

## 銀行規制の強化がもたらす新たな投資機会

### ヨーゲン・ヤースガード(写真)

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド  
欧州クレジット・ポートフォリオ 責任者



### スティーブ・ハッシー

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド  
金融機関クレジット・リサーチ 責任者

欧州の銀行は、破たんなどの危機に陥った際に損失吸収される劣後債の新規発行を進めている。アライアンス・バーンスタインの分析では、このリスクを取れる投資家はこういった劣後債に投資することで、最近のリターンが低い社債に投資するよりも高いリターンを得ることができると考ええる。

このような劣後債はバーゼルⅢにおける新しい自己資本規制に対応して発行された。これは、2008年の世界的金融危機時に銀行を救済したのは主に納税者であって、債券保有者はほぼ損失を免れた事実を教訓にしている。この劣後債は銀行の自己資本比率が一定の水準を下回った場合、株式に変換するか、または弁済を完全に免れることで損失を吸収することを目的としている。

つまり債券保有者は2008年の金融危機時とは異なり、損失の一部を負担することになる。これにより、理論上銀行は危機に直面しても運営を継続することができ、同時に金融システムの安定も保てるはずである。

このような劣後債市場はまだ初期段階にあるが、今後大きく成長する可能性がある。

### 供給は急増する見込み

アライアンス・バーンスタインでは、銀行が危機に陥った際に最初に元本毀損リスクが生じるAT1債(その他Tier1債)に最も投資妙味があると見ている。またAT1債と同様、事前に定めたトリガーを下回った場合に株式に変換されるTier2偶発転換社債(Tier2 CoCo債)も魅力的である。Tier2 CoCo債には償還期日が定められており、一方でAT1債は永久債だが、発行体が債券を買い取ることでできるコール・オプションが付いている。

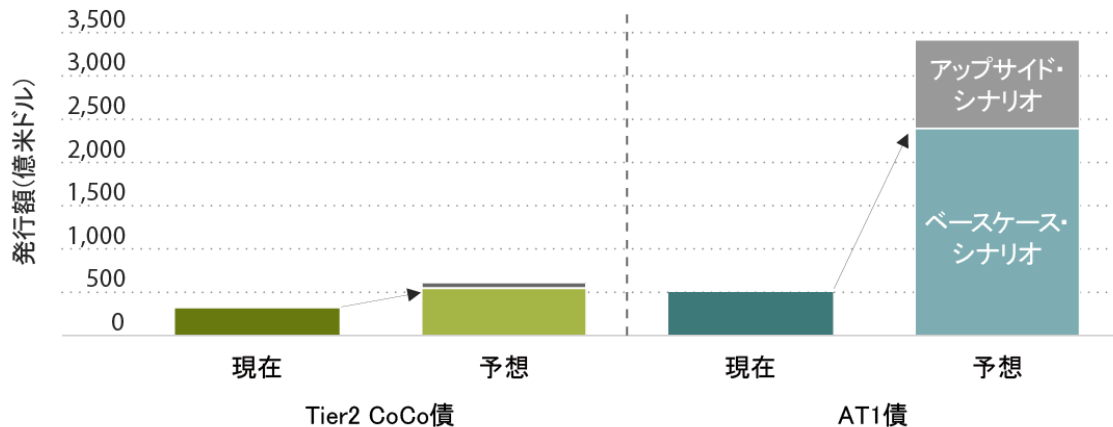
欧州銀行は現時点で310億米ドル規模のTier2 CoCo債および500億米ドル規模のAT1債を発行している。欧州銀行がこれらの債券の発行を増大していけば、世界におけるシェアも大きくなると言える(次ページの図表1)。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<http://blog.alliancebernstein.com/index.php/2014/07/11/bank-regulation-a-new-opportunity-in-credit/>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン・ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンス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。当資料は、2014年7月11日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。アライアンス・バーンスタインはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。上記の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。

【図表1】 欧州におけるバーゼルⅢ対応証券の供給は急増する見込み  
現時点の発行額と予想発行額



2014年6月30日現在

出所: ユーロ圏各国中央銀行、ヘイバー・アナリティクス、アライアンス・バーンスタイン

このような劣後債は全ての投資家のニーズを満たすものではないが、その利回りはリスクに見合うものであるように思える。BB格の欧州AT1債の平均利回りは6%で同格のハイイールド社債を上回っており、CCC格のジャンク債と同水準となっている(図表2)。

