

2021年のCoCo債市場

QEの世界での高い実質利回り

マーク・ステイシー、シニア・ポートフォリオ・マネジャー

ジェームズ・マクドナルド、パートナーアナリスト

ピーター・ゴルズワージー、クライアント担当ポートフォリオ・マネジャー

2021年1月

新型コロナウイルスの流行を受けて、グローバルの金融緩和は7.5兆米ドル、財政支援は12兆米ドルに上る規模となりました。この数字を見てみると、G10中央銀行の保有資産は2倍に増加したこととなり、グローバル金融危機時では二年かかったものが、2020年はわずか半年間で達成されました。これらの景気支援とともにワクチン接種プログラムが展開され、ウイルスに関連した行動制限が解除されることになれば、2021年は経済が順調に回復に向かうと見ています。

2020年を振り返る

2020年は現実離れた出来事が続きました。現代社会は最も予想だにしない形で試され、これまで予測もなかった方向に人々の日常は変わりました。誰もに苦しい時があったと思います。依然としてウイルス感染との戦いは続いているものの、2021年を迎え、トンネルの先に一筋の光が見えているように感じています。

これまで、その先一年の見通しを書くにあたって、前年の見通しを読むことが、良い反省材料となってきました。グローバル・パンデミックに関する言及はしなかったものの、2020年を通じた投資は、2020年の見通しに合致したもので、それが奏功したことを嬉しく思っています。今年はブルーベいの金融ハイブリッド債戦略の運用を開始して以来、発展進化させてきた投資プロセスが試されることとなりますが、先行きについても自信を深める機会となりました。

奇妙に聞こえるかもしれませんが、2020年を迎えた時と比べて、2021年はリスクが目に見えていると考えています。依然としてパンデミックの真ただ中ではありますが、ワクチン普及が進む中、パンデミックが終わるのか否かではなく、いつ終わるのかを考えるという状況を嬉しく思っています。

バリュエーション

追加的ティア1債（AT1債）は2020年1-3月期の安値圏から力強く回復した一方で、バンクオブアメリカ・メリルリンチ・コンティジェント・キャピタル・インデックス（BofAML CoCoインデックス）のスプレッドは2020年初めと比較して57bpsワイドな水準にあり、パンデミックに起因する調整が始まる前の2020年2月と比較すると、およそ100bpsワイドな水準にあります。AT1債には依然としてパンデミック前と比較してもプレミアムが織り込まれているだけでなく、金融機関の発行する資産としては、インフレ率を考慮後の実質金利で唯一プラスを提供できる資産となっています。多くの事業会社が低金利というマクロ環境を活用し、潤沢な流動性を用いて買収を行い、レバレッジを高めてきた一方で、金融機関は10年間に亘って、バランスシートの強化やレバレッジの解消を行ってきました。企業のレバレッジが上昇するトレンドの中でも、ユーロ建てでみるとAT1債はBB格の非金融債に対して126bpsの上乗せスプレッドとなっています。米ドル建て債では、AT1債の上乗せスプレッドは57bpsです。

AT1債はクーポン・リスクから大きなミスプライスとなっており、銀行の資本構造上のスイート・スポットである点に変化はないと考えています。

AT1債には依然としてパンデミック前と比較してもプレミアムが織り込まれているだけでなく、金融機関の発行する資産としては、インフレ率を考慮後の実質金利で唯一プラスを提供できる資産となっています。



グローバル・パンデミックは未曾有の経済ショックをもたらしましたが、AT1債は減価や利払いの制約を受けませんでした。しかしAT1債と下位ティア2（LT2）債の間には258bpsのスプレッド差があり、これは明らかなミスプライスであり、今後はその乖離幅の縮小によってAT1債の投資家は利益を得られるだろうと考えています。AT1債の新規供給は多くなく、2021年は借り換え関連の起債が中心になると見られることから、需給面も良好であると考えています。

ファンダメンタルズ

2008年とは違い、銀行が今回の危機を引き起こしたのではなく、むしろ問題解決への一役を担っています。

銀行は堅固な自己資本で危機を迎え、2020年でも改善が見られました。債務支払いの一時猶予や政府保証のスキームによって貸倒損失の実現が先延ばしにされ、規制当局による自己資本要件の緩和などが、銀行のバランスシートにとって明確な支援材料となっています。これらプログラムが終了する時には、クレジット・サイクルが動き出すと考えていますが、その時には経済成長も回復しており、過去のサイクルよりも長期スパンのものになると予想しています。

欧州中央銀行（ECB）が実施したコロナ禍でのストレス・テストの結果を見ても、銀行の堅固な資本状況に対する確信が膨らみます。200bpsの信用損失（ECBのベースケース・シナリオ）があっても、引当金計上前の収益力により、資本が低下することはないと予想しています。また、ワーストケース・シナリオに匹敵する、過去最悪水準の400bpsの信用損失となった場合、銀行の自己資本比率は2.5%落ち込むものの、依然として極めて健全な12%程度の普通株式等Tier1（CET1）比率を維持すると考えています。実際、利払いが疑念視される水準である最大分配可能額（MDA）に抵触する水準を逆算すると、その際の信用損失は633bpsです。これは、3年間で見た過去最大の信用損失を50%上回る水準です。

規制と政策

グローバル金融危機以降、欧州銀行セクターでの変化を目の当たりにしてきました。資本水準は3倍となり、リスク・テイクは抑制され、収益性を失う代わりにバランスシートを強化することが最優先事項とすることが、規制を通じて促されてきました。コロナ危機の中で、過度な規制が実体経済への信用供与の妨げになり、銀行の役割が十分に果たせていないという矛盾が浮き彫りとなりました。



危機後の規制当局による事後分析で、構造的資本要件とシクリカルなそれとのリバランスを再検討すべきだと考えています。2020年を通じて、銀行の合併への政策当局の発言は、曖昧なものから、明白に前向きなものに変化し、健全性の観点から統合を活用しようとする意思がみられました。当セクターにとって良いニュースとして捉えています。

ESG

公共政策における持続可能性（サステナビリティ）の重要性が高まっていることは、多くの企業にとって財務上のリスクが生み出されることになっていますが、投資機会としてはさほど重視されていないと考えています。特に、銀行については、持続可能な世界への移行を促すために、政策当局が活用する手段になると考えており、市場での投資機会としては過小に扱われていると考えています。このテーマによって、銀行が抱える可能性のあるリスクに対して規制当局がますます注目することになり、ひいては順守すべき事業や資本への要件が変わるかもしれません。欧州では、すでに多くの勧告や監督上期待している事について発表が行われています。今後は多くの要因から、銀行は単にディスクロージャーやESGへの取り組みを主導するだけでなく、財務面での変化以上にESGの姿勢で大変身を遂げたリーダーとして見られるであろうと考えています。そのため、銀行セクターはESGにアクティブな投資家の投資先になることに加え、サステナビリティに関連した戦略やファイナンスへの資金フローという面でも利益を享受できると考えています。

リスク

市場は、中央銀行による介入と財政支援にかなり頼っている状態であることから、政策ミスを巡るリスクは高まっていると言えるでしょう。2020年の初旬に政策当局が取った対応からは、状況を打破できるという程度の信頼を寄せていますが、支援策を解消する前に、経済が完全な回復期に突入することを見守る必要があると考えています。また、政策の引き締めが早すぎるという危険は常につきまとっています。

ワーストケース・シナリオに匹敵する、過去最悪水準の400bpsの信用損失となった場合、銀行の自己資本比率は2.5%落ち込むものの、依然として極めて健全な12%程度の普通株式等Tier1（CET1）比率を維持すると考えています。

マクロ経済環境

近代で最大の落ち込み幅となった四半期GDPと、歴史的な高値にまで再び上昇したS&P500種指数を同じ年に見たのは驚きでした。その一方で、このことはパンデミック対策として超大な政策が実施されたことによる必然の結果であるとも見ています。**グローバルの金融緩和は7.5兆米ドル、財政支援は12兆米ドルに上る規模となりました。この数字を見てみると、G10中央銀行の保有資産は2倍に増加したこととなり、グローバル金融危機時には二年かかったものを、2020年はわずか半年間で達成しました。(図1)。**

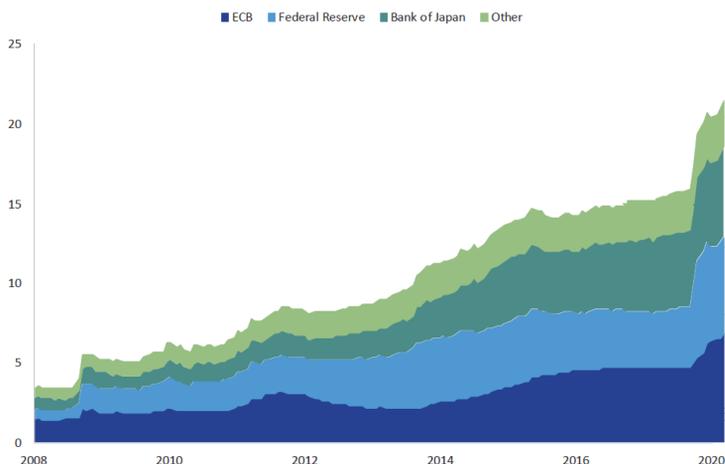
これらの政策は必要かつ有効であったと見ていますが、2021年にどのような影響をもたらすのでしょうか。

自信は小さいようですが、政策当局は問題解決に向けてあらゆる手を尽くしました。足下は感染拡大の第3波に突入しており、まだ波が続くのかは分かりません。しかし、ワクチンの普及と共に、今後はウィルスの感染力が弱まり、対策として必要とされる措置は日常生活にそれほど制約を及ぼさないものになってくると見ています。そのため、今年の見通しについては前向きな見方を維持していますが、一方で順調に進むとは限らないことも認識しています。

経済見通しは不安定なままです。そのため、今年の金融政策におけるリスクは限られていると見ています。中央銀行は緩和バイアスを維持し、当面の間は、その姿勢を継続することを明確に示しています。2020年のGDP成長率は予想以上の落ち込みが見られました。2020年4-6月期の終わりにロックダウンが解除された後、年央から健全な経済活動の回復が見られましたが、この力強い回復を受けて、2021年の成長見通しは下方に見直されています。2021年は前年と同様の不安定な展開を予想していますが、パンデミックの中でビジネスは変化に適応し、改善しました。但し、この状況が長く続けば続く程、傷跡は深いということも認識しています。

また経済回復の強さがどの程度になるか、評価することは難しいと考えています。パンデミックによって、それまでは低コストの資金調達によって生き長らえながらも、将来が疑問視されるビジネスの終焉が加速しました。これらのビジネスは、明日のリーダーとなるように企業によって取って代わられるのか、これに対する回答はまだ出ていないと思います。

図1：G10中央銀行の保有資産（兆、米ドル）



出所：Bloombergファイナンス、各中央銀行の計算。注：「その他」はイングランド銀行やスイス国立銀行、カナダ銀行、豪州準備銀行、ニュージーランド準備銀行、スウェーデン国立銀行、ノルウェー中央銀行を指す。「EU」は欧州地域のユーロ建てソブリン債や国債機関債を示す。銘柄格付けはムーディーズ自国通貨建て長期債を適用。EUは2020年9月現在の発行済み残高。EIB：欧州投資銀行、ESM：欧州安定メカニズム、SURE：緊急時の失業リスク緩和のための一時的支援策。

