

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 2026 US Outlook, Macro And Credit Outlook」（2025年12月2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2026年見通し

**要点：**2026年に米連邦準備理事会(FRB)は再び利下げを行う可能性が高いと見られますが、新議長が任命される6月の米連邦公開市場委員会(FOMC)よりも前に次回利下げが実施される可能性は低いと考えられます。6月までの政策金利据え置きにより、いわば「レームダック」状態となるFRBは、労働市場や、まもなく下される最高裁判所の判決後も継続する関税政策の影響を評価する時間を確保できます。FRBの利下げのタイミングにかかわらず、米国2年国債の利回りが先導して低下し、イールドカーブがステイプル化すると、金利が数年おきに再設定されるクーポン構造のハイブリッド証券のロールダウン効果が高まると想定されます。また、より短い年限の証券と比較して上場市場の魅力が一段と増すと考えられます。基本的に、ハイブリッド証券は、シニアの金融機関債と比較して、長期保有することで継続的にインカムを積み上げられるという優位性を持っています。クレジット・スプレッド全般が拡大するリスクはありますが、そうしたストレスはむしろ金利低下を促す要因となり、相対価値をさらに高め、利回りへの需要が高い投資家をハイブリッド証券市場に引き寄せると考えます。

- **米国の政策金利は、年初から一定期間据え置かれた後、利下げが再開する見込みです。** 2025年初頭以降のインフレ率の低下は限定的で、足元の米個人消費支出（PCE）物価指数によると3%をわずかに下回る水準に高止まりしています。このインフレ率はFRBにとって容認できない水準であり、過度な金融緩和スタンスからの転換が遅れたことと、現在の関税が主因です。フェデラルファンド（FF）金利はインフレ率を約1%上回っており、経済の減速によるディスインフレを促すために行われていたFRBのバランスシート縮小は終了に向かっています。2026年において労働市場の鈍化は新議長就任後の追加利下げを促す可能性が高いと見込まれます。最高裁のトランプ関税に関する判決（後述）は、FRBに追加利下げの理由を与える可能性がありますが、その結果として米国債の発行が増加し、需給面での金利上昇圧力が生じる可能性があります。したがって、FRBや米国銀行ディーラーが追加的に米国債を購入するよう変わることが金利の安定につながると考えられます。
- **ハイブリッド証券の2026年の見通しは比較的明るい良好と見ています。**（詳細は「2026年マクロおよびクレジットアウトロック」を参照）。優先証券の発行体のクレジット・ファンダメンタルズに基づき、リスクは抑制され、収益機会が豊富と当社クレジットチームは評価しています。以下は主要なハイライトです。
  - **銀行セクター**
    - 2026年のリスクは限定的と見ています。
    - トランプ政権下での規制緩和は銀行の統合を後押しすると見込まれます。
    - 融資ポートフォリオの質はすべての銀行にとって重要な課題ですが、現状のクレジット指標は概ね良好です。
    - ただし、地政学的な対立、サイバー脅威、プライベート・クレジット市場におけるリスクなど、いくつかの不確実性は残っています。

- 商業用不動産（CRE）、特にオフィスセクターの価格急落に対する懸念は過大評価されており、資金調達の環境は正常化しています。コロナ禍以前の水準には戻っていないものの、オフィス回帰の傾向は続いている。
- 保険セクター
  - 保険会社は2026年に向けて堅固な資本を維持しています。
  - 損害保険会社および再保険会社は、自然災害、インフレ、司法制度の乱用といった課題に引き続き対応しています。
  - 生命保険会社は、短期間に流出しない性質の保険料と準備金という安定した投資の原資に支えられています。資産の流動性は低下傾向にありますが、クレジットの質が高い投資ポートフォリオを維持しています。
- 公益事業セクター
  - 電力が自由化されず規制された州の公益事業会社は、2026年を通じて安定したクレジット・ファンダメンタルズを維持すると予想されます。経営陣は、財務の強靭性と、規制当局の承認のもと利益を上乗せする土台となる送発電設備の資産価値や送発電コストについて慎重に適正なペースで増加させていくことを優先しており、設備投資や調達が必要な資金が高水準であるにもかかわらず、健全性を保っています。
- エネルギーセクター
  - 統合型の石油・ガス会社は、商品市場のサイクルを乗り切る経験と能力を有しており、原油価格の下落に対応しながら、強固な財務状態と潤沢なキャッシュフローを創出する能力を維持できると見込まれます。
- 良好的なファンダメンタルズが続くとはいえ、2026年はリスクオフ局面が一定程度発生すると見ています（その都度、買いの好機になるとを考えています。詳細は後述の「過去の事例」で解説）。具体的な背景としては、関税政策の不透明感、政府一部閉鎖の再発の可能性、そして年後半にかけて利下げが進むにつれて追い風が弱まることが考えられます。**米国の金融システムは、増え続ける米国債供給を吸収するために、バンクディーラーのバランスシートをより多く活用するか、もしくはFRBのバランスシートをより多く活用する必要があります。**当社では、来年はこの両方が流通市場で活用されると見込んでおり、その結果、米国債市場はより良好なテクニカル環境へと進化し、名目金利・実質金利の低下を促すと考えます。これは米国政府にとって歓迎すべき年間予算の負担軽減となると考えられます

- セクターの相対価値

ハイブリッド証券のリスク対比の直利 魅力度（2025年11月時点）	上場市場（POP4）	店頭市場（IIPS）	CoCo債（CDLR）
直利	6.50	6.61	6.16
年率のトータルリターン	5.07	5.88	5.76
直利のクッション	1.43	0.73	0.41
直利のクッション/月次トータルリターンの標準偏差	0.50	0.29	0.21

出所：Bloomberg

- 年率の直利から年率のトータルリターンを差し引き、それを月次トータルリターンの標準偏差で割った指標を用いて、各セクターのキャッシュフロークッションで測定した場合、上場市場がリスク対比での直利のクッションで最も魅力的なセクターとして際立っています。次いでCoCo債、そして店頭市場が続きます。
  - 上場市場は、額面100ドルに対して85ドル近辺のアンダーパーで推移していることや、利下げ再開が想定されるFRBの金融政策スタンスを背景に、2026年12月に振り返ったとき、店頭市場よりもキャピタルゲインが大きいと予想しています。
  - ただ、店頭市場も魅力的と考えます。「額面に向かって価格が上昇」する局面が終了し、キャピタルゲインの効果が消える一方で、より高いクーポンに切り替わることによりクーポン上昇が期待されるため、2026年は直利がさらに高まります。つまり、この「インカム増加」は、他の債券市場では見られない店頭市場に特有の属性によるインカムの伸びを投資家に提供するものです。

**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） 、米PCEコア物価指数（前年同月比、PCE CYOY、赤線） 、米国2年国債（紫線） 、米国10年国債（白線）を表示しています。また、2019年については白い楕円で囲んでいます。



出所：Bloomberg、2025年11月28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（差）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。FRBにとって、米国2年国債の利回りはどの程度のギャップが適切で、どのくらいの期間続けるべきかを示唆する指標となります。
  - 金融危機以降、FRBは長期間にわたり金融抑圧（≒深いマイナスの実質FF金利）を続け、オバマ政権下の8年間のうち7年間は政策金利をゼロに据え置きました。
  - 第1次トランプ政権期においては、FRBは将来の金融緩和余地を確保するため、時間をかけて政策金利の「正常化」を進めました。2019年には、12年ぶりにFRBはFF金利をPCEデフレーターより高く押し上げるという目標を達成し、市場も正常化達成と受け止めていました。しかし、パウエル議長は「中立にはまだ遠い」と発言した結果、2018年第4四半期に債券市場の大幅な価格調整を招きました。当時、FF金利は2%でしたが、FRBは景気を刺激も冷やしもしない中立金利を3%と見ており、10年債と2年債の利回りはその水準に達していたものの、政策金利はまだ「遠い」状態でした。
  - FRBのメッセージが市場を不安定化させ、労働市場の成長を鈍化させ、インフレリスクを抑えたため、再び緩和に転じました。これにより、2019年に3回の「保険的利下げ」が実施され、ターゲット金利と2年債利回りがインフレ率と同様の水準に収束しFRBは「三位一体」を達成しました。このゾーンをグラフ上で囲んでいます。債券市場はその再現と望んでいると考えられ、今回は1.625%ではなく3%での三位一体を目指し、2年債が先導する形になると考えています。
  - 2025年は2回の保険的利下げがあり、FF金利は4.00%～3.75%となっています。FRBにはさらに利下げを続ける余地があります（2025年12月2日時点。その後、2025年12月10日に追加利下げを実施し、FF金利は3.75%～3.50%とした）。
- **金融政策に関する疑問：**
  1. **どのようにしてFF金利を3%に到達させるのか？**
    - ✓ 回答：
      - ❖ インフレ目標を、デフレリスクが高かったコロナ禍後の2%ではなく、2.5%程度に抑え込む方向で容認する
      - ❖ 雇用がある状態で物価が高い方が、失業して何も買えない状態よりも「苦痛が少ない」ことから、インフレリスクよりも労働市場の成長鈍化対応に重点を置く
      - ❖ リスクシナリオ：2027年までにFF金利が2.50%～2.25%に引き下げされる可能性
- 2. **この見通しに対する主なリスクは何か？**
  - ✓ 回答：
    - ❖ 最高裁が国際緊急経済権限法（IEEPA）に基づく大統領の関税賦課権を否定する判決を下した場合、マクロ見通しにおけるインフレ要因は後退。しかし、失われる最大3兆ドルの関税収入を補うため、米国政府は追加の国債発行を迫られ、FRBはバランスシートを使い米国財務省短期証券（Tビル）を購入する必要が生じる——**これは強気要因**
    - ❖ 恒常的に拡大する財政圧力は、米国政府による国債発行を促すだけでなく、利払い費を増加させる。この利払いはTビルや満期が短い国債に集中しているため、財政予算の利払い費を迅速に削減する目的で、インフレ率を下回る政策金利を再び設定する理屈をFRBが政府から「独立」した体裁を保つつつ見出すことは十分にあり得る——**これも強気要因**

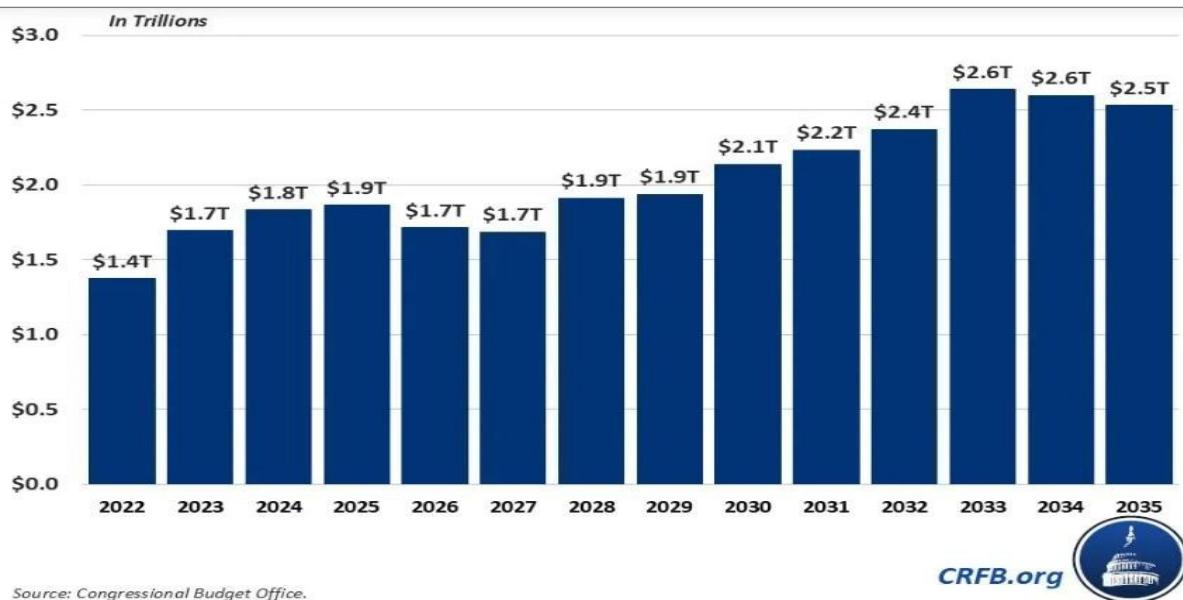
プラスの実質 FF 金利を保ち短期金利を制約的な水準へと引き締めてギャップを逆転させた後、その状態を維持することで、短期金利を柔軟に操作する余地を確保しています。パウエル議長は、金融緩和を急ぎ過ぎたためにインフレが再燃した 1970 年代の過ちを繰り返さないため実質 FF 金利を長期間プラスに維持する方針であり、来年 5 月に退任する際には、この使命を達成したと評価されると考えられます。

