



BlueBay  
Asset Management



## 銀行資本性商品：2018年の見通し

### 2018年のリターン見通しについて

2018年も偶発転換社債（CoCo債）は引き続き魅力的な投資対象になると考えています。

ブルーベイの金融ハイブリッド債戦略の利回りは6%近くとなっており、投資銘柄の金利リスクに対する感応度は低いと考えています。また、更なるリスク・プレミアムの低下を促す構造的な理由があるとともに、収益獲得の投資機会も潤沢にあると考えています。基本的に銀行セクターの磐石さは増していると考えていますが、その背景には規制当局が銀行セクターを公益セクターのようにしようとしているといったテーマ性のある材料が存在しており、今後数年間も様々な手段を通じて実現に取り組んでいくとみていることがあります。これに加えて、グローバルに足並みの揃った経済成長と金利サイクルの転換の可能性によって、銀行の収益改善が見込めることから、スプレッドの縮小が進むと考えています。

このファンダメンタルズ面は、銀行資本性商品にかなりの額の特化型資金が流入したという良好な需給面によって下支えられています。この傾向は今年益々加速する可能性があると考えており、CoCo債はもはやニッチな資産クラスでなくなってきたかもしれません。欧州への投資比率が小さい投資家にとっては、経済成長及び政治面の安定性が予想外に改善しているなかで投資を検討するのに適

### インサイト



マーク・ステイシー  
ポートフォリオ・  
マネジャー



ジェームス・  
マクドナルド

金融アナリスト

2018年1月



Global Asset  
Management

した資産であると考えています。ブルーベイのマクロ・チームも強調しているように、イタリアの総選挙、ドイツの連立政権への話し合い、スペインの政治情勢、ブレグジット交渉、米国の金利上昇といった広く知れ渡ったイベントが待ち受けていますが、いずれも投資機会を提供することになると考えていると共に、欧州のマクロ経済はポジティブな状況が続くとみています。

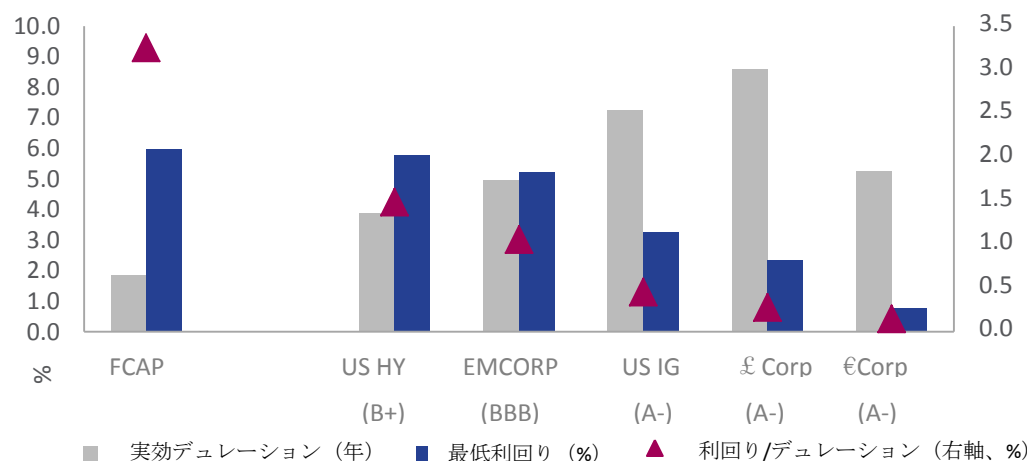
## 金利上昇は懸念となるでしょうか

金融引き締めが圧力となり得る多くの他のセクターとは異なり、金利上昇は銀行の収益にプラス効果をもたらします。

欧州銀行の一般的な状況を考えてみましょう。顧客からの預金に対して支払う金利はゼロですが、流動性要件を満たすために欧州中央銀行（ECB）に置く預金に対して 40bps の利息を支払わなければなりません。そのため、現在の水準からの短期金利の上昇は銀行の純利益に直結するはずですが、さらに銀行のビジネスモデルの要となっているのは期間変換機能で、つまり短期で資金を借入れて長期で貸し出すということであることから、イールドカーブのスティープ化はさらに利ざやを稼ぐには好環境となります。