経済は回復に向かうと予想されていますが、ロックダウンの状況次第で、その軌道は不安定で予測が困難だと見ています。

2021年にはパンデミックが終わり、経済は回復に向かうと前向きな見方を維持しているものの、それがいつになるかは不透明であることから、傷付いた経済が完全に修復するまでは、非常に緩和的な政策スタンスが解除される可能性は低いと考えています。それはパンデミックを乗り越えて、しばらく経ってからになるでしょう。

中央銀行は政府に対して追加財政支援を求めながら、マニフェストを推し進め、あらゆる手段を出来る限り使って、経済が燃えさかるように燃料を供給し続けました。パンデミックがもたらしたポジティブな側面のひとつは、プロセスの迅速化であり、グローバルに大規模な財政拡大が実施されました。

財政支援は、ウィルス感染の波に合わせて一貫して行われ、個人向けには一時帰休とするスキームや、企業向けには政府保証ローンや助成金のスキームといった形態で主に実施されました。今後もこうした形での財政支援が実施され、まだ延長がされていないものについても含めて、2021年上半年の間は継続されると見ています。

G10中央銀行の保有資産は2倍に増加したこととなり、グローバル金融危機時には二年かかったものを、2020年はわずか半年間で達成しました。

財政刺激策として、政府保証スキームは興味深い形態であると考えており、安定した経済回復が見られるまで、より継続的な方法として議論される可能性があると考えています。量的緩和（QE）とは違い、政府保証の融資の大半は中小企業（SME）や自営業向けとなっています。このスキームは実体経済に直接的な資金が流入し、投資が行われることで、資金の流通がより活性化することから、伝統的なQEよりもインフレに与える影響が大きいと考えられています。それに加えて、バランスシートには計上されないため、政府の債務比率に影響しないことや、同プログラムを通じて融資を実施した場合は銀行に資本コストがかからないことを考慮すると、銀行チャネルを通じた起債が増えると考えています（図2）。

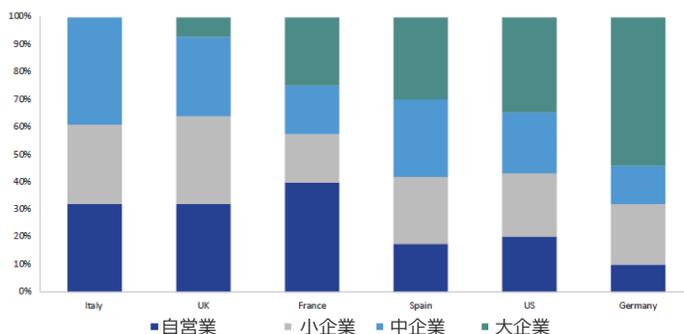
米国では、議会の主導権を握った民主党が大規模な財政パッケージを推進していますが、バイデン政権の比較的早い段階で実現しなければ、市場の失望を招くと見えています。欧州では、2兆米ドル規模の財政パッケージは既に合意に至っているものの、支払いは2021年になってからとなります。これは、経済が最も打撃を受けた国の追い風になるとみえています。

支援の規模を考慮すると、これらの政策対応によってインフレ圧力が高まり始めていると見えています。QE及び政府支援によって、欧州におけるM3の伸び率は10%以上となっており、過去を見ると、この伸び率の時期にはより高いインフレ率が伴っていました（図3）。

インフレ圧力が高まり始めるとの見方が金利市場により強制的に反映されていくかもしれませんが、中央銀行が警戒を示すには、インフレ圧力が一層強まる必要があると見えています。そのことからブルーベイでは、一年を通じて短期金利の上昇は抑制されると見えています。

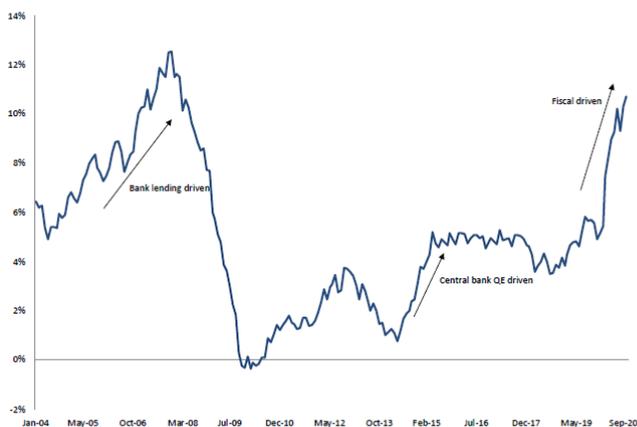


図2：政府保証ローンの大半は中小企業や自営業向けとなっています。QEの受益者とは大きく異なります。



出所：各官公庁の調査、独立調査機関の推定。2020年10月31日現在。

図3：中央銀行のQEに加えて政府の財政支援を背景に、欧州圏のM3伸び率は10%を上回っています。



出所：ECB、独立調査機関。2020年10月31日。

同時に、特に予想を上回る経済成長が続いた時は、どこかで財政縮小方針に転じる可能性もあることから慎重にも考えています。財政刺激策は永遠に続けることはできず、財政政策のタカ派は膨らむ債務に注意を払い始めると見えています。その第一段階として支援策の縮小が実施され、その後増税や支出削減が続くと考えています。しかし、既述の通り、欧州において2021年を通じて多くの支援スキームが延長される中、支援が解除されるまでに経済が回復軌道に乗っていることを期待しています。経済の傷が十分に癒える前に、あまりにも早い行動を取ったり、赤字削減にばかり目を向けるのは政策の誤りになると考えています。ベースケースでは、これらの要因を2022年以降のリスクとして捉えてますが、足下で注視していくことも必要だと考えています。

バリュエーション

2020年3月の安値からグローバル資産は大きく上昇しました。債券及び株式市場では、多くの資産クラスがパンデミックが起こした下落を全てを取り戻し、一部資産は過去最高値をつけたものもありました。**AT1債は力強く回復したものの、BofAML CoCoインデックスのスプレッドは2020年初めと比べて57bpsワイドな水準で、またパンデミックによるスプレッド拡大が始まる前の2020年2月と比べて、100bpsワイドな水準で年末を迎えました（図4）**。金融セクターを見ると、銀行シニア債のスプレッドは年初来て横ばいとなり、保険シニア債は8bpsの縮小、銀行下位Tier2債は10bpsの拡大、保険劣後債は6bpsの拡大、保険の制限付きTier1債は34bps縮小となりました。

AT1債は2020年2月のパンデミック前のスプレッド水準に100bps上乘せられたプレミアムを提供する貴重な資産クラスであるだけでなく、インフレ率が上昇し、何兆米ドルにも上る債券がマイナス利回りとなる世界において、多くの発行体が投資適格であるにもかかわらず、インフレ率調整後でプラスの実質利回りを得られる数少ない資産クラスの一つです。

中央銀行の追加的な量的緩和を背景に金融面での抑圧が起きる中、18兆米ドルに上る債券がマイナス利回りとなっており、**4%以上の利回りを獲得できる機会はとても稀少になっています（図5）**。

投資適格となると、利回り獲得の機会は更に少なくなり、2021年になって**欧州投資適格債の42%がマイナス利回りとなっています。**

長きに亘って低インフレが続いたことから、投資家がインフレの上昇見通しに対して慢心してしまうのは簡単です。**しかし、足下でAT1債はプラスの実質利回りを提供する数少ない資産クラスの一つです（図6）**。

ブルーベイの金融ハイブリッド債戦略の年初時点の最低利回りは4.45%です。 BofAML CoCoインデックスの2014年来の平均スプレッドはG+400bpsである一方、当戦略の年初時点のスプレッドは410bpsです。欧州圏の銀行は2014年から3,500億ユーロ以上の自己資本を積み増しているにもかかわらず、スプレッドは過去6年の平均水準で投資可能なことには矛盾があるように思います。

図4：BofAML CoCoインデックス

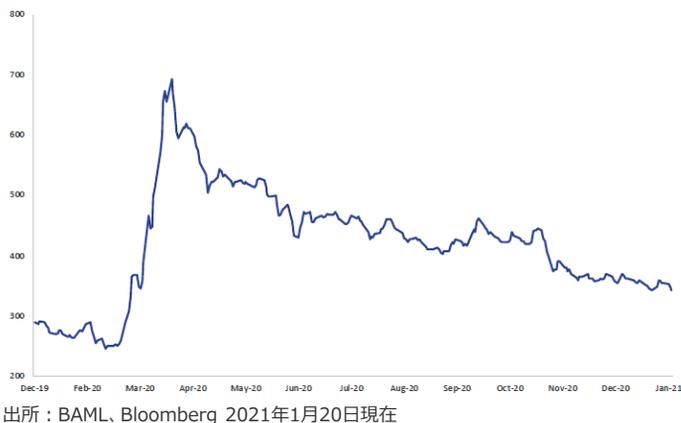


図5：利回り水準で分類したグローバル債券市場（%）

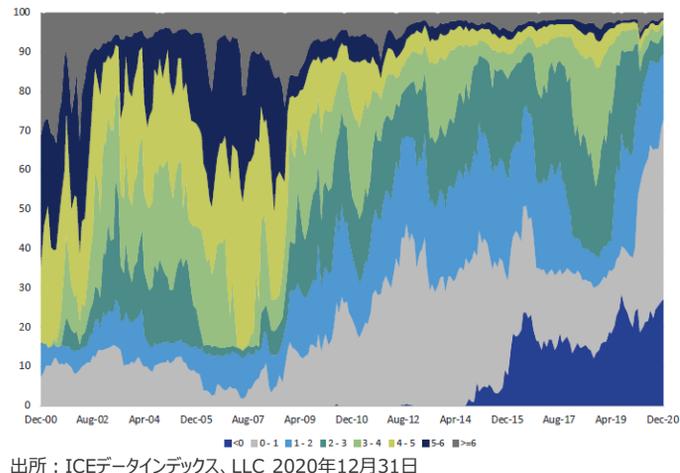
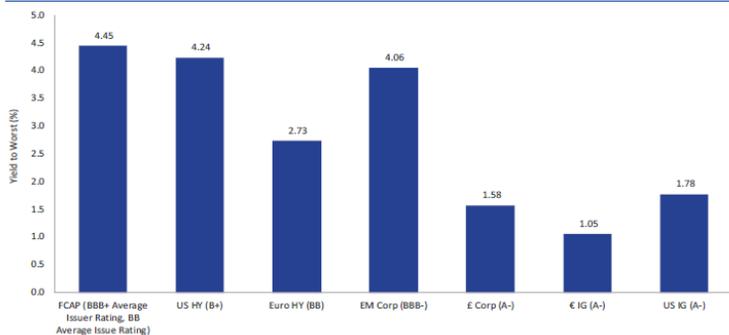


図6：2016年以降の利回りの推移；AT1債はプラスの実質リターンが提供できる資産です。





図7：投資適格の発行体が提供する魅力的な利回り



出所：BAML/Bloomberg、2020年12月現在

図8：ここ数年でBBB格銘柄の格下げは増加している



出所：S&Pグローバル格付け調査、S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンス・クレジットプロ。© 2021 by Standard & Poor's Financial Services LLC. 著作権者が全ての権利を留保している。
注：12ヶ月に亘るBBBへの格下げ率。

図9：欧州ハイ・イールド企業のデフォルト率とハイ・イールド企業の比率



出所：S&Pグローバル格付け調査、S&Pグローバル・マーケット・インテリジェンス・クレジットプロ。© 2021 by Standard & Poor's Financial Services LLC. 著作権者が全ての権利を留保している。

