

2017年8月

金融劣後債の魅力を再考する

ブルーベイは追加的Tier1債（AT1債）及び偶発的転換社債（CoCo債）市場への先駆的な投資家として、構造的なファンダメンタルズの改善が見られる金融セクター及びリスク・リターン観点から大幅にミスマッチされた同資産クラスに魅力を感じてきました。AT1債及びCoCo債市場に対する強気の見方を踏まえ、当資産クラスの投資機会を継続的に評価することが適切であると考えています。



マーク・ステイシー
ポートフォリオ・マネジャー

以下では、今後数年間に亘って当資産クラスの構造的な投資機会が持続すると確信している理由を改めて6つ挙げたいと思います。

1. 金利上昇は金融機関の追い風となる

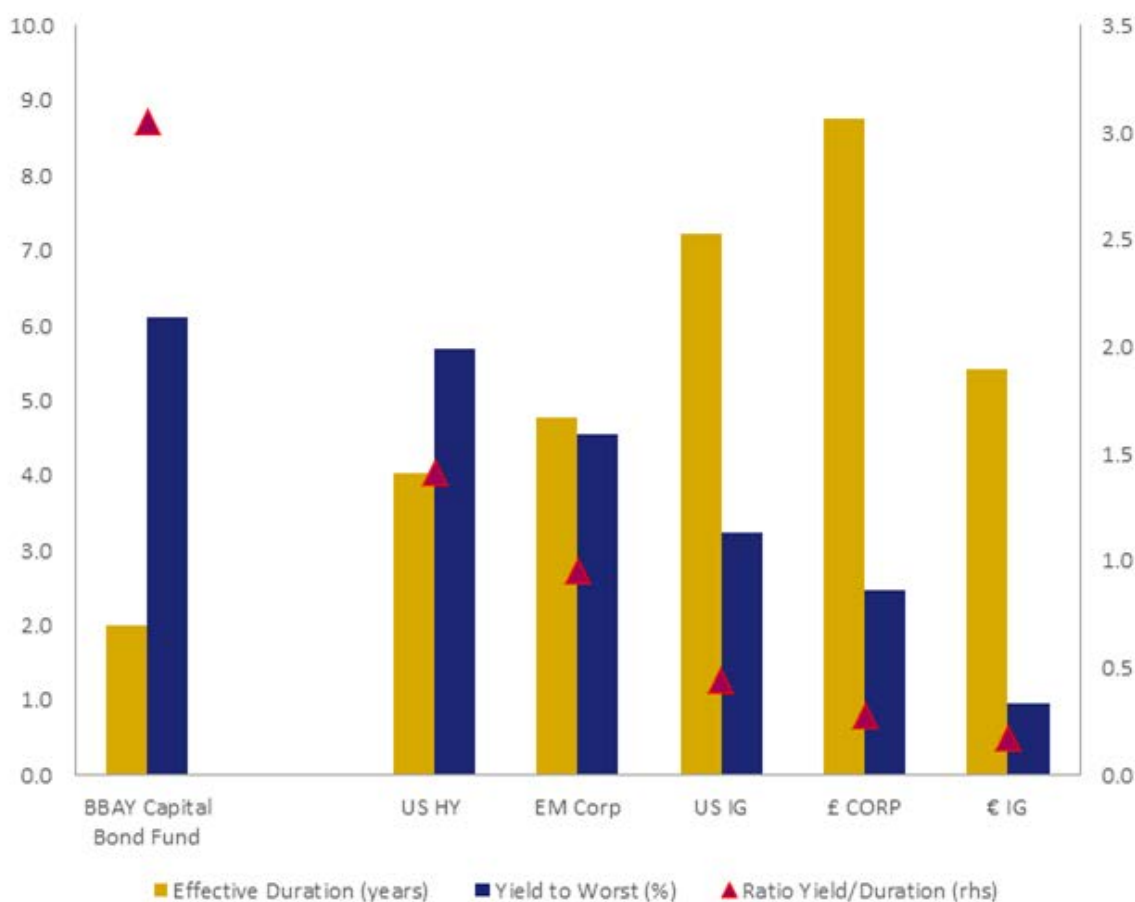
過去数年間に亘り、緩和的な中央銀行や量的緩和（QE）がグローバル金融市場のテーマとなっており、主要国金利は過去最低水準まで低下してきました。主要国の金融政策が転換点を迎え、グローバル経済成長及び雇用関連統計が改善を続けるなか、主要国金利が底を打ったと考えることは妥当であり、今後上昇する可能性が高いと考えています。

主要国債金利が上昇するなかで、最もその恩恵を受ける資産クラスは何でしょうか？ブルーベイでは、金利上昇がエマージング市場及びハイ・イールド企業の収益性及び資金調達への妨げになる可能性が高いと見ています。一方で銀行セクターは、利鞘及び収益性が向上し、ファンダメンタルズの改善及びスプレッドの縮小が期待できるセクターであると考えています。

