



欧州銀行の回復と銀行離れ

欧州の銀行セクターは、ようやくグローバル及び欧州金融危機の影から脱しようとしています。規制の変更によって債権者にとっては欧州銀行セクターの安全性は増しており、民間企業への信用供与という点で銀行の機能低下は長期的に進んできています。

投資家は、この何年間か続き得る投資テーマを活用して、各々のリスクと流動性の状況に沿った戦略を選択することができます。このレポートでは、欧州銀行の回復と機能低下によって現れた投資機会を活用できる三つの戦略を見ていきたいと思えます。その三つとは、銀行資本性商品のアクティブ運用、民間企業へのプライベート（ダイレクト）・レンディング、イベント・ドリブン型のストレス及びディストレスト銘柄への投資となっています。

2018年6月

デビッド・ライリー
パートナー

チーフ・インベストメント・ストラテジスト



素晴らしい新世界

10年前、欧州銀行セクターの脆弱さが、グローバル金融危機とその後の欧州ソブリン危機によって目の当たりにされて、納税者は多くの負担を強いられ、国の信用力が損なわれました。この対応として、危機後の規制環境は進化を続けており、ゴールとしては欧州銀行同盟の完成が掲げられています。

自己資本比率を高め、不良債権と非コア資産を処理することで、バランスシートの整理と縮小するように規制による圧力を加えたことで、欧州銀行のシステムリスクは大きく後退しています。また、欧州の民間企業は資金調達先として、危機以前は銀行融資に頼るしかありませんでしたが、現在は資本市場へのアクセスも可能となり、銀行に変わる代替的な民間の貸し手も現れてきました。欧州銀行の素晴らしい新世界は、継続的な回復、統合、規制と法律の変更、民間企業による資金調達の構造的変化、といったことが特徴として挙げられるでしょう。



銀行のファンダメンタルズの改善

欧州中央銀行（ECB）による異次元の金融緩和が下支えとなった欧州経済の全般的な回復によって、欧州の銀行は資本を増強し、バランス・シートを修復することが出来ました。規制は重要な役割を果たし、規制当局は銀行セクターを公益セクターに近いものにして注力し、様々な方法で今も試みられています。

銀行がレバレッジの解消を進め、ストレス・テストが頻繁かつ厳しく実施され、流動性準備が厳格となり、規制当局が過度なリスク・テイクの姿勢を抑制させようとするなかで、自己資本の水準は高まっています。普通株式等Tier1（CET1）比率は、2009年と比較すると8%高くなっています（図1参照）。このことから、銀行への投資は債券の投資家にとっては金融危機以降、最も安全な投資となっています。

図1：欧州の銀行のCET1比率

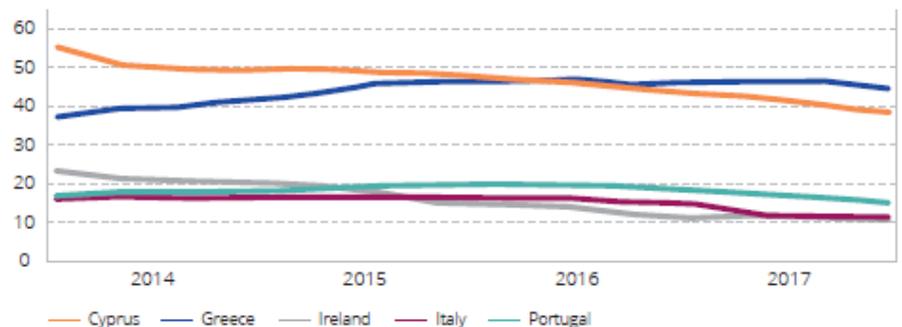


出所：EBA 2017年12月末

欧州の銀行が新たに信用供与を行うのに障害となっている負の遺産（レガシー）は、2兆ユーロに上ると試算される不良債権です。大きな進展は見られるものの、バランス・シートの整理が完了するまでの道のりは、まだ長い状態です（図2参照）。しかし銀行は、煩雑でコストのかかる自行での取り組みに代えて、効率的な代替手段として投資家やセカンダリー・ローン市場を活用していこうという意欲がみられます。

一部の不良債権はデストレスト状態にあるものの、存続が可能な企業である場合もあり、投資家の方が追加資本の提供やビジネスの再編を行う能力を有していることがあります。投資家への不良債権の売却は、銀行がバランスシートを簡素化して、コアなビジネスと収益性に注力できるようになるためには効果的な方法であると考えています。

図2：不良債権比率は低下基調にあるものの一部の国では引き続き高い水準にある



出所：EBA 2017年12月末

銀行離れ；明確なトレンド

グローバル及び欧州金融危機以降、厳格な規制、バランスシートの縮小、不良債権というレガシーによって、欧州の銀行は中小企業への融資を大幅に減らしました。金融危機後の規制の枠組み、つまり新たな自己資本の要求水準という規制によって、銀行はリスクを減らすことを余儀なくされました。その結果、ローンなどの融資額は減ることとなり、欧州の銀行の機能は低下しました。2008年以前、欧州では大企業の資金調達の80%は銀行からの融資でしたが、米国では、資本市場や銀行以外の貸し手からの資金調達が80%を占めていました。