当戦略の発行体平均格付けはBBB+で、最低利回りは4.45%となっています。銘柄平均格付けはBBであるものの、投資適格の発行体に投資をしながら、ハイ・イールド及びエマージング（EM）発行体を上回る利回りを獲得することが出来るということです（図7）。

ハイ・イールド市場もパンデミック前と比較してスプレッドはワイドな水準にあります。金融面での抑圧がAT1債のスプレッド縮小を後押しする流れの中で、特にデフォルト率が低位に留まっているハイ・イールド債市場が恩恵を受けないことはないであろうと見ています。

しかし、デフォルト率やスプレッドの方向感を前向きに見ているものの、欧州では、ハイ・イールド債の多くは過去最高値にある一方、ネガティブな格付け見通しや格下げ数も多くなっており、企業のファンダメンタルズは悪化傾向にあることが示唆されています（図8及び9）。特に、AT1債とBB格債券のスプレッドを比較すると、AT1債のほうがワイドな水準にありますが、ファンダメンタルズの違いを考えると、これは正当化できないと考えています。

多くの企業が低金利というマクロ環境を活用し、潤沢な流動性を用いて買収を行い、レバレッジを高めていった一方で、金融機関は10年間に亘って、主にバランスシートの強化やレバレッジの解消を行いました。こうしたトレンドにも関わらず、ユーロ建てではAT1債はBB格債券のスプレッドよりも126bpsワイドな水準で取引され、米ドル建てでは、57bpsワイドな水準となっており、ファンダメンタルズの違いでは正当化出来ないと見ています。AT1債のリスク調整後リターンはより魅力的に見えます（図10、11）。

ユーロ建てAT1債は米国の優先証券と比較しても、スプレッドの魅力が高いと見ています。米国での債券利回りが全体的に低下したことで、優先証券市場は同様の金融的な抑圧から恩恵を受けています。しかし、米国銀行のファンダメンタルズは堅固であるものの、米国の国内投資家にとっての税制上のメリットによって、スプレッドは適正水準よりもタイトになる傾向がみられます。

さらにイールドカーブのスティープ化が見られた時には、魅力度が低下するストラクチャーになっていると考えています。そうしたことから、優先証券の動きが堅調なほど、魅力的な代替投資先として米ドル建てAT1債のスプレッド縮小も期待出来ると見えています（図11）。

何度かお伝えしたように、2008年のグローバル金融危機から銀行のバランスシートでは大幅な自己資本比率の改善が見られています。資本が十分に積み増されていることもあり、スプレッド縮小が促されると予想しているものの、依然としてスプレッドはミスマイスされているように見えます。

AT1債： 400bps
 LT2債： 142bps
 シニア債（バイルイン）： 64bps

この3つは全て、弁済順位に差はありますが、法的に「バイルイン」の対象です。つまり、規制当局が銀行を存続不能であると判断した場合、いずれも資本化される可能性があるということです。しかし、AT1債とLT2債のスプレッド差は258bpsあります。この差の理由の一つに、代表的な債券指数にAT1債が組み入れられていないことが考えられます。しかし、規制やパンデミックへの対応を考えると、AT1債のクーポン・リスクについて、根本的なミスマイスが起きており、銀行の資本構造上のスイート・スポットであることに変わりないと考えています。グローバル・パンデミックの規模を考えたとき、経済ショックは甚大であったものの、AT1債市場において強制減価や利払いが制約されることなく、LT2債との間に見られる258bpsのスプレッド差は明らかなミスマイスであり、是正されると予想しており、AT1債保有者はここからの利益を得られるとみています。



図10：ユーロ建てAT1債とハイ・イールドBB格銘柄のスプレッド比較



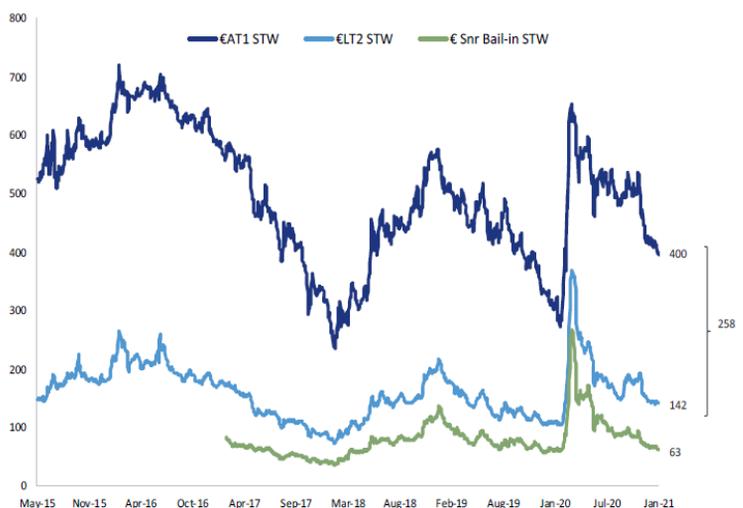
出所：JPモルガン、2021年1月7日現在

図11：米ドル建てAT1債とハイ・イールドBB格銘柄、米国優先証券のスプレッド比較



出所：JPモルガン、2021年1月7日現在

図12：ユーロ建てAT1債とLT2とシニア（バイルイン）債のスプレッド比較



出所：JPモルガン、2021年1月7日現在



表1：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 (%)
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
2019	15.33	29.76	1.82
2020	5.84	16.98	-1.51

出所：2000-2013年まで：BAMLグローバルティア1インデックス、2019年2月28日時点。2014年以降：BAML CoCoインデックス、2020年12月31日現在

図13：魅力的なバリュエーション (%)



出所：ブルームバーグ、ブルーベイ・アセットマネジメント、2021年1月8日時点。インデックス：BAML CoCoインデックス。例示のみを目的としており、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

そうしたことから、AT1債とLT2債の適正なスプレッド差は50-100bpsと想定しており、キャリアとは別に150bpsのスプレッド縮小余地があると見ています。

魅力的なキャリア（ベータ）が期待できると同時に、キャピタルの上昇（アルファ）を狙う機会がアクティブ投資家にはあると見ています。

ブルーベイの金融ハイブリッド債戦略の2020年のパフォーマンスは13.2%のプラス・リターンとなり（グロスベース）、BofAML CoCoインデックスを565bps上回りました。今年のアウトパフォーマンスには際立つものがあつたものの（運用開始以来見た年率換算のアルファ・リターンは314bps）、アルファを生み出す銘柄間のパフォーマンス差は通常時とそれほど変わらなかつた中で（表1）、今後もアルファを生み出すことができるという裏付けになつたと考えています。

図13は当戦略で保有する高格付け発行体のバリュエーションを表しています。今後、さらなるスプレッドの縮小余地が残されているほか、大きなクレジット・リスクを取ることなく、AT1債ユニバースを上回るパフォーマンスが期待できると見ています。

例え同じ発行体であっても、発行通貨の違いによる、裁定取引の機会も頻繁に見られます。図14は米ドルやユーロ、英ポンド建て債券の間に見られるスプレッド差を示しています（通貨のエクスポージャーは当戦略の運用通貨にヘッジされます）。

図14：ユーロ建てAT1債と米ドル建てAT1債と英ポンド建てAT1債のスプレッド推移



出所：JPモルガン、2021年1月7日時点。例示のみを目的としており、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

2021年は、発行体や地域、通貨選択、ストラクチャーの違いといった様々な側面から、アルファを獲得するアクティブなアプローチを取っていく方針です。多様なヘッジ手法を用いることで、リスク調整後リターンを最大化することも可能になります。

ファンダメンタルズ

マクロ経済環境によって、銀行の堅固なファンダメンタルズが幾らか弱含むことは避けられないかもしれませんが、これは現状の経済環境の循環的な影響であると捉えており、その悪化も一定程度に抑えられると考えています。

ファンダメンタルズを精査する上で、自己資本、収益性、資産クオリティに着目しました。

自己資本

やや意外ではありますが、最終的に公表される数字は、欧州銀行の自己資本が2020年に改善したことを示す可能性が高くなっています。収益以外でこれに寄与した要因として、以下が挙げられます。

- 配当禁止によって、配当資金として既に控除していた資本を再び計算に含めることが可能になったこと
- IFRS第9号の適用免除など、コロナ危機を踏まえた支援策
- 中小企業とインフラ関連向け貸出への支援策
- 無形資産となっているソフトウェアを資本とすることを許容

これらを総合すると、支援策は自己資本比率に約30bpsの効果をもたらしたと見られる一方、リスクアセット（RWA）の増加は小幅に止まっています。

年末に掛けては、資産クオリティの低下に対応してRWAが更に増加することが予想されますが、2021年末の最終的な普通株式等Tier1（CET1）比率を占う上では、配当に関する当局の決定が鍵を握るとみており、これらの比率は概ね底堅さを維持すると予想しています。

ECBのストレス・テストでは、コロナ危機を通じてRWAの増加が約1%のCET1の低下に寄与する可能性があるといった、大きな影響が予測されましたが、これまで確認されていることから見れば、この数字は大きすぎるようです。継続的な金融政策によって、市場リスクがかなり抑制されていることがその一因となっているようです。

これらの逆風要因にも関わらず、収益は今後回復する可能性が高いとみています。TLTROによる恩恵が収益にプラスとなる他、2020年と比較して資本コストも低下すると予想されます。また、この先の融資の増加もそれほど大きくはならないとみ



ています。企業の借り手は、既に政府補償の貸出や穏やかな市場環境を利用して、目先の流動性需要を満たしたと見られ、RWAの増加は既に昨年の数値に含まれていると考えています。

配当に関して言えば、現状は資本の20bpsを上限とするよう規制されていますが、これは2021年9月に見直される予定となっています。今の道筋を歩めば、銀行は今年のうち自己資本を積み増すことが可能になり、更にバッファーを増やすことが出来るとみています。従って、より明確な経済見通しと、現状の水準もしくはそれを上回る自己資本によって今年の9月を迎えれば、当局は配当に関する規制を解除するとみています。

収益性

2021年の銀行の収益性に関しては、概ね前向きな見方をしています。しかし収入面では、苦しい状況が続きます。低金利環境下において純利子収入への圧力は続き、資産の成長期待も限定的であることと相まって、状況を改善させる選択肢はそれほど多くありません。さらに、多くの銀行が恩恵を受けた投資銀行部門からの利益が、今年再び繰り返される可能性は低く、これもまた収入面での苦戦につながるでしょう。

これに対して、銀行はTLTROの条件改善という好材料を手にしており、その恩恵は年間を通じて享受することが出来、純利子収入への圧力を和らげることにつながると見られます。資金調達コストは、コロナ危機前よりも高い水準で2021年のスタートを切りましたが、経済回復とともに低下していくと予想しており、銀行の収益にはプラスに働くとみています。

企業の借り手は、既に政府補償の貸出や穏やかな市場環境を利用して、目先の流動性需要を満たしたと見られ、RWAの増加は既に昨年の数値に含まれていると考えています。

2020年と比較して、引当金の基準が改善していることも収益性の追い風になるとみられます。IFRS第9号においては、2020年に用意された引当金の大半が、実際にはまだ不良債権ではない資産のためのものでした。したがって、ブルーベ이의予想に沿って、仮に今年後半に不良債権が増加したとしても、そのリスクによるコストは低下すると予想しています。経営陣はこれらの引当金を取り崩すことには慎重であることを基本シナリオとしていますが、もしマクロ経済環境が今年後半に大きく改善すれば、想定よりも早く引当金の取り崩しをするという強気シナリオも考えられます。