2. 利回りが高く、デュレーション（金利リスク）が短い

さらに金利上昇は、ここ30年間の主要国債金利の低下による恩恵を享受してきた複数の資産クラスの絶対リターンに大きな影響を及ぼす可能性があります。主要国債金利が上昇／正常化に転じれば、長期デュレーション・低利回り資産の絶対リターンに負の影響となりかねないことを投資家は十分に認識する必要があります。ブルーベイの金融ハイブリッド債戦略は、平均で約6%という高い利回りを有しているのみならず、実効デュレーションがわずか2年と短く、この点でふさわしい投資戦略であると考えています。つまり、金利が仮に上昇したとしても、戦略の絶対リターンに与える影響は軽微である可能性が高いということです。実際に、前述の通り金利上昇が金融機関の収益性を高め、銀行セクターのスプレッドの縮小につながることで、結果として銀行のファンダメンタルズの更なる改善につながると見ています。AT1債のデュレーション面でのリスクはスプレッド拡大にあると言えますが、収益性及び信用力が改善する局面でスプレッドが拡大する可能性は低いと見ています。

「金融ハイブリッド債戦略」と他の資産クラスのリスク・リターン比較



出所：Bloomberg, BofA Merrill Lynch (BAML)インデックス, 2017年6月末

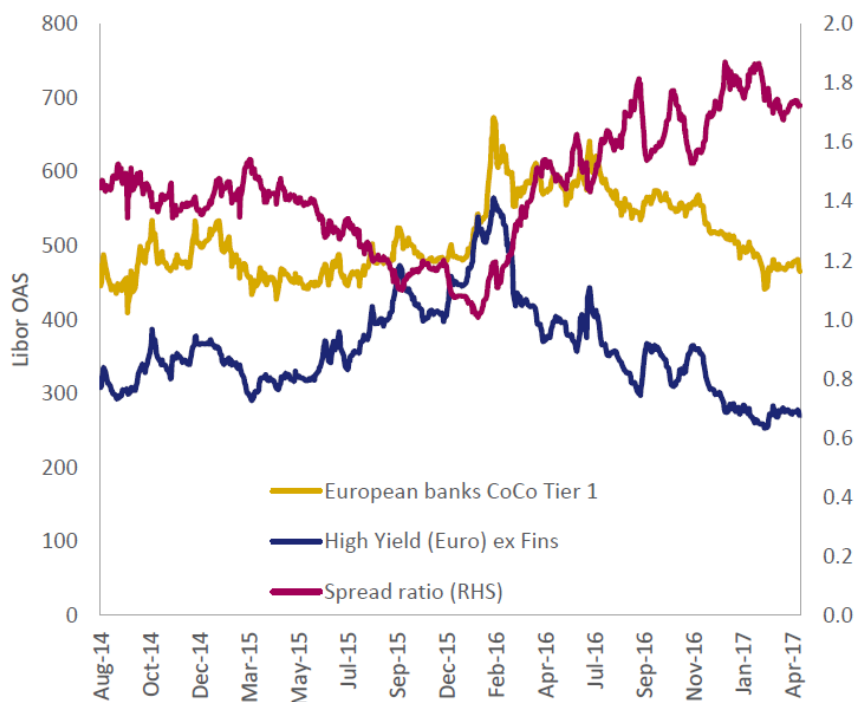
3. バリュエーションは依然として割安

堅調なパフォーマンスを経た今でも、AT1債及びCoCo債のバリュエーションはとりわけハイ・イールド債及びエマージング資産と比較して魅力的です。ブルーベイでは引き続き同資産クラスのファンダメンタルズの継続的な改善を評価しており、資本比率がより一層上昇し、豊富な流動性及び質の高い資産を保有するなかで収益も堅調であると見ています。他方でコベナントが弱体化し、シクリカルな商品資産のサイクルとの結びつきが強い他の資産クラスと比較すれば、AT1債の相対的な魅力は高いと言えます。

さらに、ハイブリッド債を発行する銀行は大半が潜在的に投資適格の信用格付けを有しますが、複数の特徴を兼ね備える必要があるハイブリッド債は平均格付けがBB+となっています。発行体が投資適格、銘柄がハイ・イールドという矛盾に加え、これらの銘柄はその特徴により、多くの伝統的クレジット債指数の構成要件を満たしていません。したがって、投資家の大半にとってオフベンチマークの銘柄として存在しており、銘柄に内在するリスクと比較して投資家に十分なプレミアムが補償されていると判断しています。