- ◎ なぜこのギャップが重要なのか：FRB は常に望むことを実現します（ただし、打撃を受けるか、方針を転換するか、その両方が起きるまで）。

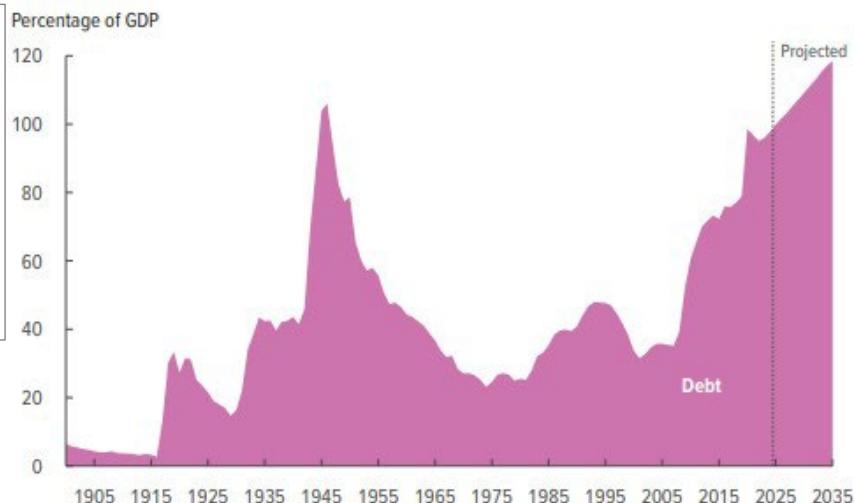
- **大局的見地：**米国政府の支出は依然として制御不能

- 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。投資家が保有する米国債残高は29兆ドルであり、2035年までに52兆ドルに増加すると予測されています。この膨大な債務の消化には、FRBがマネーを供給するか、非居住者が自国通貨を米ドルに交換しない限り、他の既存資産を23兆ドル分売却して購入資金を調達する必要があります。もし追加のマネーの供給がなければ、流動性危機が発生し、米国債購入に必要な既存資産の売却が不足し、株式市場は急落、クレジット・スプレッドは急拡大、失業率は急上昇し、国は破滅的なデフレの負のスパイラルに陥るでしょう。**この状況を認識しておく必要があります。**
- デフレは悪であり、インフレはデフレほどの悪ではありません。
- 米国政府とFRBは、債務とマネーの創出において暗黙のパートナー関係にあります。債務が先に発生し、その後に通貨が供給されます。事実上、FRBは政府の過剰な財政支出によって生じた汚れを、マネー供給というモップで清掃する役割を担っています。上流での原因是過剰な財政支出、下流での結果は過剰なインフレです。
- 關税収入は助けになりますが、財政支出問題の本質的な解決にはなりません。

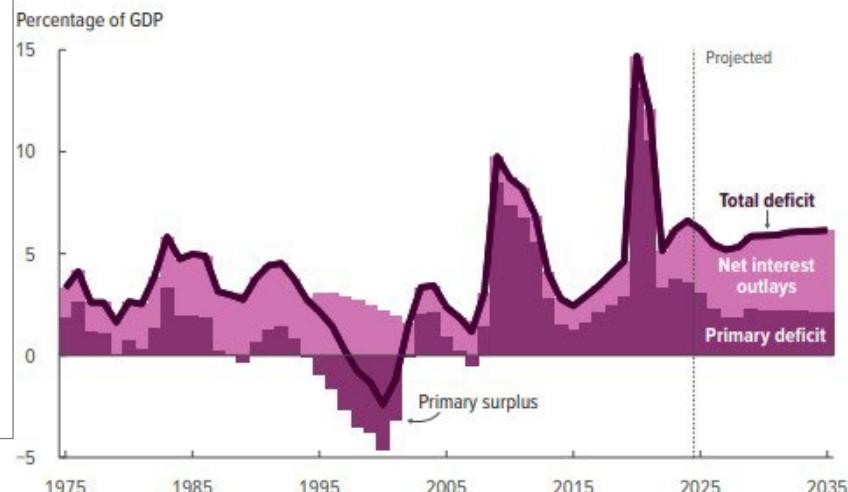
## 財政赤字は 2025 年までに 2.5 兆ドル水準に達する見込み



**投資家が保有する米国債残高**  
投資家が保有する米国債残高は毎年増加し、2025 年から 2035 年にかけて GDP 比で 100%から 118%へと膨らむと想定されます。これは、米国の歴史上で最も高い水準です。



**財政赤字・純利払い費・基礎的財政赤字**  
米議会予算局（CBO）の予測によると、財政赤字（歳出が歳入を上回る額）は 2035 年に GDP 比 6.1%となります。その年には、純利払い費が GDP 比 4.1%に達し、連邦政府支出全体の約 6 分の 1 を占める見込みです。なお、純利払い費を除いた基礎的財政赤字は GDP 比 2.1%となります。



出所 : Congressional Budget Office

- 上記の2つのグラフは、経済成長よりも財政支出の増加ペースが速い場合、米国債残高の対GDP比率が上昇することを表しています。今後の予測結果は特に懸念されるものであり、比率は現在の100%から2035年には118%に、さらに2055年には156%に達すると見込まれています（後者はグラフでは図示されていません）。ハイパーインフレは目標となってはならないもので、経済運営の方法としては不適切です。実際、この状況はFRBが長期的な2%インフレ目標を維持することを困難にし、インフレ許容度を引き上げざるを得ない状況を示唆しています。2035年までに、純利払い費は2024年の実績の8,810億ドルから1.8兆ドルに増加すると予想されています。言い換れば、純利払い費はGDPの3.1%相当から4.1%に上昇し、純利払い費を除いた基礎的財政赤字はGDPの3.6%相当から2.1%に低下します。つまり、財政拡張の資金調達コストは累積的に増大し、毎年予算のより大きな部分（そしてより大きくなり続ける）を消費する「モンスター」と化します。米国債市場は上昇（利回りは低下）する必要があると考えられ、スペクトラムは、それが可能だと考えていますが、最終的には市場センチメントの観点からも、実質的にFRBの支援（再び実質金利をマイナスにする形）が必要になるでしょう。
- **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らない限り、財政赤字は悪化の一途をたどると考えられます。米国の金融システムにおいて、増加し続ける国債供給を吸収するために、FRBのバランスシートまたはディーラーバンクのバランスシート（おそらく両方）を活用する必要があります。この規模の財政拡張は、追加的なマネーの創出なしには達成できないと考えられます。重要なのは、マネーの創出は最終的に賃金や企業収益に流れ込むという点です。トランプ政権の意図は、この拡張による経済生産性の大部分を海外に流出させず、国内に留めることです。つまり、新たに創出されるマネーは国内に維持されるべきであり、その結果、米国の課税対象となる所得や収益が拡大することを示唆しています。

「国家の財政健全化」の詳細については、米国議会予算局のリンクをご参照ください：

<https://www.cbo.gov/system/files/2025-03/61187Long-Term-Outlook-2025.pdf>

#### ハイブリッド証券市場への影響：

米国政府の過剰な財政支出という大きなテーマは、景気後退の可能性が低く、クレジット・スプレッドは当面過去の平均よりも縮小した水準で推移することを示唆していると考えられます。流動性問題が発生しない限り、この状態は続くと見込まれます。そして、もし流動性問題が発生した場合、FRBは過去と同様に追加のマネーの供給で対応することができます。クレジット投資家にとって最も有効なリスク・リワード戦略の一つは、クレジットの質が高い発行体の、最も劣後性が高い銘柄を保有すること（≒下位劣後債への投資）です。なぜなら、継続的に積み上がる高水準のインカムが、流動性イベント発生時にシニア債よりも損失を緩和する効果があるからです。さらに、もし流動性イベントが発生すれば、それはスプレッド拡大局面での絶好の買い場となり、その後は新たなマネーの供給によってスプレッドが再び縮小すると見込まれます。これはコロナ禍の際に実際に起きたことです。：

◎ 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 BofA Bond Indices、2025年11月28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ファイナンシャル・インデックス（CF02、白線）は機関投資家向け優先証券とデュ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。

コロナ禍がもたらした流動性危機の前に、資本構造の中でシニアな金融機関債（CF02）に乗り換えたり、スプレッド拡大を予想して市場タイミングを図ったりする代わりに、店頭市場（IIPS）のハイブリッド証券を保有し続けて劣後プレミアムが乗ったインカムを積み上げた投資家の方が良好な結果を得ています。インカムの積み上げは重要です。

- コロナ禍当時と足元の環境の違いは、流動性イベントとそれに伴うFRBの対応が、状況の一変ではなく、労働市場の状況や景気循環サイクルの中でのストレスの予兆（例：プライベートクレジット市場での損失）に応じた段階的な反応になるという点です。FRBはすでに積極的な利上げを行い、現在は利下げ局面にあり、雇用を維持しつつFF金利を長期目標である3%に近づけようとしています。したがって、インフレが粘

着的であっても、FRBは最終的に再び実質金利をマイナスにして、拡大する政府支出を支える必要があるでしょう。

- もしFRBが米財務省短期証券（Tビル）のみを購入する場合、短期ゾーンの利回りは長期ゾーンよりも大きく低下し、イールドカーブがステイプル化すると想定されます。
- このFRBによる措置は、セカンダリー市場においてクーポンの再設定を控えた機関投資家向け優先証券の価格を支え、新規発行やクーポン再設定時の利回りを高水準に維持すると考えられます。
  - 償還前に当初設定された固定金利から金利が変動するというクーポン構造の機関投資家向けの1000ドル額面の優先証券（店頭市場）は、FRBのインフレ許容度の引き上げと、マネー創出の加速という見通しから大きな恩恵を受けると考えられます。
  - リテール向け25ドル額面債（上場市場）については、固定利率、ディープ・ディスカウントとなっている価格水準、高利回りという、長期的に安定したインカムを提供する魅力的な投資機会となり、コールに伴う再投資リスクも限定的です。

下記の金融機関を中心とした指数別の魅力度の通り、優先証券の3つのセクターへの投資はそのインカムから、いずれも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。

金融機関を中心とした指数別の 魅力度（2025年11月時点）	A	B	C	D=B/C	E=D/A
	修正デュレーション	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	修正デュレーション あたりのDの倍率
上場市場（POP4）	11.17	6.43	3.00	2.14	0.19
店頭市場（IIPS）	4.30	5.86	3.00	1.95	0.45
CoCo債（CDLR）	3.51	6.16	3.00	2.05	0.58
3～5年の金融機関債（CF02）	3.59	4.42	3.00	1.47	0.41

図表5 | 出所 : Bloomberg, ICE BofA Bond Indices、2025年11月30日時点

- ハイブリッド証券の利回りは総じてインフレ率を上回っており、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クッションを有していると評価できます。

### 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ています。

- 2026年の投資環境においては、資本構造の中で下位の劣後性を持つハイブリッド証券の様々な投資機会を捉え、エクスポージャーを保持することによって、返済順位がより高い証券と比べ高い複利インカムを積み上げ享受することが可能と考えます。図表4の5年間のサンプル期間が参考になると考えます。この期間は、2019年のスプレッドが最もタイトだった時期に始まり、その後、数十年で最も激しい流動性危機、20年以上で最も長期にわたる利上げサイクル、そして2023年の稀に見る高水準のデフォルトを経ても、ハイブリッド証券はアウトパフォームしました。
- 2024年の年末にお送りした2025年の見通しでも同じように結論づけましたが、2026年の今頃に市場を振り返ったとき、**ハイブリッド証券の年間のリターンは「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。市場**