金利上昇が各資産にどのような意味があるかを考える際に、実効デュレーションに対する利回りの比率をよく使用しますが、他の資産クラスと比較して、ブルーベイで運用する CoCo 債ポートフォリオ（FCAP）の魅力が顕著となっていると考えています。銀行は発行に際して高利回りが固定されるのを嫌がり、短期でコールされるストラクチャーを好む一方で、一般企業は魅力的な資金調達水準を利用し、長期的に低い金利で固定したことで、デュレーションは長くなり、将来の金利上昇に対してリスクがあります。

各資産のデュレーションに対する利回りの比率



出所：BAM Indices, Bloomberg 2017年12月29日

金利上昇が債券資産のトータル・リターンに与えるリスクを考え、ブルーベイではポートフォリオの運用にあたって、金利についてアクティブな運用姿勢を取っています。その結果さらに、クレジット債の投資機会が現れた際には、その機会を効率的に利用することができると考えています。

## 他の債券資産と比較した価格水準

相対的にみた場合、CoCo 債の比較対象となりやすいのはハイ・イールド債と

エマージング債であると考えています。いまのクレジット・サイクルの位置を考えると、CoCo 債のほうが優位性は強いとみています。

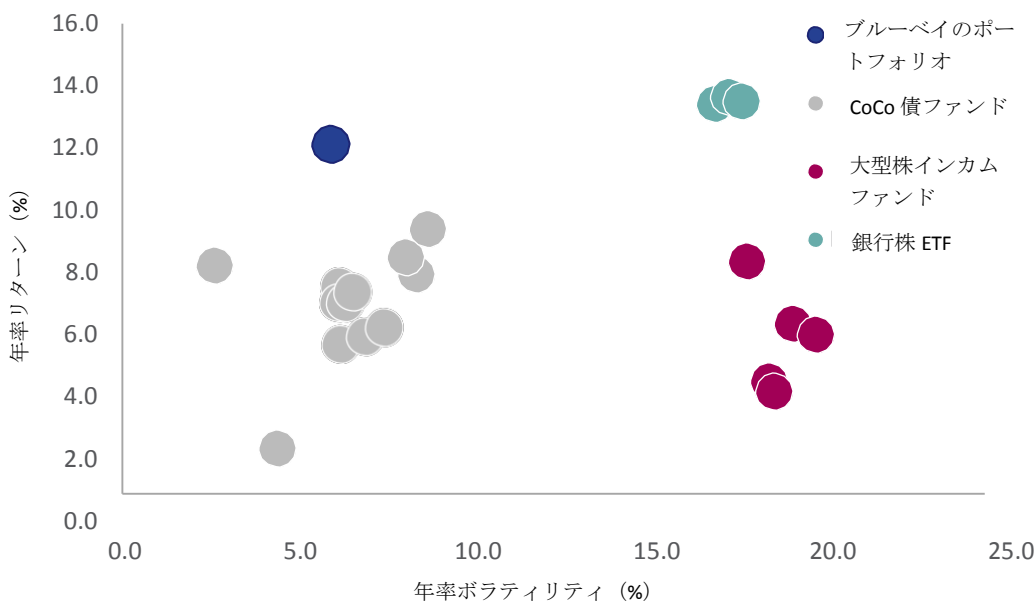
銀行のファンダメンタルズの改善と得られるスプレッド水準を評価している一方、ブルーベイのレバレッジド・ファイナンス・チームでは、ハイ・イールド債市場に警鐘を鳴らしはじめています。市場で溢れている流動性を考えると、デフォルト率がすぐに上昇する段階にはないと考えていますが、[ディストレスト水準で取引される企業は増加傾向](#)にあり、それは多岐に亘るセクターで見られています。これは、米国のハイ・イールド債市場はクレジット・サイクルの終盤に差し掛かっているという早期のサインかもしれません。金利上昇サイクル（この始まりは近いと考えていますが）においては資金調達コストが嵩むため、この傾向はますます強まります。長期デフォルト率と同水準の利回りと、CoCo 債と比較してスプレッドがタイトであることを考えると、米国ハイ・イールド債は相対的に魅力的な資産クラスではないかもしれません。

