

銀行資本性証券：米国の優先証券に対する 欧州の AT1 Coco 債の魅力

2018 年 5 月

- 追加的ティア 1 (AT1) 債 (Coco 債) と優先証券は共に規制上、銀行資本でのティア 1 資本に位置付けられます。
- 優先証券と Coco 債の同等の劣後順位となりますが、利回りは Coco 債のほうがかなり高くなっています。
- Coco 債はアクティブ運用にとっては、多くのアルファ獲得が期待できる投資機会があります。
- ブルーベイの金融ハイブリッド債戦略は、金融機関の資本構造の中にある投資機会を活用するために設定され、Coco 債の持つ投資機会を捉えるような投資プロセスとなっています。
- 欧州の銀行システムにおいては、ファンダメンタルズの改善が引き続きみられます。



マーク・ステイシー
シニア・ポートフォリオ・
マネジャー



ジェームス・
マクドナルド
金融セクター・アナリスト

イントロダクション

Coco 債と優先証券は構造上、かなり似たものですが、Coco 債は新しく難しい資産クラスとして見られることが多く、そのために最終投資家は投資に慎重になりがちです。しかし、これは間違った解釈だと思います。Coco 債の複雑性に対応するために、アクティブ運用は必須であると考えていますが、Coco 債は銀行ハイブリッド型証券の革新型ではなく進化形に過ぎないと見ています。特に、Coco 債をより幅広い投資家層を持つ優先証券と比較した場合、Coco 債の方が資本構造上、優位にあるだけでなく、金融機関のファンダメンタルズが着実に改善しているという後ろ盾の中で、アルファ獲得のための数多くの投資機会があると考えています。

銀行ハイブリッド型証券

銀行ハイブリッド型証券の最もシンプルなものは、優先証券の進化版で、つまり債券と株式の特性を持ち合わせたものです。1990 年代に銀行ハイブリッド型証券は誕生しましたが、優先証券は 19 世紀から発行されており、決して新しい商品ということではありません。

これらの証券は、発行体である銀行と投資家の双方にメリットがあります。銀行にとっては、規制上の資本や格付け機関の格付という面で利点があり、議決権のない資本性証券を異なる投資家層にオファーすることで資本コストが低下するというメリットがあります。

投資家にとっては、シニア債よりも高い利回りを得られる可能性があり、不安定な配当ではなく固定のクーポン支払いを受け、普通株よりも高い弁済順位を得られるメリットがあります。資本構造上の弁済順位は低いものの、高格付けの銀行が発行するという傾向があります。そのため、発行体の格付けを落とすのではなく、優先順位が劣化する証券への投資を通じて、投資家は利回りを高めることができます。

規制の影響

銀行がハイブリッド型証券を発行する重要な背景のひとつは規制です。資本コストを最適化するために、ハイブリッド型証券を通して規制上の資本を維持することが、銀行にとっては不可欠であるとみています。銀行のグローバル化が進むに連れて、規制、資本の適正水準、さらにハイブリッド型証券の構造をグローバルに調和させようという動きが強まっています。これはバーゼル委員会を中心に行われていますが、バーゼル委員会では最善の手法と資本の適正水準について基準やガイドラインを定め、こうしたルールはメンバーとなっている各々の国によって解釈されて、国内法に落とし込まれるようになっていきます。基準の範囲内で必要要件を満たす限りは、各国で違いが生まれる余地が残されています。例えば、税制、破綻に関する法律、市場構造などの違いから国ごとの違いが必要になるケースがあり、また規制に対する考えの違いから異なることもあります。

欧州と米国の規制当局は、リスク資産の 1.5%までハイブリッド型証券を発行して資本を調達する余地を銀行に与えており、これはバーゼルの基準に沿ったものです。両地域でハイブリッド型証券はバーゼル基準を満たすこととなりますが、証券の構造に差異があります。ハイブリッド型証券の欧州版ある Coco 債は、備わっている特徴がより複雑です。このことによって、Coco 債のリスクが高いという認識が持たれており、機関投資家が投資を手控えるという結果になっています。しかし、リスクがより高いという見方は誤って解釈されていると考えており、この証券の複雑性を理解できる投資家は恩恵を受けることが出来ると考えています。

