



2019年2月

## 銀行資本債：2018年を振り返る

**2018年を迎えるにあたり、世界の経済成長は上昇軌道に乗っていました。市場は2017年を通して幾度となく、成長に関するポジティブ・サプライズを経験し、資産価格の上昇も手伝って、前向きなセンチメントと投資家の強気な姿勢がもたらされました。**



ジェームス・マクドナルド

パートナー、金融セクター・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

投資家の強気な見方は政策当局にとっては格好の機会となり、これまで観測してきた経済指標を踏まえて、2016年2月の市場急落以降のリスク資産を下支えていたQE（量的緩和）策を終了させるプロセスを開始させました。

ご存知のとおり、この量的引き締め（QT）は地政学上の不透明感と合わさって経済指標の悪化をもたらし、市場にとっては、2018年は幅広い資産のリターンという点で過去最悪の一年となりました。ドイツ銀行が毎年行っている資産バスケット調査は1902年まで遡ることができますが、2018年はバスケット内の資産の90%がマイナスリターンとなっています。過去2番目に悪かった年は1920年で、このときはバスケット内の資産の84%がマイナスリターンを記録しました。

偶発的転換社債（CoCo債）も、昨年の全体的な市場下落の例外とはならず、CoCo債を主な投資対象とするブルーベイ金融ハイブリッド債戦略の年間リターンは-3.4%となりました（米ドルベースのグロス値）。

ブルーベイでは投資元本の毀損を防ぐことを重視していることから、この結果は非常に残念なものでした。とはいえ、相対的にパフォーマンスを見ると欧州銀行株が年間で33.5%下落した中で、資産クラスとしてのCoCo債の強さを見せたと考えています。

### 2018年の転換点はいつでしたか？

2018年は、2017年の流れを引き継いでスタートし、リスク資産は上昇を続け、ブルーベイが運用するポートフォリオも好調でした。長い間、割安に放置されていたと見てきた当資産クラスのファンダメンタルズを踏まえれば、この上昇は問題ないと考えました。価格が大きく上昇していく中で、米経済見通しが強いことから、米国金利の動向が当資産価格にとって最大のリスク要因と考えたことから、ポートフォリオの金利リスクをかなりヘッジいたしました。こうした金利リスクのアクティブな運用も、ポートフォリオのパフォーマンスに大きく貢献しました。

その後の数ヶ月間で、市場の上昇をもたらした経済指標が悪化し始めると、市場も軟調に転じ始めました。



ファンダメンタル面は想定通り順調であったものの、大きく上昇したことで投資家は利益確定を行い、見直しを変更したことで、需給面にも悪化の兆しが現れ始めました。

この間、ポートフォリオのパフォーマンスは比較的底堅く推移しました。中長期的な強気見直しから、概ねフルインベストの状態を維持しましたが、スプレッド縮小があまりにも進み、発行体間のスプレッド格差が小さすぎると感じたため、欧州周辺国の銘柄を欧州コア国の銘柄に振り替え始めました。

#### 年半ばの転換点

5月はこれまでと正反対の動きで、市場にボラティリティが戻るなど、転換点となりました。市場の予想に反して、イタリアがカブクで右派政党・北部同盟と新興左派政党・五つ星運動との連立政権を成立させたことが大きなサプライズとなり、ソブリンリスクが再燃しました。イタリア国債のスプレッドは急激に拡大し、欧州についてリスクプレミアムを再評価する動きが強まり、ポートフォリオのパフォーマンスに大きな打撃を与えました。

5月はひどい月でしたが、銀行株のパフォーマンス不振は6月も続きました。冴えない経済指標に加え、欧州中央銀行(ECB)から12月に資産購入プログラムを終了するアナウンスがあり、(銀行の収益性を大きく改善するはずであった)利上げ開始時期の見通しが2019年半ばから2019年末にずれ込んだため、株式アナリストは銀行株の大幅な格下げを行いました。追加的ティア1債(AT1債)のパフォーマンスは比較的持ちこたえましたが、5月の大幅下落にもかかわらず、反発を期待できるような好材料はほとんどありませんでした。