は「心配の壁」をよじ登るとよく言われていますが、ハイブリッド証券はその壁に豊富なインカムを加えることができると考えます。

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

# マクロとクレジット見通し

## クレジット見通し

金融機関は、米国・欧州・その他の先進国における安定した事業環境に支えられ、引き続き堅固なファンダメンタルズを示しています。質が高い金融機関の発行体は、不透明な金利環境、持続的なインフレ、サイバーリスク、規制が緩いプライベート資本市場の台頭、そして継続する地政学的緊張の中でも、安定した収益性、堅牢なバランスシート、下方耐性のある資産の質を維持しています。資本・流動性特性が改善していることにより、クレジット指標が良好な発行体は特に賃金圧力、関税の変動、規制の変化をより効果的に吸収でき、欧州のような低成長環境においても全体的な耐性が高まっています。

## グローバルの銀行

グローバルの銀行は、堅固な資本、安定した資金調達、改善した商業用不動産（CRE）の動向により良好な状態にあります。収益性は、より良いコスト比率、正常化した資金調達環境、業界再編の動き、そしてセクターの回復力に対する信頼の高まりに伴う優先証券市場の力強い回復によって支えられています。欧州では、ソブリン債の安定性、インフレ、関税、景気後退に関するリスクには留意が必要と見られます。

## 保険

資本水準は引き続き堅調です。損害保険（P&C）会社は、自然災害の増加に加え、訴訟の濫用およびインフレ圧力に直面していますが、厳格な引受姿勢が健全な収益性を支えています。生命保険・年金保険会社では、先進国の高齢化のニーズが追い風です。プライベート・エクイティとの提携の急拡大、オフショア再保険、プライベート商品や証券化商品への投資の拡大は、利益相反や、格付け・規制の隙間をつく取引によるリスクへの懸念を高めていますが、投資全体の品質は総じて良好です。規制は進化を続けており、欧州のルールは保守的な前提に基づいています。

## 公益事業

米国の規制対象の公益事業会社は、データセンター需要による強い電力需要の拡大、脱炭素化への投資、気候リスクにより、前例のない資金需要に直面しています。多額の資金調達需要がありつつ、公益事業会社はバランスシートの健全性と規律ある成長を優先するため、クレジットの質は安定すると見込まれます。値上げに対する圧力は高まっていますが、高度化する料金メカニズムと支援的な規制により、大口需要の増加から顧客が受ける影響は緩和されています。ムーディーズが下位劣後債に 50% のエクイティ信用を付与したことハイブリッド証券の発行が急増し、これがバランスシートの強化につながっており、この動向は続くと見込まれます。

## 政治・地政学リスク

米国では、歳出、移民、連邦権限をめぐる党派対立が続いており、FRB の独立性をめぐる問題が市場の不確実性を高めています。欧州では、連立政権を巡る不安や予算、移民、エネルギー政策に関する争いがより深刻化しています。ガザ和平計画への取り組みにもかかわらず、中東の緊張は高まつたままであり、ウクライナ・ロシア戦争はロシアとの交渉が続く中で 4 年目に入っています。一方、継続的な関与にもかかわらず、米中間の緊張は続き、全体的な地政学的不確実性を強めています。

## ESG

政府は、エネルギー転換目標、負担可能性、エネルギー安全保障の間で、より実務的にバランスをとるようにシフトしています。これは地域ごとに異なるアプローチを伴います。金融セクターでは、より強固なサイバーセキュリティの監督がガバナンスを左右するようになっており、インフラ、人的体制、防衛能力への投資が増加しています——この分野では北米の機関が現在リードしていると思われます。

## マクロおよびクレジット見通し

### 緩やかだが安定した世界成長見通し

世界の GDP（2025 年に約 117 兆ドルと推計）の大部分は、米国、EU、中国で生み出されています（図表 1 を参照）。最近の IMF データによれば、世界の経済成長率はコロナ後の反発から低下しましたが、2026 年には 3.1% で安定する見込みです。国際通貨基金（IMF）は、米国の成長率を約 2.1%、EU を約 1.4%、中国を約 4.1% と予測しており、構造的な逆風が内需を抑制しています（図表 2 を参照）。これらのデータは、コロナ開始以来の成長トレンドを反映しており、2020 年の急激な落ち込み、2021 年の力強い反発、そしてより安定した成長ペースへの回帰を示すものです。

関税と貿易障壁の拡大は世界経済活動に重しとなっていますが、米国の金利はこれまでよりも低い水準に落ち着く見込みです。先進国の生産の大半を占めるサービスは、貿易からの影響がはるかに少なく、企業は関税コストの一部を吸収し、サプライチェーンを分散化しました。これらの調整は世界的な混乱を防ぐのに役立ちました。同時に、ソブリンの財政環境はますます厳しくなっています。主要先進国の公的債務比率は、第二次世界大戦後の期間で最高水準あるいはその近辺にあり、低金利での借り入れやパンデミック時の景気刺激がその背景にあります。

米国景気の勢いは鈍化したものの底堅さを維持しています。家計の資産に支えられた消費が成長を牽引し、企業は関税の影響を一部吸収しています。タイトな水準にあるクレジット・スプレッド、堅調な株式市場、潤沢な流動性といった良好な金融環境が、減速を抑制しています。AI、データインフラ、自動化への投資は生産性を高めています。2026 年の金融緩和と財政支援が、さらに活動を活発にする可能性があります。

欧州の見通しは徐々に改善しています。安定した雇用、実質賃金の上昇、ECB の政策緩和が家計の消費を支えています。ドイツのインフラ・防衛支出は、地域の投資を緩やかに押し上げるはずです。フランスは一方で、政治的不確実性と予算上の制約が雇用や民間投資を抑制するため、成長は弱含む見通しです。

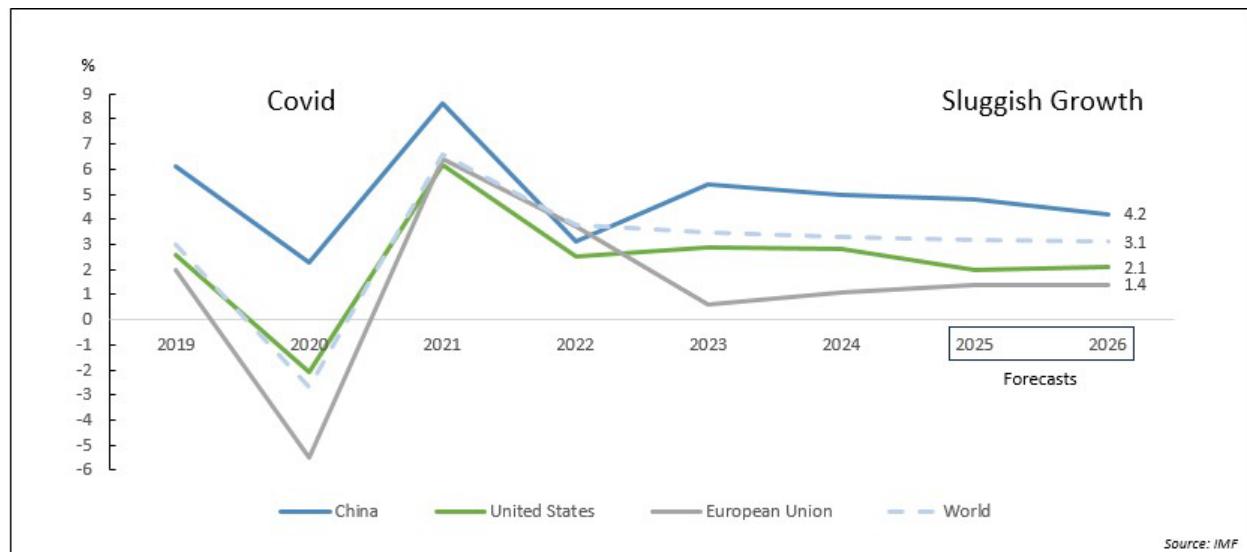
中国の穏やかな成長は、輸出、産業政策、ターゲットを絞った景気刺激によって下支えされていますが、国内経済のファンダメンタルズは弱い状況が続いています。家計の先行きに対する信頼感の弱さ、不振な不動産市場、低調な民間投資が需要を抑制し続けています。それでも、EV、電池、クリーンエネルギー技術といった戦略的セクターが、トレンド成長率が低下する中でも生産を支える見込みです。

図表 1:国・地域・グループ別の世界 GDP 寄与度

2025 GDP Estimates		
Country/region/group	GDP, current prices (Trillions of USD)	% of World
<b>Advanced economies</b>	<b>69</b>	<b>59%</b>
United States	31	26%
European Union	21	18%
<b>Emerging market and developing economies</b>	<b>48</b>	<b>41%</b>
China	19	17%
<b>World</b>	<b>117</b>	<b>100%</b>

Source: IMF

図表 2: 世界および国・地域の経済成長率（年率）



Source: IMF

### 米国の経済・地政学見通し：今後の道筋

米国経済は底堅さを保っています。ただし、借入コストの高止まりにより、需要は徐々に冷え込み、成長は緩やかに減速すると見込まれます。今後の FRB の利下げペースは、インフレと労働市場の状況に依存します。現在の高止まりする物価と関税関連の不確実性は消費者心理を圧迫していますが、短期的な景気後退の可能性は低いとみられます。より長期的な課題としては、拡大する連邦財政赤字や、米国債市場の断続的な流動性逼迫があります。これらの懸念に議会の行き詰まりが加わり、ムーディーズは 2025 年に米国ソブリン債の格付けを Aa1 に引き下げ、S&P およびフィッチと同水準となりました。3 社とも見通しは安定的です。

第 2 期トランプ政権の 1 年目では、政策立案は地政学的な不確実性と高まる財政圧力の中で、経済成長の支援に焦点が当てられました。政権は、化石燃料の生産、国内製造業、そして（特に銀行に対する）規制緩和を強調しました。これらの施策は One Big Beautiful Bill Act (OBBA、「ひとつの大きく美しい法案」) を通じて進められ、2017 年の減税の大半を延長し、防衛、国境警備、移民の取り締まりに対する資金を増やしました。メイ

ケイド（低所得者を対象とした米国の公的医療保険制度）やその他ヘルスケアプログラムの削減は、連邦歳出の伸びを鈍化させる可能性がありますが、保険対象範囲の縮小や州や病院への負担増というリスクを伴います。クリーンエネルギーのインセンティブ廃止は、公益事業会社による低コストの再生可能電力へのシフトを大きく遅らせることはないでしょう。

OBBA は、今後 10 年で連邦財政赤字を数兆ドル拡大させると予測されており、これは格付機関が警鐘を鳴らす懸念事項です。関税収入は赤字支出の一部を相殺する可能性があります — 初期データでは、2025 年に関税措置が発表された当初に恐れられたほどの物価への影響は限定的であったことが示唆されています。最高裁判所は、国際緊急経済権限法（IEEPA）に基づく大統領権限逸脱の可能性について審理中であり、法的な不確実性が残っています。他方、OBBA の厳格な移民条項（不法入国の減少および強制送還の拡大）は、農業、建設、サービス業で労働供給を引き締め、賃金上昇圧力を高める可能性があります。

イスラエルとハマスの戦争は、2023 年 10 月のハマスによる攻撃以降、ほぼ 2 年間続きました。米国は紛争を通じてイスラエルを支援し、イランの核施設を標的とした限定的な空爆を実施しました。2025 年後半、カタール、トルコ、エジプトの支援を得て、米国はガザに関する包括的な和平枠組みの交渉を支援しました。これは、ハマスの非武装化、国際的な監督下での復興、新たな共同統治体制を求めるものです。和平に向けた取り組みの成功は、信頼できる改革、持続的な武装解除、強固な監督に依存しており、中東全域で緊張が高いままであることを踏まえています。