収益性に与える影響として、最も大きな変動要因となり得るのはコストであると考えています。パンデミックによって、銀行はおそらく想定されていたスピードでの事業変更を迫られました。今回の経験を活かして、コスト削減という点において、今後銀行がこれまでよりも断固とした行動を取るようになると予想しています。コスト面での最大のシナジー効果は一般的にM&Aの際に現れますが、経営陣の断固たる行動によって摘むことの出来る果実は、依然として多く存在しているとみています。

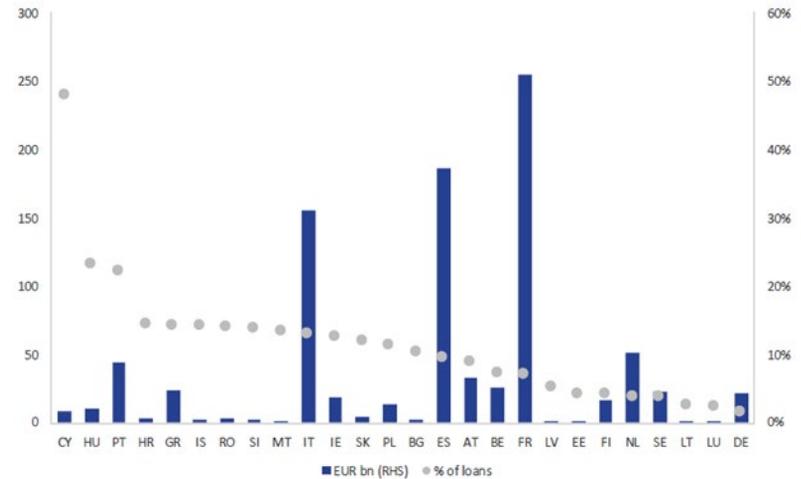
資産クオリティ

コロナ危機にも関わらず、2020年を通して、銀行の資産クオリティは堅固さを維持しました。その背景には何があり、2021年の見通しはどのようにでしょう。

新型コロナ危機は歴史上で見ても最も深刻なりセッションであったにも関わらず、経済と規制面での前例を見ない政策支援によって、銀行の資産クオリティは概ね良好な状態が続いていると言えるでしょう。融資への保証の提供や、従業員の一時的帰休への支援などに加え、重要な進展であったのは、銀行が融資に支払い猶予を与えることを認めたことです。つまり、銀行が、融資を「不良債権」として扱うことなく、支払い猶予期間を与えることが可能になったということで、2020年4-6月期のピーク時には、平均して7.5%の融資が支払い猶予の状況にありました。

再ロックダウンの影響を考慮し、当局はこの支払い猶予制度を2021年3月末まで延長しました（ただし融資先の信用力が悪化した場合、その融資は「不良債権」として分類され、引当金も必要になるとのガイダンス付き）。2021年1-3月期にもロックダウンが続くようであれば、経済への支援策として、また経済回復を促すために流動性が滞らないように、こうした政策がさらに延長されると予想しています。

図15: 支払い猶予を与えられているHHS及びNFCSへのローンの総額(左軸、10億ユーロ)、及び国ごとのローン総額に占める割合(%)



出所: EBA, 2020年6月30日現在 注: HHS = Households(世帯); NFCS = 非金融企業

このような状況を背景に、信用コストは昨年4-6月期に年率110bps程度でピークとなり、それ以降は低下基調にあります。今年末には100bps近辺に落ち着くとみています。この数字の見通しをいざつか示すものとして、欧州での通常の引当率は約40bpsで、ECBが2020年半ばに実施した新型コロナ危機への耐性テストでは、今後3年間の信用コストが、基本シナリオ下で200bps、ワーストケースでは400bpsとされていました。

2021年、特に後半に掛けては、デフォルト、そしてその結果としての不良債権が増加に向かうと予想しているものの、信用コストは既に2020年前半にピークを付けたとみています。また、これらのピーク時の数字にも問題なく銀行は対処できていることから、この先1年の見通しに確信を強めています。

このような確信の背景には、マクロ経済見通しの改善があり、不良債権や実際の融資での損失の増加にも関わらず、フォワード・ルッキング・ベースのIFRS第9号による引当金は減少するでしょう。また、銀行が既に大幅な融資勘定での悪化を想定し、前もって引当計上しているという事実も、見通しに自信を持つ要因となっています。経済回復に十分な力強さが見られれば、銀行が前もって計上している、これらの引当金を取り崩され、銀行の収益になるとみられます。

次にマクロ経済見通しを考えてみます。ECBは、クレジットの損失がピークとなっていた昨年4-6月期に新型コロナのストレス・テストを実施しました。そこでは、危機後3年間の累積GDP成長率が-0.8%、ダウンサイドのシナリオでは-6.3%と想定されました。これらの予想値は9月には上方修正され、12月にはそれぞれ0.4%及び-4.4%へと

コスト面での最大のシナジー効果は一般的にM&Aの際に現れますが、経営陣の断固たる行動によって摘むことの出来る果実は、依然として多く存在しているとみています。

大きく改善しました（図16参照）。

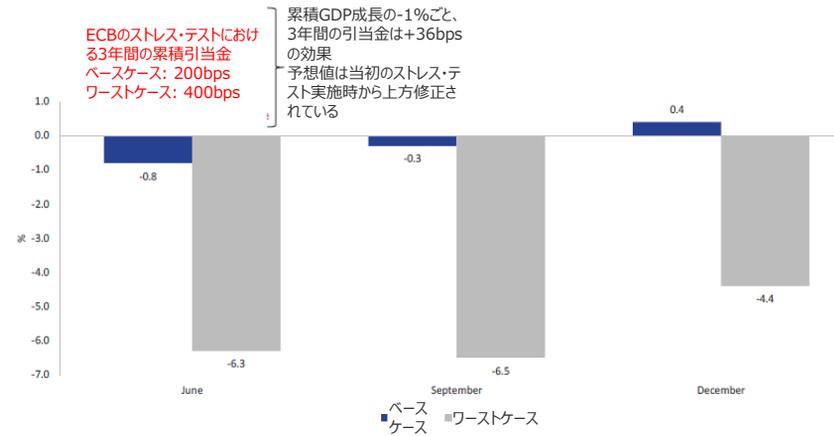
これらの予測の精度も高まっているとみられ、直近の市場アップデートでは、ECBのベースケースとワーストケースの見通しの差も縮小しています。不確実性は続くものの、ワクチンが承認され、普及し始めていることに加え、ロックダウンに伴う経済ロスもより予測可能となってきた今、ストレス・テストが当初実施された頃と比較して、予測の精度は増していると言えるでしょう。

2020年4-6月期に実施されたストレス・テストが正確であると仮定すれば、GDPが1%減少するごとに、今後3年間で36bps信用コストが増加することになります。つまり昨年6月の時点で、今後3年間の累積200bpsの信用コストを想定しており、そこから成長見通しが1.2%改善したとすれば、今後3年間の信用コストは43bps改善し、予想損失率は157bpsと計算されることとなります。更なるロックダウン規制によって、2021年1-3月期についてはマクロ経済指標がやや悪化する可能性があるものの、2021年を通して見れば、これらの数値は概ね正確であるとともに、既に100bps近い信用コストが2020年中に計上されていることを踏まえると、むしろ保守的であるとさえも言えると考えています。したがって、今後2年間の信用コストは、2020年を大幅に下回る水準になるとみられます。

2020年に不良債権は大幅に増加しなかったものの、引当金の水準は2倍以上に増加しました。昨年の引当金の約40%は、依然として支払いが継続している融資に対して充てられたものです。つまり、不良債権化する前に予め計上されたもので、不良債権と共に信用コストが増加すると予想する必要はなく、むしろマクロ経済見通しに沿ったものを想定すべきと言えるでしょう。

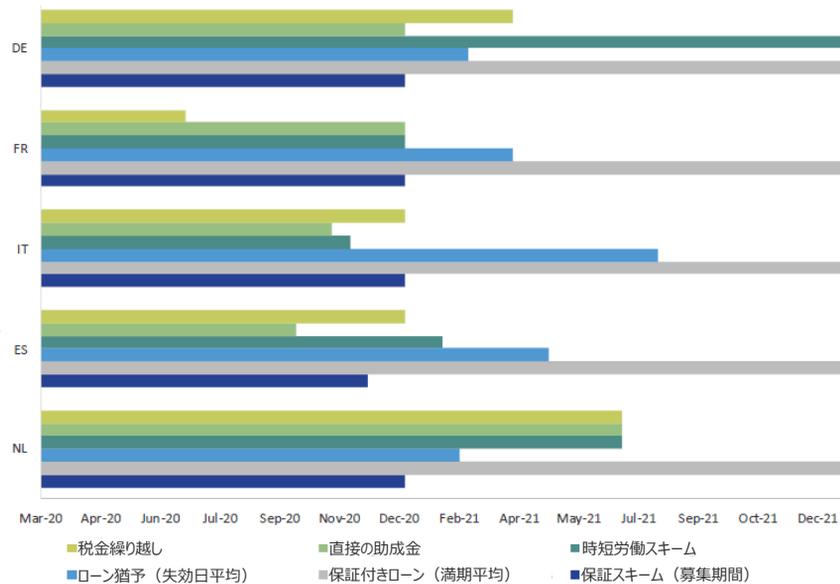
この先としては、2020年に実施された政策の多くが2021年も継続されており、新型コロナウイルスの影響が続く限り、経済回復のための時間的余裕を得るために、さらに延長されると我々は予想しており、不良債権を先送りすることになると考えています（図17）。

図16: ECBは2020年を通して、基本シナリオ及びダウンサイドシナリオにおける経済成長予想を上方修正



出所: ECB, 2020年12月31日現在

図17: 現時点で予定されている各国の政策縮小スケジュール



出所: 各国の当局資料及びEBA資料に基づく、2020年10月14日時点
保証付きローンは、ドイツ及びイタリアでは2030年末、フランス及びオランダでは2026年末、スペインでは2028年末をそれぞれ満期とする。ローン猶予期間の期日は、異なるスキームにおける個々の終了日を、支払い猶予額の規模によって加重平均したもの（イタリア）。

したがって、現段階では正確には予想し難いものの、実際に不良債権の増加が加速するのは2021年後半になるとみており、そのタイミングはワクチンの普及スピードや、その後の政策支援の引き揚げタイミングなどにも左右されるとみています。

IFRS第9号 会計基準に関する補足 - 信用コストと不良債権の関係

IFRS第9号に基づく会計基準は2018年初めに導入され、銀行が貸倒引当金を積む方法が変わりました。それまでは、銀行は発生損失モデルに基づき、損失の証拠が明確になった時に損失を計上する仕組みとなっていました。これに対してIFRS第9号では、予想損失モデルが適用されることとなり、銀行はこれまで通り損失の引当金を求められるとともに、予想される損失に対しての引当金も求められます。したがって、融資先の信用力が変化すれば、たとえ融資が依然として返済中であっても、引当金を積み増す必要があります。つまり、マクロ経済状況の変化が、損失見通しに影響を与えるため、引当金を前もって積み増すという意味で、よりシクリカルな貸倒引当金モデルであると言えるでしょう。

引当金と前倒しでの不良債権は銀行の損益に影響し、バランスシート上に現れます。銀行は一般的に担保や保証（例えば住宅ローンの場合は実際の住宅など）を持っていることで、融資総額の全てが損失額となる訳ではないため、おおまかに言えば、引当金は不良債権の約50%程度になります。

