



Coco債：2022年の見通し



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
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



ピーター・ゴルズワーシー
クライアント担当
ポートフォリオ・マネジャー

2021年12月

投資見通し

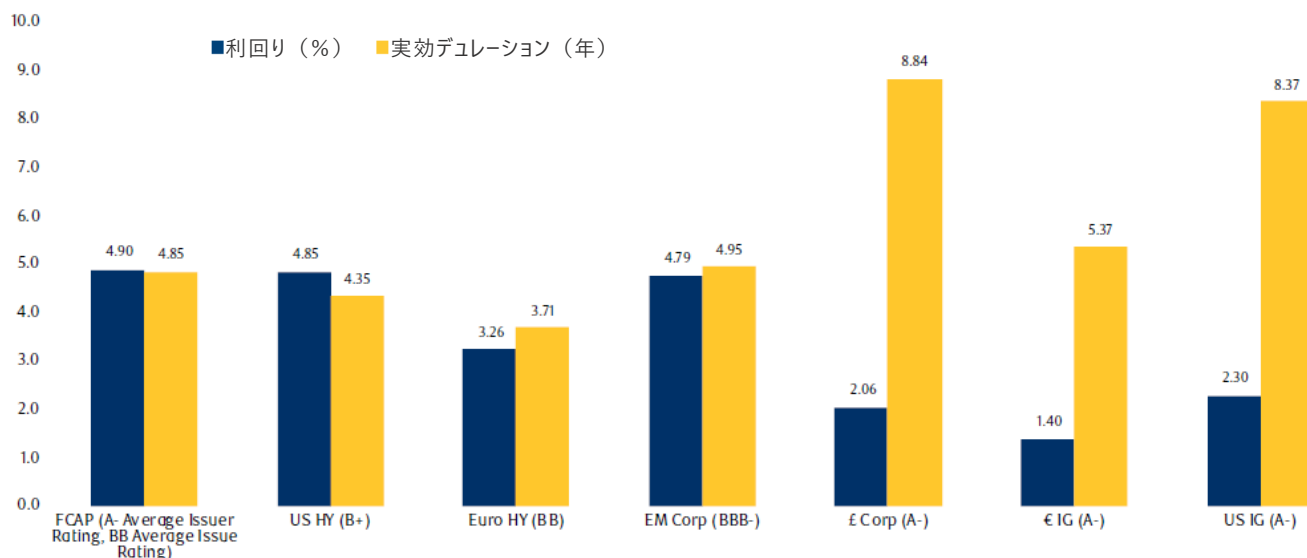
- クレジットの観点からは、銀行はパンデミックという「ストレス・テスト」に突入したときよりもさらに盤石となって、パンデミックから脱却しました。規制当局は銀行のバランスシートの再構築のために10年以上の時間をかけ、その結果、安定性は大幅に増しました。
- 銀行の普通株式等Tier1（CET1）比率は、堅固な状態で2020年を迎えましたが、2021年には過去最高水準となり、資本構造内のなかで債券投資家にとってより高い安全性をもたらしています。
- 2007/08年のグローバル金融危機とは異なり、銀行は中央銀行と政府による刺激策が实体经济に届くよう、伝達メカニズムの主軸としての役割を果たしました。銀行は経済を下支えるための中枢の役割を果たしており、政府と中央銀行にとって重要なツールとなりました。
- 欧州の銀行による「その他Tier1債」（AT1債）は、下位Tier2債（LT2債）と比較して+290bpsの上乗せ利回りも得られ、リスクに対してかなりのプレミアムを提供していると考えています。
- AT1債は期待インフレ率を上回る利回りを提供している数少ない資産クラスであり、スプレッドの大幅な縮小余地が残されているとみています。
- Coco債の発行体は多岐に亘り、ブルーベイでは元本毀損を防ぐための多くのツールを持っており、アクティブ運用によって投資機会の果実を得ることが出来ると考えています。
- Coco債は伝統的な債券インデックスに含まれていないため、ベンチマークによる制約を受けない投資家に、投資機会を提供しています。

