



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

2019年2月

## 2019年のCoCo債市場の見通し

**2018年の金融市場は大荒れの展開となり、その影響を免れることができたリスク資産はほとんどありませんでした。2019年は、ペースは鈍化しながらもプラスの成長を予想していますが、マクロ経済面での進展を踏まえると、より慎重な投資姿勢が必要になるとみています。**

その上で、銀行によるファンダメンタルズ改善に向けた取り組みは順調であり、銀行の資本構造において、さらに他のクレジット債と比較して、資産クラスとしてのCoCo債（Contingent Convertible Securities、偶発転換社債）の価格評価は依然として割安であるとみています。

深刻なリセッションがあった場合を除けば、そのリスクは市場に誤って織り込まれていると考えており、CoCo債市場の銘柄ごとのリターンのはらつきが拡大するなか、豊富な超過収益の獲得機会が存在するとみています。またこれまでで初めて、需給面もパフォーマンスの追い風となる兆しがみられており、現状の金融政策の停滞が2017年に見られた「ゴルディロックス」な市場環境への回帰をもたらすのであれば、市場の上昇余地は大きいとみています。

以下では、ブルーベイの金融ハイブリッド債戦略の見通しや市場のファンダメンタルズ、価格評価、超過収益の獲得機会を詳しくみていくとともに、2018年の市場を総括していきます。

### 2019年の見通し

2019年は、昨年とは非常に異なる見方とともにスタートしました。昨年は、投資家のアニマル・スピリッツや楽観的な姿勢によって幕を開けましたが、今年は上昇が見られますが、投資家はわずと慎重で方向性を探るなか、おそらく「ドリフト」（漂流）と表現するのがふさわしい状況です。

1年前と比べると、世界の不透明感が増していることは否定できないでしょう。世界の二大経済による貿易紛争は続いており、米連邦準備制度理事会（FRB）の全ての会合では活発な議論がなされており、金利見通しは不透明となっています。欧州では量的引き締め（QT）が起ころうとする中で同時に、成長が鈍化しています。欧州政治も緊張をはらんでおり、今年控える選挙において欧州議会が大きく変化する可能性があり、ドラギ総裁主導のハト派な欧州中央銀行（ECB）を困む環境にも変化が予想されます。ブレグジットの混乱も最高潮に達しており、世界的にポピュリスト的かつ内向的な政策を重視する政治傾向が見られます。これを踏まえると、国際通貨基金（IMF）がグローバル経済の成長見通しを引き下げ、さらにその見通しにも下方リスクがあることに特段の驚きはないでしょう。

### 長期化したサイクル

昨年末に掛けて金融環境は間違いなく引き締められ、2018年10-12月期には複数の指標が悪化しましたが、ブルーベイでは



米国経済のファンダメンタルズが堅固であるとの見方を維持しており、減速しながらも、欧州では依然として幅広く成長が見込めると予想しています。

したがって、グローバルな景気後退が差し迫った状況にはまだないと考えており、今回のサイクルには継続の余地があることを基本シナリオとしています。さらに、資産価格には既に大幅な下方リスクが織り込まれており、投資家の間で悲観的な見方がコンセンサスとなるなか、投資家はネガティブな結果に備えて前もってポジション調整を行ってきたとみています

ブルーベイが基本シナリオとする、弱いながらもプラスの成長が維持される環境下において、CoCo 債のリターンは概ね同資産クラスの利回り水準と同等の、7%程度になると予想しています。ボラティリティは高止まりするとみていますが、以下で述べる通り、相対価値の面では引き続き非常に魅力的で、銀行のファンダメンタルズは非常に底堅い一方、市場にはこのことが適切に織り込まれていないと考えています。ボラティリティが高止まりする環境下において、CoCo 債市場に対する中長期的な見通しに沿ってポートフォリオを運用していく方針です。

## マクロ面

ECB の量的緩和 (QE) が終わりを迎え、FRB が複数回に亘って利上げを行なうとともに、中国の金融環境が引き締められ、投資家がポートフォリオのリスクを大幅に削減する、という 2018 年の市場環境を経験し、2019 年を迎えるにあたり投資家のポジションは幾分軽く、金融引き締め路線は少なくとも一旦停止、もしくは転換の可能性すら出てきていることを認識しています。

FRB は自動操縦モードにあった政策を明確に一旦停止し、経済指標によって正当化されるまでは次の一手に出ないことを表明しました。ECB は新たな貸出条件付き長期資金供給オペ (TLTRO) を検討しており、資産買入プログラムにおける償還金を、年限の長い資産への投資に回すことで利回り上昇を抑える「オペレーション・ツイスト」についても協議しています。さらに中国当局も、経済への融資を促すための複数の緩和策を既に発表しています。欧州における財政政策に関する噂とともに、成長指標が底堅さを維持すれば、クレジット債及び銀行資本債市場が「ゴルディロックス」な投資環境に突入するとのシナリオは十分に考えられるとみています。ただし、市場参加者の間でこの見方は依然として少数派です。このシナリオ下ではキャピタル部分の上昇が見込めるため、金融ハイブリッド債戦略のリターンは目標とする 6-9% を超過する可能性があるかとみています。