バランスシートはどの程度堅固で、予想信用コストはどの程度信頼出来るのか？

投資家にとっての懸念は、この先の不良債権がどの程度悪化するかであり、ワーストケースのシナリオ下において、銀行が依然として十分な自己資本を保有しているかどうかでしょう。

まず、信用コストについて考えてみます。前回の銀行危機を振り返ると、3年間の累計での信用コストの最大値は400bpsをやや上回る水準で、それは1990年代初めでした。当時の金利は今と比較して大幅に高く、スタグフレーションの状況にありました。2007年から2009年にかけてのリーマンショック時には、信用コストは390bpsとなり、2011年から2013年にかけての欧州債務危機時には320bpsとなりました。コロナ危機のストレス・テストに基づくワーストケース・シナリオでは、400bpsの損失が見込まれ、ベースケースでも200bpsが見込まれています。これは過去の最も信用コストが高まった時期のものと整合しており、概ね信頼出来る数値であると考えています。銀行と市場のコンセンサスでは、ワーストケース・シナリオ時を大きく下回る信用コストを予想しており、ECBのストレス・テストにおけるベースケースに近い水準となっています。

マクロ経済的視点からは、最悪期と見られる時期に不良債権が大幅に増加しなかったという事実は、当時の予測が保守的であったことを示唆しています。実際に、ストレス・テスト実施後に経済状況は改善しており、銀行が引当金の水準の改善見通しを公表する中、ストレス・シナリオにはそれなりの信頼性があるとの認識をもたらしてくれました。

銀行セクターに対する政策支援は過去前例を見ない規模で、今後これが解除に向かう中での懸念材料は、不良債権と信用コストが予想よりも早いペースで増大することだと思えます。

この点について、以下の2つを挙げます。

1. まずは、支払い猶予と、それが大幅な水準に実際にはある不良債権を隠してしまう状況にあるのかどうか、という問題について考えてみます。支払いの猶予期間は多くが2021年3月末までとなっていますが、既に2020年Q2からQ3の間に猶予している金額は大幅な減少を見せています。全融資額に対しての比率もピーク時の7.5%から5%近くまで減少しており、不良債権の大幅な増加も見られませんでした。このことから、1) 不良債権化するのに、正常融資と支払い猶予融資との間に大きな差はなく、損失が隠されていることはないかとみられる、2) 不良債権となっておらず、依然として支払いを継続している融資に対しても銀行はかなり慎重な対応をし、大幅な引当金を積んでいる、と指摘できると考えています。
2. 次の点は、そもそもこれだけの水準の政策支援が見られる背景となった理由へと話を戻します。政策担当者は、経済回復のために銀行に貸し出しを行ってもらう必要があります。仮に経済回復が見込まれず、不良債権の額も想定を大きく上回るようであれば、更なる政策支援が見込まれることは、恐らく間違いないと考えています。やや単純化しすぎた主張かもしれませんが、その他の選択肢があるようには思えません。**銀行は实体经济への資金のパイプであり、既存の不良債権への対処を意識して資本を保全し、新規の貸出を行わないようなことがあれば、あらゆる回復を阻害する要因となり、ここでのこれまでの議論もやや無意味となってしまいます。そのような状況は、規制当局や中央銀行、政策担当者も回避したいはずだと考えています。**

銀行セクターに対する政策支援は過去前例を見ない規模で、今後これが解除に向かう中での懸念材料は、不良債権と信用コストが予想よりも早いペースで増大することだと思えます

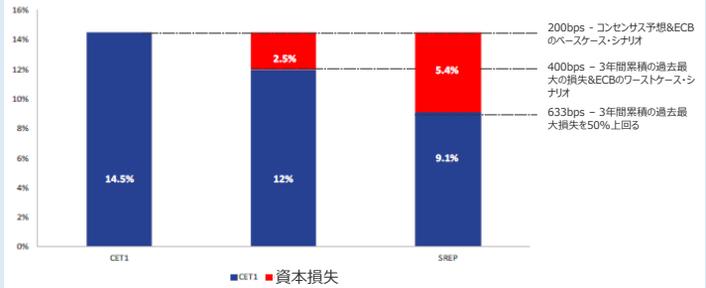
仮に我々の見通しが誤っており、不良債権がここから大幅に増加したと仮定します。その際に、銀行が失うと考えられる自己資本は、ベースケースとワーストケースでどの程度でしょうか。

これまでに繰り返し述べてきた通り、銀行は非常に強固な状態で今回の危機を迎えました。つまり、堅固な自己資本レベルと、AT1債のクーポンが問題となり得る規制上の水準に対して十分なバッファを持っていました。ストレス・テストが実施された2020年後半の数字を見ると、銀行はSREP(Supervisory Review and Evaluation Process; 監督上の検証・評価プロセス)が求める水準に対して5.4%の資本バッファ、つまり4,210億ユーロ相当の自己資本を余分に持っていました。

この自己資本の水準にストレス・テストの結果を当てはめると、200bpsの損失（ECBのベースケース・シナリオ）では、（控えめに）引当て前の銀行の収益力を考慮すると、自己資本の毀損はないと予想しています。また、ワーストケース・シナリオ下の損失想定であり、過去最大の損失額であった400bpsを適用すると、銀行の自己資本比率は2.5%悪化するものの、依然として健全と言える12%程度 CET1比率を維持できると考えています（図18）。

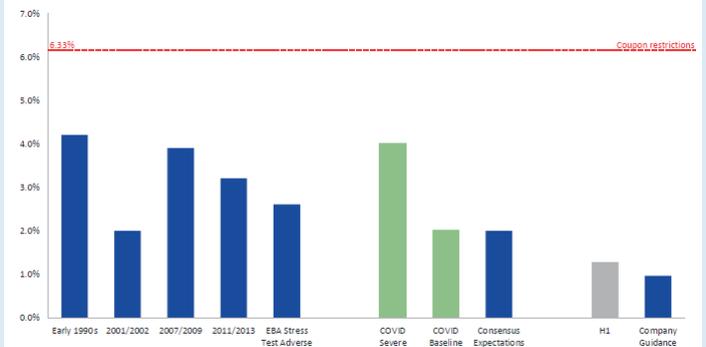
実際、クーポンの支払いが規制される最大分配可能額（MDA）を下回るような水準を逆算すると、633bpsの損失が必要となります。これは3年間で見た場合の過去最悪の損失よりも、50%程度高いものとなります（図19）。

図18: 自己資本のバッファ



出所: ECB, BlueBay Asset Management, 2020年9月20日現在

図19: ストレス下での比較



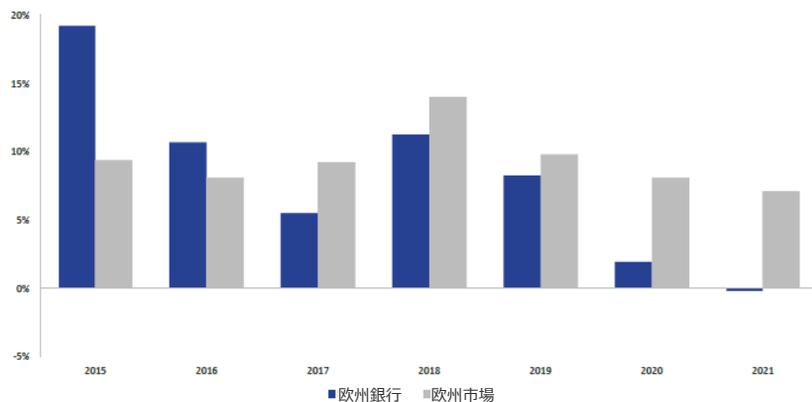
出所: ECB, BlueBay Asset Management, 2020年9月20日現在

銀行株

これまでに見てきた状況を踏まえると、銀行株に対しても前向きな見方をしても良さそうです。

バリュエーションは非常に割安です。欧州の銀行株にとっては特段目新しいことではありませんが、コンセンサス予想では収益成長が全く織り込まれておらず、落胆する投資家も非常に少ないであろうことを示唆しています（図20）。欧州銀行の収益性見通しという点では構造的な改善の兆しは依然見られないものの（低金利、抑制された融資の伸び、高コスト体質など）、収益性指標は2021年に改善するとみており、市場コンセンサスは弱気サイドに偏っているとみています（図21）。

図20: それぞれの年を始点とする中期的なEPS成長率のコンセンサス



出所: MSCI EuropeのIBESデータ、中期的なEPS成長率は今後3-5年程度、2020年12月31日

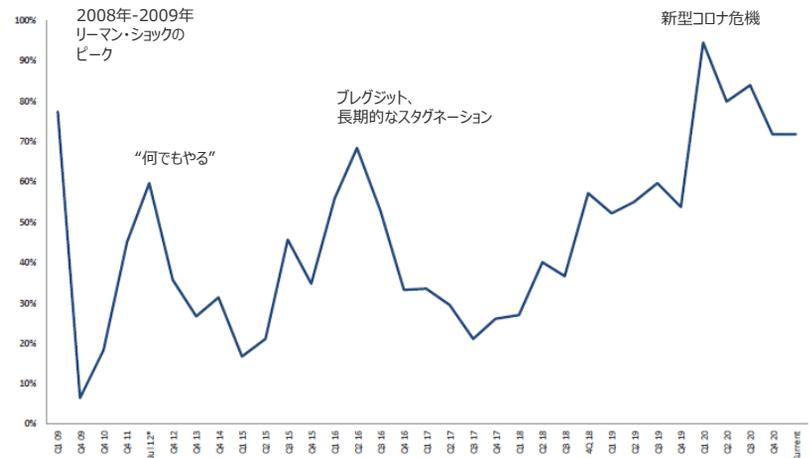
マクロ経済見通しについての考察でも述べた通り、今後はインフレ圧力も幾らか高まり始める可能性があります。ここでも、それが短期金利の上昇につながる訳ではなく、短期金利は低位に留まると予想されますが、長期的な指標を考慮した場合、期待インフレには幾らか恩恵が予想され、銀行株にとってはポジティブな影響がもたらされる可能性がありますとみられます。現段階では、低金利が永遠に続くことがコンセンサスとなっていることから、インフレ圧力の高まりによって、そのようなコンセンサスが試される状況は、銀行株にとっての上昇余地を意味すると言えるでしょう（図22）。

また、M&Aも銀行株を押し上げる要因となり得るでしょう。先に述べましたが、M&A環境はこれまでにないほど良好です。実際の戦略的背景と、それを公に奨励する規制当局が存在するためです。したがって、今後必然的にあるM&A取引が株価を押し上げ、セクターの構造的な収益性改善という長期的な恩恵をもたらす可能性があると思われています。

最後に、資本還元についても改善が予想されます。銀行はこれまで、規制当局が設けたガードレールに沿った、厳格な配当ポリシーの維持を余儀なくされてきましたが、これが今年9月に見直されることとなっています。これにより、ユーロ圏の銀行の配当利回りはユーロベースで1.6%、英国の銀行は英ポンドベースで2.5%近くになると予想しています。それに対してAT1債の利回りは、ユーロで3.5%、米ドルで3.8%、英ポンドで4.4%となり、同債券を主要な投資対象とするブルーベイの戦略でも米ドルベースで4.45%程度です。マクロ経済状況の見通しや、資本の増強を踏まえると、これらの規制は解除されると予想しています。とりわけ資本還元に関する期待値は低く、利回り面で魅力があることを踏まえると、銀行セクターにとっては更なる好材料になるとみています。