エマージング市場の見通しはより健全で、グローバル経済の成長が下支えとなっていますが、ハイ・イールド債と同様に金利上昇による影響が懸念されます。CoCo 債については、短期金利上昇によって銀行セクターは恩恵を受けることから、この懸念はありません。

## 銀行株投資との比較

投資家にとってもうひとつの代替となる投資対象は、銀行資本のさらに深いところに位置する株式でしょう。実際、2017 年を通じてみられた株式の上昇後でも、一部の銀行の配当利回りは CoCo 債の利回りを上回っています。こうした点から、銀行株は異なるリスク・リターンをもたらす資産であると考えています。銀行のファンダメンタルズの改善が見込めるサイクルの中にあり、金利上昇によって収益性も改善が期待できるため、銀行株についても前向きな見通しは持っているものの、リスク調整後で考えた場合、CoCo 債がもたらすシャープ・レシオの方が魅力的であると考えています。また、配当の支払いもクーポンの支払いも銀行に選択権がありますが、クーポンを支払わずに配当を支払うというケースはありませんが、その逆のケースは多くみられます。それは資本構造上、CoCo 債の弁済順位が上位にあることを示していると考えています。

報酬控除後のリスク・リターン (2015/1/16-2018/1/15)

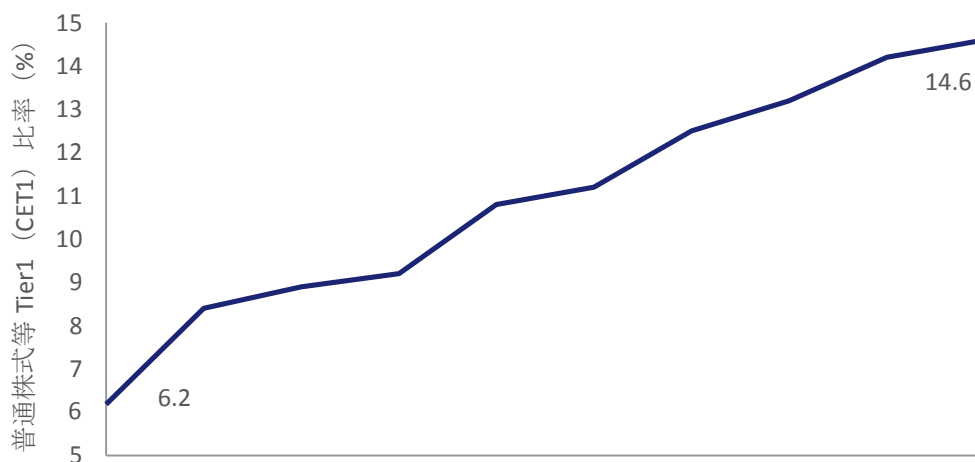


出所：Morningstar Direct 2018 年 1 月 15 日 銀行劣後債に主に投資するファンドをブルーベイで抽出

これまでのところ銀行株の上昇を抑制しているひとつの要素は規制の不透明感であり、逆にそれが銀行債への投資の魅力を増していると考えています。規制の変化は過去も今後も、株式の保有者の負担のもと、銀行の信用力を高めることに繋がるという考えを長きに亘って持っています。このサイクルは始まりと言うよりも終わりに近いと考えていますが、2018年を考えると、このトレンドが続くとみる理由は数多くあります。まず、2018年1月1日には欧州の銀行でIFRSの会計基準が導入され、引当金と金融資産がどのように計上され認識されるかというルールが変わります。また、「内部モデルのターゲット審査 (TRIM)」によっても、モデルのインプットを標準化することによって資本のボラティリティが高まること予想されます。最後に、バーゼル IV のグローバルな合意がなされたことも挙げられます。内部モデルを通じて国内法に遵守する必要があり、不良債権の取り扱いについても引き続き議論が行われています。