ただし、見通しがブルーベイの予想よりも悪化した場合も想定しておくことが賢明でしょう。銀行のビジネスには一般的にかなりのシクリカル性あり、新たな会計基準ではリセッション・サイクルに突入した際の影響は前倒しで処理されます。これを踏まえても、予期せぬ深刻なリセッションというケースを除き、現状の価格評価及び銀行のファンダメンタルズの底堅さを踏まえ、このシナリオ下でも小幅なプラス・リターンを獲得できる余地があるとみています。

このような予想の背景を述べるため、以下では、価格評価が現状どのような水準にあるのか、市場には何が織り込まれているのかなど、ファンダメンタルズ面の状況を詳しく見ていきたいと思ひます。また、2019年の超過収益の獲得余地や、ブルーベイの見通しに対する主なリスク要因、さらにどのようなポートフォリオ運用を行うのかという点についても掘り下げていきます。

### ファンダメンタルズは非常に堅固

2018年の価格動向に従えば、銀行の信用ファンダメンタルズには劇的な転換があったことになりまひ。しかしながら、ファンダメンタルズ面から見て、2018年は欧州の銀行にとって再び非常に良い年となり、信用力の改善基調は、ほぼ全ての指標において良好であると確認されました。

銀行の普通株式等 Tier1 (CET1) 資本は上昇基調を維持し、年間で 20bps 上昇し、14.5%に達しました。これは、IFRS 第 9 号への移行による影響として、引当金増加に伴う自己資本への逆風要因（銀行の自己資本比率に平均 40bps のマイナス要因で、予想損失モデルの適用を高める必要）があらひながらも達成された数字です。

資産の質の改善ペースには鈍化の兆しが見られませんでした。不良債権 (NPL) 比率は平均で 4.4%から 3.3%に改善しました。これは 2014年に NPL の定義が統一されて以降、最も低い水準です。

具体的には、2017年に不良債権の売却額は 1,440 億ユーロでしたが、2018年は 9 月末までの時点で 1,250 億ユーロの売却が完了しており（このうち約 50%がイタリアの不良債権）、さらに 600 億ユーロ相当の取引が予想されています。少なくともこのうちの半数は年末までに完了したとみており、過去 3 年間での処理総額は 4,000 億ユーロ近くに達し、不良債権の総額は 7,000 億ユーロ近くにまで減ったと考えられます。規制当局にとって、資産の質の向上は戦略的優先事項となっており、これまでのような目覚しいペースからは鈍化したとしても、今後も不良債権の削減傾向は続くと思ひています。

また資金調達面も安定し、流動性カバレッジ比率は 148%となり、要求される 100%を優に上回っています。また、預貸率は 116%に低下し、担保差し入れ資産も安定的に推移していまひ。

さらに、収益トレンドにも希望の光が見えてきました。低金利による収益率への圧力にも関わらず、ビジネスモデルが適応できるに従ひ、融資額の増加や手数料収入の改善、さらに資産の質が改善したことによる引当金の減少などを背景に、全体の自己資本利益率は 1%上昇しました。

これらの指標はいずれも静的なものですが、欧州銀行監督機構 (EBA) が実施した最新のストレステストでも、欧州銀行の力強いファンダメンタルズが明らかになりました。直近の結果は明らかに過去最も堅固な内容で、表 1 にマクロ経済シナリオ及び結果をまとめました。

表 1 : EBA のストレステストの結果

	2018	2016	2014	2011
当初 CET1	14.40%	13.20%	11.20%	8.90%
CET1への影響	4.10%	3.80%	2.78%	1.2%
逆境シナリオ下における自己資本	10.30%	9.40%	8.42%	7.70%
基本シナリオ下における自己資本	15.40%	13.90%	11.72%	9.80%
GDP成長	-2.70%	-1.80%	-2.10%	-0.40%
失業率	9.70%	11.60%	13%	10.50%
住宅価格	-19%	-21.30%	-14%	-11.60%
商業不動産	-18%			
株式市場	-30%	-25.40%	-19.20%	-14.30%
債券利回りの上昇幅	85bps	80bps	150bps	65bps



これらのストレステストの結果や継続的な当局の監督によって、仮に我々が誤り、景気減速期に突入したとしても、銀行がファンダメンタルズ面で嵐に立ち向かう準備が整っているとの確信を強めています。

例えば、2001年から2003年にかけてのリセッション（グローバル金融危機に伴うリセッションと比べて、今後直面する可能性のあるリセッションに近い）時には、貸倒引き当て金が100%近く伸びました。EBAのストレステストでは、貸倒引き当て金が3年間のテスト期間で150%増えることを想定し（IFRS第9号による新たな会計基準によって前倒し処理が求められました）、さらに資産価格にマイナスの影響を与えるその他の多くの要素も勘案されました。

総合的に見て、ストレステストの結果は欧州銀行の自己資本が依然として当局の要件を十分に満たす水準にあることを示し（自己資本自体が金融危機以前の2倍以上の水準にあります）、想定される逆境シナリオ下で自己資本へのインパクトは過去最高値であったものの、最終的なCET1比率は過去のテストと比較して最も高水準でした。