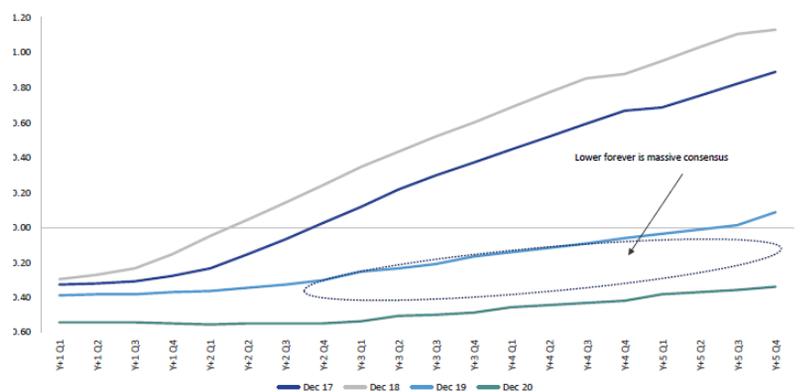
銀行株に対してポジティブな見方を持っている一方で、中長期的には引き続きAT1債の方がより魅力的なリスク調整後リターンを提供するとみています（図23及び24）。我々が予想している環境は銀行株にとってもポジティブであることは認識していますが、ブルーベイではAT1債への選好を維持しています。インカムが魅力的で、当局もその返済の優先度を認めているとともに、超過収益獲得のためにブルーベイが確立された強みを発揮できる資産クラスであると考えているためです。加えて、運用戦略の設計の範囲内で、使用可能なあらゆる投資ツールを利用し、目先の良好な投資環境を最大限に活用したいと考えています。

図21: 有形純資産倍率が1倍未満で取引されている株式が市場に占める割合



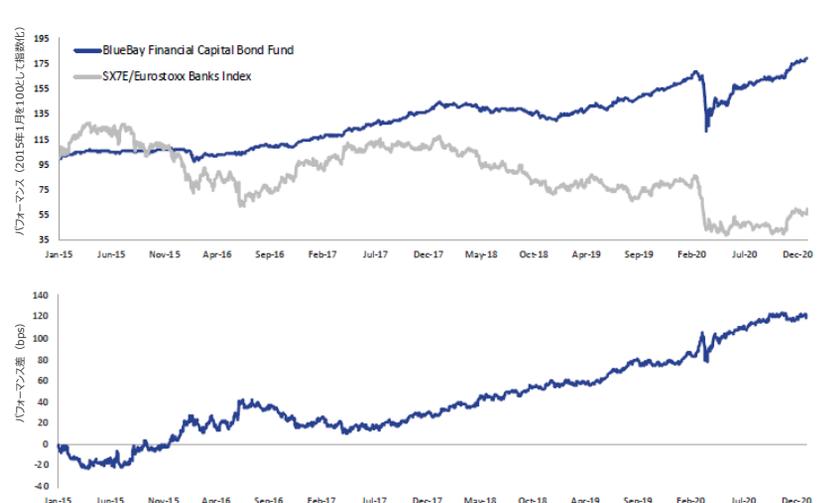
出所：企業のデータ及び関連調査、“何でもやる”はドラギECB総裁（当時）の有名なスピーチ、2020年12月31日

図22: 金利は「永遠に低位」がコンセンサスに、3ヶ月Euriborのフォワード・カーブ (%)



出所：Bloomberg、2020年12月31日

図24: ブルーベイの金融ハイブリッド債戦略とユーロストック欧州銀行株のパフォーマンス



出所：Bloomberg、2020年12月31日

注記：ブルーベイの金融ハイブリッド債戦略にはベンチマークはありません。上記の指数パフォーマンスは情報提供を目的としたもので、過去の実績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。

規制と政策の進展

コロナ危機への規制対応は、我々が長きに亘って考えてきた、とても重要なテーマを明確に示してくれました。AT1債のストラクチャーは、意図されてきたゴーイング・コンサーン時の資本としての役割を負うことはなく、市場で織り込まれているよりも利払いが遅延するリスクはかなり低いことが明らかとなってきたと思います。危機後に、規制当局が十分にこのことを検証すれば、AT1債にはこれが織り込まれ、スプレッドは大幅に縮小すると考えています。

2020年の見通しにおいては、第3段の資本要件規則（Capital Requirement Regulation 3；CRR3）の導入によって、規制当局の観点から見たAT1債の構造的な不備が認識され、既発の資本性証券が優位となるような変更が行われると考えていました。パンデミックによって2020年は規制に関する進捗が滞りましたが、2021年にはCRR3は再開される予定となっています。昨年ハイライトした問題は存続しており、危機によって実際のところ、問題は大きくなったと考えています。そのため、ストラクチャーの変更や、利払いを巡るリスクを法的に軽減することによって、AT1債にポジティブな影響を及ぼすような規制の変更余地があると見ています。

金融政策の伝達メカニズムにおける銀行システムの重要性を踏まえて、我々の投資プロセスの鍵となる特徴は、規制当局、中央銀行、政府間で動く力関係を理解し、この力がボトムアップ分析に基づく投資判断にどのように影響を及ぼすかを考えることにあります。2020年には、このアプローチが成功への重要な役割を果たし、経済への信用供与を保つために、銀行セクターに対する直接的及び間接的な支援策を提供することの重要性をすぐに見付け出すことが出来ました。

グローバル金融危機以降、これまでに欧州銀行セクターにおける変化を目の当たりにしてきました。資本水準は3倍となり、リスク・テイクは抑制され、収益性を失う代わりにバランスシートを強化することが最優先事項とすることが、規制を通じて促されてきました。しかしコロナ危機を迎えるなかで、解決が必要と考えられる矛盾が浮き彫りとなりました。銀行の経営陣と規制当局は、リスク回避とバランスシート強化に注力しすぎて、経済に信用を供与するという機能以上に重視するという、バランスを欠いた状態に恐らくなってしまうと思っています。



コロナ危機は、グローバル金融危機以降で銀行セクターと新たな規制の枠組みが迎えた、初めての試練であることを理解しておくことは重要でしょう。規制当局は足元の結果に概ね満足しているものと思われます。銀行は数十年で最も完全なバランスシートの状態で危機を迎え、多くが考えていたよりもかなりの耐性を見せました。資産悪化と不良債権という観点からは、終わりというよりも始まりの段階にまだありますが、銀行のファンダメンタルズは堅固であると強く考えており、そのことが正しいと証すために、銀行はこのようなテストを常に受けているような状況にあると考えております。

コロナ危機の当初、（規制当局による10年間に及ぶ圧力を経て）どれだけ銀行の資本が盤石であっても、経営陣は経済見通しの不透明感から、この堅固な状況をリスクに晒すことを拒みました。規制当局と政策当局は、経営陣に危機時に財務状況が悪化することを恐れるのではなく、貸出を自信を持って進める安心感を与えられるような迅速な対応が求められました。

銀行の経営陣と規制当局は、リスク回避とバランスシート強化に注力しすぎて、経済に信用を供与するという機能以上に重視するという、バランスを欠いた状態に恐らくなってしまうと思っています。



規制の変化

4月に提案され、6月に公式に発表された新型コロナウイルス対策欧州銀行パッケージ（The European Covid-19 banking package）のなかで、IFRS 9による予想信用損失の適用が2年先延ばしされました。実現する前に損失を事前計上しなくてはいけない必要が軽減され、中小企業及びインフラ支援に関する内容は一年前倒しされました。これらのセクターに対する融資によるキャピタルチャージを軽減し、以前は銀行資本からは控除されていた無形資産であるソフトウェアの資本化が可能となりました。一部の未実現損益を認識するための、一時的に健全性を計測するフィルターの適用を任意とし、AT1債及びT2劣後債が、資本の第2の柱要件（Pillar 2 Requirement: P2R）に一部適用可能となりました。グローバルなシステム上重要な銀行（GSIB）に対するレバレッジ比率及び内部モデルのターゲット審査（TRIM）は延期されました。ターゲットを絞った長期流動性供給オペ（TLTRO）も規模、魅力度、デュレーションの面で拡充され、是正措置なしにPillar 2ガイダンスと資本バッファー以下の水準で業務を行うことを規制当局が銀行に許可しました。さらに、配当の中止が導入されました。これは、金融システムにおける資本を保全することが主目的ですが、モラル・ハザードであるとする意見に対抗するためであると考えています。つまり、こうした大規模な支援を得ながら株主にその報酬が行き渡る、という利益を銀行が享受していると捉えられた際に、政治的な副作用を防ぐためであったと考えています。

危機に対する規制当局の対応を考える際、経済に信用供与が行き渡るよう機能させるためには、銀行が自分自身で強固であると自信を深めるだけでなく、市場及び規制当局にも同じ認識を持ってもらう必要があると思います。銀行は信用を重視し、景気サイクルにおいて、わずかな収益のために、その強さをリスクに晒すことはあり得ないことを規制当局は良く認識しています。そうしたことから、銀行は資本「バッファー」を使うことを躊躇します。これは市場がこうしたバッファーを最低限必要な資本として見なしているだけでなく、規制の枠組み上、もしあるレベル以下の水準に資本が低下するような場合、厳しい制約が課されるからです。配当支払いの禁止によって、さらに問題は深まったと考えています。非常に不透明な環境において、こうした規制当局の対応は理解することはできるものの、配当を全面禁止にすることで、保守的に健全な資本を維持してきた優良な銀行に対しても罰則が科されることとなります。バランスシートを拡大するのに、最適な銀行であるにも関わらず、こうしたバッファーを使うことにさらに後ろ向きになってしまうだけであったと考えています。

しかし、銀行がバッファーを使うことへの最大の障害は、資本保全バッファーを下回ることになった場合のAT1債のクーポンへの影響でした。これまでずっと、現行のAT1債のストラクチャーは意図したように機能していない、と我々は言うてきました。特に、強制的に利払いを停止することは、金融の安定性に対する大きなリスクとなり、経済的メリットはほとんどない中で、取り付け騒ぎが起きる可能性があります。銀行の経営層がバッファーに手を付けることに不安を抱くことは当然であると考えます。

このことを規制当局は明確に認識していましたが、配当支払いの禁止を命じた際、AT1債のクーポンと株式配当を区別することに苦労しました。このことは、この資産クラスに転換点になったと考えています。

この区別を行うということは、規制当局の複数の発言を根拠としていますが、規制上のルールはあくまで法律に縛られており、規制における資本バッファーを銀行が使った場合には、AT1債の利払いは自動的に停止されるリスクを伴うこととなります。そのため、銀行は経済を支えるために、自由に資本バッファーを使って構わないとされながらも、銀行がそうしなかったことで市場は保たれました。経営陣は、AT1債の利払いが制約された場合、資本市場へのアクセスが閉ざされることを強く認識していました。この状況は、規制当局の保護策がまぼなく、悲惨な結果をもたらすことになり得ると思います。

コロナ危機は、実体経済に信用を供与するという銀行の役割への大きな矛盾を露呈しました。それは銀行が縛られる規制ルールによって助長されてしまっています。危機後に実施されると考えられる規制当局の総括において、構造的な資本要件と景気循環的な資本要件とのリバランスを行う必要があることが明らかになると考えています。PRAやECB、バーゼル委員会のレポートの中で、この問題に対する考察を行っていますが、この成果へのノイズがすでに現れています。

