

2017年5月31日

リスクを忘れずに

金融銘柄への投資にあたってファンダメンタルズ分析は特に重要となりますが、スペインのポプラール・エスパニョル銀行の直近の事例はそのことを投資家に思い起こさせるものでした。



マーク・ステイシー
ポートフォリオ・マネジャー

ここ数か月で金融債券のボラティリティ及びリターンのばらつきは低下しましたが、かねてより申し上げてきた通り、金融セクターの債券投資家はリスクと隣合わせであるということを常に意識しなければなりません。綿密なボトムアップ分析は魅力的な利回りを獲得するための欠かせない作業であり、追加的Tier1債(AT1債)市場においては特にこのことが言えます。信用力が向上している堅固な発行体を厳選することによって魅力的なリターンを創出することが出来ると考えています。

これまでのところ、2017年は銘柄固有の信用リスクが低下する年となっています。モンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ銀行(Monte dei Paschi)の債務再編計画やドイツ銀行、ユニクレディト、さらにクレディ・スイスの予定されている資本調達などの進展に目を向けただけでも、欧州金融機関のヘッドライン・リスクはここ数か月で低下していると感じ取ることが出来ます。また中央銀行の政策及びマクロ経済動向の良好な環境も、銀行の収益見通しが改善していることを示唆します。しかしながら、同セクターにおけるリスクは引き続き存在し、規律正しい投資プロセスに徹することの必要性を投資家に思い起こさせています。

スペインのポプラール・エスパニョル銀行(Banco Popular Espanol SA)の事例が最もわかりやすい例です。同銀行は今年初め、内部監査部門からの指摘に伴い引当金及び損失を計上する必要があるとの発表を行いました。この結果として、総資本比率は13.14%から11.7%に低下することが見込まれました。またより重大なこととして、この損失計上の結果、クーポンの支払い停止となるまでのバッファーが1.77%からわずか0.33%まで低下しました。これはすなわち、強制的なクーポンの支払い停止までのバッファーが2億ユーロとなったことを意味します。

ブルーベイの投資プロセスにおいて、クーポンの繰延までの距離は常に着目する重要な指標となります。以下のグラフでは、このバッファー(最大分配可能額(MDA)のバッファー)の過去の推移(四半期ベース)を示しています。ポプラール・エスパニョル銀行に関しては、2016年第4四半期(10-12月)に巨額の損失を計上し、MDAバッファーが大きく低下することを予想していました。

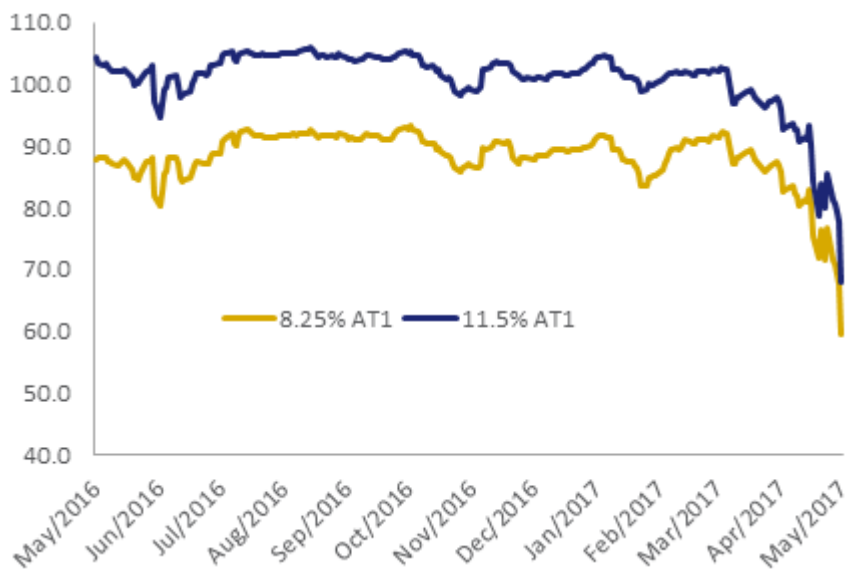
図 1 : ポプラール・エスパニョル銀行の MDA バッファの推移



出所: Bloomberg

ポプラール・エスパニョル銀行のAT1債の価格は継続的に下落しています(以下グラフ)。仮に同銀行が売りに出された場合、同銀行の偶発的転換社債(いわゆる「Coco債」)がベイルインされる(債券投資家が損失負担を負う)可能性があるとのCinco Diasの記事が背景にあります。

図 2 : ポプラール・エスパニョル銀行の AT1 債の価格推移



出所: Bloomberg, 2017年5月26日

ポプラール・エスパニョル銀行の状況は依然として流動的ですが、ブルーベイでは同銀行のAT1債についてクーポンの支払い停止のみならず、トリガーイベントが発生し、株式に転換されるリスクが相当にあると判断しています。仮にこのような事態となった場合、これは銘柄固有のイベントとなり、仮に広範なAT1債市場が下落につながった場合は選好する発行体に魅力的な価格で投資できる良好な機会になると見えています。

ポプラール・エスパニョル銀行の事例は、銘柄選択及び金融債券への投資にあたっていかに綿密なボトムアップのファンダメンタルズ分析が重要であるかを投資家に思い起こさせる教訓であると捉えています。

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージング債戦略：年率 0.95%（税抜き）、エマージング債オポチュニティ戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、エマージング社債アルファ戦略：年率 2.00%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ハイ・イールド債戦略：年率 0.85%（税抜き）、ローン戦略：年率 1.1%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.40%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.85%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.2%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）、イベント・ドリブン・クレジット戦略：年率 1.65%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）/ダイバーシファイド・クレジット戦略：年率 0.90%（税抜き）、ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き） 成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2017年5月31日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上