しかもストレステストは、銀行の静的なバランスシートを基にして行なわれており、経営陣による対応が全くなされないことを想定していますが、これは非現実的な前提であるということも認識しておく必要があります。

また金融危機以降、当局による監督が強化されていることで、銀行が融資に対する積極性を失っており、このことはエマージング市場のエクスポージャーが低下していることや、米ドルベースの貸出の減少、融資の成長率鈍化などにも表れています。したがって、過去のリセッション時と比較して、引当金が大幅に少なく済む可能性も十分にあります。

このようなファンダメンタルズ面での傾向は、大手格付け機関の見方にも表れています。Moody'sによる銀行システムに関する直近のレポートでは、欧州の銀行の格付け見通しが改善傾向を維持しており、大半の銀行の信用見通しがポジティブであるとされています。

図1：Moody'sによる地域ごとの長期銀行預金格付け（単純平均）

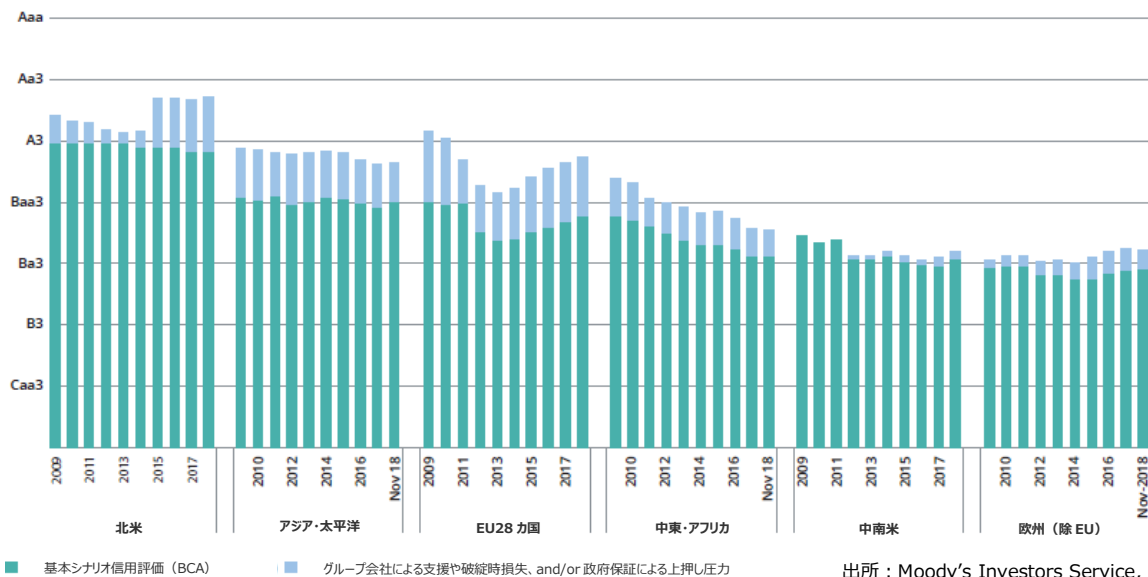
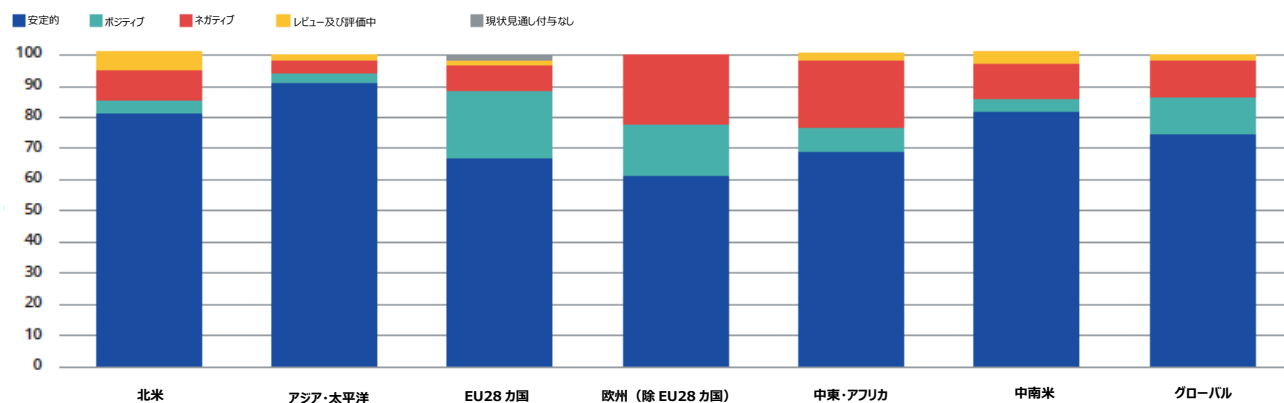


図2：Moody'sによる地域ごとの発行体見通し（単純平均）



このデータを念頭に置くと、2018年に欧州銀行の株価が33%も下落したことは、やや驚くべき結果であると言えるでしょう。過去株価が30%以上下落した局面に関するリサーチを見ると、そのような局面は一般的にリセッションや大きなリスクオフイベントなど、銀行の収益に甚大な影響をもたらす要因に関連しており、いずれも昨年の市場では見られなかった要因です。