このことを規制当局は明確に認識していましたが、配当支払いの禁止を命じた際、AT1債のクーポンと株式配当を区別することに苦労しました。このことは、この資産クラスに転換点になったと考えています。



国の資産管理によって銀行の不良債権を救済？

もうひとつの長い間議論されている政策提案は、欧州レベルでのバッド・バンクのネットワーク構築です。これを作ることで、銀行セクター全体で不良債権という荷を下ろし、トランスミッション・メカニズムにおける銀行の役割を最大化するという視点からは、新規融資にリソースを集中することにプラスになると考えられます。この提言は多くの注目を集め、かなり有益であると思いますが、欧州全域での預金保険スキームについて10年以上に亘る議論が続いている状況で、実現性についてはやや懐疑的にみえています。さらに、不良債権の水準は懸念されている水準を大きく下回るとみており、この政策を前に進める熱意や政治的な力は後退するとみえています。

実際にこれは何を意味し、どのような影響を及ぼすのでしょうか。

現時点で、規制当局が取った最初のステップは、資本バッファの再開についての時間軸を明確化することのようです。PRAは、資本保全バッファについて、少なくとも2022年末までは0%を維持することを示しており、ECBはPillar2でのガイダンスと合計の資本バッファについて、要件以下の水準での事業活動を2022年末まで認めています。具体的な日程については、2021年のストレス・テスト後に決定し、適切な時間軸を決めるに際しては、利益によって資本を積み増す力が銀行にあるかどうかが重要になるとしています。また、バーゼルIIIの最終化や「内務モデルのターゲット審査（TRIM）」の進捗など、これまで銀行に対して定められた規制の予定には遅れがみられています。但し、これは銀行に対する資本要件の引き下げと見るべきではなく、銀行セクターに柔軟性を与えるための実施の先送りであると考えられるべきだと思います。

配当支払いの禁止と合わせて、このことはAT1債にとって強い追い風になるとみえています。なぜなら、クーポンの禁止は本質的にバッファを増やすこととなる一方で、経営陣が株主に対して配当という形態でバッファを使うことが出来なくなるためです。

中期的には、このニュースは資産クラスに好材料とされています。危機時にはマクロの健全性によって柔軟性を与えることが規制上可能という変更がなされると考えられています。良い時には資本を積み、悪化局面ではそれを解放することが、規制当局にとって明快で柔軟な手段と言えます。

しかし、このバッファはそれなりに大きい必要があり、使用に際しての障害があってはならないと思います。そのため、自己資本の枠組みの中で積まれるバッファで、解放され得るバッファの比率が大きくなると予想しており、AT1債の投資家にとっては重要なことですが、銀行の最大配当可能額に対するAT1債の利払いに関連する制約の見直しがあると考えています。AT1債のストラクチャーは、意図した役割に見合っていないと長らく言い続けてきましたが、この危機の間、こうした考えからAT1債という資産クラスにポジティブな変化があるとの見直しを強めています。

欧州銀行協会（European Banking Association）は、レガシーの銀行資本証券が今後どのように取り扱われるべきか、明確なガイダンスをようやく示しました。何年にも亘って関心を集めてきたトピックですが、投資機会については常に疑問を持っていました。予想していた通り、規制当局はこれらの債券を段階的に廃止することを確認し、投資機会がもたらされる場面があるかもしれませんが、市場に大きなインパクトを与えるものではないと考えています。しかし、銀行の自己資本の構成からなくなっていくに連れて、投資家はこの資金を再び投資に充てることを検討するとみられることから、AT1債の需給にはプラスに働くとみえています。

銀行資本にミクロ・レベルで影響するこうした規制の進捗に加えて、さらに深堀する価値があるテーマが二つあると考えています。それは、M&AとESGです。ESGについては、銀行規制における重要性が増してきているとみえています。

良い時には資本を積み、悪化局面ではそれを解放することが、規制当局にとって明快で柔軟な手段と言えます。しかし、このバッファはそれなりに大きい必要があり、使用に際しての障害があってはならないと思います。

M&A ; 2021年のセクターの統合を取り巻くモメンタム

2020年は、規制当局が理論ではなく実践に基づいて動いた年であったと感じており、欧州銀行セクターのM&Aに対するアプローチにおいて、これまでで最も大きな転換があったと考えています。明らかな構造面からの合理性はあったものの、欧州でのM&Aについては長い間懐疑的に考えていました。しかし、2019年の終わりからトーンに変化が見られ始めました。低金利環境、デジタル化と規制対応によるコスト増によって銀行が苦戦するなか、規制当局に対してグローバルに見た欧州銀行の競争力を考え始めるように、銀行業界が強く促す動きがみられました。M&Aに対する規制コストは常に統合への障害となっており、結果的にセクター全体の健全性に弊害となってきたとみています。規制当局のレーダーになかった、と言うのは言い過ぎかもしれませんが、パンデミックによって健全な銀行システムへの注目と必要性が高まったことを受けて、行動を取る必要性が加速したと言えるでしょう。

欧州銀行セクターの統合について疑問の余地はないと我々はみてきました。低金利、かなり余剰な金融機関の数、デジタル化によるコスト増からの収益性の低下という構造的な弱体化は明白です。金利市場は経営陣のなすすべのないところですが、余剰供給や不健全な価格情勢を無くすことや、デジタル化によるコスト（銀行のコストの10%以上を平均で占める）をシナジーで軽減することはできます。

2020年のうちに、M&Aに関する政策当局のスピーチは、どっちつかずのものから、明白に前向きなものに変化し、健全性の観点から統合を活用しようとする意思がみられました。

さらにこれを勢いづけるものとして、2020年7月にECBがM&Aに関する特別な対応を発表し、負のれん代を資本に算入することが可能と明示しました。内部モデルの使用とPillar2における資本要件についても明確にされ、以前は経済的にマイナスと見なされてきた取引を検討する余地が生まれたと考えています。

戦略的な理由付けと統合に対する規制当局のスタンスが合わさり、2021年は統合が活発化する見えています。2020年にすでに、イタリアやスペインでの大型の統合など、いくつか経営層が素早く行動する動きがみられました。このM&Aのトレンドは2021年に加速すると考えており、銀行セクターにとってはポジティブ材料になるとみています。最もシナジー効果が得られやすい、国内金融機関同士の統合となる可能性が最も高いと考えています。とはいえものの、国境を越えた取引の可能性も完全に否定することはできません。国境を跨ぐM&Aには構造的な障壁が伴い、複雑さが増しますが、コストの中でデジタル化が占める割合が高まっている状況では、一部のビジネス・ラインでは統合を進める合理性はあると考えています。

低金利環境、デジタル化と規制対応によるコスト増によって銀行が苦戦するなか、規制当局に対してグローバルに見た欧州銀行の競争力を考え始めるように、銀行業界が強く促す動きがみられました。



ESG

ESGの範疇には、銀行の規制に影響を及ぼすものが、これまでも常時存在していましたが、投資家と政策当局がESGへの意識を高める中、銀行規制における重要性は高まっていくと考えています。銀行が経済に信用を供与する主体であり、政策当局にとっては、持続可能性（サステナビリティ）に関する政策に影響を与えるために、利用出来る主たる手段が銀行であることを踏まえれば、これは自然なことと言えるでしょう。

公共政策においてサステナビリティの重要性が高まっていることによって、多くの企業にとって財務上のリスクが生み出されることになっていますが、投資機会としてはさほど重視されていないと考えています。特に、銀行については、持続可能な世界への移行を促すために、政策当局が活用する手段になると考えており、市場での投資機会としては過小に扱われていると考えています。

ひとつには、銀行が抱える可能性のあるリスクに対して規制当局がますます注目することになり、ひいては順守すべき事業や資本への要件が変わるかもしれません。欧州では、すでに多くの勧告や監督上の期待について発表が行われています。その多くは2018年に採用された持続可能な金融におけるアプジョン・プランから派生したものです。これは、事業要件、リソース、リスク管理、戦略、資産エクスポージャー、開示、資本要件といった銀行のあらゆる側面に影響しています。

銀行規制の枠組みでは、欧州銀行監督局（EBA）の役割が拡大され、こうした点を対処するようになっていきます。すなわち、ESGリスクを監督レビューと評価プロセスに含め、ディスクロージャー要件にESGリスクを含める際のテクニカルな基準を調査するようにしました。また、環境面と社会面からの目標に実際に関連した活動について、この健全性を計る基準がPillar 1の資本要件の一部として正当化されるか、といったことを調査しています。2020年終わりには、ECBが気候関連リスクと環境リスクに関するガイドと、それをどのように銀行が管理してディスクローズすることをECBが期待しているのか、ということを発表しました。さらに、2021年の早い段階で、このガイダンスに対する自己評価とアクション・プランを提示するよう命じました。2022年に監督レビューが実施され、2022年以降は、年2回実施される規制上のストレス・テストのなかで、気候関連リスクを組み入れることを目標としています。



ESGに関する資産リスクの改善、透明性の高い情報開示、リスク管理に適正にESGを組み入れること、といったESG実績を積み上げることが出来ない銀行に対しては、規制当局がストレス・テスト、検証・評価プロセス（SREP）、資本要件の強化などを通じて罰則を科す可能性があります。こうした中、投資プロセスのなかにESGアプローチを組み入れる（インテグレーション）ことが必須であるとする背景にあります。規制要件や政策の方向性に対して、各行がどのようにESG戦略に取り組んでいるかを市場に先んじて理解することが役立つことになると考えています。

セクターの差別化を招く、これらのリスクのもうひとつの側面からは、規制当局が銀行をサステナビリティ政策の主体として利用していることによって、大きな投資機会がもたらされると見ています。これまで、銀行のESGの信頼性は疑問視されてきましたが、これは過去の実績から考えた場合であって、**今後は多くの要因から、銀行は単にディスクロージャーやESGへの取り組みを主導するだけでなく、財務面での変化以上にESGの姿勢で大変身を遂げたリーダーとして次第に見られるであろうと考えています。そのため、銀行セクターはESGにアクティブな投資家の投資先になることに加え、サステナビリティに関連した戦略やファイナンスへの資金フローという面でも利益を享受できると考えています。**

公共政策においてサステナビリティの重要性が高まっていることによって、多くの企業にとって財務上のリスクが生み出されることになっていますが、投資機会としてはさほど重視されていないと考えています。特に、銀行については、持続可能な世界への移行を促すために、政策当局が活用する手段になると考えており、市場での投資機会としては過小に扱われていると考えています。

ESG市場の成長

ESGでの制約を持つファンドの運用資産額は2015年以降で170%増加しており、欧州のグリーンボンドの発行額は7倍となっています。

銀行セクターにおけるESG実績は急速に改善しており、今後もその傾向が続くと見られています。気候関連の財務ディスクロージャーに関する勧告に適應するためには、あと数年あれば可能と考えています。EUタクソミーが完了すれば、今後この動きは加速していくでしょう。

ストレス・テストと監督を通じた規制圧力は「鞭」ですが、サステナブル融資によって銀行が恩恵を享受できるような、資本上のインセンティブという「飴」もあります。債券のストラクチャリングや発行を通じて、サステナビリティから得る手数料や収益は増加することが見込まれ、銀行自身がサステナビリティ・ボンドの最大の発行体です。「押し」もしくは「引き」の程度に関係なく結果は同じで、銀行はこうした資産のエクスポージャーを積み増していくでしょう。

