



RBC BlueBay
Asset Management

劣後債を通じてリターンを 高める



ラッセル・ヴィンセット
ブルーベイ・ポートフォリオ・マネ
ジャー
RBC ブルーベイ・アセット・マネジ
メント

2023年11月

「ヒストリカルで見ても、盤石な投資適格の発行体の劣後債は、デフォルト率の高いハイイールドの発行体のシニア債よりもリスク・リターンが良いはずでしょう。」

投資家が欧州の最優良の発行体の劣後債から魅力的なリターンを得る方法について見ていきたいと思います。

投資家が債券投資でより高いリターンを得るには、エマージング市場、ハイイールド市場、またはデレートの長い資産への投資を通じて、より多くのクレジット・リスクを取ることが伝統的なアプローチです。しかし、これらには金利感応度、デフォルトリスク、為替変動などのリスクを伴います。

魅力的な第4の投資の選択肢として、欧州の最優良の投資適格の発行体、時にはナショナル・チャンピオンの劣後債に投資することが挙げられます。資本構成上劣後する銘柄に投資してクレジット・リスクを高めることで、同じ発行体に投資しながら利回りを高めることができます。

投資適格級の優良企業はデフォルト率が極めて低いことを考慮すると、こうした低格付け証券からの利回りの向上は、構造的リスク、劣後リスク、延長リスクを補って余りあります。得られる利回りは比較的高いものの、コールが可能であるため、金利デレートの感応度は低くなります。

利回りを高めるなかでも注意は必要

グローバルに金利のピークが近づいている現在、ハイブリッド債への投資によってポートフォリオの利回りを高めることができ、シニア債に対して劣後債が提供する上乘セリ回りは、過去と比較しても魅力的な水準にあります。しかし、ボラティリティの水準はシニア債よりもかなり高くなる可能性があるため、投資家はこの資産クラスに慎重にならなければなりません。市場がさらなる利上げを織り込んだ場合、長期の金融商品は短期のコール商品よりも脆弱になります。

逆に、スプレッドの差を考慮すると、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げがピークに達し、経済のソフトランディングを市場が見通した場合、シニア債に対する劣後債のアウトパフォーマンスは大きくなる可能性があります。ヒストリカルで見ても、盤石な投資適格の発行体の劣後債は、デフォルト率の高いハイイールドの発行体のシニア債よりもリスク・リターンが良いはずでしょう。このシナリオでは、銘柄選択がアウトパフォーマンスのカギを握ると考えています。

投資機会を提供するセクターを探る

現時点では、景気後退の逆風にさらされにくいディフェンシブ・セクターのハイブリッド投資を選好しています。例えば、ヘルスケア、通信、公益事業セクターです。また、発行が比較的最近の高いクーポンと高いリセット水準を持つハイブリッド債を選好します。というのも、景気後退になった場合、より強い耐性をもつと考えているためです。とはいえ、エクステンション・リスクが低いと思われるクレジットには、新しいヴァンテージよりもスプレッドがかなりワイドな水準で取引されている古くて低クーポンのハイブリッド債もあり、これらも魅力的な投資機会を提供しています。

また、銀行の劣後資本にも注目しています。信用ファンダメンタルズが改善し、政策・規制面でも追い風が吹いており、構造的に魅力的な投資先と言えるでしょう。銀行劣後債のなかでも特に追加的 Tier1債（AT1債）は、クレディ・スイスのAT1債の評価がゼロへと引き下げられたことで下落し、全ての銀行のAT1債のスプレッドが拡大しました。それ以降、ほとんどのAT1債はコールが実行されています。発行体と規制当局は、この資産クラスに対する投資家の感応度を和らげるため、コールを判断する際に投資家に友好的なアプローチを取ってきたからです。これは今後も続く予想され、AT1債のスプレッドの水準は低下し続けるでしょう。

今後の見通し

投資適格級の発行体による劣後債は魅力的な投資機会を提供していると考えています。景気サイクル全体を通じてのパフォーマンスは、資産クラスが高利回りであるという性質から良好となっており、シニア債に対する劣後債／ハイブリッド債の上乗せ利回りは過去と比較しても魅力的な水準にあります。

グローバルで金利のピークが近づいている現在、ハイブリッド債への投資はポートフォリオの利回りを高める有効な手段だと考えています。

「投資適格級の発行体による劣後債は魅力的な投資機会を提供していると考えています。」



ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド

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主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	イマージン債	パレリット・ファイナ	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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いただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■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が替変動

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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、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、当社の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