やや直感とは異なりますが、銀行にとって数少ない収益面での明るい材料は、必要引当金の継続的な減少であり、これはリセッション下で予想される傾向とは正反対です。表2によると、過去のリセッション環境下での収益の低下を基に計算した場合、欧州の銀行株は70%以上のリセッション確率を織り込んでいることとなり、成長率の減速を踏まえても高すぎるように思います。

表 2 :

	株価のドローダウン	期間(ヶ月) 15 -38%	銀行の収益減
<b>リセッション</b>			
1991/ 92	-23%	15	-38%
2002/03	-45%	22	-54%
2007-09	-83%	23	-79%
2012/13	-51%	19	-46%
<b>その他マクロイベント</b>			
2015/16 (EM & NIRP)	-42%	7	-10%
<b>リセッション時平均 (2007-09年を除く)</b>	<b>-40%</b>	<b>19</b>	<b>-46%</b>
<b>特定のイベント</b>			
ブラック・マンデー (1987年)	-33%		
第一次湾岸戦争 (1990年)	-29%		
1994年 債券クラッシュ	-22%		
LTCM/ロシア危機 (1998年)	-45%		
米同時テロ (2001年)	-21%		
ギリシャ危機 (2010年)	-24%		
ブレグジット	-22%		
<b>特定イベント時平均</b>	<b>-28%</b>		
<b>足元の市場下落</b>	<b>-33%</b>	<b>11</b>	<b>-5%</b>

出所：ブルーベイ, Bloomberg, 2019年1月3日

ただし、必ずしも銀行株の急反発を予想しているわけではありません。確かに、欧州銀行株はリセッションの確率を踏まえれば割安であるとみえますが、バランスシートの健全性が大幅に改善し続けているにもかかわらず、収益モメンタムは非常に低調に留まっています。また銀行のリスク選好は低下し、競争に伴い収益には低下圧力が続いているとともに、規制に関連した継続的な負荷から資金調達コストは上昇するとみられています。また、老朽化したシステムのアップグレードに必要なIT費用などにより、コストも高止まりしています。

ビジネスモデルの転換やリスク選好の変化、さらに当局の監督などは、欧州銀行のクレジットの強気相場は続くという見方を、ファンダメンタルズの観点から裏付ける要因となります。ただし、バランスシートが大幅な改善を続ける一方、収益モメンタムが非常に限定的であることから、欧州の銀行に投資をしたいのであれば、株式ではなくCoCo債の方が魅力的であるというブルーベイの見方が出てくることになります。

## バリュエーションはどこにあるのか？

これまでに述べたファンダメンタルズの改善とは裏腹に、2018 年を通じて追加的 Tier1 債（AT1 債）の спреッドは 179bps 拡大しました。現状の価格評価がどのような水準であるかを見極めるため、過去の水準や他の銀行資本、ハイ・イールド債、エマージング市場との比較を行なってみる価値があると考えます。

2019 年初めの時点で、平均的な спреッド水準は 1 年前と比較して大幅に拡大した水準にあり、タイトであった 2007 年の水準と比較しても当然ながらワイドな水準にあります。これまでも述べた通り、ブルーベイでは спреッドが 2007 年の水準に戻ることは想定していませんが、基本シナリオとしては、昨年の市場調整を踏まえれば、今後 спреッドが大幅に拡大していくこともないだろうとみています。

図 3 は、CoCo 債の代表的な指数（BofAML ICE CoCo Index）の算出開始（2014 年）来の спреッドの動きを示しています。ここで示されている通り、指数の спреッドは 1 年で最も拡大した水準である 470bps 近辺で 2018 年を終えましたが、2016 年 2 月に達した水準を下回り、またその後 2019 年 1 月には 400bps 近辺まで大幅に回復しました。

ただし、単純に指数全体での спреッド水準を追うことは誤解をやや招きやすいと言えるでしょう。指数を構成する多くの債券は、リセット金利が高く、コールを行なう可能性が高いためです。したがって、指数全体の спреッド水準は、各国の大手銀行（ナショナル・チャンピオン）の銘柄で構成されたポートフォリオの спреッド水準を下回る傾向にあります。それを示すため、以下の図では、直近発表された複数のナショナル・チャンピオンの銘柄の спреッド水準を直線で示しました。ここから分かるとおり、2016 年 2 月のごく短期間を除いて、ほぼ全ての時点の指数の спреッド水準をナショナル・チャンピオンから成るポートフォリオで上回ることができることがわかります。



2018 年の見通しについての 1 年前のレポートでは、銀行セクターは一般的に改善基調にあるセクターであると述べ、銀行の資本構造の中でもとりわけ AT1 債は最もミスプライスが確認できる資産であると述べましたが、足元でもこのような見方に変更はありません。2017 年末以降、AT1 債と下位 Tier2 債（LT2 債）の спреッド差は拡大し、通貨によって 285bps～340bps 程度の開きが見られます。以前にも議論した通り、銀行が破綻した場合、AT1 債と LT2 債のリカバリー価値は非常に近いものになると考えています。

