

なぜ年金基金は欧州銀行に投資すべきなのか

2020年12月

銀行の偶発的転換社債(CoCo債)は、見通しが改善基調にあり、政策による支援が期待できるほか、魅力的な高利回りを備えた資産クラスであると考えています。リスク調整後で見ると、これほど魅力的なリターンを提供している資産はこの他に見当たらないでしょう。

・利回りは低下し財政赤字は膨らみ、先行きが不透明となるなか、現在の政策対応によって負担を負うのではなく、恩恵を受ける資産を見つけることは多くの人の課題となっています。

・銀行のCoCo債はこれらマクロ環境の課題に対応しており、年金基金投資家の中で注目度が高まってくると考えています。

・欧州銀行システムは、10年間に亘る改革を経て、堅固な状態で足元の危機を迎えました。

・CoCo債は、債券投資を通じて株式に近いリターンを獲得出来る可能性を投資家に提供する潜在力を持っていると考えています。

新型コロナウイルスは経済や社会に何年にも亘って続くであろう多大な苦難をもたらしました。この危機に対する財政及び金融支援は前例のない規模のものとなり、多くのひとの頼みの綱となっています。これらの支援は明らかに必要とされている一方、意図しない結果は英国の年金基金に大きな影響を及ぼしています。

積立金不足は年金基金にとって最も困難な課題ですが、コロナ危機への政策対応によって状況は悪化傾向にあります。6月時点で、英国確定給付型企業年金全体の資産額は1743億ポンドで、一年前の赤字基金は全体の58.6%であったのに対し、現在は66.8%に達しています。量的緩和(QE)によって実質金利が低下し、15.5兆



ジェームズ・マクドナルド
パートナー
アナリスト



マーク・ステイシー
パートナー
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



ピーター・ゴルズワーシー
クライアント担当
ポートフォリオ・マネジャー

米ドル相当のグローバル資産にマイナス金利が適用されるなか、負債額が膨らむと同時に、資産に対する期待リターンが低下するという二重苦に直面しています。

過去10年間は、リスクを引き下げることが主流で、株式よりも英国債や社債、非流動性資産よりも流動性の高い資産、アクティブ運用よりもベンチマーク運用が選好されて来ました。しかし、利回りが低下し、財政赤字は膨らみ、先行きが不透明となるなか、利回りを確保し、現在の政策対応によって負担を負うのではなく、恩恵を受ける資産を見つけることは多くの人の課題となっています。

銀行によって発行された偶発的な資本性証券、もしくはCoCo債は、市場に精通したアセットマネジャーやヘッジファンドが一般的に保有してきましたが、これらの課題に対応できる力があり、年金基金投資家の中で注目度が高まってくると考えています。

なぜ銀行なのでしょう。

欧州経済における信用供与の80%は欧州銀行システムが提供しています。危機が広がる中、銀行は財政及び金融政策が実態経済に波及することを確実にするためのパイプ役であるとの考え方の下で、財政及び金融、規制面における唯一の連携が見られました。

危機からの経済回復における銀行システムが果たす役割の重要性は過小評価されるべきではなく、そのことは規制及び政策当局にも理解されています。規制当局は、銀行が支払い能力に懸念を持たず、経済が求めるだけの信用力を積極的に提供出来るよう、自己資本の軽減や支援策の実施によって、銀行が恩恵を受けられることを確実にしました。

銀行はリセッション時には脆弱なのではないでしょうか。

グローバル金融危機後は、「高リスク」と認識される事業には、より高い資本チャージを課すことで、流動性を高め、自己資本を積み増し、よりリスクの低い事業を促すなどして、規制当局は、この10年間、銀行の改善に多くの時間を割いてきました。

この10年に亘る改革によって、欧州銀行システムは、堅固な状態で足元の危機を迎えました。銀行の強さが試される環境を迎えていることは確かですが、欧州銀行は市場が予想するよりも遙かに良好な状態でこの危機を乗り切ることが出来ると考えています。これに加えて、金融政策の波及経路や信用供与における銀行の重要性を考慮すると、そうした盤石な立ち位置が維持されるよう、規制当局からの政策支援が続くと考えています。

10年に亘る改革のコストや前例のない政策支援は、資本要件の引き上げや配当支払いの禁止につながっていることから、銀行株保有者にとって大きな負担となっています。反対に、リターンを狙う銀行債券投資家にとっては豊富な投資機会を提供していると考えています。

政策面から恩恵を受けるスイートスポットはどこでしょうか。

CoCo債は2008-2009年のグローバル金融危機が生んだ商品です。金融機関が再び困難に陥った時にショックが吸収されるように規制当局が設計したハイブリッド型の商品です。

CoCo債は債券投資を通じて株式投資に近いリターンを獲得できるという二つのいいところを取り出来る可能性をもっており、株式保有者のようにコストを負担することなく、銀行システムの強みや政策支援による恩恵を享受できることがスイートスポットであると見ています。

CoCo債のプレミアム

欧州銀行セクターにおけるCoCo債市場の25%は投資適格債であり、残りはハイ・イールド債であると認識されています（しかし、一般的に投資適格の銀行によって発行されています）。しかし、特有の特徴によって、ベンチマークの主要構成銘柄とはなっていません。

パッシブ運用やETFの普及とともに、要件を満たさない、もしくは事前に決められたベンチマークに含まれない銘柄は、大幅に割り引かれた水準で取引され、活用すべきミスマッチの投資機会を提供することが多くあります。CoCo債市場よりもこうした状況が明白な資産クラスを考え付くのは難しいと考えています。

利回りは低下し、財政赤字は膨らみ、先行きが不透明となるなか、現在の政策対応によって負担を負うのではなく、恩恵を受ける資産を見つけることは多くの人の課題となっています。CoCo債はこれらの課題に上手く対応できると考えています。

期待に応える

ベンチマークに制約されず、魅力的なリスク調整後リターンを求めている年金基金にとって、同資産クラスを投資先として検討する余地はあると考えています。見通しが改善傾向にあり、政策による支援も期待できるほか、魅力的な利回りを備えた銀行セクターへのエクスポージャーを取ることもつな갑니다。

リスクの観点からみても、リスク調整後でこれほど魅力的なリターンを期待できる資産を他に見つけるのは難しいのではないかと思います。

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主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーキング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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、別途記載のない限り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。