構造上の差異

下表はハイブリッド型証券が規制上の資本要件を満たすための要件をまとめたものです。この表から分かるように、バーゼル規制から生まれたという DNA は同じではあるものの、Coco 債と優先証券にはいくつかの重要な違いがあることが分かります。

バーゼル III におけるハイブリッド型証券

バーゼル III の要件	Coco 債	優先証券	コメント
永久債	✓	✓	決まった償還期限のない永久債でなければならない
コーラブル債	✓	✓	コーラブル債でなければならないが、最初のコール日までは最低 5 年の期間を設けなくてはならない。5 年が経過したとき、Coco 債のリセット金利は通常 5 年のミッド・スワップ金利+発行時のスプレッドとなる。優先証券は 3 ヶ月 LIBOR 金利+発行時のスプレッドが一般的で、約 30%はクーポンがリセットされるストラクチャーとはなっていない。
クーポンのステップアップ	✗	✗	ステップアップ条項や繰上げ償還を促すような条件は禁止されている。
クーポンの繰延べ	✓	✓	クーポン支払いについては完全に発行体を選択権がある。Coco 債はクーポンを支払いができない、最大配当可能額という制約がある。
クーポンの累積	✗	✗	発行体はクーポンの支払を繰り延べるのではなく、支払わないという完全な裁量が必要。
配当支払いのプッシャーと停止	✗	✓	配当支払いの停止 (stopper) はバーゼル III では認められており、米国の規制当局も認めているが、Coco 債では認められていない。配当支払いのプッシャーはバーゼル III で認められていない。
損失吸収	✓	✗	バーゼル III において負債と分類される証券は、事前に定められたトリガーで、元本で損失を吸収する機能を持たせなければならない。Coco 債では損失吸収のトリガーは必要だが、優先証券はすべて株式として取り扱われるので不要。
発行のインセンティブ	✓	✓	Coco 債も優先証券も規制上の資本と見なされる。Coco 債のクーポンは通常発行体の税金控除の対象となる。

投資家の目線からは、Coco 債と優先証券で構造上三つの大きな違いがあります。

配当支払いの停止 (Dividend Stoppers)

配当支払いの停止とは、銀行がハイブリッド型証券のクーポンを支払わなかった場合に、普通株の所有者に対する配当支払いを禁じる条項を指します。欧州ではこれが認められていませんが、米国では認められています。資本構造を尊重すれば、これは正しいものであると考えていますが、実態を考えると、金融機関がハイブリッド型証券の投資家にクーポンを支払うことが出来ないにもかかわらず、普通株の配当を支払うことが出来るという状況が起こる可能性は非常に低いということから、この条項の有無は無視できるものと考えています。ハイブリッド型証券が銀行の資本に占める割合は 10%程度であることを考えると、株式の配当支払いと比較してハイブリッド型証券のクーポン支払いの額は非常に小さいであろうということも認識しておく必要があるでしょう。

損失吸収のトリガー

Coco 債の特徴の一つは、その元本で損失吸収をしなければならないトリガー・ポイントが事前に定められていることです。バーゼル III では、会計上負債と見做される証券についてのみ求められる要件です。米国では、ハイブリッド型証券は会計上株式として取り扱い、クーポン支払いは税金控除の対象とはならないという明確な指針があります。そのため、優先証券にトリガーを設ける必要があるという規制要件はないため、米国の銀行もそうした条項をわざわざ組み込むメリットはありません。一方、欧州では規制当局がすべてのハイブリッド型証券は、会計上の扱いに関係なく、事前に定められた損失吸収のトリガーを証券の条件に盛り込まなければいけない、としています。更にほとんどの欧州国では、Coco 債のクーポン支払いは税金控除の対象となっています。