つまり、AT1 債の спреッドで、LT2 債に上乗せされた部分は、AT1 債において（LT2 債では生じない）クーポンがスキップされるリスクを反映したものであると捉えることができるでしょう。直近の両者の спреッド差からは、リカバリー価値が同等であると仮定した場合、銀行が AT1 債のクーポンを 3 年に 1 回支払い続ける限りは、同じ銀行の資本債に投資をするならば、AT1 債に投資をした方が良いことになります。

従って、足元の AT1 債の спреッドには、クーポンの未払いリスクが過度に織り込まれていると考えており、破綻処理されたスペインのバンコ・ポプラールの事例を含めても、これまでに銀行が AT1 債のクーポン支払いをスキップした事例は 1 件もないということも認識しておく必要があります。

表 3 : 価格水準の変化 : 当時と今

	EUR			USD			GBP		
	2007	Dec-17	Now	2007	Dec-17	Now	2007	Dec-17	Now
スプレッド (bps)									
Tier1、AT1 債	69	343	529	90	284	491	100	408	590
下位 Tier2 債	22	91	203	42	142	206	51	189	251
シニア債	6	30	102	19	86	141	24	111	160
社債	32	50	118	60	127	171	63	160	192

出所 : Morgan Stanley 2019 年 1 月末

このようなミスプライスを指摘できる要因はいくつもあります。一つはインデックスの構成要件を満たしていないということで、AT1 債は投資適格債やハイ・イールド債インデックスの構成銘柄とはなっていません。このことは、オフインデックスの投資として投資を行うアセット・マネジャー、Coco 専用ファンド、ヘッジファンド、株式インカム・ファンド、政府系ファンドなど、投資家層が多岐に亘ることを意味すると解釈しています。このことは一方では、異なるリターン目標をもつ幅広い投資家層によって流動性が増すと考えられていますが、他方では、ミスプライスによる価格差はなくなりにくいということにもなるでしょう。

#### 新規発行の計画

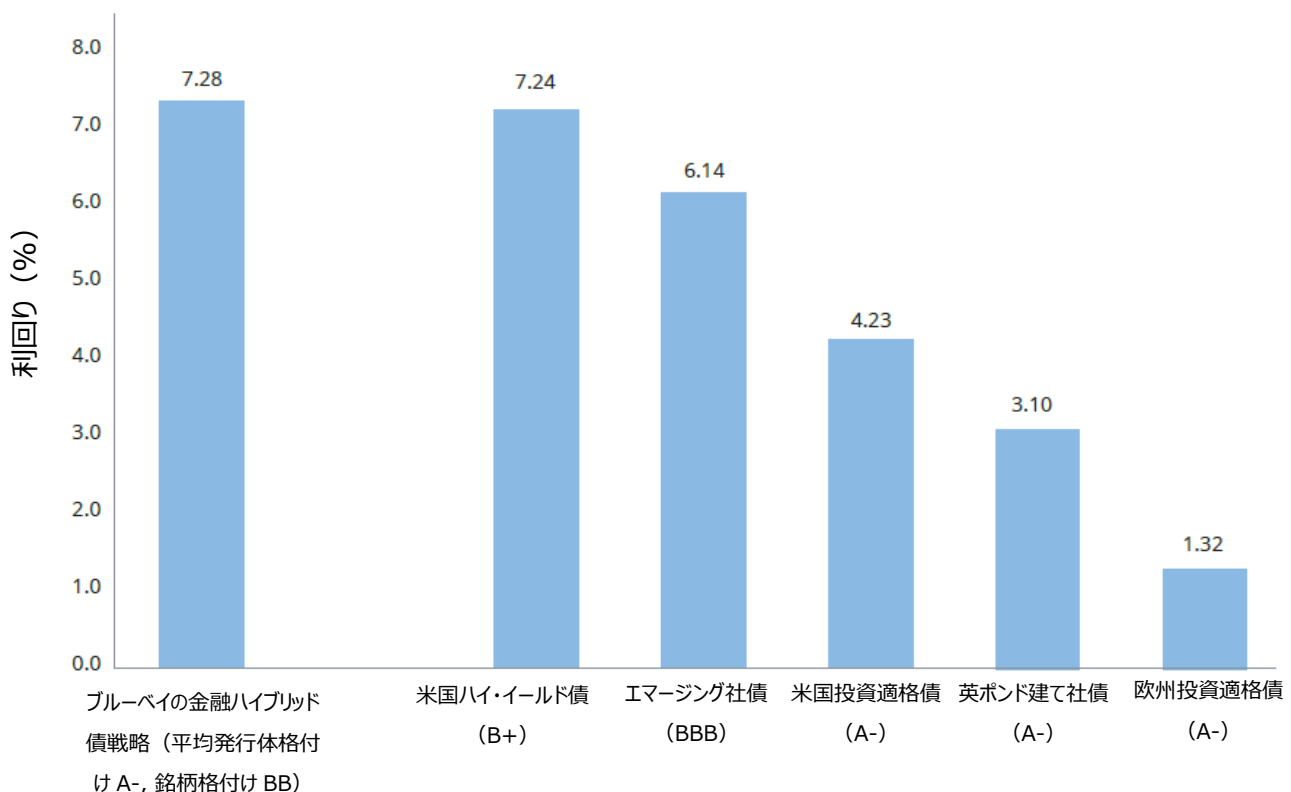
特化型のファンドやその他の AT1 債の投資家が増えるなか、供給面では大手のナショナル・チャンピオンは AT1 債の発行計画をかなりが実行済みで、需給状況も好ましいとみています。

