

2017年11月27日

Coco債；無視できない資産クラス



マーク・ステイシー
ポートフォリオ・マネジャー

- Coco債（偶発転換社債）の今年のリターンはプラスとなっていますが、リスク・プレミアムはさらに低下余地が残されており、キャリーも今後のリターンを引き続き強く牽引していくと考えられます。
- Coco債はもはやニッチな資産クラスではなく、ハイ・イールド債やエマージング債といった資産クラスの代替として捉えるべきであるとみています。

Coco債は年初来、二桁のリターンを創出していますが、どれだけの投資価値が残されているのでしょうか。

ICE BoAメリル・リンチのAT1債（CoCo債）インデックスのリターンは、2014年が5.8%、2015年が6.9%、2016年が7.3%、2017年年初来（2017/10/31時点）が14.5%となっています。資産クラス全体としては、Coco債の上昇は昨年まではキャリー中心でしたが、今年はキャピタル部分の上昇とリスク・プレミアムの低下によってリターンがもたらされていると言えるでしょう。

リスク・プレミアムはさらに低下する可能性は高いのでしょうか。

はい、そのように考えています。Coco債は、ファンダメンタルズ面とテクニカル面の両面から、中長期的に魅力的な投資対象になっていると思っています。マクロ経済面からは、緩和的な金融政策は追い風となり、とりわけ銀行セクターの資産価格の下支えとなっています。さらに欧州の経済成長と政治面での安定は、欧州資産への投資を積極的に行っていない投資家にとっては予想外の展開になっているでしょう。この資産クラスに限って言えば、規制がファンダメンタルズの改善を促しています。自己資本水準は上昇しており、ストレス・テストは頻繁かつ断固たる姿勢で実施され、流動性は厳しく管理され、銀行のリスク・テイクの姿勢は後退しました。普通株式等Tier1（CET1）比率を例にとると、2009年の水準よりも8%上昇しており、これが低下する傾向はみられないことから、自己資本の観点からみた場合、銀行は金融危機以降で最も債券の投資家にとってより安全な投資対象となっています。

規制によって銀行のファンダズは改善を続ける



出所：ムーディーズ、クレディ・スイス 2016年末

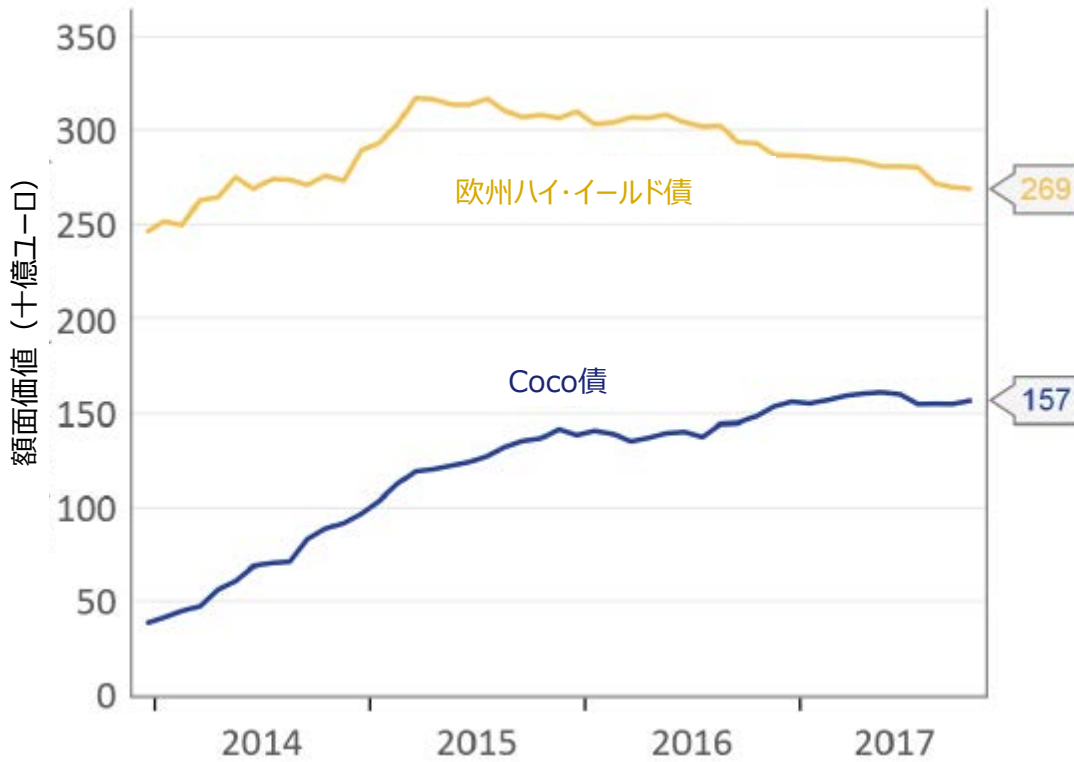
さらに重要な点は、キャリーはリターンの強い牽引役であり続けているということです。他の資産クラスと比較して、クーポン水準は魅力的であると考えており、2014年から2016年にみられたように、トータル・リターンを補完するとみています。足元でさえ、ブルーベイで運用する金融ハイブリッド債戦略の利回り（キャリー）は約6%となっています。

Coco債はニッチな資産クラスではないのでしょうか。

この見方には変化がみられます。Coco債は金融危機以降に出てきた資産であることから、投資家はまだこの資産クラスに慣れていないということは納得できます。しかし、市場規模と投資家の順応という点で、Coco債は急速な成長を遂げています。