損失吸収のトリガーが定められていることは、まさに **Coco 債**（偶発的転換社債）という名前に示されていますが、これが投資家の不安を煽る主な理由になっていると考えています。欧州で多くの国が採用している最低のトリガー水準は、普通株式等ティア 1 (CET1) が **5.125%**に抵触した場合ですが、この水準はドイツ連銀も最近述べた通り、銀行が破たんするであろう水準をかなり下回っています。最近の銀行破たんのケースにおいては、トリガー水準に抵触して損失を吸収しなくてはならない最低資本比率に達するかなり前の段階で、規制当局が介入をしています。

従って、このトリガー水準に対する不安は誤解に基づいており、米国にせよ欧州にせよ、ハイブリッド型証券のリスクは、規制当局による介入または銀行破たんのリスクであり、これは事前に定められたトリガーに抵触するかなり前の段階で起こることであると考えています。

コールの仕組み

規制要件ではないものの、**Coco 債**と優先証券の最も大きな違い、そしてミスプライスは、最初のコール日を過ぎた後にクーポンがリセットされる仕組みにあります。**Coco 債**と優先証券は共に永久債であるだけでなく、最初のコール日まで最低 5 年間の期間を設けなくてはなりません。そのため、発行時から最初のコール日までは固定クーポンで、最初のコール日までの年限のベース金利+スプレッドでその水準が決まります。**Coco 債**と優先証券の異なる点は、**Coco 債**のクーポンは最初のコール日以降、5 年のミッド・スワップ金利+発行時のスプレッドにリセットされる一方で、優先証券は 3 ヶ月 LIBOR 金利+発行時のスプレッドにリセットされる点です。

例えば、**HSBC** は最近クーポン **6.5%**で米ドル建ての **Coco 債**を発行しました。このクーポンは、発行時の 10 年ミッド・スワップ金利とスプレッドに分解することができ、このクレジット・リスクに対する市場の需要から **3.606%**というスプレッドに収まりました。発行から 10 年後、もしこの債券がコールされなかった場合、5 年のミッド・スワップ金利に元々のスプレッドである **3.606%**が上乗せされた水準にクーポンがリセットされることになります。これに対して、**BoA** メリルリンチが最近発行した優先証券のクーポンは **5.875%**でした。このクーポンは、米国 10 年債金利と **2.931%**という信用リスク（スプレッド）に分解することが出来ます。発行から 10 年後、もしこの債券がコールされなかった場合、3 ヶ月 LIBOR 金利に元々のスプレッドである **2.931%**が上乗せされて、クーポンがリセットされることになります。以下はこれを表にまとめたものです。

発行時のクーポン	HSBC	BoAML
発行時のスプレッド	3.61	2.93
発行時のベース金利	2.89	2.94
発行時のクーポン	6.5	5.875
リセット時のクーポン		
リセット時のスプレッド	3.61	2.93
想定 3 ヶ月 LIBOR（現水準）		2.35
想定 5 年ミッド・スワップ金利（過去 30 年の平均から 3 ヶ月 LIBOR+1.5%とする）	3.85	
想定リセット時のクーポン	7.46	5.28

この例においては、最初の 10 年間は **HSBC** の **Coco 債**のクーポンは、**BoA** メリルリンチの優先証券よりも **0.625%**高くなっています。最初のコール日に償還されなかった場合、**HSBC** の **Coco 債**のクーポンは 3 ヶ月 LIBOR と 5 年スワップ金利の差分についても、**BoA** メリルリンチ債比でクーポンが上乗せされることになります。3 ヶ月 LIBOR と 5 年スワップ金利の過去 30 年間の平均差は **1.5%**で、これを数字を使用して、クレジット・スプレッドに変化がないと仮定すれば、クーポン・リセットの仕組みによって、この二つの銘柄のクーポン差はリセット日に **2.18%**に開くことになることから、ますます **HSBC** の **Coco 債**のほうが魅力的に映ります。