そのため、新規発行は既存債の借り換えがかなりの割合となり、銀行の資本構造で AT1 債をさらに積み増すとは予想していません。今後の新規発行見通しは年間 200 億~250 億ユーロのレンジになると考えていますが、市場のパフォーマンスによっては抑制される可能性もあり、これまでとは違い、供給面が需給面におけるポジティブ材料になる可能性があると考えています。

#### 相対価値

銀行の資本構造の中だけではなく、ハイ・イールド債やエマージング債と比較しても AT1 債のバリュエーションは相対的に魅力的であるとと考えています。図 4 では、各資産クラスの利回りを示しています。

図 4 : 各資産クラスの利回り

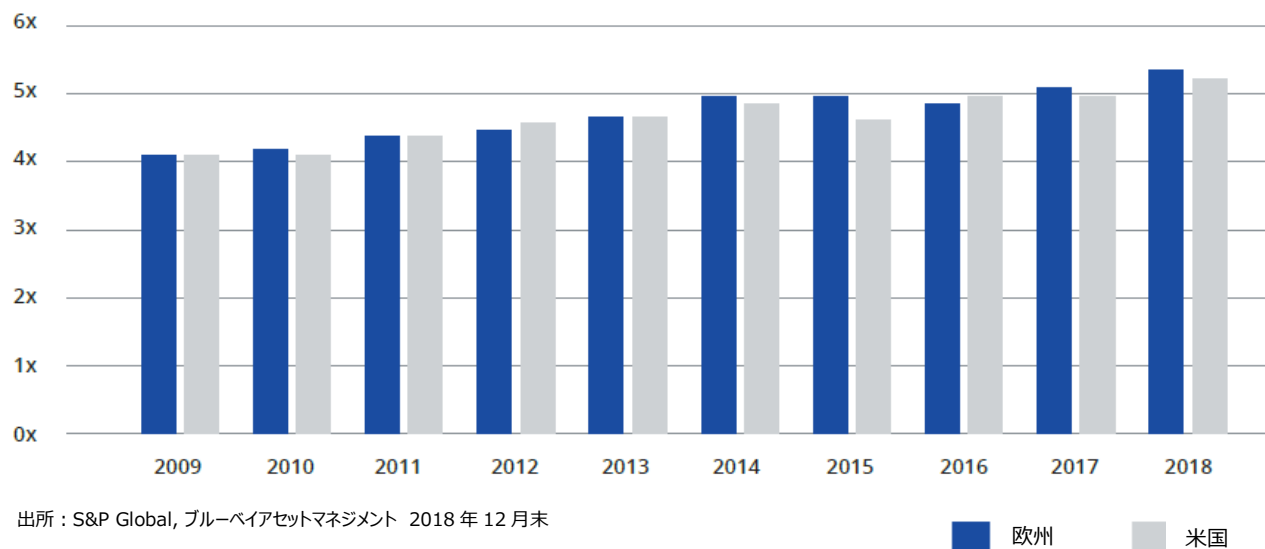


出所 : ブルーベアセットマネジメント 2018 年 12 月末

AT1 債の利回りがハイ・イールド債と比較して魅力的であることについては不思議に思っています。図 5 では、ローン市場における EBITDA に対する債務比率を示しており、欧州と米国の両方で企業のレバレッジが明らかに上昇している傾向が見られます。

一方、銀行はそのトレンドとは逆で、自己資本比率は継続的に上昇しています。同時に、レバレッジの高い企業にとっては、金利の上昇は資金調達コストの上昇になることから圧力となりますが、銀行は金利上昇という環境によって恩恵を受ける唯一のセクターです。

図 5 : ローン市場の EBITDA に対する債務比率



同様に、エマージング市場は米ドル高と金融環境の引き締めを考えた時に懸念される資産クラスのひとつです。前回の米国の利上げサイクル時と比較して、エマージング経済が堅固になったかどうかは今後判明しますが、何らかのダメージを被る可能性はあります。しかし、銀行にとっては金利の上昇によって金利収入は増えることから、ポジティブ材料となります。

#### アルファの獲得機会

銘柄間の差異の大きい資産クラスであることから、アクティブ運用が重要になると考えています。銀行への規制によって、アクティブ運用の重要性は高まってきており、銀行の破綻リスクを低下させることができる一方、発行体の選択が悪くて破綻した場合には、損失が増えるということになります。

表 4 : インデックス構成銘柄のパフォーマンス (%)

	パフォーマンス中央値	上位 10%の平均パフォーマンス	下位 10%の平均パフォーマンス
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	-3.80
2014	1.55	9.82	-20.63
2015	5.33	38.58	-9.66
2016	5.00	30.57	-1.38
2017	12.43	25.71	-11.05
2018	-2.84	4.66	-9.05