マクロ環境

高いインフレ見通しは、実質リターン低下に繋がることから、投資家はそれほど伝統的でない資産クラスに対して、利回りを求めざるを得なくなっています。AT1債は、クレジットの質、デュレーション・リスク、流動性を妥協せずとも高い利回りを提供しています。

図1：投資適格の発行体が提供する魅力的な利回り

様々な資産クラスの利回りとデュレーション（米ドルベース）



出所：BoA/Bloomberg, 2021年11月末

経済活動が正常化するにつれ、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出てきてみえています。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。

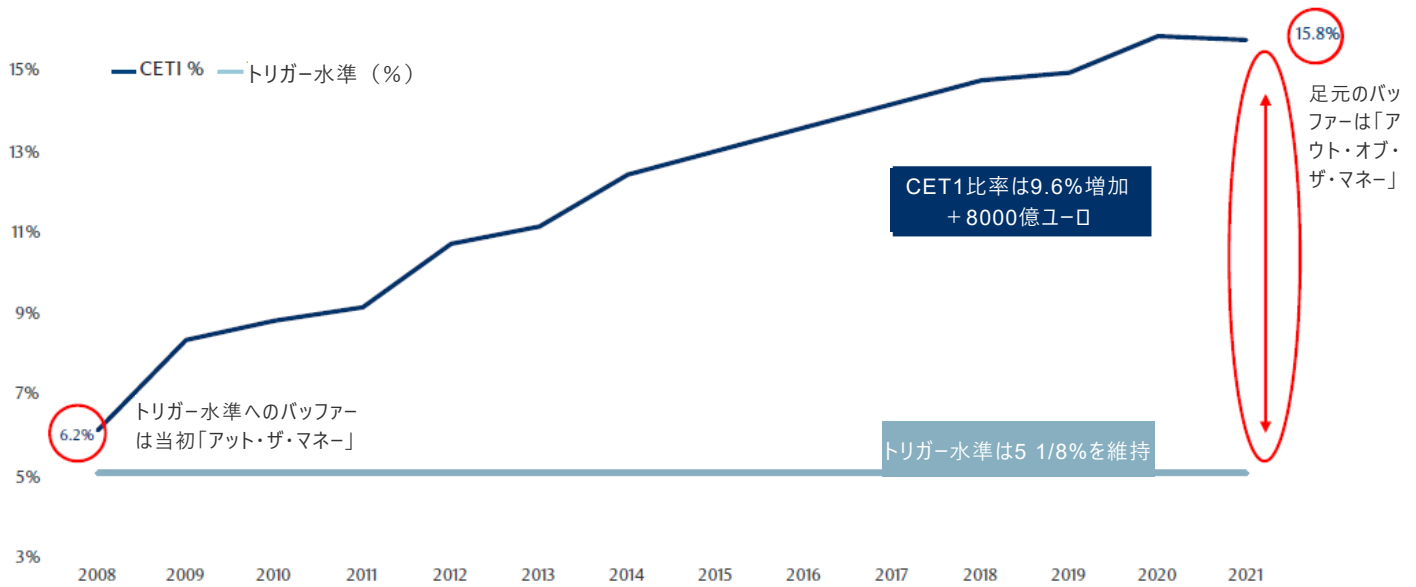
銀行は、セクターで見れば明らかな勝ち組になるとみており、経済回復と経済指標の改善に伴う金利上昇によって、恩恵を受けると考えられます。

対照的に、インフレ率と金利の上昇、前例のない緩和政策の解消が圧力となる発行体、セクター、国も存在するでしょう。金利上昇によって銀行の収益は改善が見込めることから、金利上昇環境においては、欧州銀行のTier1債は恩恵を受けると考え、選好をしています。

（米国が主導する形での）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強くありません。利上げが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2：10年以上に亘って資本を積み上げてきたことで、普通株式等Tier1比率（CET1比率）と債券投資家へのバッファは過去最高水準



