

AT1債の回復と、なぜファンダメンタルズが最後は勝利するのか



ジェームス・マクドナルド
パートナー、
シニア・ポートフォリオ・
マネジャー、
投資適格債・レバレッジド・
ファイナンス

2023年5月31日

追加的ティア1（以下；AT1）債市場は3月の混乱以降どのように推移してきたか、そして今後の想定について見ていきます。

AT1債市場における「コール・エコノミクス」

クレディ・スイスの破綻以降、2023年の残りの期間にコール日を迎えるAT1債は100億ユーロ相当あります。多くの投資家は、その発行体である銀行がコールを実行しないことを選択するかどうかについて疑問視しています。ほとんどの発行体はコールを実行すると考えています。これは今年これまでのところ見られた動きであり、スプレッドが急拡大した時でもコールは実行されています。

銀行の経営陣のほとんどは、投資家が予測可能な行動を望んでいることと理解しています。景気サイクルや時間の経過を通じて信用スプレッドが引き締まることにより、その報酬を得られるでしょう。経営陣が「コール・エコノミクス」について考慮する際、ある時点の一債券単位で考えることは近視眼的すぎることを認識していると思われます。さらに、銀行セクターはかなりの水準の余剰資本を保有しているとしています。このため、発行体は、特定の市場ボラティリティが大きい時期に捕らわれるのではなく、コールを行使することによって、より好都合な市場環境を待ちながら再資金調達を行う柔軟性を備えています。

AT1債は依然として銀行の資本構成において重要な役割を担う

スプレッドの水準が拡大しているにも関わらず、銀行が株式の代替としてAT1債を発行することは依然として魅力的な選択肢であると言えるでしょう。また、多くの銀行はある程度様子見をする資本の柔軟性がありますが、継続的に資本市場から遠ざかることはないと考えています。一方で、この資産クラスに対する投資家の需要は依然として強いです。欧州の銀行のファンダメンタルズは堅調に推移しており、これは1-3月期の記録的に好調な業績に裏打ちされています。

現在の水準では、新規発行は市場から非常に高く評価されると予想され、この需要は、よりスプレッドがタイトとなるきっかけとなる可能性があり、今年1-3月期に下落した分を引き続き取り戻すと見ています。



AT1債市場の回復

短期的には、流通市場はショックを吸収し、AT1債の価格も上昇しました。3月のショック以降、AT1債市場は回復を続けていますが、これは米国の地方銀行のさらなる問題、米国の債務上限をめぐる議論、マクロ経済の継続的なボラティリティという逆風が吹いているなかでも見られました。これらの問題が解決されれば、この資産クラスはさらに回復が見込めると考えています。1-3月期にAT1債は下落しましたが、リスク・リターン の潜在性は引き続き非常に魅力的であり、今年、投資家が活用すべき投資機会であると考えています。

ファンダメンタルズが最後には勝利する

今年が始まったときには、AT1債について極めて前向きな見通しを持っていました。米国の地方銀行の圧力やクレディ・スイス経営破綻のショックは、市場に無差別的な影響を及ぼしたものの、このような動きが今後も続くとは考えていません。そのため、戦略は大きく変えていません。欧州の銀行のファンダメンタルズは依然として極めて堅固です。私たちは常に、時間の経過とともにファンダメンタルズが必ず具現化し、市場によって効率的な価格付けがされると考えています。

明確な経営戦略を持ちファンダメンタルズが盤石な質の高い銀行を引き続き選好しています。AT1債の足元のスプレッドは、今後一年で非常に魅力的なリスク・リターンを提供する水準にあると見ています。



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	Emerging 債	パブリック・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トーク・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。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