

2017年6月23日

ポプラール・エスパニョル銀行から学んだこと



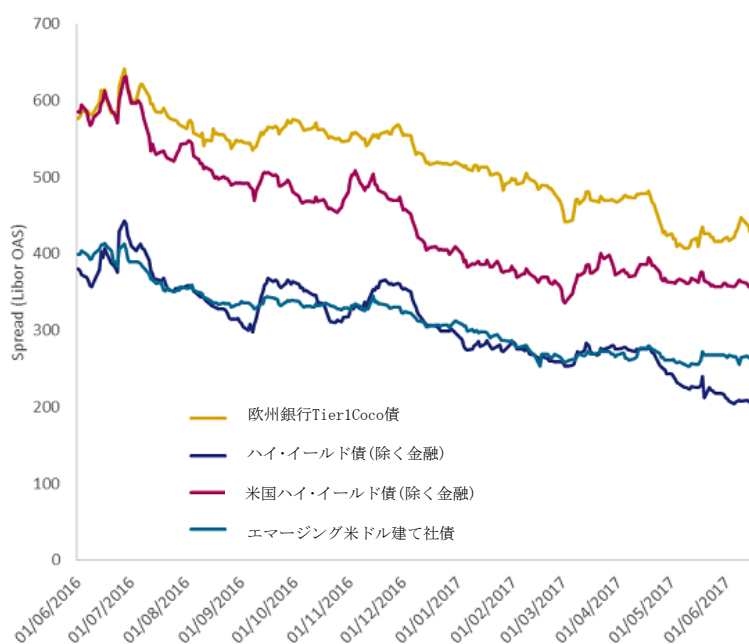
マーク・ステイシー
ポートフォリオ・マネジャー

騒ぎは収まり、追加的Tier1債（AT1債）市場は破綻処理（Resolution Mechanism）の最初のテストを通過するなか堅調に推移し、資産クラスに対する投資家心理を押し上げました。しかし、ポプラール・エスパニョル銀行の事例から、銘柄分析及び資本構造を見極めるアクティブ運用の重要性を再認識することとなりました。

ポプラール・エスパニョル銀行の状況を評価する四つのポイント

- 1) 欧州規制当局は、AT1債には、その作られた役割を果たして欲しいと考えているとみています。それは、納税者及び預金者を守ることです。このことは、資本水準が十分ではない場合、転換リスクが実際にあることを投資家は認識しなくてはならないということを示していると考えています。これは、AT1債だけではなく下位Tier2債（LT2債）についても言えることで、新しく作られた非優先シニア債（Senior Non-Preferred debt）についても言えることかもしれません。
- 2) AT1債は引き続き投資家に魅力的なリターンをもたらすと考えていますが、ポプラール・エスパニョル銀行のように、個別の問題を見極める銘柄分析が重要になると考えています。

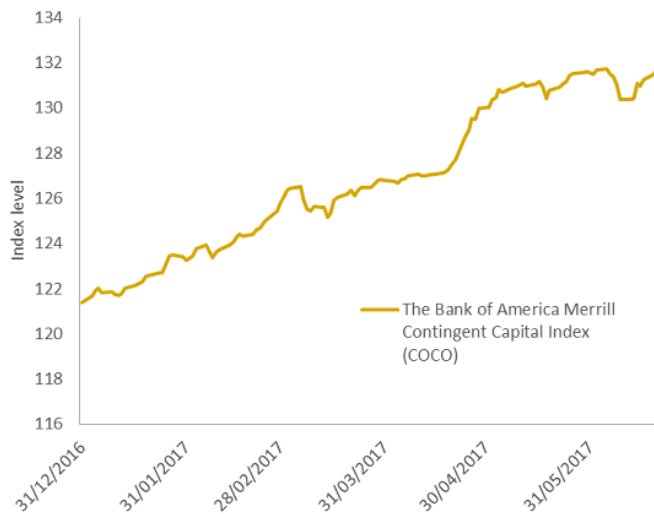
AT1債のスプレッドは、ハイ・イールド債やエマージング社債と比較してワイド



出所：Barclays Point, Bloomberg Indices, 2017年6月16日

- 3) ポプラーレ・エスパニョル銀行の破綻処理（Resolution）は、ルールの特組みが上手く機能する証となり、その他の発行体への影響はみられませんでした。

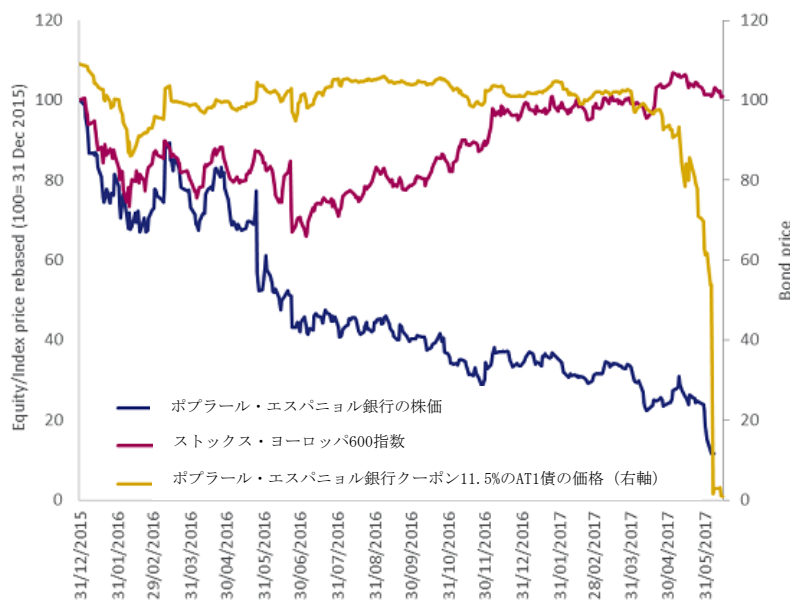
ポプラーレ・エスパニョル銀行の話題を気にせず、上昇し続けた市場



出所：Barclays Point, 2017年6月20日

- 4) 規制当局が乗り出し、ポプラーレ・エスパニョル銀行の株式、AT1債、LT2債を破綻処理したことは、当局が破綻処理体制において強い力を持っているということを投資家に指し示すこととなりました。投資家は、規制当局の介入というリスクに対して、高い利回りがプレミアムとして支払われているということを認識する必要があります。ポプラーレ・エスパニョル銀行の事例は、株価が下落するにつれ、このリスクは大幅に高まっているということを債券の投資家は認識することが遅かったことを示しているでしょう。

株価の下落は赤信号となっていた



出所：Bloomberg, 2017年6月15日

■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6月23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