米中関係は経済的相互依存の深さを踏まえると、大筋では安定しているものの繊細な状態です。この相互依存により、先端半導体のような技術分野における競争が激化する中でも、直接的な衝突の可能性は低下します。台湾をめぐる摩擦、統治や人権に関する相反する見解、長年続く対中貿易赤字は、緊張を残す要素です。進展は不均一ですが、双方とも意図せずエスカレートするリスクについて認識しています。

クレジット投資家にとって、米国の政策の変化は複雑な投資環境となります。より大きな赤字と米国債の供給増は利回りを押し上げる可能性があり、銀行規制の変更が金融セクターの下方耐性を高めて業績を底上げするかどうかは今後も注目すべきと考えます。関税の不確実性、労働供給の制約、そして通商権限における法的な巻き戻しの可能性は、突発的なボラティリティ上昇とスプレッド拡大の要因です。総じて、クレジットの質が高い金融機関の発行体が最も良好なポジションにあると考えられます。

## 欧州：鈍い成長と高まる政治的緊張

米国とは異なり、欧州の見通しは雇用の安定、賃金の底堅さ、欧州中央銀行（ECB）の緩和政策、インフラやグリーン・テクノロジーへの投資による小幅の改善にとどまる見込みです。インフレは低下傾向にあり、今後数年で 2% を下回る見通しです。EU 最大の経済国であるドイツは、大規模な財政・防衛拡張を進めており、EU の成長の要因となる可能性があります。さらに、2025 年にはフランスのソブリン格付けが AA- から A+ に引き下げられました（見通しは安定的）。これは高水準の債務、赤字の拡大、政治的行き詰まりを反映する一方で、フランスの大規模かつ多様な経済、EU からのサポート、健全な銀行セクターが一部相殺要因となっています。

しかし、欧州全域で伝統的政党への信頼が低下し、分極化が進んでいます。フランスとドイツの行政の非効率性は、有権者の不満の高まりや連立の緊張を際立たせています。フランスでは、生活費の高さ、安全保障への懸念、制度への不信が、極右政党「国民連合（National Rally）」の支持を強め、マクロン大統領の中道政権は、エネル

ギー、労働、EU 改革を前進させることを妨げる分裂した非協力的な議会に直面しています。ドイツでは、メルツ首相が 2025 年末に財政と防衛支出の増加を打ち出したにもかかわらず、経済は停滞しており、彼の中道右派のリーダーシップに対する国民の不満が高まり、極右政党「ドイツのための選択肢（AfD）」の支持が強まっています。フランスとドイツの極右政党は、ナショナリズム、強硬な反移民政策、EU への懐疑論、気候・グリーン転換への反対という共通の綱領を持っています。

英国も、EU 異脱以降は分断が続いている、移民、経済戦略、公共サービスの資金をめぐる対立が政情を形作っています。これは、より広範な欧州の傾向や伝統的な中道連立の弱体化と並行するものです。

経済面では、欧州は安定しつつも制約を受けています。インフレは 2022 年のピークから低下し、サプライチェーンは正常化し、エネルギー市場はロシアのウクライナ侵攻以降、はるかに予測可能になっています。ドイツとイタリアの成長は低調と見込まれる一方、スペインは引き続き欧州で最も良好な成長率となる見込みです。その一方、構造的な弱点が欧州の潜在力をなお制約しています。ドイツの産業転換の遅れ — 特に電気自動車と再生可能エネルギー — がユーロ圏の重荷となっています。大陸の多くの生産性の伸びは鈍い中で、資本市場のさらなる活用が国内投資を刺激する可能性があります。中国の減速予測と世界需要の弱さは、輸出による支援をさらに弱めます。これらの力学は、2026 年に大幅な加速ではなく、緩やかで安定した成長を示唆します。財政状況も、回復と制約が混在するこの様相を反映しています。南欧諸国は、債務の安定化と財政規律の強化によって信認を高め、銀行は 10 年前に比べてはるかに健全です。しかし、イタリアやギリシャなどの高い公的債務負担と、EU の財政規律の遵守への圧力再燃により、景気刺激や新たな家計支援の余地はほとんどありません。欧州の見通しを語る上で地政学的リスクが焦点となります。ロシアのウクライナ戦争による防衛支出とエネルギー戦略の再構築は続いているが、EU と米国は政治的制約に直面し、ウクライナへの軍事・財政支援が鈍っています。一方、中東の不安定化、増大するサイバー脅威、サプライチェーン再編、そして中国との複雑な経済関係がさらなる不確実性を加えています。これらが総体として、欧州の慎重な経済スタンスを強め、指導者たちが直面する政治的課題の難易度を高めています。

## 銀行

2026 年において、銀行セクターのクレジットリスクは抑制されると考えられますが、複数の不確実性が残っています。地政学的な紛争、サイバー脅威、プライベート市場におけるリスクです。オフィスセクターで特に懸念された商業用不動産の崩壊は誇張されていると思われます。資金調達条件は正常化し、コロナ前の状態には戻っていないもののオフィス回帰は継続しています。

優先証券市場はスプレッドが縮小しており、銀行の中核的自己資本の強靭性への信頼の再構築、そして財政支出による景気刺激の増加（特に防衛費の増加が見込まれる欧州）に後押しされています。米国では、FRB の利下げが、銀行の質の高い証券ポートフォリオにおける時価評価損の回復を加速すると見込まれることはプラスに働き、景気の勢い維持にも寄与すると考えられます。

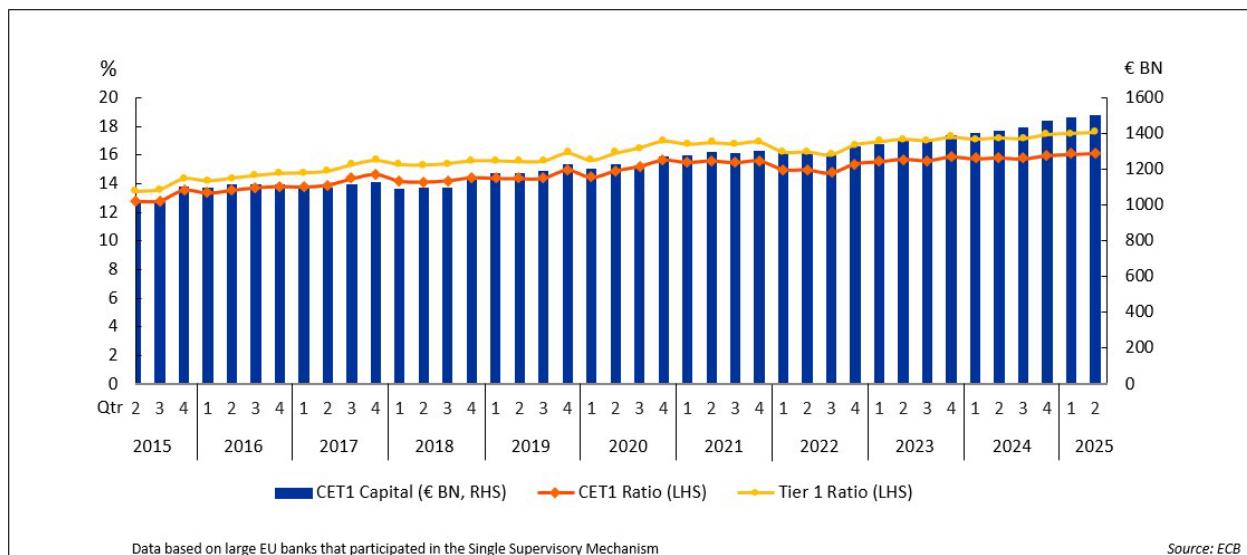
## 今後の論点

地政学的紛争、サイバー脅威、プライベート市場の脆弱性に加えて、より大きな懸念はソブリン債務の継続的な増加です。政府にも持続可能な債務には限界があります。主要国が債務や通貨危機に直面すれば、世界的に深刻なショックを引き起こしかねません。フランスで繰り返される政治的不安定は、財政を巡る基本観の対立と福祉国家の拡張の勢いが止まらないことを一部反映しています。これはフランスだけにとどまりません。

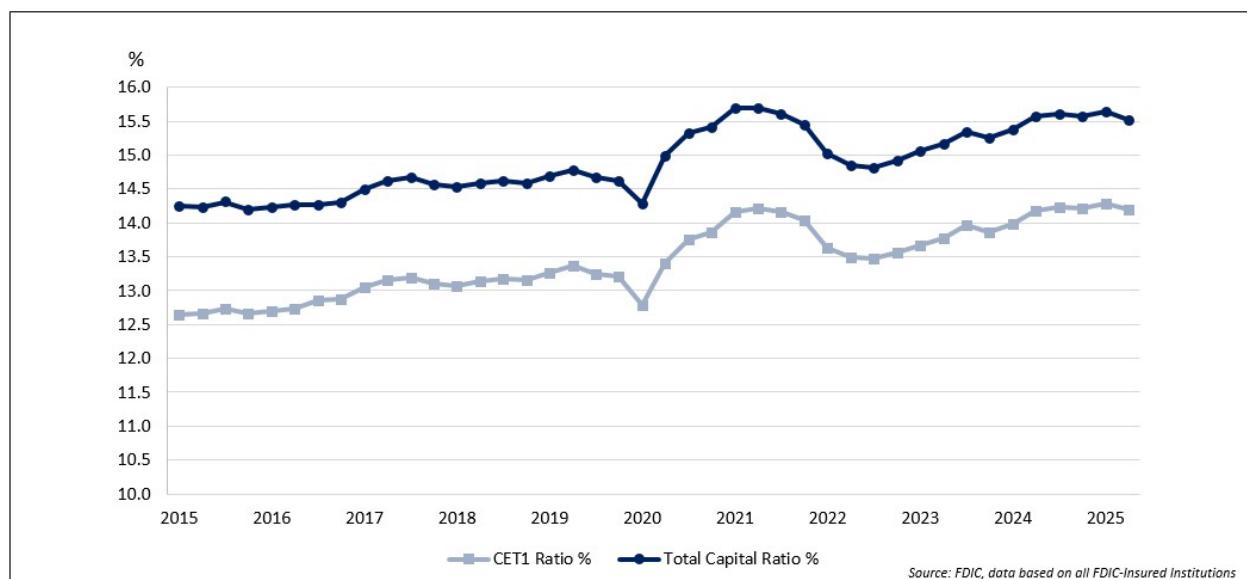
財政刺激にもかかわらず、米国の景気後退 — たとえ軽微であっても — は可能性として残ります。関税に関連する景気の調整、そして長期の経済拡張局面に不可避な息切れが潜在的な原因です。景気後退は銀行に圧力となり、貸出ポートフォリオの質と貸出需要の悪化を通じて、純金利収入を減少させ、貸倒引当金の増加を招き、手数料収入も縮小する可能性があります。ただ、短期的には米国の景気後退は想定していません。

欧州では景気後退懸念が続いており、エネルギー・産業上の負担を背景に低調なパフォーマンスを示すドイツ、そしてより深い構造改革の必要性がその要因です。防衛支出の増加はこうした圧力の一部を相殺する可能性がありますが、その効果が現れるには時間がかかります。（EU および米国の銀行資本については図表 3 と 4 を参照。）