そのため、ESGが投資家の注目を次第に集めているなかで、ESG遵守の投資戦略への資金流入によって、銀行債は恩恵を受ける立ち位置にあると考えています。

さらに、ESG遵守をうたう戦略以外においても、銀行は重要な役割を果たすと考えています。アクティブなインパクト戦略は著しい成長が見込まれるエリアです。欧州委員会によれば、EUのグリーン・デールは2030年の気候目標達成のために、今後10年間で4.7兆ユーロの投資規模が必要と試算しています。このうち3.5兆ユーロは民間セクターからのものになると試算されており、**経済に信用を供与する主体として、こうした投資の資金調達において銀行は重要な役割を果たすことになると考えています。**銀行は、投資家がサステナビリティへの支出に影響を及ぼすためのルートに一層なっていくとみています。銀行の持つ影響力と、そこに投資をすることがESG強化への移行戦略になるとの状況を鑑みれば、アクティブなインパクト投資家がこうした面を無視し続けるとは思えません。

ESGでの制約を持つファンドの運用資産額は2015年以降170%増加しており、欧州のグリーンボンドの発行額は7倍となっています。



リスク

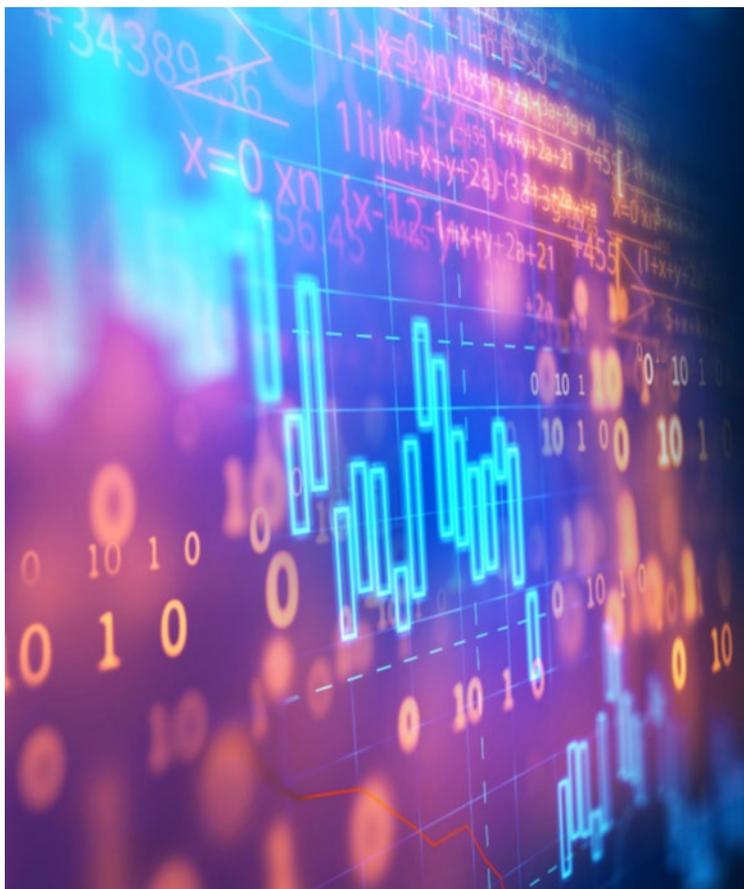
2021年のコアな見通しを変え得る リスク

足元では、ワクチン接種がスタートするなか、市場はパンデミックというトンネルを抜けて光を見出しています。しかし、現在価格に織り込まれている水準を考えると、ワクチン普及のスピードや有効性に関して、失望を招く可能性があることも認識しています。数多くの変異ウイルスも発生しており、今ところは感染スピードの拡大に繋がっているだけで、ワクチンの有効性が確認されないリスクもあり、この場合かなり大きな影響が及ぶものと見られます。ワクチン普及のスピードについても、想定通りに行かない可能性があります。単独のリスクとして捉えた場合、集団免疫が達成されるまでは支援策が持続されるだろうことから、それほど大きなダメージを及ぼさないかもしれませんが、ロックダウンが長期化した場合、経済への打撃は大きくなり、経済回復の鈍化だけではなく、政策ミスリスクが高まる可能性があると考えています。

市場は、中央銀行による介入と財政支援にかなり頼っている状態であることから、政策ミスを巡りリスクは高まっていると言えるでしょう。2020年の初旬に政策当局が取った対応からは、状況を打破できるという程度の信頼を寄せていますが、支援策を解消する前に、経済が完全な回復期に突入することを見守る必要があると考えています。また、政策の引き締めが早すぎるという危険は常につきまとっています。皮肉にも、ワクチン普及が順調に進み、パンデミックの状況が想定されるよりも早く改善に向かうことで、このリスクは高まると考えています。なぜなら、財政政策のタカ派は、より均衡の取れた財政や債務水準についてすぐに考え始めるからです。

可能性は非常に低いとみているものの、インフレ圧力が予想されているよりも早く高まり、中央銀行が市場の想定よりも早く利上げについての見通しを調整せざるを得なくなるかもしれません。その場合、金利市場のボラティリティは大幅に高まるのが予想され、クレジット・スプレッドにとっても打撃となります。中央銀行が回避しようとしている金融環境の引き締めを招く可能性もあり、過去のテーパー・タントラムが繰り返すべきでない教訓となっていることを願うばかりです。

最後にリスクとして挙げられるのは、パンデミックとそれに対する政策対応が生んだ、ソプリンと銀行の結びつきです。



ソプリンと銀行の結びつきとは

政府は保証ローンを通じて民間セクターに巨額の支援を提供しました。これは、負債が大幅に積み上がったソプリンを、パンデミックによってマイナスの影響を受けている企業リスクに晒していると言い換えることが出来ます。現状では、これらの保証はオフ・バランスシートでの偶発債務となっていますが、保証が実行されるとバランスシートに現れ、中期的なソプリンの脆弱性は増すこととなります。同時に、経済に追加された流動性の結果として、銀行の国債の保有比率は高まっています。これまでのところ、保有比率は高まったものの、ソプリン債のスプレッドが大幅に縮小したことから、量的緩和は銀行の自己資本比率にポジティブに影響しています。当面の間、この大きな保有比率が維持される可能性が高いなか、ソプリン債のバリュエーションの変化に左右されやすい状況が続く可能性が高いとみえています。スプレッドが量的緩和によって抑えられているなかで、この動向に対して今のところ懸念は抱いていませんが、政治リスクが角を出すリスクは常にあり、国債の保有比率が高まっているなかで、常に慎重に注視しなければなりません。

最後にリスクとして挙げられるのは、パンデミックとそれに対する政策対応が生んだ、ソプリンと銀行の結びつきです。

2021年の投資戦略

2020年は、他の銀行資本債と比較して、市場がAT1債のクーポン繰り延べのリスクを過度に織り込んだ状態にあったと言え、2021年にはそのような見方を反映してAT1債のスプレッド縮小が見られると予想しています。また、底堅いキャリーへの見通しに加え、当レポートで述べた規制変化も同資産クラスに思いがけない恩恵をもたらす可能性があるとみています。

マクロ経済と政策状況は、引き続きクレジット債のスプレッド縮小にとって追い風になると見られ、投資家からの資金流入による恩恵にも期待しています。量的緩和がスプレッドの下支えとなり、投資家は利回りを求めて格付けの低い資産に注目するとみています。このような環境下において、AT1債は、利回り面からも、ファンダメンタルズ見通しの点からも、魅力的な資産クラスであると考えています。このような環境が続く限り、AT1債のスプレッド縮小を捉え、資産クラス全体のベータ・リターンによる恩恵も受けるためにフルインベストに近い状態を維持することを我々は選好しています。

資産クラス内でのリターン格差拡大は、引き続き重要なテーマになるでしょう。2020年に既に大幅な低格付のスプレッド縮小（コンプレッション）が見られたものの、そのようなトレンドは2021年にも見られると予想しています。このことを念頭に置き、ブルーベ이의旗艦戦略では、欧州周辺国及び英国へのオーバーウェイトを維持し、コンプレッションのトレンドを捉えたいと考えています。また、コロナ危機から脱するにあたり、ドイツは他国を相対的にアウトパフォームしており、金融機関統合の動きも加速すると見られることから、ドイツのナショナル・チャンピオンの銀行が予想を上回るパフォーマンスとなる可能性があるとして選好しています。

2020年は、米ドル建ての債券が、ユーロ建て及び英ポンド建てを大幅にアウトパフォームする展開となりました。インフレ圧力は米国から高まる可能性が高く、米ドルの利回りを押し上げることで、米ドル建てのAT1債にとっての圧力になるとみています。したがって、ユーロ建て及び英ポンド建ての高いスプレッドを選好する姿勢を維持する方針です。

また2021年には、M&A活動が再び活発化すると予想しており、投資機会を提供するとみています。非対称なリターン特性に着目して、このような動向を投資機会として活かせるようにポジションを取っていく方針です。

複数年に亘るアンダーパフォーマンスを経て、銀行株が市場パフォーマンスに追いつく環境は魅力的であるとみています。旗艦戦略の設計の範囲内で、このような投資テーマからも恩恵を享受出来るよう、ポジションの取り方を探っていく方針です。

目先には多くのリスク要因も存在しており、政策環境やパンデミックがもたらす長期的な経済への影響を注視することは必要不可欠となるでしょう。リスクが高まる局面で、CDSや金利先物などの元本を保全するための機会があれば、投資ツールボックスを最大限に活用していく方針です。

2021年にはAT1債のスプレッド縮小が見られると予想しています。また、底堅いキャリーへの見通しに加え、規制変化も同資産クラスに思いがけない恩恵をもたらす可能性があるとしてみています。





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

投資適格債チームのシニア・ポートフォリオ・マネジャー。ソブリン以外の債券に注力し、金融セクターが専門。

2004年6月にオペレーション・アナリストとしてブルーベイに入社。2006年3月に投資適格債チームのトレーダーとなる。2011年1月にポートフォリオ・マネジャーとなる。リード・ポートフォリオ・マネジャーとして欧州IGクレジット戦略で成果を上げながら、金融資本債券の運用でピア・グループをリードするパフォーマンスを得ている。南アフリカのケープタウン大学で経済学と財務の学士号を取得。



ジェームス・マクドナルド
パートナー、
シニア・ポートフォリオ・
マネジャー

投資適格債チームの金融セクターのアナリストとして、2007年9月にBlueBayに入社。欧州の銀行セクターに関する経験と知識によって、投資適格債チームとハイイールド債チームの双方で活躍している。2015年1月の運用開始以来、欧州金融セクターに関する見通しが、BlueBay Financial Capital Bond 戦略のピア・グループでのパフォーマンスをリードすることに貢献している。CFA。



ピーター・ゴルスワージー
クライアント担当
ポートフォリオ・マネジャー

投資適格債チームのクライアント担当ポートフォリオ・マネジャー。ファイナンス部門のファンド計理担当者として、2011年11月にBlueBayに入社した後、2013年10月に現在のポジションとなる。入社前は、ロイヤルバンク・オブ・スコットランド（RBS）にて株式部門で現物株の財務管理者を2年務めた。デロイトの南アフリカ・オフィスに4年間務め（シカゴ・オフィスにも出向）、公認会計士の資格を取得した。南アフリカのケープタウン大学で会計学の学士を取得し、南アフリカ勅許会計士協会（SAICA）のメンバーである。また米国の全米先物協会（NFA）のメンバーでもある。

ディスクレームー

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。

以上