



**BlueBay**  
Asset Management



マーク・ステイシー  
ポートフォリオ・マネジャー

## 銀行の資本性証券 – 芯を捕らえる

2017年2月23日

銀行の資本性証券に投資をすることで、欧州で急速に改善が見られる銀行セクターに対するエクスポージャーを持つことが出来る

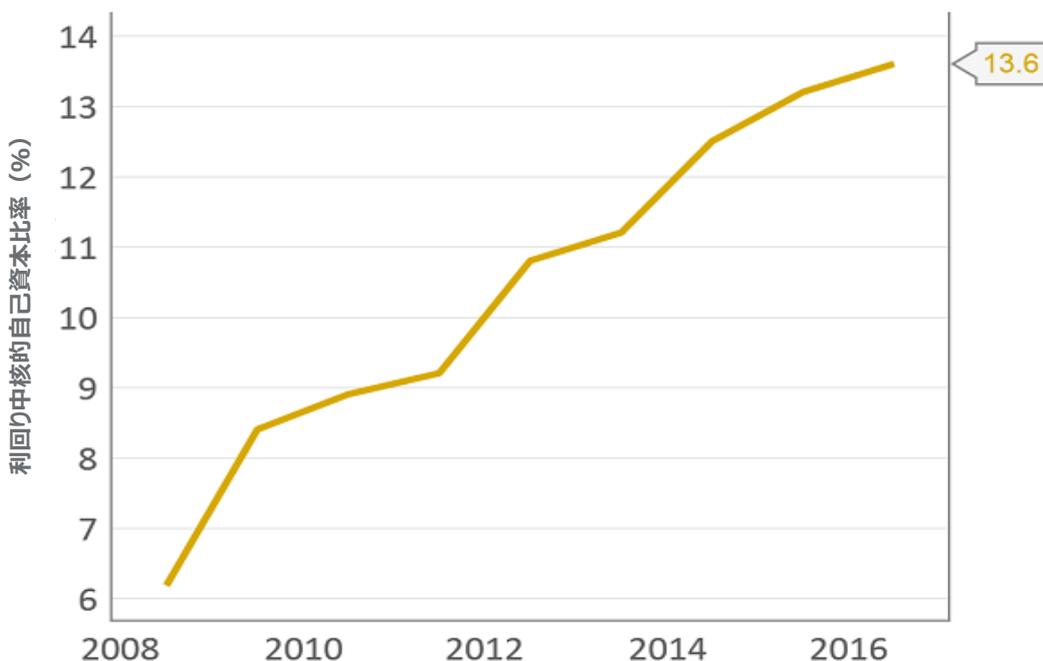
- 銀行の資本性証券は魅力的なインカムを得られる余地のある商品で、一般的に利回りが高いものの、ボラティリティは高くない
- 価格評価面で魅力があり、イールドカーブが立ってきて、銀行に対する敵対的な規制環境も緩和してきており、超過収益を今後産み出す可能性がある。
- 2017年を通じて欧州の銀行のファンダメンタルズは改善を続けるであろう。この傾向が反転する要因は見当たらない。

昨年は政治面で激震が走り、前例のない金融政策が取られ、規制が変わり、そして個別のリスク・イベントも発生するという、金融市場にとっては試練の1年でした。しかし、銀行の資本性証券(特にAT1=追加的Tier1債、CoCo債=偶発転換社債)のパフォーマンスはかなり良く、今後も強気に見るだけの理由があります。いくつかの要因によって、こうした見方を持っています。

### ファンダメンタルズの改善

2017年を通じて欧州の銀行のファンダメンタルズは改善を続ける考えており、この傾向が反転する要因は見当たらないと考えています。銀行の資本は強化され続けており、流動性は潤沢で、資産の質は改善してきています。