図表 3：欧州銀行の資本比率



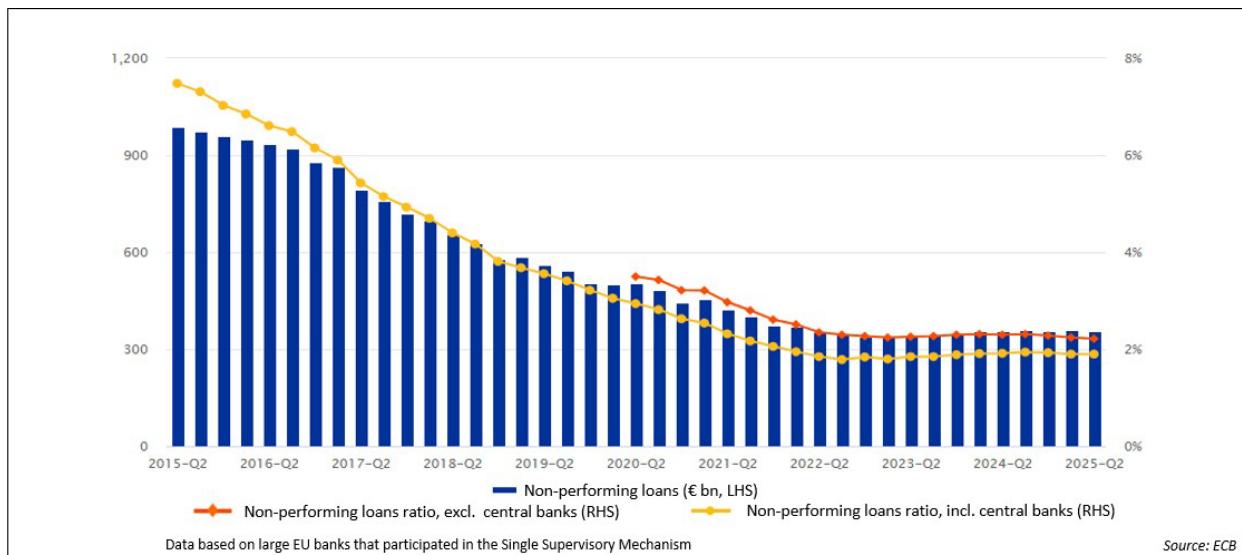
図表 4：米国銀行の資本比率



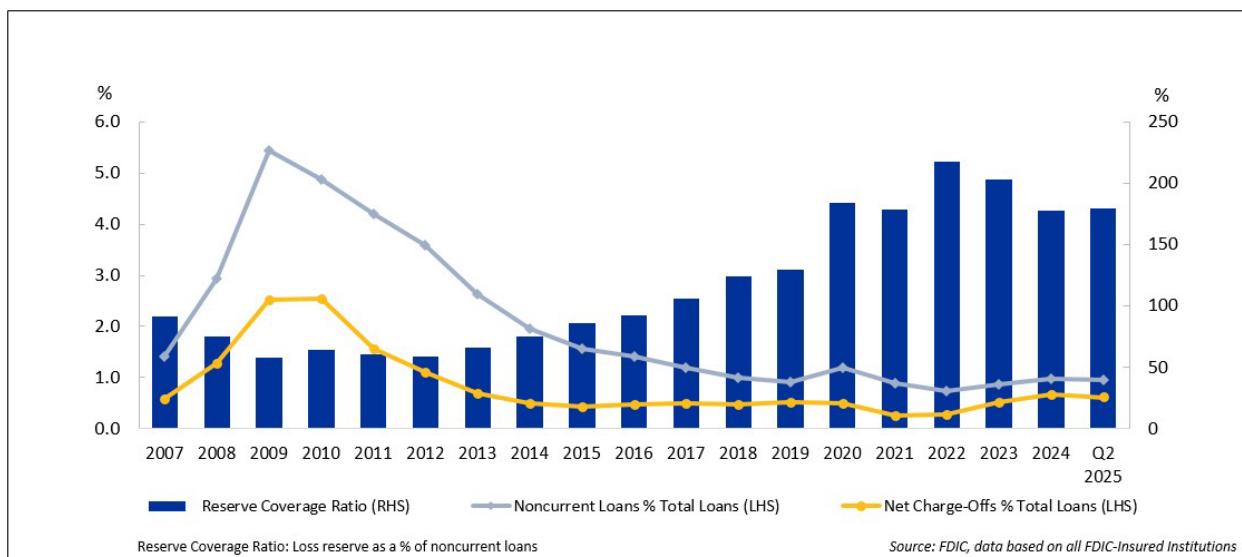
貸出ポートフォリオの質はすべての銀行にとって核心的な論点であり、現状の数値は概ね良好です。しかし米国では、コロナ期の政府支援の恩恵を受け、その後支援を使い果たした低・中所得層の消費者を中心に懸念が高まっています。

す。商業用不動産への懸念も残っており、特に「B・C グレード」の低品質物件がなお課題です。コロナ禍前の環境には戻っていないものの、オフィス回帰は続いている、資金調達は安定化しています。今後も追加的な貸倒れ増加はあり得ますが、支払い能力（ソルベンシー）に関わるリスクを引き起こすとは見込まれていません。

図表 5: 欧州銀行の資産の質



図表 6: 米国銀行の資産の質

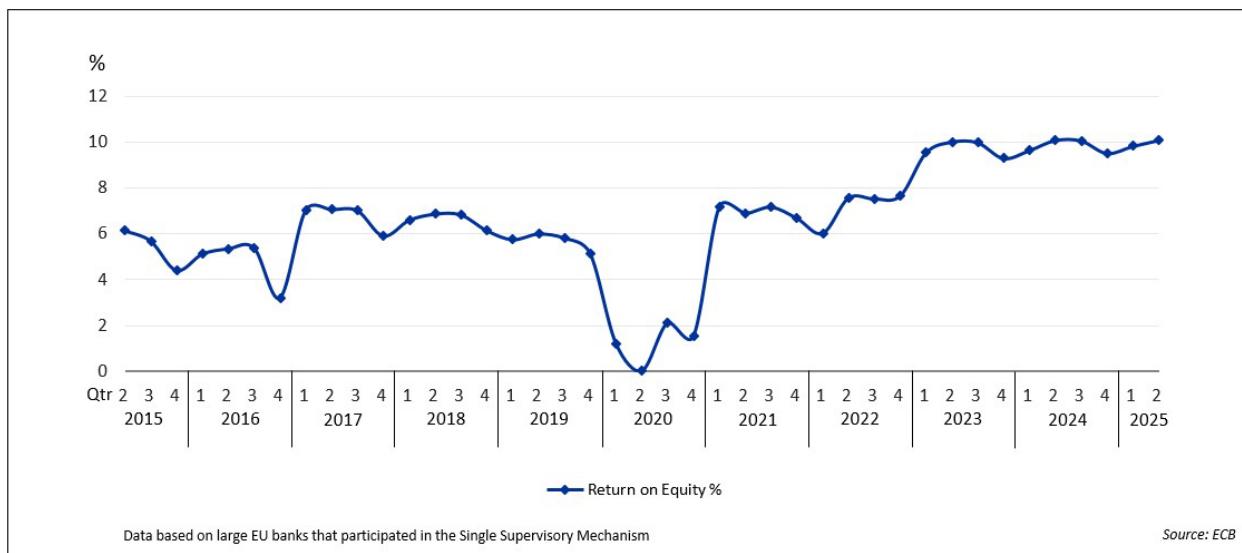


米国において、一部の大手行、地銀、外銀で突発的な貸出損失（おそらく詐欺関連）が報告されていますが、限定的であり、金融システム全体に広がるリスクを示唆するものではないと思われ、これは懸念すべきものとは見ていません。費用は世界の銀行にとって重要な焦点であり、インフレ、規制・コンプライアンス要件、適格な人材の獲得・維持、そしてデジタル金融への継続的移行によって押し上げられています。

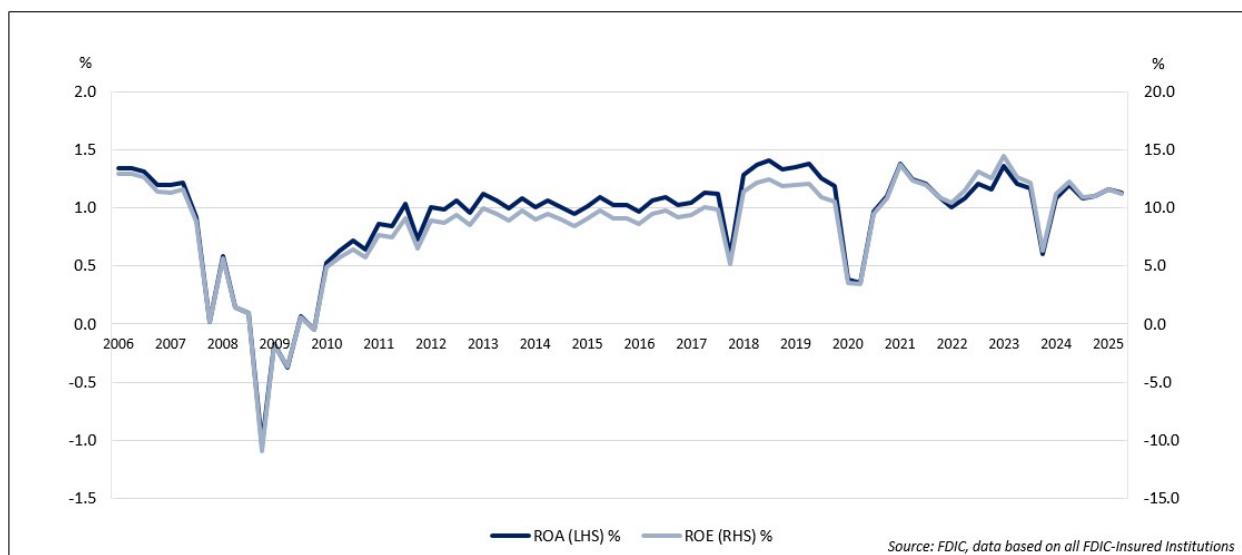
銀行が競争に成功する能力は、コスト管理の巧拙にますます依存しています。デジタルとコンプライアンスのコストは往々にして固定費であるため、規模の経済がより重要になっており、こうした経済的事実は今後も業界の統合を促すでしょう。うまく実行されれば、この種の合併は買収側の大手銀行が事業基盤をさらに強化し、コストを分散する助け

となります。（EU と米国の銀行収益性については図表 7 と 8 を参照。）

図表 7：欧州銀行の収益性



図表 8：米国銀行の収益性



トランプ政権下の規制緩和は、銀行の統合を後押し、M&A のプロセスはより容易かつ迅速になると見込まれます。加えて、資本、資金調達、関連分野を対象とする銀行規制は、世界金融危機以降、より厳格化されてきました。規制当局は今、何が機能し、何が機能せず、どこで規則が重複しているのかを検証する、全体的な枠組みの見直しを進めており、銀行コストの抑制に資することを目指しています。ガードレールを脆弱にするような提案はされません。欧州の規制当局は規制緩和に消極的ですが、競争力維持のために一定の措置を取る可能性があります。

サイバーリスクは地政学的な紛争と不可分であり、国家が主要な役割を果たしています。銀行のデジタル化が進むにつれ、サイバー犯罪者の容易さと経済性は増しています。このリスクを測るのは難しく、大規模な事案はしばしば予兆なく現れます。規制当局と銀行は防御に多大な資源を投じていますが、完全に排除可能なシステムは存在しません。銀行固有の事案ではなく、システム全体に及ぶサイバーイベントは、はるかに有害となるでしょう。