市場規模については、COCOインデックスの額面総額は1,550億ユーロにのぼり、2014年中旬から考えて三倍の規模で、さらに成長を続けています。他の資産クラスと比較すると、ICE BoAメリル・リンチの欧州ハイ・イールド債インデックスの額面総額は2,690億ユーロとなっており、両インデックスの差は徐々に縮まっています。同様のことが投資家からの需要の点においても言え、金融ハイブリッド債に特化したファンド（UCITS）は、5年前にはほぼ皆無であったにもかかわらず、現在の特化型ファンドの運用資産額は250億米ドルを超えています。Coco債は債券のなかでよりコアな投資対象に移行しつつあるといえるでしょう。

Coco債市場規模推移



出所：ブルームバーグ、ICE BoA Merrill Lynch 2017年10月末

Coco債特化型ファンドの運用資産額推移



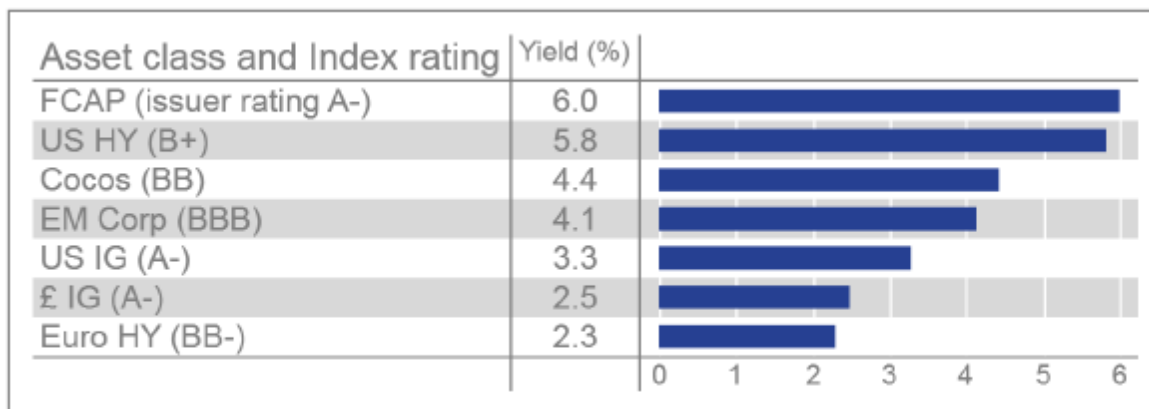
出所：Morningstarのデータを基にブルーベイで算出、2017年10月

同水準の利回りを提供するエマージング債やハイ・イールド債と、Coco債市場を比較してみます。

米国ハイ・イールド債やエマージング社債市場は、確かにCoco債市場と同水準の利回りを提供していますが、リスク、規制、市場環境を考慮した場合、状況は異なります。大まかにみても以下の三つの相違点が挙げられます；

- インデックスでみた場合、Coco債の格付けはBBであるのに対して、米国ハイ・イールド債の格付けはB+となっています。ちなみにブルーベ이의金融ハイブリッド債戦略においてはナショナル・チャンピオンと呼ばれる大手銀行を選好した投資を行っていることから、平均格付けはA-となっています。
- 金融セクターは、非常に規制が厳しい産業となっていますが、米国ハイ・イールド債やエマージング社債はより景気循環的な要素に左右されやすく、状況が異なります。
- 金利が上昇するにつれ、貸出金利の-marginが押し上げられることで銀行の収益は改善します。金利上昇はエマージング債及びハイ・イールド債にとって、収益の下押し圧力となり、再資金調達コストの上昇につながります。

各資産クラスの平均格付けと利回り



出所：ブルームバーグ、ICE BoAメリルリンチ 2017年11月20日

FCAP－ブルーベ이의金融ハイブリッド債戦略、US HY－米国ハイ・イールド債、Cocos－Coco債、EM Corp－エマージング社債、US IG－米国投資適格債、£ IG－英国投資適格債、Euro HY－欧州ハイ・イールド債、それぞれのICE BoAメリル・リンチのインデックス

Coco債特有のリスクとその他の銀行劣後債との相違点は何でしょうか。

Coco債のリスクは、第一にクーポンを失う可能性があるということ、第二に元本を失う可能性があるということです。これらのリスクを銘柄選択にあたって留意しなければなりません。ポプラール・エスパニョル銀行の例を代表に、ファンダメンタルズが脆弱で資本が磐石ではない銀行は清算される可能性があるものの、一方でセクター全体や市場全般に与える影響は軽微でした。さらに、脆弱な銘柄と磐石な銘柄の差別化は、ボトムアップによる銘柄選択が上手くいく限り、潤沢なアルファ創出機会を提供します。

ポプラール・エスパニョル銀行の例では、当局が破綻する可能性が高いと判断した場合、投資家は実際に、株式、追加的Tier1債、Tier1債、下位Tier2債、シニア債、という資本構造における弁済順位にかかわらず、大幅な損失を被るということが示されました。根本的に新型のCoco債に投資をしていたのか、旧型のレガシー劣後債に投資にしていたかは関係なく、結果は同じでした。

アービトラージによる投資機会が存在するということでしょうか。

はい、そのように考えています。フランスの大手銀行を例にとりて考えてみます。Coco債は下位Tier2債と比較して、スプレッドは200bps拡大した水準にあります。清算となった場合どちらもヘアカットとなる可能性が高いと考えています。こうした差が生まれている主な背景は、Coco債はまだ伝統的な債券インデックスに組み込まれていないというテクニカル面の要因が大きいと考えています。ファンダメンタルズ面からみた場合、そのスプレッド差は75bps程度が妥当であると考えています。そのため、魅力的な利回りに加えて、キャピタル部分の上昇と資本構造内におけるスプレッド縮小が見込めると考えています。

フランスの大手銀行の例

スプレッド



出所：ブルームバーグ 2017年8月

■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となります。

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。

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ござい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27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