤「オピオイド」に関連した健康問題や、環境残留性が高い有機フッ素化合物「PFAS」のように、潜在的に賠償につながる要因を巡る訴訟の増加が新たな懸念材料となっています。

個人向け自動車保険会社は、コロナ禍後に増加した自動車の修理・交換費用や傷害保険金の支払いに対応するため、規制当局と協力して収益性の回復に努めています。競争が激しく、規制の厳しいこの分野の特性を考えると、特に法律や規制がより厳しい州では、収益性の回復に時間がかかっています。

これとは対照的に、再保険会社は長年にわたって大規模な自然災害による損失に見舞われた後でも卓越した価格決定力を維持しているほか、より小規模で局地的な風災やひょう災など、より頻繁に発生する自然災害へのエクスポージャーを縮小しています。そのため、再保険会社の顧客（元受保険会社）が2023年には多くの中規模の自然災害による損害に見舞われた一方、再保険者は大規模な自然災害（ハリケーンなど）がほとんど発生しなかったため、業績は好調でした。

保険金請求の増加、再保険会社の引受能力の低下、潜在的に賠償につながる要因やサイバー脅威に関連する新たなリスクが発生しているため、ほとんどの損害保険会社では、保険金の支払いに備えて保険契約準備金を堅実に積み上げているほか保険料も引き上げており、これらが現在および将来の収益を支えています。

### 生命保険会社とプライベート・クレジット／ストラクチャード・クレジット

世界金融危機以降、伝統的な銀行の融資姿勢がより保守的になったことで、プライベート・クレジット市場が大幅に拡大しました。米国の生命保険会社は近年、規制資本を大幅に増やすことなく、非流動性資産やプライベート資産へのエクスポージャーを高めています。その一因として、そういった資産の中でも投資適格級の証券に投資していることが挙げられますが、実際には格付けの低い資産を裏付けとしている可能性があります（裏付け資産のクレジットが悪化した場合でも劣後トランシェが損失を吸収する構造など）。長年事業を展開してきた生命保険会社は総じてよりクレジットの質の高い資産を長期で保有し続けていますが、一部の新興保険会社やプライベート・エクイティ（PE）がスポンサーとなっている保険会社は、過大なポジションや再保険によるリスクの海外移転により、より高い投資リターンを実現しています。スペクトラム社は、PEがスポンサーとなっている保険会社の急速な成長と規模、およびステークホルダーとの利益相反が発生する可能性を引き続き警戒しています。

プライベート・クレジット市場の大幅な成長は市場に厚みを加えています。上場企業の減少は市場の不透明性が増すこととなります。多くの場合、潤沢な資金を持つプライベート・クレジット・マネジャーは、苦境にある投資先企業を支援し続ける傾向があり、企業の存続期間を延ばす可能性があります。他方、再生可能エネルギーへの移行といったエネルギー転換などの目標を達成するための投資に対する需要は大きく、これは電力会社にとって重要なクレジットとESGのテーマとなっています。電力会社では、自らのクレジットに関する指標や料金を管理しつつ、エネルギー転換とそれを支えるインフラへの大規模投資のための資金調達を最適化することに積極的に取り組んでいます。

## ESG規制の最新情報

欧州のESG規制は、欧州連合（EU）のタクソミー（持続可能な経済活動の分類システム）、企業持続可能性報告指令（CSRD、企業の持続可能性報告を監督する法的枠組み）、サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）が主要な枠組みとなっています。SFDRのレベル1規則では、資産運用会社等は持続可能性に関する様々な情報を開示し、透明性を示すことが求められます。SFDRのレベル2規則では、資産運用会社等は炭素排出量や化石燃料への企業のエクスポージャーなどの「サステナビリティへの主要な悪影響」（PAI）を基に、持続可能性に関するパフォーマンス・データを開示することが求められます。さらに、2024年と2025年には、企業は持続可能性の問題の重要性を開示し、評価することが求められます。

「グリーンウォッシュ」は、米国では連邦レベルで規制の監視下に置かれています。米証券取引委員会（SEC）は、企業にサイバーセキュリティ関連の情報の開示を義務付けるなど、他の分野では前進を遂げています。しかし、米国では、気候変動のようなESG要因の考慮を拒否する法律を制定した州もあり、政治的な反対は続いています。

### ESG規制に関するタイムテーブル

日付	米証券取引委員会（SEC）	日付	欧州および英国
2022年5月	<ul style="list-style-type: none"> <li>企業に対する気候変動に関する情報開示の提案（時期未定）</li> </ul>	2021年3月	<ul style="list-style-type: none"> <li>EUのSFDRのレベル1が資産運用会社に適用開始</li> </ul>
2022年5月	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家（アセットオーナー）および資産運用会社に対するESGファンド開示規則案（時期未定）</li> </ul>	2023年1月	<ul style="list-style-type: none"> <li>EUのSFDRのレベル2が適用開始（PAIの開示義務化）</li> </ul>
2023年9月	<ul style="list-style-type: none"> <li>サイバーセキュリティに関する企業の情報開示</li> <li>人的資本管理および取締役会の多様性開示規則案（時期未定）</li> </ul>	2023年11月	<ul style="list-style-type: none"> <li>英国が資産運用会社向けに持続可能性ガイダンスを発表</li> <li>EU、メタン排出規制で暫定合意</li> </ul>
2023年10月	<ul style="list-style-type: none"> <li>カリフォルニア州で気候変動関連の情報開示法案が成立（カリフォルニア州で事業を行う年間売上高10億ドル以上の企業は、炭素排出量データの開示を義務付けられる）</li> </ul>	2024年1月	<ul style="list-style-type: none"> <li>CSRDに基づく企業の情報開示が開始</li> <li>EUタクソミーに基づく環境委任法が成立</li> </ul>
2023年12月	<ul style="list-style-type: none"> <li>SECが運用商品名に関するルールを導入（ファンド資産の80%以上がファンドの名称と整合的である必要あり）</li> </ul>	2025年	<ul style="list-style-type: none"> <li>欧州サステナビリティ報告基準（ESRS）：欧州市場に上場する大企業は、持続可能性に関する様々な問題を網羅する12のESRSトピックについて開示することが求められる</li> </ul>

Joseph Urciuoli, リサーチ・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で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：  
(EXP:2024/12/31)