出所：EBA, BlueBay Asset Management, 2021年9月末
過去の実績が将来の動きを保証するものではありません。

2022年のパフォーマンスの原動力

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

2020年の底からのほとんどのリスク資産の反発は急激なものとなりました。G7株式インデックスは、最高値（もしくはそれに近い水準）にあり、多くの債券資産クラスのスプレッドはサイクルの中で最も縮小した水準にあります。

AT1債のバリュエーションもかなり回復しましたが、2020年の初めと比較してファンダメンタルズは改善しているにもかかわらず、スプレッドはパンデミック以前の最も縮小した水準からはかなりの上乘セスプレッドを提供しています。

欧州のAT1債は、クーポン・リスクが根本的にミスプライスされていることから、引き続きスイート・スポットにあると考えています。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102bps）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290bps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。

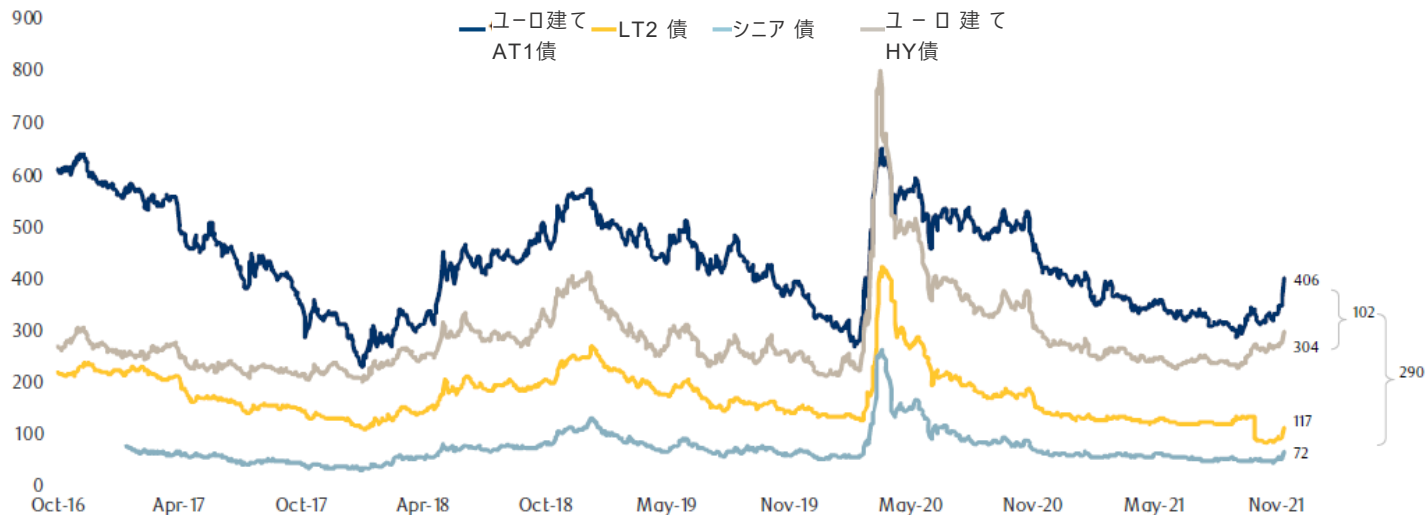
図3：BoA COCOインデックスはパンデミック以前のスプレッドからおおよそ91bpsワイドな水準にある



出所：Bloomberg, BlueBay Asset Management 2021年11月末

図4： バランスシートを考慮するとAT1債とBB格社債のスプレッド差はイメージに反する

EUR AT1 vs LT2 vs SNR Bail-In vs EUR HY BB (spreads)