時間が経つにつれて、規制環境がより安定してきたら銀行株に投資をする投資家の増加が見込まれますが、現段階においては透明性と資本の質を高め、バランス・シートの改善を図ろうという取り組みの中で、株式のリターンは抑えられる状況が続くと考えています。規制が安定するまでは、銀行株への資産配分は手控えた方が良く考えています。特に今年は欧州銀行監督局 (EBA) によるストレステストが控えており、銀行の経営陣は結果が悪いことで注目を集めることを誰もが避けたがるでしょう。

#### 規制によって資本は増強



出所：EBA 2017年12月29日

#### 2018年の投資機会

銀行のハイブリッド債商品が誕生した当初から、資産クラス内にはかなりの差異がありました。リターンからはこの差異は目立ちませんでしたが、2017年を例にとると、ICE Bank of America Merrill Lynch Contingent Capital Index (COCO)で見た場合、平均のリターンは12.43%でしたが、パフォーマンス上位10%のリターンは25.71%であったのに、パフォーマンス下位10%のリターンはマイナス11.05%でした。この程度の水準の差異はごく普通で、2018年を例外と考える理由は見当たりません。

COCO インデックスのパフォーマンス (%)

	平均リターン	上位 10%のリターン	下位 10%のリターン
2000	4.08	11.03	-17.28
2001	18.29	29.11	9.18
2002	15.55	24.09	3.42
2003	11.02	26.01	5.75
2004	6.61	14.23	2.79
2005	4.18	8.21	0.36
2006	1.64	4.27	-2.36
2007	-3.11	5.69	-21.24
2008	-34.46	5.44	-78.33
2009	42.95	158.62	-6.62
2010	15.41	67.18	-8.68
2011	-2.54	13.62	-34.74
2012	27.90	81.27	4.60
2013	10.44	41.30	-3.08
2014	1.55	9.82	-20.63
2015	5.33	38.58	-9.66
2016	5.00	30.57	-1.38
<b>2017</b>	<b>12.43</b>	<b>25.71</b>	<b>-11.05</b>

出所: 2000-2013: BAML Global Tier 1 Index 2014-2017: BAML Contingent Capital Index 2017年12月29日

投資機会のひとつの源泉となり得るのは規制の変化であると考えています。規制が目指しているものによって、銀行の信用力は改善し、資産クラスのパフォーマンスにもポジティブに働くと考えていますが、変化によってボラティリティが生まれ、それぞれの銀行に異なる影響を与える可能性があります。

資産クラスとして CoCo 債のパフォーマンスは非常に良好ですが、その結果としてかなりの慢心が生まれたと考えています。市場が債券の構造的な特色をミスプライスしている例は散見されますが、強気相場でよく見られることです。この結果、収益を得られるような投資機会は潤沢に現れ、インデックスに対して高利回りだけでなく、最小限のコストで大きなダウンサイド・プロテクションも得られると考えています。

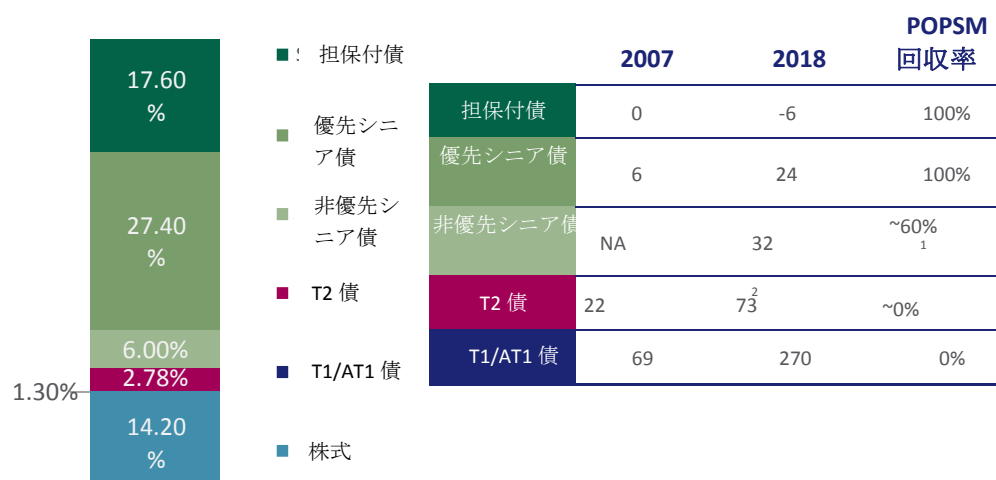
これまでの話題は欧州の銀行に終始してきましたが、2017年に進展が見られたもうひとつの市場が、保険セクターの RT1 債市場です。RT1 債とは、銀行で言うところの追加的 Tier1 債 (AT 債) に匹敵するものです。2017年までは、規制や価格面という多くのテクニカルな理由から、保険会社が RT1 債の発行を行うメリットがさほどありませんでした。しかし、スプレッドが縮小したことによって、状況が変わりました。銀行の CoCo 債と比較して投資ユニバースは小さいですが、200億米ドルまで市場が拡大する可能性があると考えており、現在の投資環境は発行体にとって、この新たな商品の発行を行う魅力が増しています。ブルーベイでは積極的に新規発行に投資したいと考えているとともに、多くの投資機会が現れることを期待しています。ミスプライスを生み出すような、市場参加者がさほど注