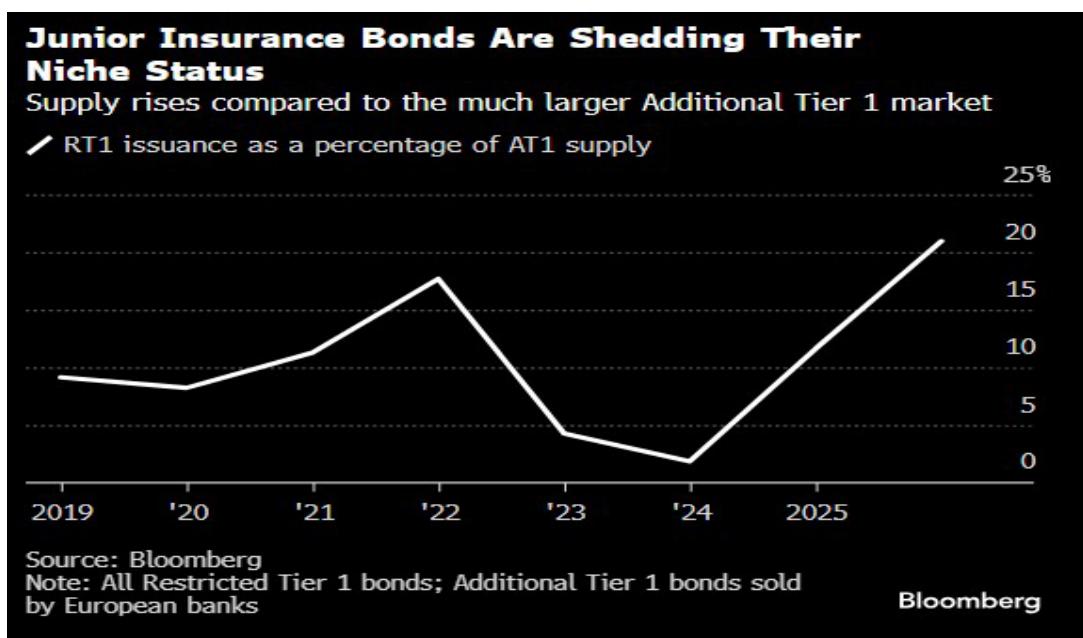
プライベート資本（負債と株式の両方）は、銀行およびより広い金融システムにとって新たな懸念です。銀行はプライベート・レンダーにビジネスを奪われていますが、より大きな問題は不透明性です。限定的な規制と開示により、リスクがどこに存在し、どれほど集中しているのかを評価することが難しくなっています。プライベート・クレジット・ファンドの急増は、セクター全体で引受やリスク管理の一貫性に疑問を投げかけ、最終的な帰結がどうなるかは不確実です。

インフレも懸念として残っています。関税および「ニアショア・フレンドショア」への移行は、消費者物価を押し上げる一因となっています。高インフレはアルゼンチンが示すように、経済に深刻な打撃を与え得ます。低成長と組み合わされば、ステグフレーションのリスクを高めます。インフレは目に見えない税の役割を果たし、物価高も金利高も、銀行にとって好ましいものではありません。

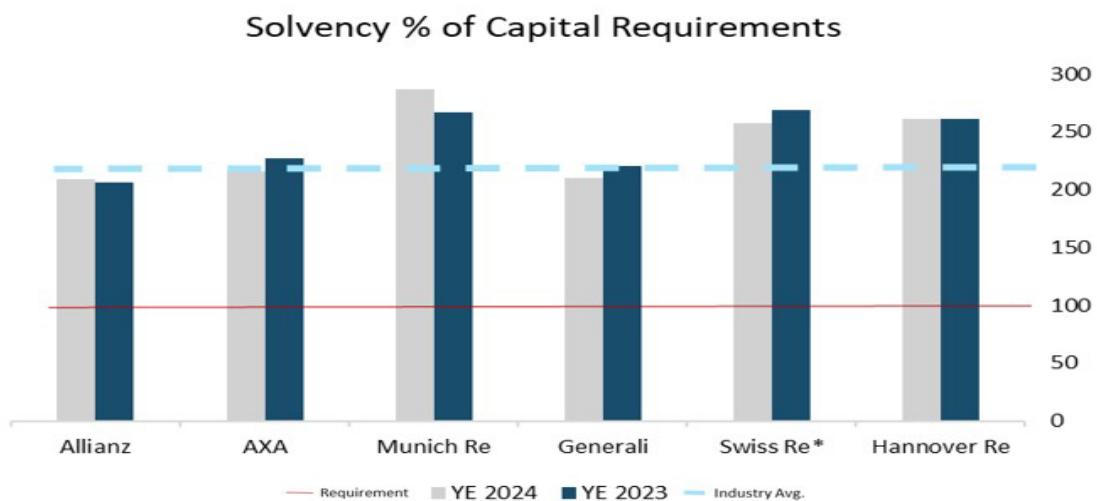
## 保険

保険会社は強固な資本を維持し 2026 年を迎えました。損害保険会社および再保険会社は、自然災害、経済インフレ、裁判制度の乱用という課題に引き続き対応しています。生命保険会社および年金保険会社は、長期の契約者準備金による安定した資金調達に支えられ、全体のクレジットの質は高いものの、流動性の低い投資配分を増加させています。米国の保険規制は主に州単位であり、連邦政策の直接的な影響は限定的です。それでも、通商交渉に起因するインフレは損害保険会社の収益を圧迫し、マクロの前提条件や市場ボラティリティの変化も結果に影響する可能性があります。概して、よりステップなイールドカーブは保険のファンダメンタルズにプラスと考えられます。ソルベンシー2への移行措置が 2025 年末で終了したことや、スイスおよび日本の新ルールなどの規制の進展は、ティア 2 や RT1（制限付きティア 1）などの下位劣後の保険資本証券の健全な発行を引き続き後押しすると見ていますが、新発債発行の規模は銀行には及ばないと想定されます（図表 9）。欧州の保険会社の資本は必要水準の 2 倍以上を維持しています（図表 10）。

図表 9: ティア 1 の新規発行に占める RT1 の割合：資金調達は増加傾向



図表 10: 欧州保険の資本は堅牢目つ安定



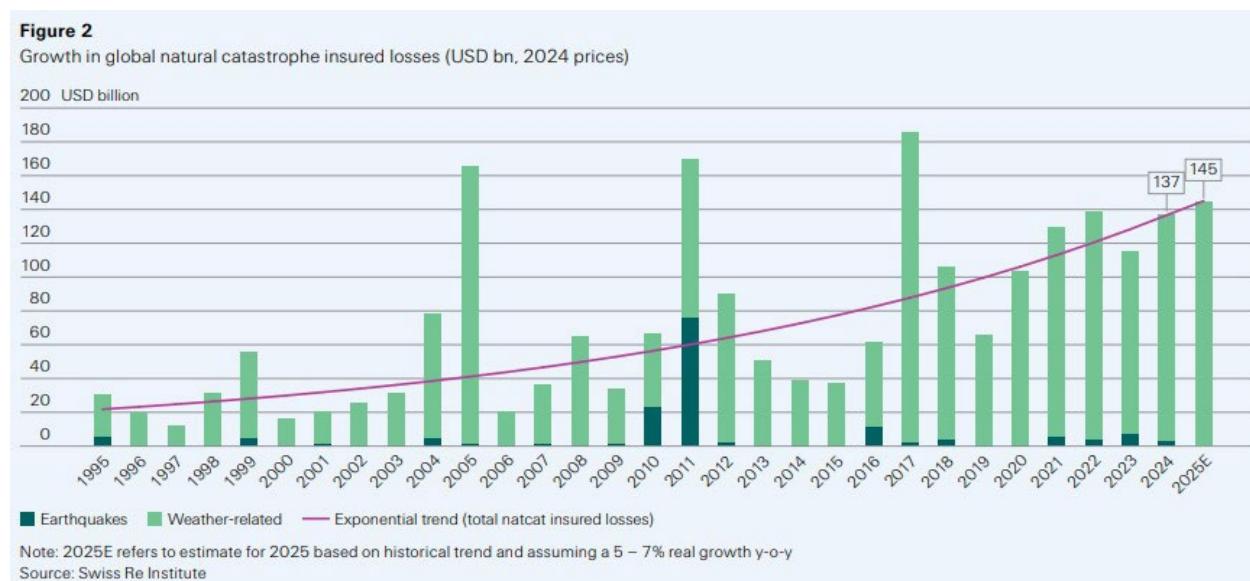
Source: Bloomberg, Spectrum (industry avg. based on selection of 28 representative companies)

\*Swiss Re based on Swiss Solvency Test (SST), all others Solvency 2

## 損害保険および再保険

損害保険会社は、健全な価格決定力と巧みな引受によってリスクを管理し、良好なポジションを維持しています。十分に資金を持つ原告側弁護士や社会的変化によって引き起こされる巨額の賠償金は、特に米国で、商業トラック輸送などの企業保険契約者、または虐待や有害な環境健康曝露（例：PFAS）に起因する第三者賠償責任に影響を与えてきました。この「社会的インフレ」は法曹界に大きな利益をもたらす一方、傷害保険の請求と保険料を増加させています—保険会社の経営者（例：チャブの CEO, Evan Greenberg 氏）によれば、最終的には GDP の約 2.5% に相当する税を社会が負担することです。こうした不確実で頻度は低いものの額が大きくなる支払いに備えるための準備金構築の難しさ、修理費の高騰、年間 1,000 億ドルを超える高い水準の自然災害関連の損失（下の図表 11 を参照）といった課題は、良好な保険商品ポートフォリオの分散と積極的な再引受／価格決定戦略によって相殺されています。新たなグローバルのリスクは、サイバー保険のような商品ラインの拡大を促してきました。しかし、サイバー保険の市場は、まだ大規模損失イベントによって本格的に実地で試されていません。年初にカリフォルニアの山火事に伴う保険金支払いが記録的水準となつたにもかかわらず、2025 年の自然災害活動はその他の面で穏やかであり、資本／引受余力を押し上げ、（健全な高水準からの）自然災害関連の保険料低下圧力につながりました。それでも 2023 年に引受方針を変更した後の再保険会社は良好なポジションを維持しており、堅調な利益を継続すると見込まれます。

図表 11: 高い保険付加価値とより頻繁な深刻な災害で CAT (大災害) 損失を押し上げる



## 生命・年金保険にフォーカスした保険会社とプライベート投資の台頭

米国の生命保険会社および年金保険会社は、高齢化の進展と、ストラクチャードおよびプライベート・クレジット投資への投資配分を含む投資収益の改善に寄与する高金利の追い風を受け、記録的な年金保険の販売を達成しました。プライベート・クレジット市場は、世界金融危機後の銀行規制が残したギャップを埋める形で劇的に拡大しました。しかし、過剰にレバレッジのかかった投融資先、緩い規制、金融機関や地域間の規制をかいくぐるなどのリスクが生じている可能性があります。これらのポートフォリオのデフォルト率は、積極的なローンの条件変更や PIK（利払いを債券の追加発行で支払う）機能により、公募債に比べて過小評価されている可能性があります。

保険会社によるプライベートアセット投資は、長年にわたって大きな強みとなっていましたが、より高い利回りのレバレッジ・クレジットへの急速なシフト — しばしばプライベート格付を活用したストラクチャーを通じて — は、新しい、主として米国主導のトレンドとなっています。数兆ドル規模の保険資産が、プライベート・エクイティや特定の領域に特化した投資会社に対し、案件成立のための安定した資金源と収益性の高い運用報酬を提供し、PE が保険会社を所有するブームを助長してきました。スペクトラム社は、これが本質的な利益相反や、規制・格付けの差異の活用につながり得るという見解を長年持っており、引き続き慎重姿勢を維持し、よりバランスの取れたエクスポートジャーを持つ保険会社に注目しています。

国際決済銀行（BIS）や IMF から最近出された警告は、スペクトラム社が長年にわたって発してきた警告と同様のものです。UBS のコルム・ケレハーア会長は最近、危機前のサブプライム時代を想起させる、格付機関毎に異なる格付の恣意的な活用の急増を指摘しました — しばしば小規模な格付機関が、規制適合に都合の良い格付けを提供する形です。保険会社が保有するプライベート取引の鍵となる小規模格付機関への監視の継続（うち 1 社に対する SEC の調査を含む）（図表 12）は、より高い格付けが保険会社にリスクに対して少ない資本保有を許すため、さらに緊急性を帯びています。背後に PE がいる保険会社と強く結びついたオフショア再保険の急拡大は、リスクの集中をさらに進める可能性があります。

一方、伝統的な米国の生命保険会社や欧州の保険会社も、非流動資産への配分を増やしています。しかし、そのエクスポートジャーは PE 関連の同業他社に比べて著しく抑制的です。欧州の保険会社は、証券化や複雑なプライ

ベート・クレジット構造に対し、堅固な資本要件を課す厳格なソルベンシー2の規制に規制されています。一方、規制の変更が、戦略的な投資とより広範なEUの政策目的ために、一定のリスクテイクを促進する可能性があります。米国では、規制当局がよりリスキーな活動を抑制すべく政策を調整中です。こうした市場の変化にもかかわらず、保険会社の投資ポートフォリオの全体的な質は引き続き高く、スペクトラム社はよりバランスの取れたエクスポージャーを持つ保険会社に注目し続けています。