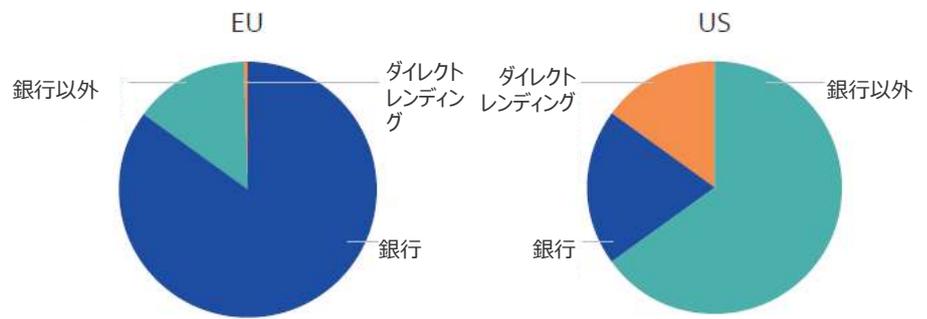
図4：民間企業への銀行融資



欧州では近年、ダイレクト・レンディング（銀行以外の直接融資）が増えてきていますが、米国での割合が15%程度であるのに対して、欧州では引き続き、ごく一部の割合しか占めていない状況です（図3参照）。

銀行のバランスシートの改善と、非常に緩和的なECBの金融政策によって、欧州での銀行の融資環境は緩和してきていますが、特に中小企業の需要を埋め合わせるだけの銀行からの信用供与は見られていません（図4参照）。銀行の機能低下を反映するように、企業の様々なニーズやタイプに合わせた銀行の代替となる貸し手は急拡大しています。

図3：欧州と米国の資金調達先の違い



出所：AIMA, "Financing the Economy 2016"; 注：米国のダイレクトレンディングにはビジネス・デベロップメント・カンパニー（BDC）を含みます。



投資機会

欧州の銀行の回復と機能低下によって構造的な投資機会が現れていますが、投資家のリスク許容度や流動性の状況によって、様々な方法でこの投資機会を活用することが出来ると考えています。

銀行資本性商品

- 銀行の信用ファンダメンタルズの長期的改善
- 投資家や規制の枠組みの変化によって、リスクだけでなく投資機会も出現
- インカム収入とキャピタル・ゲインの可能性を考えるとCoco債は魅力的な投資対象



規制要件の進展による、銀行ハイブリッド資本商品の進化によって偶発転換社債（いわゆるCoco債）が生まれました。レバレッジの解消と規制によって、ここ数年間でシステミック・リスクは大きく後退するとともに、欧州の銀行間の信用力の差が開きました。

規制当局は、金融機関に劣後債の発行を長きに亘って認めてきており、規制上の資本においては株式として取り扱われてきました。

しかし、グローバル及び欧州の金融危機において、これらの商品は銀行の損失を吸収することが出来ず、資本としての役割を果たすことがなく、政府は銀行セクターの安定化に多額の資金を費やす事態に追い込まれました。Coco債は株式に転換されるか、資本比率が事前に定められたトリガー水準を下回った場合には元本が削減されます。高格付けの銀行による発行が多いものの、債務弁済順位が劣後するため、銘柄格付けは投資適格未満となることから、同格付けの一般事業会社の銘柄と比較して通常高いクーポンと利回りが提供されます。

欧州銀行同盟が完成するまでの道のりはまだ長く、欧州の多岐にわたる規制と指針は、各国の破産法、会社法、税法に上乘せられる形となっています。そのため、銀行モデル、市場、銀行資本性商品にも様々な解釈があり、これらは各国の法律と欧州の規制の両方に則る必要があることから、信用力の差とアルファ獲得の投資機会を数多くもたらしています。

ブルーベイは銀行資本性商品の投資においては、銘柄選択と元本毀損を防ぐことに注力した投資を行っています。

図5：銀行劣後債の毎年のリターン (%)

	中央値	パフォーマンス 上位10%の平均	パフォーマンス 下位10%の平均
2009	42.95	158.62	-6.62
2010	15.41	67.18	-8.68
2011	-2.54	13.62	-34.74
2012	27.9	81.27	4.6
2013	10.44	41.3	-3.08
2014	1.55	9.82	-20.63
2015	5.33	38.58	-9.66
2016	5	30.57	-1.38
2017	12.43	25.71	-11.05
2018 (YTD)	-0.27	2.31	-6.63

出所：2009-2013: BAML Global Tier 1 Index, 2014年2月末; 2014-2017: BAML CoCo Index 2018年3月末