目していないセクターはこれ以外にもありますが、RT1 債は個別銘柄のファンダメンタルズの見通しを反映した投資ができる新たな商品と考えています。

## CoCo 債のミスプライスによる投資機会

2017 年にはバンコ・ポピュラー（POPSM）、ビチェンツァ銀行、ベネト銀行、モンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ銀行の清算など、銀行規制の新たなモデル例が数多くみられました。それぞれに取られた行動は独自性を持っていましたが、明白なメッセージとなったのは、銀行が破綻した場合、劣後債の所有者の回収率はゼロになると思ったほうが良い、ということでした。規制当局から、こうした明白なメッセージが示され次々と同様の例がみられたものの、銀行の資本性商品をみた場合、このリスク・リターン特性が正確に価格へ反映されているとは考えていません。そのなかでも AT1 債は大幅にミスプライスされているとみています。銀行の資本構造の 1 つとしての AT1 債の発行規模を考えたとき、AT1 債を以て銀行がゴーイング・コンサーン状態にまで回復できるとして、規制当局が他の負債を救済するような介入を行う可能性は非常に低いと考えています。しかしながら、AT1 債の投資家は Tier2 債の何倍もの金利を受け取り続けています。しかし、Tier2 債の回収率も AT1 債と同程度と予想しています。AT1 債がベンチマーク構成銘柄ではないという需給要因があったとしても、AT1 債と同じ弁済順位である T1 債が 2007 年の金融危機以前に到達したスプレッド水準を 1 つの目安に、両者のスプレッドに裁定機会があると考えています。

## リスク加重資産の比率とスプレッド (OAS, bps)



出所: BlueBay Asset Management, Bloomberg 2017年12月31日 注: 1: POPSM は非優先シニア債の発行はありませんでした。そのため、回収率は推定値となります。2: 取引価格に基づく回収率