出所：JP Morgan 2021年11月26日
過去の実績が将来の動きを保証するものではありません。

テクニカル

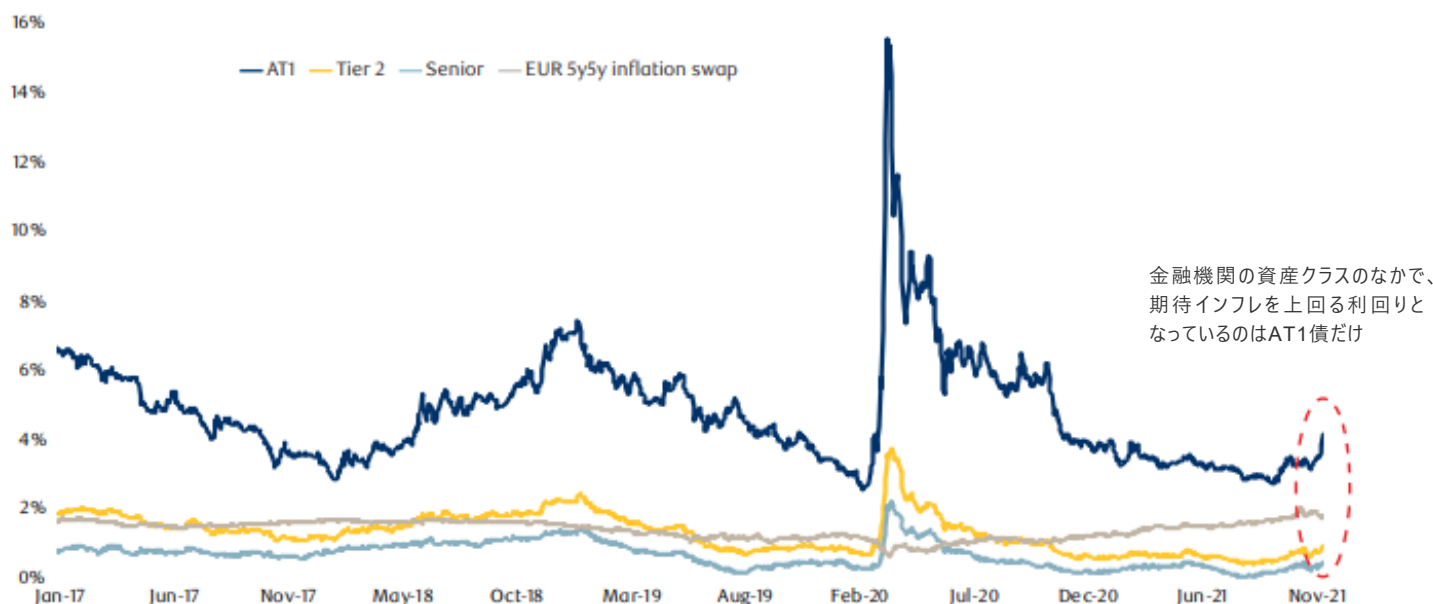
ここ数ヶ月に亘って見られているトレンドは、パンデミックの結果、経済ショックに対する銀行の耐性に対する投資家の信頼感が積み上がっている傾向です。この一年半で、銀行は新型コロナの嵐を乗り越えただけでなく、保有する資本や流動性を積み増しました。これは、その他の多くのセクターとは対照的です。

図5で示す通り、AT1債への投資に出遅れている投資家は、マイナスの実質リターンに晒される可能性が高まっていると言えるでしょう。こうした動向と2022年に向けては新規発行が大幅に減少すると予想されることから、AT1債のテクニカル面は良好な環境になると見えています。

ファンダメンタルズの改善とインフレ期待の上昇によって、多くの投資家は獲得することが難しくなっているプラスの実質リターンを得るためにAT1債に目を向け始めています。