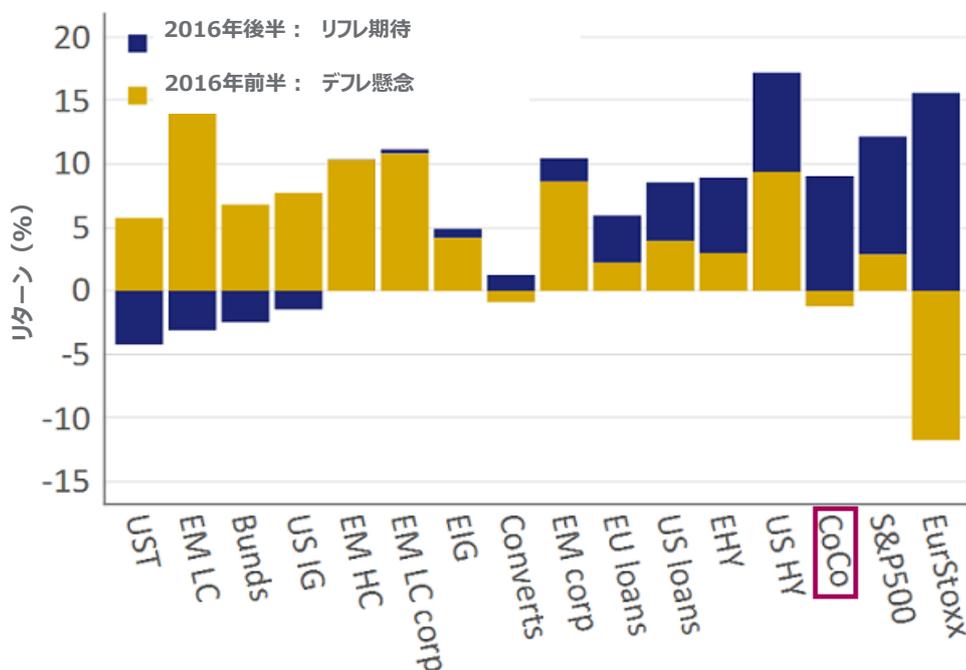
図1：欧州の銀行の株式等の中核的自己資本比率（％）



出所：EBA、2008年–2016年

最も重要なことですが、中央銀行が超低金利政策から離脱する動きになっており、その結果イールドカーブのスティープニング化が起りましたが、中央銀行の政策に左右される部分での収益性の改善によって、銀行の資本性証券は米大統領選以降、最もパフォーマンスの良い債券の資産クラスとなっています。

図2：2016年の米国大統領選前と後のパフォーマンス(%)



出所：JPモルガン\*、BoAML\*、ブルーベイ 2017年2月3日現在

### 魅力的な価格評価

欧州のCoCo債の平均利回りは6%を超えており(BoAML Contingent Capital Index)、当資産の価格評価は引き続きかなり魅力的だと考えています。リスク調整ベースで、絶対リターンにはかなり引きつけられるものがあり、株式的なリターンをその半分程度のボラティリティで今後も得られる可能性があると考えています。

図3：CoCo債と欧州銀行株の2016年パフォーマンス



出所：ストック欧州600銀行インデックス (SX7P)、BoAML Contingent Capital Index、2017年2月3日現在

## 規制面の改善

規制面での当局の現実路線による潜在的な利益を、この資産は引き続き受けると考えています。最大配分可能金額(MDA)に対するバッファーは60%増加し、当資産のリスクを大幅に減じています(自己資本比率の必要水準が下がり、利払いが行われない可能性が低下)。この点は今後もパフォーマンスに反映される可能性が極めて高いと考えています。さらに、規制当局は銀行セクターの改善をかなり成し遂げており、さらなる規制強化は銀行の仲介機能に支障をきたします(しかも、欧州の銀行システムの安全性と健全性に実質的に寄与するものは、最早ほとんどありません)。規制強化のプレッシャーが緩むことは銀行セクターだけではなく、欧州の実体経済にとってもプラスになると考えています。