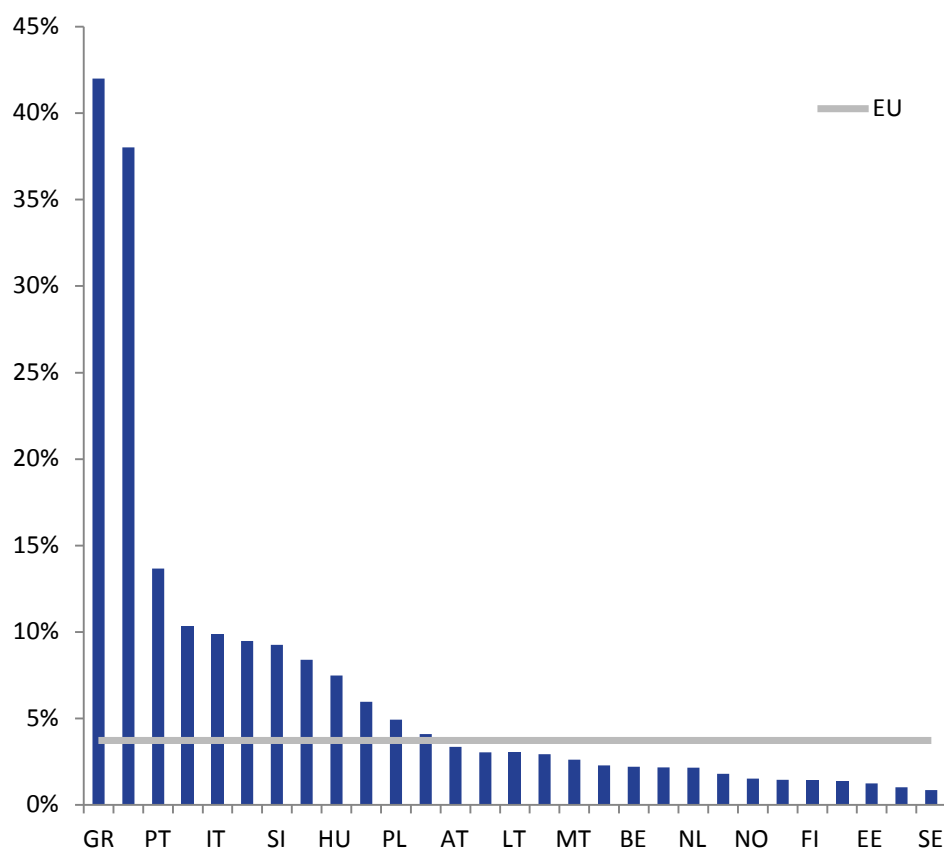
## 2018年の規制の変化

規制は銀行セクターのファンダメンタルズ改善に繋がっただけではなく、実際に制度が施行された際に各銀行に与える影響が個別に異なる、という点で収益獲得の投資機会をもたらすと考えています。

2014年からECBが銀行規制の機能を担って以降、コミュニケーションはかなり直接的なものとなっています。それは1年の監督優先事項を説明した書面だけでなく、もう少しニュアンスを伝える要人のスピーチにおいても明白です。この結果、ECBが言わんとすることをよく理解することが可能となり、2018年についても変わりはないと考えています。IFRS9、TRIM、バーゼルIV、不良債権の精査やストレステストなど多くの取り組みが控えており、収益獲得の投資機会が現れる可能性は極めて高いと考えています。しかし、こうした取り組みの背景を理解し、2018年のメッセージを捉え、それが投資判断にどのように影響するかを考えねばなりません。

不良債権、すなわち多くの国で引き続き問題となっている不良ローンの扱いはECBの最優先事項です。2017年は、バンコ・ポピュラー (POPSM)、ピチェンツァ銀行、ベネト銀行、モンテ・デイ・パスキ・ディ・シエナ銀行など多くの銀行の破綻がありましたが、いずれも不良債権が原因となっており、進展はみられるものの銀行資産の質には大きな差があり、ECBはこれに毅然とした対応を続けています。

## 国別でみた不良債権の比率 (%)



出所: EBA 2017 年 9 月

この点においては、不良債権に積極的に向き合っていない銀行及び国は、ECB が今年実施するストレス・テストや TRIM の見直し、銀行に対してガイダンスを示すなど、あらゆる手段を講じているなかで、厳しい状況におかれるでしょう。欧州全体での預金保障スキームを持つ単一銀行市場を完成させ、主要国がサインをしようという意志を示すには、不良債権の差を解決するという大きな進展が必要になると考えています。特に今年注目されるのは、ECB の不良債権に関するガイダンスへの追加事項で、様々なノイズが発生する可能性があります。これは昨年末に多くの議論を呼び、ECB が限度を超えた規制を要求しているとイタリアの規制当局と衝突を起こしました。1-3 月期のうちに、レガシーとなっている不良債権に絞った発表がなされる予定ですが、新たな不良債権のみを対象とした当初のガイダンスよりも議論を呼ぶものになる可能性があり、さらなるノイズが起こるかもしれません。

ECB は幾度にも亘って、ビジネス・モデル、収益性、継続する低金利環境におけるリスクを主なリスクとして掲げてきました。欧州で多くの M&A が実施されることを期待していることは言外に明らかで、収益性の低い銀行が多彩な商品を扱う状況に対処するカギとなるのは統合であると考えているようです。M&A についてこのように明白なメッセージがあるものの、この動きが加速するかについては多くの理由から懐疑的な見方をしています。