**図表 12: 格付機関タイプ別のプライベート格付が付与された証券**

**Private ratings have been growing in number and importance in the United States.**

**2. Privately Rated Securities Held by US Insurers  
(Number)**

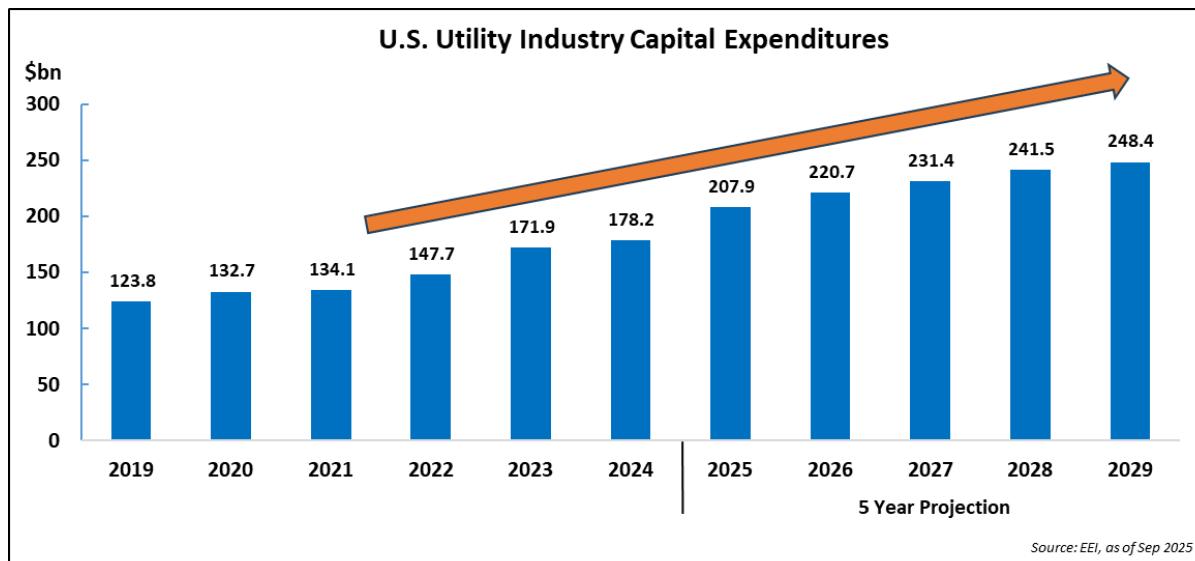


出所：Moody's, NAIC, IMF 職員による試算。注：\*「大手 3 社の格付け機関」は Moody's Investors Service, Standard & Poor's, Fitch を指す

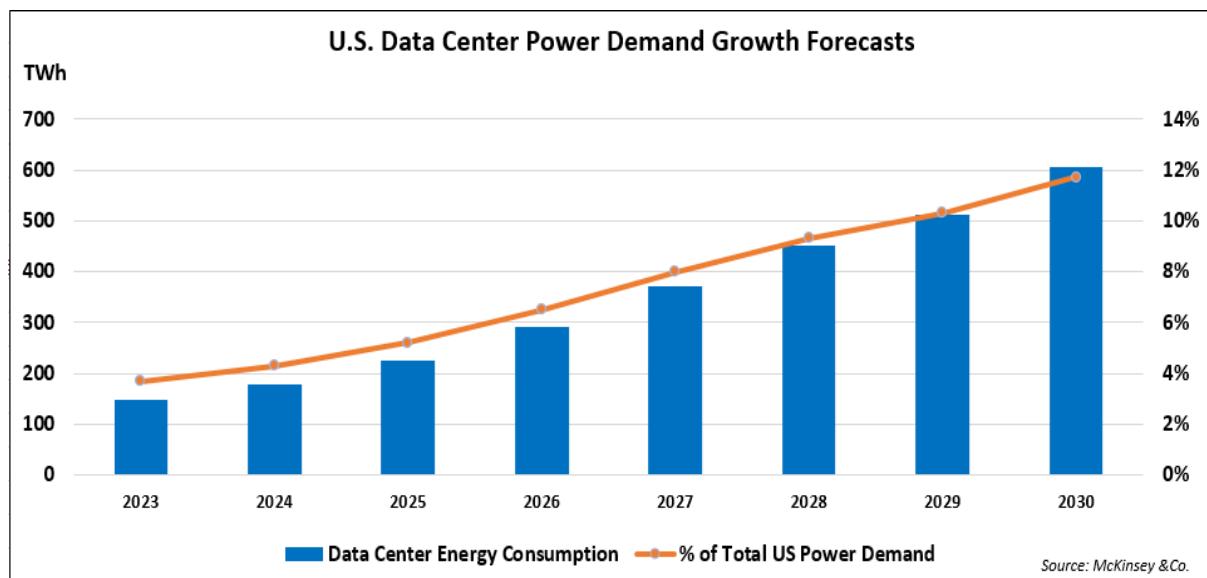
## 公益事業

電力が自由化されず規制された州で事業を展開する公益事業会社は、2026年も安定したクレジット・ファンダメンタルズを維持すると見込まれます。経営陣は、設備投資額と資金調達需要が高止まりする中でも、バランスシートの強靭性と、規制当局の承認のもと利益を上乗せする土台となる送発電設備の資産価値や送発電コストについて慎重に適正なペースで増加させていくことを優先しています。

米国の公益事業業界は、電力の信頼性、料金の抑制、持続可能性を支えるため、今後も記録的な資本投資を継続すると見込まれます。これは、データセンターの増加を含む産業の拡大に伴う電力需要の増加、低コストのクリーンエネルギーへの移行の加速、そして気候変動や山火事リスクに対する送発電能力強化の必要性によって推進されます。

**図表 13: 米国公益事業者の設備投資**


拡大するデータセンター需要によって、安定して電力を供給するための能力を拡大する必要が生じています。1回のChatGPTへの質問と回答の生成は、標準的なグーグル検索の最大10倍の電力を消費することがあるとされています。データセンターの電力消費は一部の都市を上回る可能性があり、効率性向上によって需要が停滞していた数十年を経て、公益事業会社の成長を加速すると見込まれます。データセンターの所有者は低炭素電力を求めていますが、風力・太陽光の「間欠性」は24時間365日の供給を制約し、一部のテック企業は他の電源を模索しています。

**図表 14: 米国データセンターの電力需要成長予測**


廃炉となった原子力発電所の再稼働は、漸進的な解決策を提供し得ますが、公益事業会社は新設炉を長期的かつ高コストの案件と見ています。国家的利益を踏まえ、原子力の成長は連邦政府の支援に依存する可能性が高く、米国政府とウェスチングハウス社の最近の戦略的パートナーシップ（国内の新設炉に 800 億ドルを投資）に反映されています。小型モジュール炉（SMR）と従来型設計の両方で、原子力エネルギーへの関心は継続すると予想します。しかし、業界が過去にコスト超過・工期遅延を繰り返してきた実績を踏まえ、規制公益事業者（州の公共公益委員会などの規制当局によって料金・投資・サービス内容が厳しく管理されている電気・ガスなどの公益事業者）は慎重な姿勢を保つ見込みです。多くは、初期段階のプロジェクトで主導的役割を担うのではなく、建設・開発リスクを共有または外部化する方向を模索するでしょう。このスタンスは、セクター全体のクレジットの質の維持に貢献するとと思われます。

再生可能エネルギーの開発企業は、税控除の段階的廃止加速や許認可の遅延（具体的には新たな洋上風力承認の一時停止が継続）といった課題に直面しています。しかし、強力な州の支援、規模、分散化がリスクの緩和に役立っています。加えて、再生可能電源は依然としてコスト競争力が高く、最も迅速に導入可能であるため、電力需要が急増する中でも、規制下の公益事業会社のリソース配分計画の中心であり続けます。

気候変動や山火事は、公益事業会社に対し、規制当局や議会と協力して山火事の緩和・復旧枠組みを改善し、電力網を堅牢にすることを促しています。厳格な無過失責任法にもかかわらず、カリフォルニア州は、パシフィック・ガス・アンド・エレクトリック社の 2019 年の破綻や最近の南カリフォルニアの火災を受け、山火事基金や責任上限といった州の取り組みを主導してきました。他州も同様の措置を採用しており、今後も採用が続く見込みです。

料金の抑制は、規制当局の最優先事項の一つとなり、セクターにとって潜在的な逆風として浮上しています。規制当局は、新規大口需要の成長、インフラ投資、エネルギー転換の取り組みに伴うコスト増が、既存顧客に過度な金銭的負担とならないように注力しています。これにより、公益事業会社、規制委員会、大口顧客の間で料金設計に関する協調が進んでいます。データセンターのような新規の高負荷需要に対しては、新規参入者が限界費用（マージナルコスト）を負担するようにする料金体系が設計されており、コストが転嫁されることから個人顧客や既存顧客を保護しています。最低料金、退出費用、契約義務といったメカニズムが、保護的措置としてすでに現れています。今後 1 年で料金設計の枠組みに関する、より具体的な進展が見込まれます。料金設計は、供給・需要の逼迫、電力

価格に対する政治的監視の高まりの中で、料金抑制、信頼性、脱炭素化のバランスを取るべく、規制当局と公益事業会社が取り組む重要な焦点であり続けると考えられます。

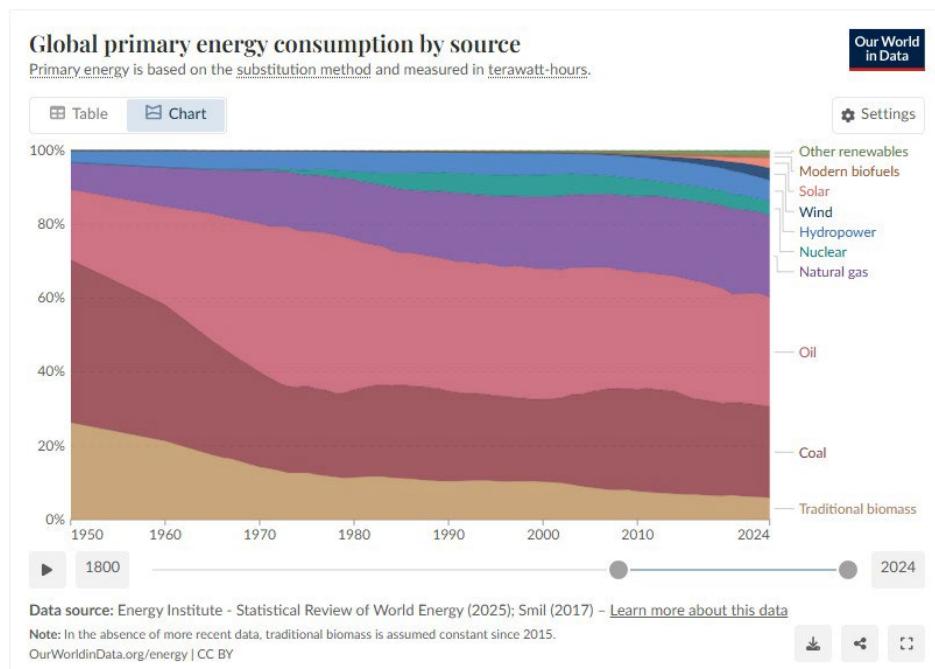
この「設備投資スーパーцикл」の余波の中で、公益事業会社は、資金調達の効率性と財務レバレッジのバランスを取るような信用格付けの維持に努めており、ハイブリッド証券はますます価値のある資金調達手段となっています。ハイブリッド証券発行の増加は、ムーディーズの格付手法の改訂が大きく寄与しており、これにより下位劣後債は、優先株のような永久劣後証券と同じ 50% のエクイティ・クレジットが付与されるようになりました。これにより、発行体の調整後レバレッジ指標を改善しつつ、利息の税控除を維持することで、財務の柔軟性が高められます。投資家にとって、ハイブリッド証券の米国社債指数への組み入れは、適格な買い手層を広げ、流通市場における流動性を改善しました。ハイブリッド証券は公益事業会社の資本構造において、バランスシート管理と資金調達の多様化を支える重要なツールであり続けると見込まれます。