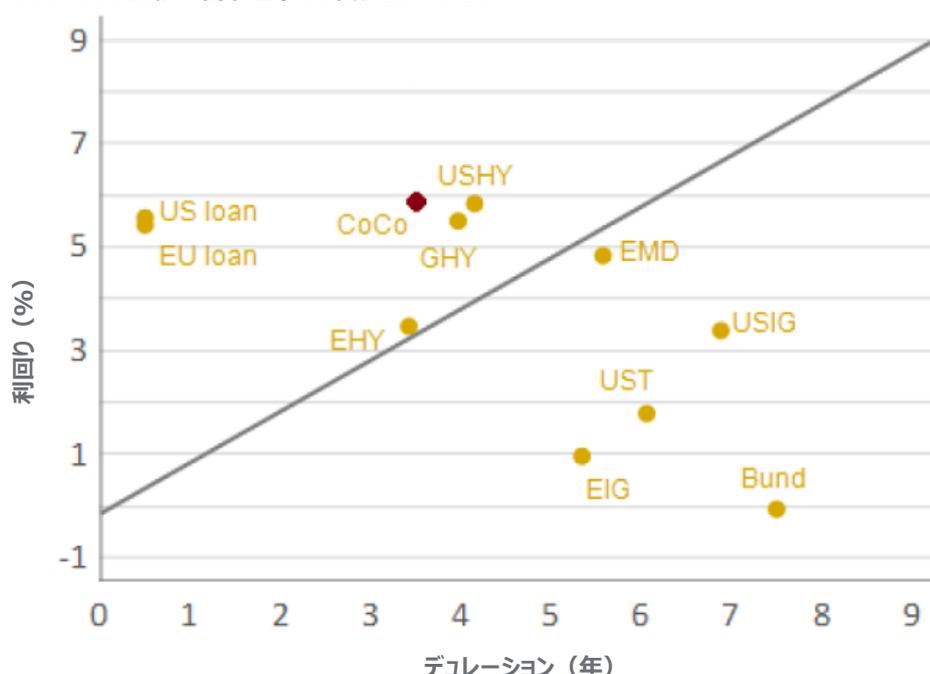
## イベント・リスクの減少

2017年になって、個別のイベント・リスクは相当低下したと考えています。イタリアの銀行セクター問題の進捗とドイツ銀行が米司法省と罰金について和解したことで、大きな不確定要因が取り除かれました。銀行セクターの信用状況は改善していると言っても、昨年の個別問題はファンダメンタルズ主導の銘柄選択の重要性を示しています。

## デューレーション・リスクに対するプロテクション

金利が上昇する環境になってきていますが、低デューレーションで利回りが高いことで、CoCo債は他の債券商品よりも金利変動に対する耐性があります。特に、こうした環境は銀行の収益性を改善し、将来の収益を高める余地があることから、プラスと言えます。

図4 : CoCo債は比較的高利回りで、低デューレーション



出所：ブルームバーグ\*、2017年2月3日

## エマージング市場のエクスポージャーは限定的

財政拡大という新たな時代が力を持ち始めてきており、その結果、国債の利回りは上昇し、米ドルも買われるであろうと考えています。過去、こうした状況はエマージング資産にはプレッシャーとなってきました。しかし、欧州の銀行資本性証券のエマージング市場へのエクスポージャーは限られています。

銀行の資本性証券は複雑でリスクがあります。クーポンは支払われない可能性があり、元本は削減あるいは株式に転換されるかもしれません。しかし、この資産の投資家は増え続けており、多くの投資家がこの成長する市場へ投資を行っています。

CoCo債は当社の資産配分の順位で現在上位にいます。適切な銘柄選択とマクロ経済面の要因に加えて、ファンダメンタルズの改善、魅力ある価格評価、発行の増加といった要素が合わさって、素晴らしい投資機会がもたらされていると考えています。

\*: 'EM LC: JPM GBI-EM Global Diversified Index; EM Corp: JPM Corporate Emerging Market Bond Diversified Index USD unhedged; EM HC/EMD: JPM EMBI Global Diversified Index; UST: BoAML US Treasury & Agency Index; US HY: BoAML US High Yield Index; US IG: BoAML US Corporate Index; EIG: BoAML Euro Corporate Index; EHY: BoAML European Currency High Yield constrained index; CoCo: BoAML Contingent Capital Index; Bunds: BoAML German Government Index; MSCI: MSCI All world equity index; Loans is the JP Morgan BB/B (US) leveraged loan index; EU loans = JP Morgan European Loan index; Converts: Thomson Reuters Global Focus Convertible Bond index USD (unhedged); EM LC Corp: BoAML Local Currency EM non-sovereign index (LOLC)

---

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  
関東財務局長（金商）第 1029 号  
加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会

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2月24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。