

2017年11月17日

## 銀行劣後債市場のアップデート —イタリアの不良債権問題—



マーク・ステイシー  
ポートフォリオ・マネジャー

ICE BoAメリル・リンチのAT1債（CoCo債）インデックスのスプレッドは11月初から約40bps拡大し、リターンはマイナス1.4%となっています。一方で、欧州銀行株インデックス（EURO ST OXX Banks Index）は月初めから3.0%下落しており、AT1債の株式に対するベータは約半分といえます（2017/11/15時点）。

AT1債の価格の動きにはかなり差がみられますが、国ごとの騰落率では、イタリアの下落が目立っています。イタリアでは不良債権問題が存続しており、最近ではカリージェ銀行とクレディト・ヴァルテッリーゼの二行が厳しい圧力下におかれ、株価は約30%下落しました。今年6月には政府が170億ユーロを投じ、バンカ・ポポラーレ・ディ・ヴィチェンツァとベネト・バンクアの事業清算を行うこととしましたが、今回も同様な対処が行われるとみています。しかし、こうしたイタリアの中小銀行の清算整理が欧州の銀行劣後債市場に大きな影響を与えるとは考えておらず、ブルーベイではイタリアの銀行については最大手のウニクレディトとインテザ・サンパオロのみを嗜好しています。

そもそもイタリアの銀行セクターは依然として脆弱で、今後も二極化が進んで少数の勝ち組と多数の負け組という構図になると考えています。大多数のイタリアの銀行は巨額の不良債権になお苦しんでおり、低収益と資本不足で対処法も限られた状態です。不良債権は引き続き欧州中央銀行（ECB）が高い関心を持っており、総不良債権残高に目標額を定める、次回の資産査定でより厳格な引き当て基準を設ける、などの議論が出てきています。こうした対処がなされることで今後、銀行セクターは一層足腰が強くなるでしょうが、イタリアの多くの銀行はこれに対処するにも収益が上げられず、資本増強も出来ないという状況にあることを引き続き懸念しています。さらにこうした問題は、将来強固なビジネスを展開するのに必要な新規資本を調達出来るか、という点とも深く関わっています。

市場参加者にはイタリアの銀行セクターの問題を解決するためには、銀行の統合が有効だと考えている人が多くいますが、ブルーベイはこの考えに疑問を持っています。ヴィチェンツァ銀行とベネト銀行の優良資産を得るために、インテザ・サンパオロは実質的に資金負担をすることになりましたが、この件は銀行セクターの苦境を改めて見せつけることとなりました。新たに預金や支店網を得ることが、資産というよりは費用になる場合においては、統合という選択は極めて困難です。一部業務を集中化することで得られる費用効果はあるかもしれませんが、中央銀行の預金金利がマイナスで、銀行網が過剰であるというコストを考えなければならないでしょう。預金の増加は費用であり、支店網の縮小も容易ではありません

(イタリアには銀行の支店が約40,000あり、英国の11,000に比べてもかなり多いと言えます)。どのような形態であれ不良債権を増やすことへの拒否反応とこうした現況を考えれば、統合可能なケースはごく限られています(ヴィチェンツァ銀行とベネト銀行の場合のような規制当局に統合を強要されたケースでは、株主も劣後債務の保有者も損失が避けられないでしょう)。

逆に、イタリアの銀行セクターの優良な銀行は勝ち組である状況が続くと考えています。インテザ・サンパオロとリストラ後のユニクレディトは小規模銀行が消滅することで利益を受け続けます。自己資本への懸念がなく、規模と収益性あるビジネスによって、この二行はシェアを拡大させ、自分たちに最も良いペースで不良債権を処理していくのに十分な強さを持っています。また同時に、買収機会に対しても規律を失わずに、市場シェアではなく収益性に強くフォーカスした姿勢も高く評価しています。今後の銀行セクターの統合機会についても、両行は極めて対象を絞り、オポチュニスティックな対応をすると考えています。

最近の市場全般でみられるリスク・オフという市場心理によって、銀行劣後債市場も弱含んでいますが、今のところ大幅な資金流出は見られていません。表面的な価格の動きも多く、この傾向が今後も続くとは考えていません。リスク・オフの市場環境を生んだきっかけは、はっきりとはしていません。中東での緊張の高まり、米国での税制及び減税改革の遅れ、ベネズエラのデフォルトの話題、通信及び医薬品業界の収益の悪化、ハイ・イールド債銘柄の格下げなど、様々な複合的な要因が考えられます。

10月のAT債市場は非常に堅調だったことから、やや調整がみられても不思議ではなく、むしろこうした市場の下落を、ポジションを積み増すタイミングとして活用していきたいと考えています。ファンダメンタルズ面、マクロ状況、規制見通しが銀行の下支えとなる状況は続くともっており、引き続き魅力的な投資機会を提供する資産クラスであると考えています。

#### ■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11月17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