出所 : ブルーベアセットマネジメント 2018 年 12 月末



ブルーベ이의投資プロセスはこの差異を活用できると考えています。綿密なボトムアップ、規制、政治、マクロ分析に基づいて見通しを確信度で表します。表 4 からわかるように、2018 年は差異の小さかった年で、2014 年以來で BofAML ICE Coco Index のリターンが最も低い一年となりました。こうした投資環境は、ベータに追随するのではなくアルファ創出により注力しているブルーベ이의投資プロセスにあまり適していません。しかし、こうした投資環境が再び訪れる可能性は低いと考えています。2019 年はアルファ獲得機会が多くみられ、ボラティリティが高まる年になると予想しています。

通貨ごとの差異も中期的な投資機会になると考えています。表 3 で示した通り、米ドル建て債の спреッドはユーロ建て債よりもタイトな水準にあります。これは市場構造によるアノミーであると考えており、他通貨の投資に目を向ける投資家にとってはアービトラージの魅力的な機会になると考えています。

### 投資家の需要

AT1 債への需要は、地域と投資家タイプの点からみて多様な投資家層からなっています。投資家の大部分は、利回りを求める投資家で、銀行が米ドル建てで高いクーポンを支払うことに魅力を感じていると思われます。しかし、これはアービトラージによる投資機会の可能性を無視していると思われ、ユーロ建て債の投資をすることで、よりワイドなスプレッドが得られるだけでなく、米ドルにヘッジ・バックした際に得られるベシス・スプレッドによる恩恵を受けることも出来ます。

### 償還延長リスクとコール・オプション

個々の発行体による行動によって、発行体と銘柄間の差異が広がる可能性があります。これまでとは違い、2019 年は発行体にとってコールをすることが経済的に合理的であるか否か、という点が注目される初めての年になるかもしれません。

これまで長きに亘って、AT1 債の投資において、投資家はクーポン支払のスキップや株式への転換の可能性に懸念を抱き過ぎている一方で、償還の延長やコールの見送りというリスクについては過小評価をしている、という考えをお伝えしてきました。仮にいずれかの銀行がコールを見送った場合、債券のリセット水準とコール・オプションの価値に対する精査がかなり行われると考えており、これまで債券のストラクチャーをしっかりと分析してきた投資家にとってはプラスに働くと考えています。



### 規制を考慮

様々なことが起こると考えられる中で、2019 年に規制状況がどのように変化するかは流動的であると考えています。今年前半のどこかの時点で、EU の銀行への規制についてアップデートが行われると予想しています。その中で、自己資本要求規則（CRR2）、自己資本要求指令（CRD）、再建・破綻処理指令（BRRD）が改訂されるかもしれません。これらはそれぞれに、各銀行と銘柄に個別に影響を与える可能性があり、明らかに投資機会となるでしょう。例えば、資本制商品の目論見書に相殺権の放棄を入れることが出来なくなるかもしれません。そうなった場合、一部の債券は規制上で資本の要件を満たさなくなる可能性があることから、最初のコール日、もしくは移行期間（設定されている場合には）の終わりに償還される可能性が高まります。

さらに、最大分配可能額（MDA）の算出がどのように行われるかという追加規制によっても、銀行の AT1 債のクーポン支払い能力を分析するうえでの複雑性が増し、一部の銀行は投資家が当初考えていたよりも厳しい制約を受けることになるかもしれません。EU 以外では、この算出方法によって追加の準備金を含めることができれば、かなりポジティブとなるでしょう。

バランスシート強化への圧力は維持されるとみられます。新規引受ローンの不良債権には、今後特定の引当金が求められ、ある閾値を上回る不良債権比率の銀行は、どのようにしてこれを管理していくのかという個別の戦略もしくは事業計画を求められ、監督当局によるレビューや評価プロセスを継続的に受けることになると思われます。

破綻処理計画、適格負債の最低必要額、劣後債務の必要額なども資本構造上の新規発行や銀行のビジネス方針に影響を及ぼし、そこからさらに波及的な影響が生まれる可能性があります。

こうした規制をいち早く理解し、投資プロセスへのインプットとすることが重要となり、アルファ創出能力も左右されることになると考えています。

### 市場の動き

昨年は M&A（企業の合併・買収）に関連した話題が 1 年を通して多く見られました。セクターとしては統合によって利益を享受することになるでしょうが、破綻状態でない限り、M&A がポジティブに働くと考えられる案件を探すことは難しい状況に変わりはありません。ECB や市場は引き続き統合について色々騒ぎ立てる状態が続くでしょうし、それは投資機会となるでしょうが、統合をする魅力を高めるように規制が変わる、あるいは破綻状態にない限りは、噂で買って事実で売る、という投資が賢明であると考えています。

規制当局による努力はみられるものの、国と銀行の相互関係は引き続き強く、2019 年は政治のボラティリティが高まる一年になると予想される中で、これがスプレッドに影響することになるとみられます。イタリアの連立政権は不安定な状態が続いており、極右と極左の政党が政略結婚ののち、縄張り争いを続けています。2019 年初旬にイタリアがテクニカル・リセッション入りし、圧力が高まるなか、総選挙に向けて時計の針は進んでいると考えています。