夏にはボラティリティの落ち着いた期間がありました。しかし、長くは続かず、9月には悪材料が次々と現れ始め、年末まで苦しむことになりました。

#### 苦悩の秋

9月に入ると、イタリアが提案した予算案がマーストリヒト条約違反になり兼ねないことで、イタリア連立政権と欧州委員会との対立がエスカレートしました。イタリア国債のスプレッドは更に拡大し、欧州の全体的な資産価格見直しに再度至りました。ポートフォリオではイタリアのロング・ポジションを5月以降保有していましたが、9月に入り、CDS市場がイタリアのEU離脱可能性を30%も織り込み始めたものの、イタリア国内で政治家や有権者からの支持がないEU離脱が実際に起きる可能性は非常に低いと考え、イタリアのポジションを更に積み増しました。

それにもかかわらず、イタリアに「過剰財政赤字是正手続き(EDP)」が発動される可能性を巡りノイズが止まず、ようやく11月末になってイタリア政権とEU側との合意が視野に入るまで、イタリアのスプレッドは高止まりしました。このスプレッド水準は、イタレジット(イタリアのEU離脱)への道筋が確実にあると信じていない限り、極めてワイドな水準と言えるレベルにありました。

イタリア国債のスプレッド拡大は、保有していたイタリア銀行銘柄のパフォーマンスにかなりのネガティブな影響を与えました。銀行セクターは、ファンダメンタルズ分析で今後も期待できると判断していたセクターでしたが、投資家の懸念は金融機関が保有する巨額のイタリア国債、さらに非常に可能性が低いにも関わらず、イタレジットに起因するリスクに向けられていました。

イタリア国債は12月にいくらか回復しましたが、クレジット債市場にとっては時すでに遅しで、ポートフォリオで保持していたイタリア銀行銘柄の価格も、2018年の安値圏に留まりました。

イタリアのみが2018年10-12月の資産価格に影響を与えた要因ではありませんでした。FRBが利上げを継続し(8月に2018年3度目の利上げを実施)、米中貿易摩擦の深刻化(中国PMIは弱まり、10月に50を下回る)する中で、FRBの引き締め政策がグローバル経済の成長を損ない、重石になり始めました。

同じようなことが欧州でも起きていました。PMIが9月から年末にかけて悪化の一途を辿り、ECBの資産購入プログラム終了に関連した懸念などもあり、資産価格に重石となりました。

英国における状況も良いとは言えません。ブレグジットが投資家心理を冷やすだけでなく、消費者心理にも影響を与えたからです。ブルーベイは長らく英国銀行のファンダメンタルを評価し、非常に堅固であると考えていましたが、継続的な国家存亡リスクへの懸念からリスクを削減して、ダウンサイドリスクに備えて、ポートフォリオ内で中期的なヘッジポジションを取りました。

結果としてこの取引は判断が早すぎ、オプションのプレミアムの支払がポートフォリオのパフォーマンスにマイナスに寄与しましたが、当時の状況下では妥当な投資行動であったと考えており、英国資産に関しては今後さらに魅力的な投資機会が訪れるとの見方を維持しています。

これに反して、米国の経済指標はブルーベイの予想通り12月まで強い状態が続きました。ポートフォリオでは、米国金利の上昇がリスク資産のパフォーマンスを左右する要因になるとの見方を維持し、金利リスクのヘッジポジションを維持しました。しかし、12月にFRBが2018年4度目となる利上げを実施したのと同時期に、経済指標が悪化し、PMIが徐々に明確な低下を見せると、市場は真っ先に米国経済のリセッションへの懸念を織り込み始めました。

このような市場の反応はやや行き過ぎであったと見ています。しかしながら、スプレッド拡大と金利低下をもたらした市場のミスプライスは、ポートフォリオのパフォーマンスにネガティブな影響を与えました。結果として、2018年は非常に苦しい締めくりとなりました。

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。