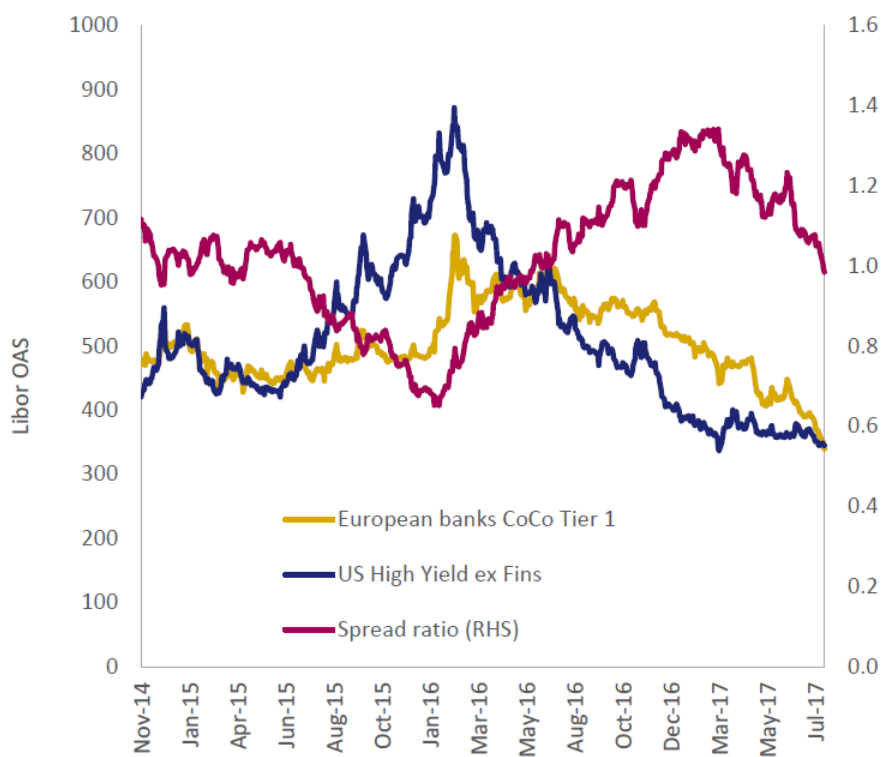
以下のグラフでは、欧州の金融ハイブリッド債のスプレッド水準を、欧州ハイ・イールド債や米国ハイ・イールド債、及びエマージング社債と比較しています。それぞれのグラフにおいて、赤線は金融ハイブリッド債と比較対象資産のスプレッドの割合を示しており、他の資産クラスに対して金融ハイブリッド債のバリュエーション面での魅力が引き続き高いことを示しています。