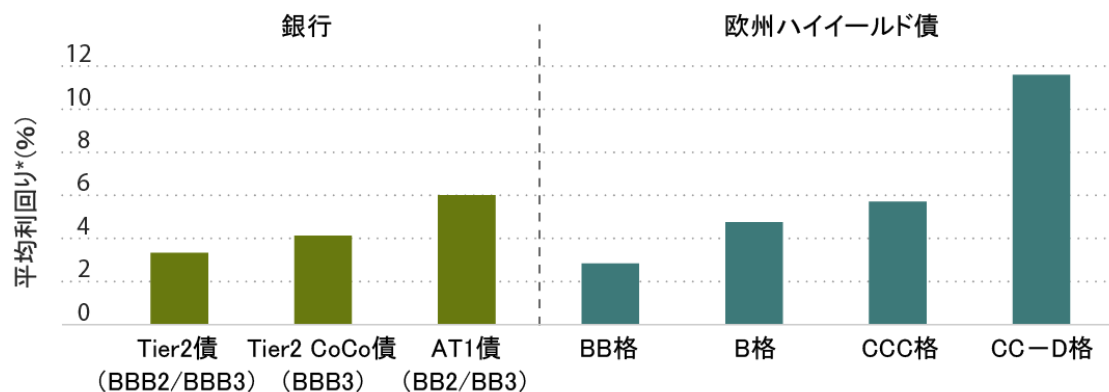
### 銀行の財務健全性に関する見通しは改善

リスクを評価するには、アナリストが予想する潜在的な損失を検討することが挙げられる。銀行がデフォルトし

た場合、投資家は、強制的な損失吸収条項や株式転換条項により、従来の社債を保有していた場合よりも大きな損失を被る可能性がある。しかし、アライアンス・バーンスタインのリーサーチでは、銀行がデフォルトする可能性は低下してきていることが分かった。

デフォルトが起こりにくくなっている理由の一つとして、銀行は金融危機以来バランスシートを軽減しており、損失に備えて自己資本比率を高めてきていることが挙げられる。

【図表2】 相対的な魅力度から見た投資機会  
バーゼルⅢ対応証券と欧州ハイイールド債の平均利回り



2014年6月30日現在

\*Tier 2 CoCo債およびコール・オプション付きAT1債の利回りについてはコール利回り、その他については最低利回りを示します。

銀行のレーティングはアライアンス・バーンスタインが付与しているレーティングの平均を使用しています。

出所: パークレイズ、ブルームバーグ、アライアンス・バーンスタイン

加えて、欧州中央銀行は量的金融緩和政策を続行し、また銀行が経営難に直面した際に低コストでの資金調達を可能にする体制を整えることで、間接的に銀行を支援している。しかし、ユーロ圏の経済は回復し始めており、欧州の全ての銀行が危機に陥る可能性は低いと考える。

### **ボラティリティには注意が必要**

当然リスクも存在する。2013年にオランダの銀行SNSレアルが国有化された際は、株主と同様に劣後債保有者も損失を被った。またオーストリアのハイポ・アルプ・アドリア銀行でも債券保有者に損失を強いることが検討されている。これらは、なかには破たんする銀行もあることを示唆している。

また、銀行がAT1債のクーポン支払いを先延ばしにする前に、規制機関は措置を講じるにあたって、自己資本比率が事前に定めた水準まで下がるのを待つ必要はないことも、頭に入れておく必要がある。規制機関は銀行が問題を抱えていると気付いた時点で自らアクションを起こすことができる。市場がこのリスクを織込済みかどうかは不明である。このリスクから得られる利益は相対的に魅力的ではあるものの、一つのリスクとして認識されるべきであろう。

さらに当市場における現時点での最大の保有者はハイイールド債券ファンドとなっており、続いてヘッジファンド、富裕層向けファンドとなっている。しかしこれらのファンドによって急速に流入した資金は、同じように急速に流出するかもしれない。したがって、保険会社やその他の大規模な機関投資家が長期保有を目的として安定的に購入するようになるまでは、変動の激しい売買が続くと考えられる。

### **注意深い銘柄選択がカギ**

各銀行の信用力を徹底的に調査する投資家にとっては、劣後債市場には魅力的な投資機会が存在すると思われる。現在のクレジット市場はスプレッドがタイト化しているため、我々はリテール業務中心の銀行が発行するAT1債を選好している。その理由は、リテール銀行はボラティリティが低いビジネスモデルを有しており、商業銀行や投資銀行と比べて資本保全バッファーを失う可能性が相対的に低いからだ。しかし、今後スプレッドが拡大すれば、商業銀行や投資銀行にも投資機会が生じる可能性もある。

現在のように利回りが低い環境において多少の変動を許容できる投資家には、この種の証券に投資することでリターンを改善する可能性が十分にある。

# アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会

<http://www.alliancebernstein.co.jp>

## 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

### ■ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

### ■ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

## ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨および登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成および公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

	スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス	ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク
格付会社グループの呼称等について	■ 格付会社グループの呼称:スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービス(以下「S&P」と称します。) ■ グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第5号)及び日本スタンダード&プアーズ株式会社(金融庁長官(格付)第8号)	■ 格付会社グループの呼称:ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク(以下「ムーディーズ」と称します。) ■ グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号:ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)、ムーディーズSFジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第3号)
無登録格付について	格付会社グループ「S&P」の付与した信用格付のうち「スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社」及び「日本スタンダード&プアーズ株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。	格付会社グループ「ムーディーズ」の付与した信用格付のうち「ムーディーズ・ジャパン株式会社」及び「ムーディーズSFジャパン株式会社」以外の者が付与した信用格付が、金融商品取引法上の「無登録格付」になります。
信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について	スタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(S&P日本語ホームページ( <a href="http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home">http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home</a> ))の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」( <a href="http://www.standardandpoors.com/ratings/unregistered/jp/jp/">http://www.standardandpoors.com/ratings/unregistered/jp/jp/</a> )に掲載されております。	ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ( <a href="http://www.moodys.co.jp">http://www.moodys.co.jp</a> ))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。
信用格付の前提、意義および境界について	S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。 信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。 S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に連なることができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。	ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。 ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

当情報は、2014年6月30日にアライアンス・バーンスタイン株式会社が信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。詳しくはスタンダード&プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社およびムーディーズ・ジャパン株式会社の各ホームページをご覧ください。