この資産クラスは成長を続けており、投資家層も広まってきていることから、流動性も高まってきています。元本毀損を防ぐことに注力した銀行資本性商品でのアクティブ運用は、欧州の銀行の回復という投資テーマを活用する上で最も流動性の高い投資手法であると考えています。

ダイレクト・レンディング

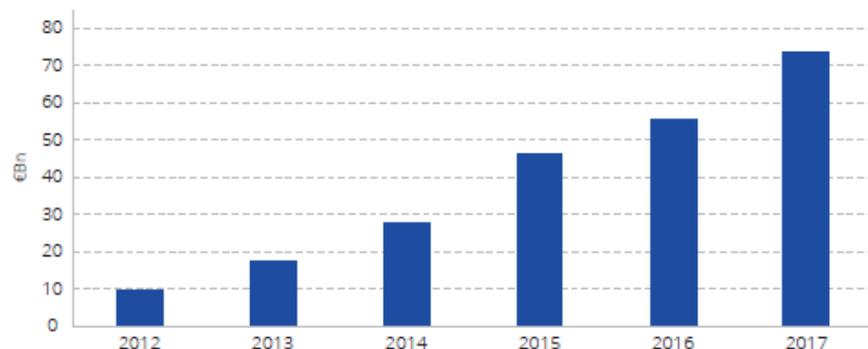
- 欧州民間企業に対する銀行の機能低下によってもたらされる投資機会
- 信用力と非流動性によるリスク・プレミアムを反映した魅力的な絶対及びリスク調整後リターン
- インフレ及び金利上昇に対するヘッジ

欧州のダイレクト・レンディング市場はここ数年で急成長しているものの、民間企業への貸し出しに占める割合は非常に小さいです。貸し手の多様さ、能力、注力しているもの異なることから、プライベート（ダイレクト）・レンディング市場を一般化することは難しいです。銀行の代替となる資金提供者として、銀行とシンジケーションで共同で融資を行う貸し手もいれば、単独で資本を提供する貸し手もいます。シニア・ローンは、通常25百万ユーロから100百万ユーロの規模で、貸し出し期間は5から7年が一般的です。

ローンのアップフロント手数料は2%から3%程度と高く、信用リスク（多くの借り手は無格付けであるものの、BB格もしくはB格程度のレバレッジ水準となっています）に加えて、5年もしくはそれ以上に亘る資金提供を約束することから、2%から4%の非流動性プレミアムが支払われることとなります。長期のライアビリティを持つ投資家にとっては、ダイレクト・レンディングは信用リスク・プレミアムに加えて非流動性リスクを取ることで、魅力的な絶対及びリスク調整リターンを得ることができます。また、実際の資産に対する担保付の変動利付きローンであることから、インフレ及び金利上昇リスクに対するヘッジ機能も持ちます。

ブルーベイはダイレクト・レンディングにおいて、最も魅力的と考える上位中堅企業にフォーカスしています。

図6：欧州のダイレクト・レンディング市場の推移



出所：Preqin 2018年4月, BlueBay internal calculations

ストレート債

- 銀行による不良債権の売却が進む
- イベント・ドリブン及びスペシャル・シチュエーションに着目
- 企業のリストラクチャリングに投資機会

銀行の非コアであり、ストレス下にある資産の売却により、投資家は様々なクレジット資産への投資が出来るようになっていきます。特に一部の国では引き続き多額の不良債権を抱えていることから、銀行融資ひいては実体経済へのマイナスの影響が懸念され、ECBにとって不良債権処理は2018年の最優先事項となっています。綿密なリサーチとダウンサイド・リスク管理を行いながら、機動的にこうした個別銘柄にロング及びショート・ポジションの両方から投資を行うことが出来る投資家は、このトレンドによってもたらされる投資機会を活用出来るでしょう。

イベント・ドリブン型の戦略は、ダイレクト・レンディングよりも流動性は高く、銀行のバランスシート再編によってもたらされる投資機会を活用することが出来ます。イベント・ドリブン戦略では、資産ポートフォリオの購入や個別ローンに投資することができ、債務再編を主導しながら、その回復からの恩恵を受けることが出来ます。

例えば、投資家は50セントもしくは30セントでもローンを購入することが出来ます。購入後は通常1年から1年半の間、積極的にビジネスや資産の再編に参画することができます。一部の債権は株式に転換されることもありますが、多くはセカンダリー市場で売却可能となる新たな担保付ローンに借り換えられます。

欧州でクレジット・サイクルが伸びている結果として、市場全体は健全な状態にありながらも、個別リスクは高まっており、差異は広まっています。スプレッド水準は無差別的にタイトな水準となり、インカムと高利回りへの需要は高まる一方で、ダウンサイド・リスクへの慢心が増幅したことから、ストレート市場でのショート・ポジションからの投資機会も増えています。

ブルーベイはイベント・ドリブンの投資において、流動性のあるストレート及びディストレスト債、スペシャル・シチュエーションに着目しています。またロングだけではなくショート・ポジションでも魅力的な投資機会があると考えています。

ディスクレーム

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。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.05%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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

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、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。