



Global Asset Management
BlueBay Asset Management

堅固な銀行の割安な債券への投資機会



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
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2021年11月

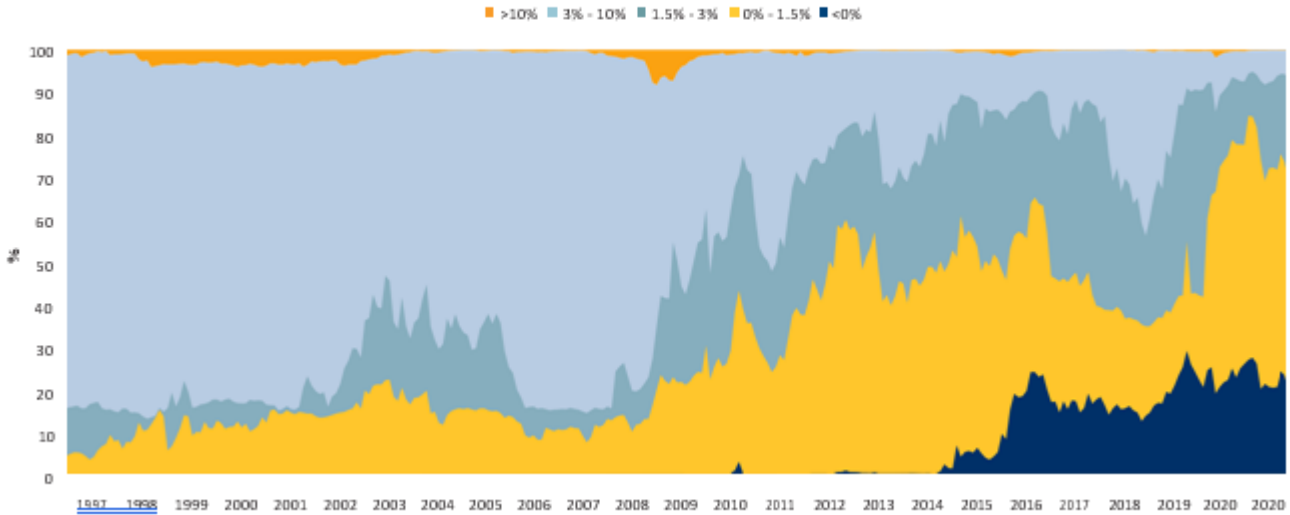
Coco債はパンデミック以前の水準を上回るスプレッドを提供する数少ないクレジット資産のひとつで、グローバルな経済回復に伴って高まる可能性のあるインフレ圧力から恩恵を受けられる資産です。2022年も、こうした稀有なパフォーマンスを期待することが出来るのでしょうか。

新型コロナウイルスによって、世界中の経済や産業は傷付きました。中央銀行は債券投資家に対して、前例のない水準の支援を打ち出しましたが、グローバル債券ユニバースのうちの約17兆米ドルはマイナス利回りとなっており、リターンを獲得することがますます難しくなっています。しかし、プラスのリターンを獲得することは決してあり得ないことではなく、インカムを提供してくれる投資機会はまだ残されています。

その中で、パンデミックによって経済が混乱しながらも前向きな見通しを持っているのが、偶発的転換社債、いわゆるCoco債、です。この銀行特有の証券は、利回りを獲得出来る稀な投資機会を提供しており、トップの信用を持つナショナル・チャンピオンと呼ばれる銀行のCoco債の利回りは4%を超える水準にあります。

銀行は、パンデミックを通じて重要な役割を果たし、政府の政策が实体经济に届くためのパイプ役となりました。例えば、他の資金調達手段が困難となった際に企業に融資をし、個人向けにはローンの返済猶予期間を与えました。銀行が震源となった2008年時の金融危機とは違い、今回はヒーロー役となり、経済回復ストーリーの要となっています。

図1；グローバル債券市場の利回りの分布



出所：ICE BofAML Global Fixed Income Markets Index (GFIM) 2021年9月

魅力的な状況にある

銀行のポジティブな役割に後押しされ、Coco債はその他の債券資産クラスを2021年の年初来でアウトパフォームしています。2021年は、ボラティリティが比較的良かったことと、1月からのスプレッドが僅かに縮小するという動きになっています。経済回復というトレンドによって、高ベータ銘柄が最も恩恵を受け、そのなかにはCoco債も含まれています。

Coco債は投資リスクに対する潜在的なリターンという観点で、独特な魅力が現在あると考えています。パンデミックへの対応として中央銀行が取った支援策によって、資産価格は一般的に恩恵を受けてますが、とりわけ銀行セクターは政策当局と中央銀行から大きな支援を受けてきました。

2022年の潜在性

新年がもう間近に迫ってきていますが、Coco債はこの独自のポジションから恩恵を受けるという状況と良好なパフォーマンスが続くのか、という自然な疑問が出てきます。

ファンダメンタルズ面からは、見通しはポジティブであると考えています。銀行セクターに非常に強い支援材料となるマクロ経済の追い風に加えて、中央銀行からの支援は継続し、強固な規制と過去最高水準の自己資本、十分に統制された経営陣という状況に銀行セクターはあります。