図5： 2016年以降の利回り推移

プラスの実質リターンを提供しているのはAT1債だけ



金融機関の資産クラスの中で、期待インフレを上回る利回りとなっているのはAT1債だけ

出所：Goldman Sachs, BlueBay Asset Management 2021年11月26日

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。

市場からの圧力の高まりに対して銀行はすでに対応を見せており、大半がESG面での戦略を打ち出すとともに、リーディング・バンクのほとんどは「2050年カーボンニュートラル（ネットゼロ）」への署名をしています。実際のところ、主要銀行が2022年を迎えるまでにこの公約にサインをしていないとしたら、それは驚きです。ESG戦略の深化と洗練は、ここから大きく進むこと以外は考え難いでしょう。

政策当局がESG政策や戦略の浸透のために、銀行を手段として使うことについて、銀行は十分に分かっていると思います。そして、このことはすでに顕在化してきています。天候に関するストレス・テストは来年から実施され、定性面が銀行の資本要件の結果に組み込まれることになっています。ますますプレッシャーは強まり、資本上「グリーン」資産には加点がされ、「ブラウン」資産には減点がされるシステムが構築されると予想しています。そのため、銀行はサステナビリティ計画について、より詳細な内容を迫られ、さもなければ規制強化の対象になり得るとみえています。

市場からのプレッシャーも大幅に高まっており、規制当局の要求よりもその圧力は強いかもしれません。銀行のESG政策へのコミットメント欠如に対する過去の批判は、すでに時代遅れのものとなっています。堅固な政策を推進する一方で、顧客へのサービスを維持することは非常に複雑です。そのため、批判には一理あるかもしれませんが、大きな公約は掲げられているものの、それをどのように達成するのかは完全に明白ではありません。しかし、多くのケースで、ESG戦略を進化させ実行することに対する経営陣の強いコミットメントが見られます。

このことを望んでいるのは投資家だけではなく、銀行にとっても無視することの出来ない収益機会となっています。

市場の発展と規制要件によって、セクター内の差別化は進むとみており、このことは大きな投資機会に繋がります。消極的なアプローチとしては、単純にESGに反するセクターへのエクスポージャーが高い銀行への投資を避けることです。しかし、これは幾分後ろ向きな方法であると考えています。

ブルーベイはバックミラーを見て運転を続けるのではなく、今後の道筋と最終終着点に焦点を当てることを重要視しています。レガシーとなる産業や慣行へのエクスポージャーが低い銀行は、それらが大きい銀行よりも受ける影響は小さいでしょうが、顧客の転換を手助けし、新たな道を切り開くことに対する強いコミットメントがなければ、明るい未来は描けないかもしれません。成功を収める銀行は、スターティング・ポイントの足場が良い銀行ではなく、透明性が高く分かり易いKPIを持つ戦略を構築し、その計画を実行できる銀行であると考えています。

数年に亘って当社では、銀行のファンダメンタルズ分析の一環としてESG分析を取り入れてきました。銀行セクターのこれまでの歩みを踏まえると、ESGマニフェストへの継続的な資金流入によって恩恵を受ける可能性が高いとみえています。顧客の転換を助け、投資家に提供するESG商品を開発することによって収益が生まれるだけでなく、銀行自身の戦略やコミットメントによるリードが強まっていると見えています。

銀行はこの高まる潮流による恩恵を概ね受けるとみえています。ブルーベイではアクティブ運用のアプローチとアルファを生み出す能力において、ESG分析を組み入れることには付加価値があると考えてきていました。社内の経営陣や外部の規制当局における変化を踏まえると、このことは2022年を通じて引き続き価値を生み出すものになると見えています。

見通し

2022年を迎えるにあたり、不透明材料は存在し、多くのリスク資産のバリュエーションは2021年初めよりも魅力度は低下しています。しかし、堅固な経済成長とインフレ率上昇といったマクロ環境、欧州銀行の過去最高水準の資本水準、BB格社債やLT2債と比較してバリュエーションは大幅に魅力的な水準にあることを踏まえると、欧州銀行のAT1債がリスク・リターン観点から最も魅力的な資産クラスに引き続きなると見通しを維持しています。

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					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(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 (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



Global Asset Management
BlueBay Asset Management