現在、米国債のイールドカーブはかなりフラット化していますが、この例から分かるように優先証券の将来のクーポンは、コール日時点の短期金利に大きく左右され、発行体である銀行に有利に働きます。なぜならば、コール日時点でクーポンは 3 ヶ月 LIBOR に対するスプレッドだけ支払えば良い、ということになるからです。実際には、投資家は永久債のリスクを取っているにもかかわらず、銀行はターム・プレミアムの支払いを行わないこととなります。さらにスプレッドが大きく縮小した場合、コールを行って償還してしまい、そのタイトなスプレッド水準で新規発行を行うことも可能です。一方で Coco 債は、クーポンのリセット日に 5 年ミッド・スワップ金利+発行時のスプレッドとなることから、発行時と同程度のターム・プレミアムを投資家に支払うこととなります。そのため、コールを行うか否かの銀行の判断は、コール時のリスク・フリー金利の水準ではなく、クレジット・リスク（スプレッド）に大きく依拠することとなります。

こうした理由から、発行体が持つコール・オプションは優先証券のほうが有利であると考えています。さらに、相当な割合の投資家が、ハイブリッド型証券にはスプレッドではなく、絶対利回り水準で判断した投資を行っていると考えています。イールドカーブの形状が正常化した、よりイールドカーブが立った投資環境において、優先証券のクーポンが低い水準にリセットされそうな場合、投資家はポジションの売却を望む可能性があり、価格のボラティリティが高まる要因になり得るとみています。

こうした状況に対して、投資家は十分な対価を受け取っているとは思えず、米国の銀行が持つコール・オプションの価値の方がかなり高くなっていることを考えると、優先証券の魅力は低下すると考えています。

価格評価

クーポン・リセットの仕組みにより、Coco 債の方が優先証券よりも構造的に有利であると考えていますが、優先証券と比較すると、引き続きかなり割安な水準で取引されています。優先証券の ICE BofAML Perpetual Preferred Securities (POPO) インデックスの利回りが 3%であるのに対して、Coco 債の ICE BofAML Contingent Capital (COCO) インデックスは 4.5%となっており、その利回り差は 1.5%となっています。