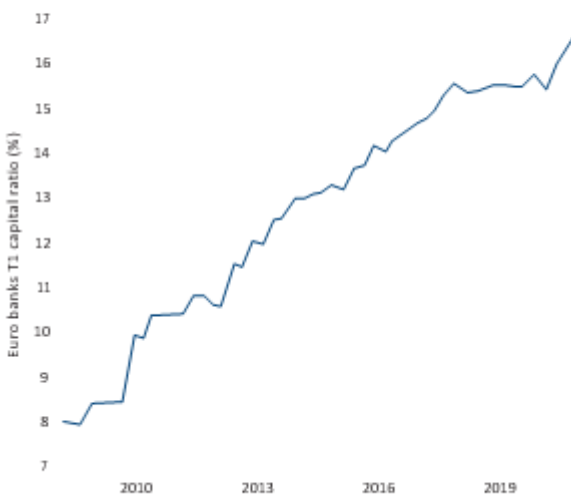
テクニカル面からは、投資家層が一段と分散されながらも拡大していることが、ストレス下においてさえも、この資産クラスの流動性改善に繋がっています。その他Tier1債（AT1債）は、パンデミックが緊迫した最もボラティリティが高まった際も、かなり高い流動性を維持し、投資家のタイプや地域、国が広範に及んでいることで、恩恵を受けました。

バリュエーション面からは、引き続き魅力的な水準にあると考えており、欧州ハイ・イールド債やTier2債のスプレッド水準に向かって、AT1債及びCoco債のスプレッドの縮小が見られると予想しています。

金利動向による影響

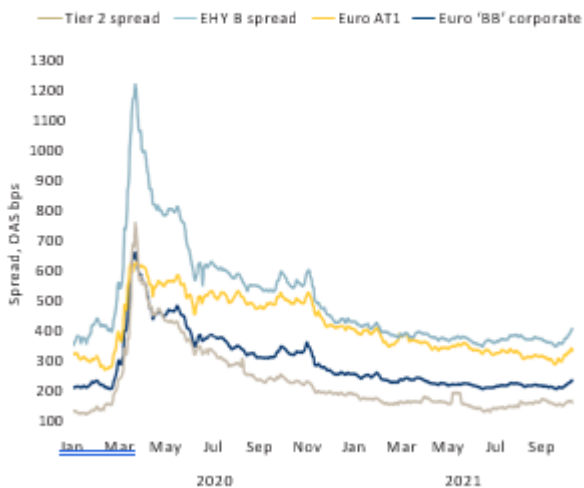
利上げへの脅威は、多くの投資家の中で熱い議論が交わされています。利上げという環境は、債券市場において一定程度のボラティリティを生むと考えられ、資産価格が調整する中で、伝統的ベンチマークのポートフォリオは元本が毀損する可能性があります。しかし、AT1債は金利感応度が低く、銀行債としてもキャリー（利回りやクーポン）が高いという特性から、金利上昇への懸念はそこまでではありません。利上げは市場に用意周到に伝えられている中で、中期的な金利上昇がAT1債のパフォーマンスを大きく損なうことにはならないと考えています。

図2；欧州圏銀行のTier1比率（％）



出所：ECB 2020年12月

図3；欧州銀行債及びユーロ建てBB格、B格社債のスプレッド（bps）



出所：Bloomberg indices European Banks CoCo Tier 1 & Tier 2 spread; Bloomberg indices Pan Euro High Yield spread (OAS); 2021年10月26日

さらに他の企業とは対照的に、銀行は金利上昇によって恩恵を受け、利上げサイクルの中で銀行の収益改善が見込まれることから、金融セクターがアウトパフォームするとみています。

パフォーマンスの原動力

金利に加えて、2022年にCoco債のパフォーマンスを左右することになる要因は4つあると考えています。

ファンダメンタルズ；銀行は資本を積み上げて来ており、パンデミック禍においても安定を維持しています。銀行のバランスシートへの支援は継続しており、一時帰休、支払猶予、政府保証スキームによって、通常のサイクルと比較して貸倒は少なくなることが予想され、規制当局による資本要件も緩和されています。こうしたプログラムが終了した時には、クレジットサイクルは先に進んでいるだろうと考えていますが、これには経済成長の改善が伴い、通常のサイクルと比較して時間軸は長くなっているとみています。そのため、銀行の資本状況は非常に安定的であると考えています。

バリュエーション；欧州銀行のAT1債は、BB格の欧州ハイ・イールド債と比較して、かなりワイドなスプレッド差（約70bps）があり、レバレッジの高い事業セクターにかかるファンダメンタルズ面の圧力を考えれば、これはイメージに反するものと言えそうです。またAT1債は下位Tier2債（LT2債）と比較しても約185bpsのスプレッド差があり、付帯されるリスクに対して、かなりのプレミアムを提供しています。大きなスプレッド縮小余地が残されており、AT1債は期待インフレよりも高い利回りを提供する数少ない資産であることを踏まえれば、尚更このことが言えるでしょう。

AT1債のクーポン・スキップ・リスク；非常に堅固に積み上がっている資本水準とバランス・シートの盤石さを考えれば、この可能性は低いと見ています。

新規発行；AT1債の起債予定は落ち着いており、2022年の新規発行の大半は借り換え関連と予想される一方、投資家層は拡大を続けています。

稀有なリターンの潜在性

経済活動が正常化するにつれ、投資の世界においては、とりわけ中央銀行の緩和策が解消されていく中で、勝ち組と負け組の差がはっきりとしてくるとみています。このトレンドは、企業、セクター、国という単位で現れてくると予想しています。社会的制約の解除を阻害する変異株に対する各国の対応の差によって、国による差は特に大きくなると見ています。

米国と欧州の銀行は、セクターで見れば明らかな勝ち組になるとみており、経済回復と経済指標の改善に伴う金利上昇によって恩恵を受けると考えられます。Coco債はパンデミック以前の水準を上回るスプレッドを提供する数少ないクレジット資産の一つで、グローバルな経済回復に伴って高まる可能性のあるインフレ圧力から恩恵を受けられる資産と考えています。



ディスクレーム

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	エマージング債	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 (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%
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%									

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れるようお願いいたします。

以上



Global Asset Management
BlueBay Asset Management