## エネルギー

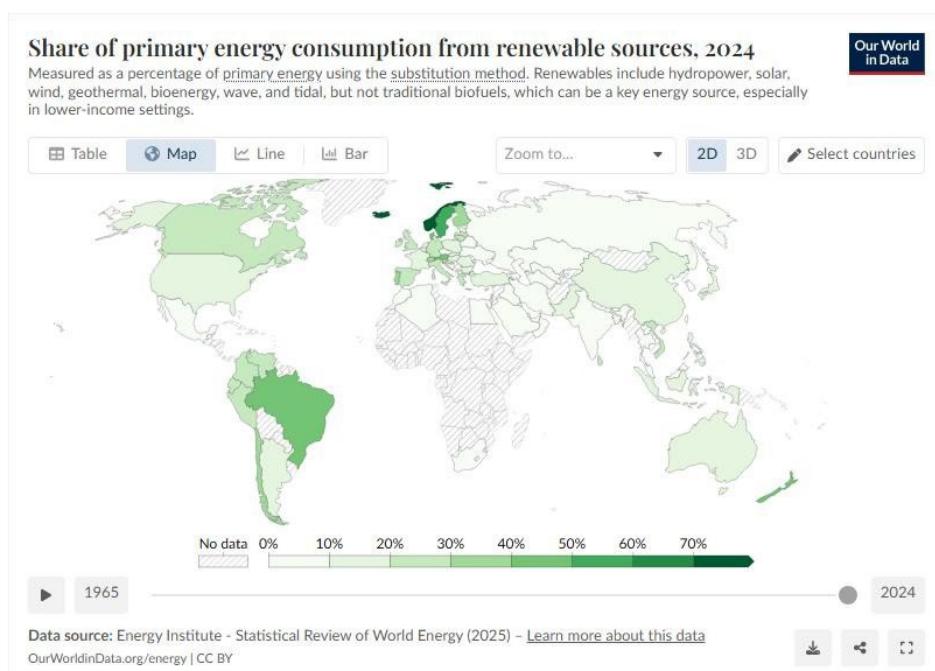
石油市場は、2025 年に OPEC プラスが増産に転じたこと、そして米国の広範な関税発表を受けて、数年ぶりの安値へと下落しました。ピークの夏季ドライブシーズンは、原油価格はレンジ内にとどまり、中国が戦略備蓄向けに安価な原油を購入する中で、OPEC プラスの追加の産油量引き上げ発表を概ね吸収しました。見通しでは、2025 年第 4 四半期から 2026 年にかけて、石油供給が需要を上回るとされ、国際エネルギー機関（IEA）は記録的な余剰を予測しています — 毎月の見積りが上方修正されています — また、エネルギー情報局（EIA）や個別企業も、より小さいながらも余剰を予測しています。これまでのところ、在庫バランスは上向いていますが、前年を大きく上回ったり、過去 5 年平均を超えるほどには至っていません。

2025 年には、関税による景気減速の可能性、電気自動車（EV）の更なる普及、OPEC・非 OPEC 諸国の生産増加により、石油需要の不確実性が高まりました。IEA は最新の見通しにおいて「現行政策シナリオ（CPS）」を再導入しています。OPEC と米国は以前の版を、世界需要を過小評価しているとして疑問視しており、OPEC 独自の推計は IEA よりも定常的に高い値を示しています。CPS は 2050 年までの石油需要の増加を現在予測しており、代替の「表明政策シナリオ（STEPS）」では、2030 年まで需要が増加した後、長い横ばい局面に入り、最終的に 2050 年まで緩やかに減少するとしています。天然ガス需要は、それぞれ 2050 年および 2035 年まで伸びると見られています。

統合型の石油・ガス企業は、商品市況のサイクルを乗り切る経験と能力があり、強固なバランスシートと潤沢なキャッシュフローを維持しながら、原油価格の下落にも耐えるでしょう。油田の最も生産性の高い地点への掘削（ポートフォリオのハイグレーディング）、設備投資の削減余地の確保、自社株買いの縮小は、さらに価格が下落した場合の緩和策となります。執筆時点では、市場価格はコストを賄うために必要な平均損益分岐点水準を上回っています。世界の石油・ガスメジャーは、現在のエネルギー需要に不可欠であり、エネルギー転換への投資には慎重なアプローチを取っています。これらの企業は、より収益性の高い石油・ガス資産とオペレーションへの中核的な焦点へと回帰し、収益性の低い再生可能エネルギー事業への設備投資を減らしてきました。化石燃料は世界の主要エネルギー源であり、石油、ガス、石炭が世界の総エネルギー消費の 75% 以上を占めています（図表 15）。

**図表 15**


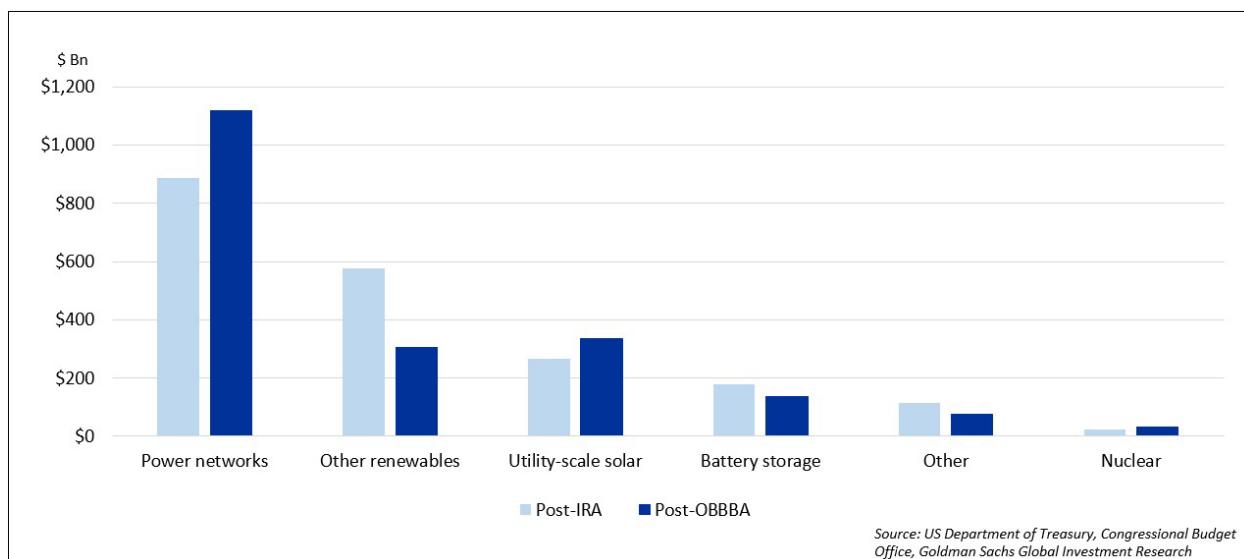
過去 10 年で再生可能エネルギー源の利用は加速し、過去 5 年で採用がさらに進みました。風力・太陽光といった低炭素源の増加は、過去 20 年にわたる原子力の利用減少によって一部相殺されていますが、各国が低炭素で信頼性の高い代替エネルギーへと傾斜する中で、今後数年で原子力の利用が増加する可能性が高いと思われます（図表 15、図表 16）。世界のエネルギー需要が増加する中で、再生可能エネルギーは成長を続ける運命にあり、データセンター、さらなる産業の電化、EV の普及が電力需要に加わります。短中期的には、再生可能エネルギーが化石燃料の補完的なソースとしてどの程度使われるのか、あるいは完全な代替エネルギー源としてどこまで使われるのかが、なお問題として残ります。

**図表 16**


## ESG へのフォーカスシフト

政治的圧力が高まる中、米国と EU の政策立案者は、持続可能性および ESG の領域で、エネルギー転換目標と実務的な考慮事項の間での焦点を再バランスしています。現在の議論は、規制を簡素化してコンプライアンスの負担を軽減し、企業の競争力を高めることに集中しています。ただし、規制やクレジットリスクを評価する際には、レトリックと現実を区別することが重要です。脱炭素化の道筋は地域ごとに異なる一方で、エネルギー安全保障とサイバーセキュリティは、広く市場横断的に共有される優先事項です。政策立案者は、エネルギー安全保障と負担可能性を確保しつつ、長期的なエネルギー転換の取り組みを継続することに注力しています。投資家にとっての課題は、転換目標とパフォーマンス目標の両方を達成し、長期的なレジリエンスに向けたポジショニングを行うことです。米国では、2025 年に成立した OBBBA によるインフレ抑制法 (IRA) の税制優遇の巻き戻しにもかかわらず、AI 主導の需要とデータセンターの成長が、費用対効果の高い再生可能電源の迅速な導入を引き続き支えるはずです。電力供給が重要なボトルネックであるため、公益事業者は長期の設備投資と新規電源開発に対して建設的な姿勢を保っています。2026 年の中間選挙が近づくにつれ、電気料金の負担可能性は主要な社会的論点になると見込まれます。州の政策立案者は、負担可能性とより広い持続可能性の目標を重視する傾向があり — 多くの州はクリーンエネルギーを引き続き支持しています — 負担可能性とより広い（以下重複）持続可能性の目標に焦点を当てる傾向があり — 多くの州はクリーンエネルギーを支持し続けています — 一方で地方の公職者は、雇用創出と経済開発を優先する傾向があります。

図表 17: 米国電力セクターの投資比較 (IRA 後と OBBBA 後)



エネルギーインフラにおける優先事項の変化に並行して、デジタル経済へのシフトは、サイバーセキュリティに焦点を当てた重要な社会的およびガバナンス上の責務を浮かび上がらせています。偽情報と電子戦へのエクスポートジャヤーの増加は、機関全体の運用上および評判上のリスクを強めています。地政学的緊張は、個々の攻撃者と国家に関連する脅威を区別することを複雑にし、後者は保険補償から除外されることが多いです。金融セクターの責任あるガバナンスには、今や強固なサイバー監督が必要であり、クラウドおよび IT インフラへの投資拡大、人的体制の拡充、そして技術予算に占めるサイバーセキュリティの比率の拡大が求められています。北米の金融機関は、成熟したサイバー・ガバナンスの枠組みを構築し、ますます高度化する攻撃に対する防御を強化する点で先行しています。

Joe Urciuoli、エグゼクティブ・ディレクター & ヘッド・オブ・リサーチ  
スペクトラム・アセット・マネジメント

## リスクおよび費用について

### 【リスク】

下記は優先証券投資に伴う、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ことがあります。

- 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。
- 繰上償還リスク：優先証券には繰上償還条項が設定されているものがあります。当初の繰上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、償還される可能性があります。金利低下局面で繰上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、組入銘柄が繰上償還された場合、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ことがあります。
- 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。
- デリバティブルリスク：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い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したうえで、株価変動リスクを負うことになります。

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す。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社が運用する外国籍ファンド（アイルランド籍）もしくは当社が設定しスペクトラム社に運用を委託する国内籍ファンド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。

#### 外国籍ファンド（アイルランド籍）<トータルリターン戦略>

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0.012% 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。

#### 国内籍ファンド<価格変動抑制型戦略>

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
信託報酬（消費税10%を含む）	年率0.4620%

上記の信託報酬以外に、その他の費用・手数料として、組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料、外貨建資産の保管等に要する費用、監査法人等に支払うファンドの監査に係る費用、ファンドに関する租税等の費用がファンドから支払われます。これらの費用等は、運用状況等により変動するものであり、事前にその料率や金額等を表示することができません。また、その他の費用・手数料同様、それらを含む費用・手数料の合計額、上限額についても、事前に表示することができません。

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。

## 【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。

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・インベスタートス株式会社

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：5118885

(EXP:2026/12/31

)