一つ目の理由は、資本の問題です。通常、M&A を実施することが可能な大きな銀行は、システム上重要な金融機関と見做され、それゆえ追加資本要件を課されます。この要件が、買収先のバランス・シート全体にも適用されることから、いかなる買収においても高いリターンが求められることとなります。また買収によってグループ全体の資本要件が高まり、買収対象だけではなく、買収する側の元のバランス・シートに対しても追加資本が要求されることになる場合もあります。

二つ目の理由は、現在の投資環境は預金を集めて支店を増やすことは資産ではなくコストとなるため、統合を行う意義がありません。またフィンテックが台頭していく可能性がある中で、時代遅れのやり方であると思われます。支店を閉じるには非常にコストがかかり（イタリア、スペイン、ドイツ、フランスでは英国の約 11,000 支店の 3 倍から 4 倍の支店がそれぞれの国にあります）、預金は中央銀行の預金金利がマイナスであることから、収益ではなくコストとなります。こうした要素に、どんな形態であれ不良債権を増やすことに対して強い嫌悪感があるなかで、規制当局に強いられる他に、意義ある統合の理由を見出すことが難しくなっています。インターザ・サンパオロの例を挙げると、ピチェンツァ銀行とベネト銀行の優良資産を引き受けるために 35 億ユーロを受け取りましたが、900 あった支店のうち 600 支店は閉鎖されました。

このことから、ECB が M&A を促す方法を考え、本当の単一市場を作り上げるまでに、数少ない例外（大手同士の統合もしくは強制的な小さな案件）を除けば、ニュースは多いものの、実際の統合はそれ程多くないと予想しています。そうした現状から、弱いプレーヤーがホワイト・ナイトを探していることを考えると、このテーマに則った投資についてはかなり躊躇しています。

この他にも規制に対する考えは無数にありますが、ECB による注目と脆弱な銀行の進展の遅さを考えると、恩恵を受ける銀行とそうでない銀行の二極化が進むという見通しを強めています。昨年のスプレッド縮小を踏まえ、銘柄選択においてさらにリスクを高めることで得られるものは少なく、強い銀行の劣後債に厳選して投資を行うことで、魅力的なリスク調整後リターンの獲得をできると考えています。特に、システム・リスクへのプレミアムが乗っている弱い国の中の強い銀行を選好しています。このシステム・リスクは、欧州の規制強化と各国それぞれの銀行市場から欧州統一市場への移行への試みの中で、かなり減少したと考えています。

## 新規発行市場の状況

2017 年の CoCo 債の純発行額は 250 億米ドルとなり、CoCo 債インデックスの額面は 1,800 億米ドル超となりました。インデックスの規模は 3,000 億米ドル規模にまで成長すると見込んでいますが、その拡大は着実だと考えており、2018 年の新規発行額は 2017 年と同水準になると予想しています。これは健全な成長率で、資産クラスへの需要に対してバランスの取れた供給になるとみています。さらに、この資産クラスに特化した運用からの資金も増えており、約 300 億米ドルにまで成長しています。伝統的なクレジット債の運用者が CoCo 債への投資が出来るようにガイドラインの調整をしているケースが増えていると考えています。当資産クラスの規模が無視できない大きさになり、ニッチな資産クラスではなくなる中で、この傾向は今後数年間続くと考えており、需給面は引き続き良好な環境が続くと考えています。

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）、投資適格債絶対リターン戦略：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）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（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（2018 年 1 月 31 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。

重要な注記：損失吸収メカニズムの複雑さ、各発行体間および各コンティンジェント・キャピタル債（CoCo 債）によって投資に伴うリスクが異なることから、ブルーベイの金融ハイブリッド債戦略は、金融に関して十分な経験と知識を備え、当戦略の投資による経済損失リスクを許容可能な投資専門家を対象としています。

前述の投資専門家とは、下記の条件を満たしている投資家を示しています：

- 1) 有価証券及び/または複雑なデリバティブへの投資、金融市場全般及び金融商品に対する知識、経験を有する、かつ
- 2) 投資に関する情報に基づいた決定を下すための、戦略及びその特徴、リスクについて理解し、評価することができる。