金融ハイブリッド債と欧州ハイ・イールド債のスプレッド比較



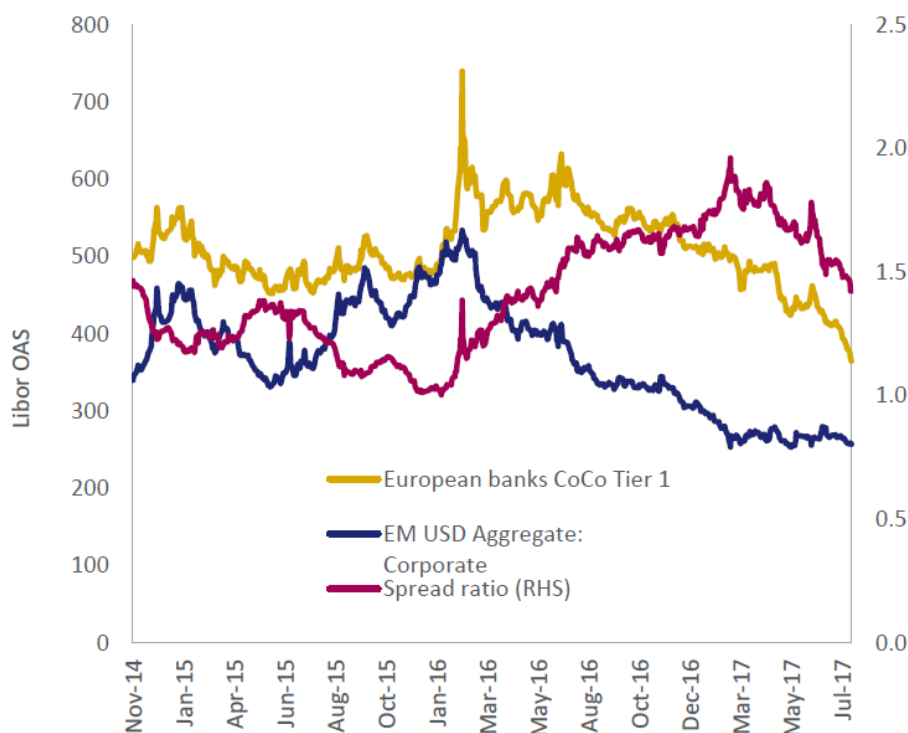
出所：Barclays, 2017年8月2日

金融ハイブリッド債と米国ハイ・イールド債（除く金融）スプレッド比較



出所：Barclays, 2017年8月2日

金融ハイブリッド債とエマージング社債のスプレッド比較



出所：Barclays, 2017年8月2日

4. 銘柄間の差別化が進むなか、超過収益獲得機会が拡大

ブルーベイでは、銀行がレバレッジ解消及び自己資本の強化を通じたファンダメンタルズの改善に向けて大きく前進しているとの見方を長きに亘って維持してきました。それを踏まえ、2011年10月に Financial Stability Board が「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性 (Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions)」を公表して以降、株式及び債券投資家は、銀行が資本再構成を行う必要が生じた場合、投資元本の削減（いわゆる「ヘアカット」）に応じなければならないこととなりました。つまり現実的に投資家は、もし当局が「破綻に陥る可能性がある（"likely to fail"）」と判断した銀行に投資を行った場合、株式、AT1債、Tier1債（T1）、Tier2債（LT2）、シニア非優先債のいずれに投資したとしても巨額の損失を実現しなければいけない可能性があるということです。直近の事例として、2017年6月のスペインのポプラール・エスパニョル銀行（POPSM）の資本再構成が挙げられ、株式、AT1債、LT2債の評価がいずれもゼロとなりました。新たな破綻処理の枠組みの結果として、ブルーベイでは質の高いボトムアップ分析に基づく銘柄選択の重要性は、より一層高まっていると考えています（ブルーベイの金融ハイブリッド債戦略ではPOPSM及び（同じく経営破綻しポルトガル中銀が救済した）Novo Bancoの銘柄を一切保有していませんでした）。最も優良な発行体を選別することが出来れば、資本構成上ではさらに弁済順位が下がるAT1債に投資を行い、魅力的な利回りを享受することが出来ると見えています。

POPSMの事例のもう一つの教訓は、自己資本が薄くファンダメンタルズが脆弱な銀行は、破綻したとしてもセクター全体への広範な影響は最小限に留まるということです。実際に、POPSMのヘッドライン・リスクが後退するとともに、資産クラス内での優良な発行体の資産は大きく上昇しました。

5. コンティンジェント・キャピタルは今後も健在

ブルーベイでは、欧州及び米国の銀行のファンダメンタルズは非常に魅力的であり、ファンダメンタルズが改善を続けている数少ないセクターであると考えています。2008年から2009年に掛けての危機の震源となったことで、それ以降の大幅な規制改革がセクター全体のファンダメンタルズ面での大幅な改善を促しました。自己資本、流動性、レバレッジやリスク管理の全ての側面から見て、ここ数十年で最も堅固な位置にあると考えています。規制当局による制度変更の一部として、銀行はこれらの要件を満たすために次世代の資本証券を発行する必要があります。したがって、今後もCoCo債の発行が続くと見ており、持続的な投資対象と成り得ると考えています。

現段階で、ブルーベイの金融ハイブリッド債戦略が主な投資対象としているのは欧州の金融機関ですが、グローバルな政策や政治情勢及び規制動向により、他の地域でも今後多くの投資機会が出現する可能性があります。現状欧州の銀行が主要投資対象となっている背景として以下が挙げられます。

- 多くの債務再編及び統合がなされ、ボトムアップの銘柄選択による超過収益獲得機会が豊富にある
- 欧州において単一の統制市場を構築する過程において、より厳格な基準に対する制度的な後押しが続き、欧州銀行の信用ファンダメンタルズの改善につながっている
- 米国の優先証券や他の資産に対して相対価値の観点から魅力がある
- 米銀行の優先証券と証券の設計を踏まえて比較した場合、金利上昇局面に対するクーポンのプロテクションがより厚い（通常3か月LIBORに対してでなく5年物スワップ金利に対してリセットされるため）
- 米国の優先証券市場と比較して市場がまだ発展途上にあり、それを一因として魅力的なリスク調整後リターンが獲得できる可能性が残されている
- 欧州の経済成長及び政治的安定性は、これまで欧州への投資を手控えていた投資家にとって引き続きサプライズとなり、緩和策を継続する欧州中央銀行（ECB）と相まって資産価格は上昇の余地がある

6. キャリーがこれまでも、そしてこの先もリターンの主因となる

ブルーベイの金融ハイブリッド債戦略のパフォーマンスには、キャリー（利回り）及び魅力的なクーポンが大きく貢献しています。足元でも、ポートフォリオの利回りは6%近くあり、他の債券資産と比較して高い利回りを提供しています。

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■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。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーシング社債戦略：年率1.05%（税抜き）、ハイ・イールド債／ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）、投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）、転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）、オルタナティブ戦略：年率2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）、マルチクレジット戦略：年率 0.80%（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。

その他、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8月14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