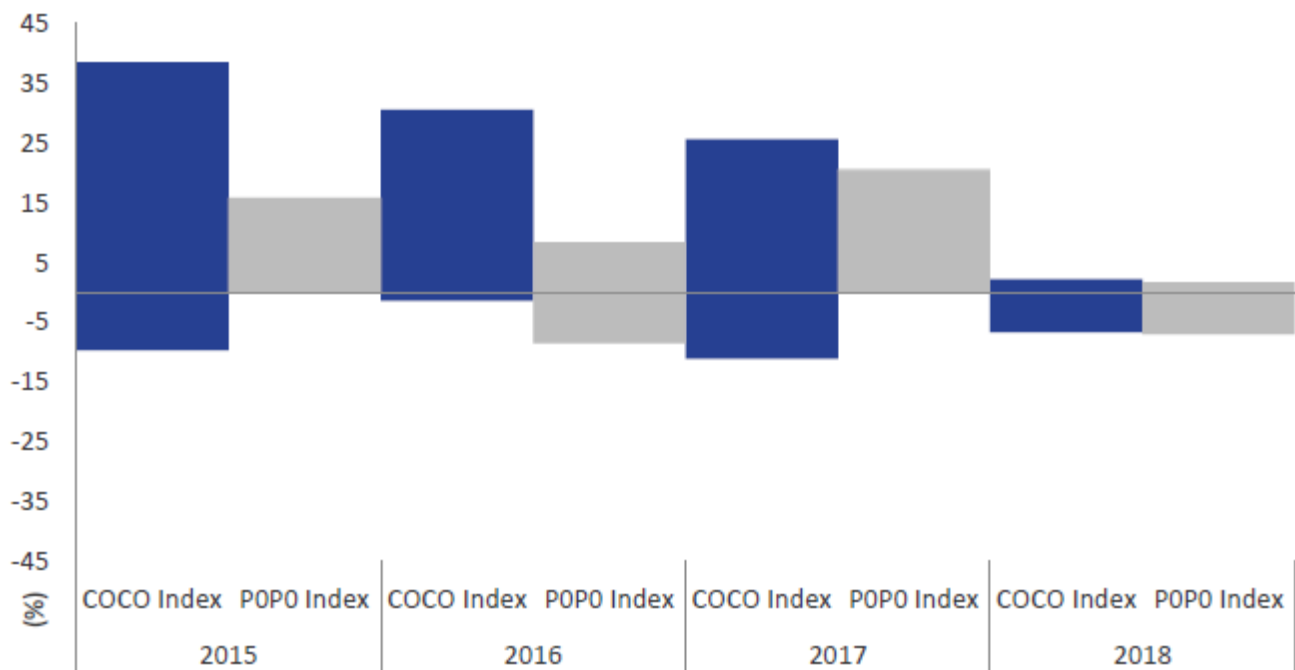
米国債金利のイールドカーブが正常化すると仮定すれば、クーポンが発行時よりもリセット時に高くないことで、優先証券がコールされずに残る可能性はかなり高いとみています。さらに、欧州銀行のファンダメンタルズは改善に向かっており、Coco 債の投資家層も拡大していると考えられる一方で、米国銀行のファンダメンタルズの改善ストーリーはピークに達し、引き続き磐石ながらも停滞期にあると考えています。そのため、Coco 債と優先証券のスプレッドは、ここから縮小して行くと考えています。もしスプレッド水準が同水準にまで縮小した場合、キャリアを除いても、Coco 債のパフォーマンスは優先証券をおよそ 8%上回るだろうと考えています。

アルファ創出の投資機会

米国は、会社法、破産法、税法がひとつのシステムの下で運営されており、銀行のモデルや商品のある方向に収斂させることが可能です。このことは銀行や投資家には楽です。欧州は、各国の会社法、破産法、税法に加えて、欧州全体での規制や方向性が積み重なる形でシステムが運営されています。そのため、各国の法制度を満たしながら欧州全体の方向性に沿うように、様々な銀行モデルや市場、商品の違いといった多くの差異が存在しています。

こうした複雑性によって、アルファ創出のための投資機会が現れると考えています。Coco 債市場はベータで見た場合に、米国の優先証券と比較して魅力的な市場であるだけでなく、アクティブ運用者にとっては、アルファ獲得の投資機会も豊富にあると見ています。Coco 債インデックスが誕生して以降の優先証券インデックスと Coco 債インデックスの違いを見ると、Coco 債のほうが高いトータル・リターンになっているだけでなく、最もパフォーマンスの良い銘柄と悪い銘柄の差も大きくなっています。これはアクティブ運用において大きなアルファ獲得機会をもたらしていると思います。

パフォーマンス上位 10%及び下位 10%の銘柄の平均リターンの差



出所 : ICE BAML COCO Index、ICE BAML P 0 P0 Index、2018 年 3 月 31 日

欧州の Coco 債は米国の優先証券と比較して、魅力的な資産クラスであると確信しています。構造的な違いに加え、ミスプライスがされており、欧州各国の様々な個々の特性によって、アルファ創出機会は豊富にあると考えています。さらにマクロ面から考えると、欧州銀行システムのファンダメンタルズは改善が見込まれる環境にあり、スプレッドの縮小を促す要因になると考えています。しかしこうした投資機会を活用するには、磐石な銘柄選択及びアクティブ運用が不可欠であると考えています。

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%（税抜き）、エマージング社債戦略：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（2018年5月9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。