### 政治の影響は 2019 年も続く

ブレグジットの影響は深刻なものとなると思われませんが、3 月 29 日までに合意に至ることを基本シナリオと考えています。

しかし、これはただの終わりの始まりに過ぎず、将来の貿易と関係は EU のみならず、その他の国との間でも徹底的に議論されることとなります。そのため、比較的穏便な結果に至ったとしても、英国への経済的ダメージを測るプロセスは引き続き困難を極めると予想されます。

可能性は低いものの、「合意なし」のハード・ブレグジットとなった場合、予期しない事態が英国ばかりか EU でも起こる可能性があり、ともに経済成長において打撃を受けることになると考えられます。

さらに、2019 年は欧州では選挙イヤーとなっており、5 月には欧州議会選挙が控えています。欧州議員のメンバーが変わる可能性が高く、反ユーロ政党の台頭が予想されています。議会の過半数には至らないとみられるものの、こうした政党が大きな割合の投票権を持つことになることは、EU 全体の政策の考え方に影響を及ぼす可能性があります。

政治をマクロ経済面に戻して考えてみると、EU の各国レベルで財政への圧力が高まっています。イタリアの予算案は財政拡大路線を示し、「黄色いベスト運動」を考えるとフランスも同様の道筋を辿る可能性が高まっています。EU 全体の政策ではないものの、ドイツも 2018 年に合意した財政支出計画を始めており、注視が必要であると考えています。

### マクロへの影響

純粹にマクロ面のみ目を向けると、2019 年の金融政策は非常に大きな影響を及ぼすことになり、リスク資産全般に対してだけでなく、特に銀行への影響が大きくなるとみられます。



FRB は当面の間、利上げを休止する姿勢を明らかにしていますが、経済指標の変化によって、FRB の姿勢にも変化がみられると考えています。今のところ、FRB の利上げ休止はリスク資産の追い風となっていますが、どのように正常化プロセスを進め、正しいスピードでこの一年それを遂行していくかについては、綿密な分析が必要です。

ECB については、10 月に政策理事会メンバーが入れ替えとなることから、今後の ECB の発言及び行動がどのようなものになるかという市場の憶測が飛び交うことになるでしょう。そしてその前に、より難しい問題が立ちはだかっています。ECB が資産買入れプログラムを終了しようとしている、まさにそのときに経済指標は軟化を見せており、市場が中毒となっている追加緩和策への期待感が高まっています。

このなかで、最も実施される可能性が高いとみているのが、貸出条件付き長期流動性オペ (TLTRO) ですが、金利にレンジを付ける可能性もあり、ほぼ 5 年もの間、マイナス金利のなかを生きている銀行によっては大きな助けとなるかもしれません。さらに、資産買入れプログラムの再投資の中で、短期債から長期債に入れ替えを行うツイスト・オペが実施された場合、スプレッドは縮小すると考えられます。

英国では、ブレグジットを巡る不透明感が利上げの妨げとなっているものの、経済指標から考えられる金利はより高い水準であるはずで、そのため、ブレグジットがどのような結果をもたらしたとしても、イングランド銀行への利上げ圧力は高まる一方であるとみています。

これまでお伝えしたこと全てを踏まえて導き出せる明白な点は、政策及び政治面での不安定さが増しているということです。ほとんどのケースで、結果は不透明で、重要となるのは環境の変化にすぐに対応できる準備をしておくこと、予想されるボラティリティの高まりに備えた運用をすることでしょう。

## 2019 年の投資方針

提供される投資機会、一般的な市場環境、2018 年の投資を踏まえて、2019 年はどのような運用方針を取るかについてお伝えしていきたいと思えます。

何よりもまず、通常当資産クラスで見られるような差異が復活するとみえています。そのため、投資プロセスにおける変更は考えていません。確信度の高いポジションに集中したポジションを取る方針で、中期的にこれがアルファを獲得する最も効果的な方法であると考えています。

さらに、2019 年を特徴づけるのはボラティリティの高まりであると考えています。リスク資産に対してはブルとベアの両方のシナリオを描くことが出来ませんが、最も確信が強いのは確かな方向性はみられないだろうということです。これは、投資においてさらに慎重であることが重要になるということであると考えていますが、資本構造上最もミスプライスが大きい銘柄を探りながら、アービトラージによる投資機会に目を向けて行く方針です。そのため、AT1 債への投資が中心となりながらも、キャッシュ比率を高めにすることで、ボラティリティや市場の懸念が高まった際の下落局面でポジションを積み増す用意をしておく方針です。米ドル建てよりもユーロ建て債を选好し、リセットされたクーポンが高い銘柄にフォーカスしながら、差異が広まった際に恩恵を受けやすいと考える、欧州中核国の大手の「ナショナル・チャンピオン」への選好を強めることを考えています。さらに、投資とヘッジ・ポジションの両方において、ボラティリティが高まるなかでは、ストップ・ロスとターゲット水準は狭めておくことが大切であるとみています。

リスク資産に対する見通しは不透明であるものの、資産クラスに対する見通しは引き続き堅固です。価格の動きは時として変動が大きくなるかもしれませんが、最終的にはファンダメンタルズ面が顕在化するとみており、クレジット・サイクルの転換点においては、銀行銘柄はアウトパフォームすると考えています。



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。