



世界中で活況を呈する金融機関ハイブリッド証券： 微妙な差異にご用心



マシュー・ミネティアン(写真)

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
保険資産運用 ディレクター

シュルト・バキル

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
社債リサーチ・アナリスト



2015年9月7日

国際的な銀行が厳格な自己資本規制を適用するのにもなつて、金融セクターのハイブリッド証券の市場が成長してきている。しかし、すべてのハイブリッド証券が同じ性質を有するわけではないため、投資家はそれぞれに応じたアプローチをとる必要がある。

とは言え、すべてのハイブリッド証券に共通している重要な特徴がある。ハイブリッド証券は、金融危機に対する銀行の抵抗力の改善を目的に策定された国際的な規制(バーゼルⅢ)に対応すべく作成された証券であるため、発行体の銀行は経営上の困難に直面した際に、元本減額あるいは株式への転換を行うことが可能である。これにより、銀行を救済する必要が生じた場合に、納税者ではなく、株主または債券保有者が損失を負担することが明確になる。

世界中の銀行ですでに2,000億米ドルを超えるAT1債(その他Tier 1債)が発行されている。AT1債とは、金融危機が起こった場合に最初に損失を吸収する債券で

あり、今後数年のうちにその発行額はほぼ2倍に増えることが予想される(次ページの図表1)。

このAT1債についても、各証券の構造にはパフォーマンスに影響を与えかねない重要な違いが存在するため、最も魅力度の高い投資機会を獲得するには、規律ある分析とグローバルな専門知識が必要となる。

経済状況とクレジット・サイクルを理解することが重要

成長を続けるこの市場において運用会社にまず求められるのは、地域ごとの経済状況と世界のクレジット・サイクルをよく理解することである。例えば、米国や欧州の銀行はここ数年にわたり自己資本を強化し、リスクを低下させているため、銀行セクターは世界金融危機以前よりも強固で健全なファンダメンタルズを有している。

また、米国や英国では経済状況が大幅に改善している一方、ユーロ圏は回復の初期段階にあるようだ。以

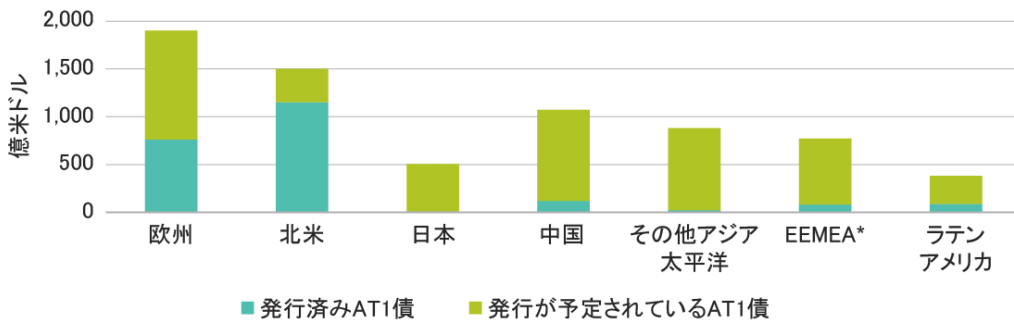
当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.abglobal.com/post/en/2015/08/bank-hybrids-bloom-globally-with-subtle-variations>

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(以下、「AB」)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、2015年8月10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。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。文中の個別の銘柄・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。アライアンス・バーンスタインおよびAB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。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

【図表1】 今後さらに発行額が増加
発行済みおよび発行予定のAT1債



過去の分析は将来の成果を示唆・保証するものではありません。また、予測は今後変更される可能性があります。
2015年6月30日現在。*東欧、中東、アフリカ
出所: AB

前に当ブログ記事でお伝えしたように、このようにより厳格な規制と改善しているファンダメンタルズが組み合わさることで、米国の優先証券（[「新しい銀行規制がもたらす債券の投資機会」](#)参照）や欧州のAT1債（[「銀行規制の強化がもたらす新たな投資機会」](#)参照）の魅力が高まっている。

米国や欧州の銀行のバランスシートは健全性が増しているため、2008年のような経営の危機に陥る可能性は低くなっている。これにより、米国の優先証券や欧州のAT1債といった資産によって損失が生じるリスクは低下しており、投資家はこれらの資産に投資することで、資本構造においてより低位にある資産を選ぶことができ、引き換えに高い利回りを手に入れることができる。実際、2015年初来、これらの資産の利回りはBB格の米国ハイールド債の利回りを上回っている（[図表2](#)）。

他の地域の状況は異なる。運用会社は、コモディティ価格の動向に左右される国や足元でクレジット・ブーム

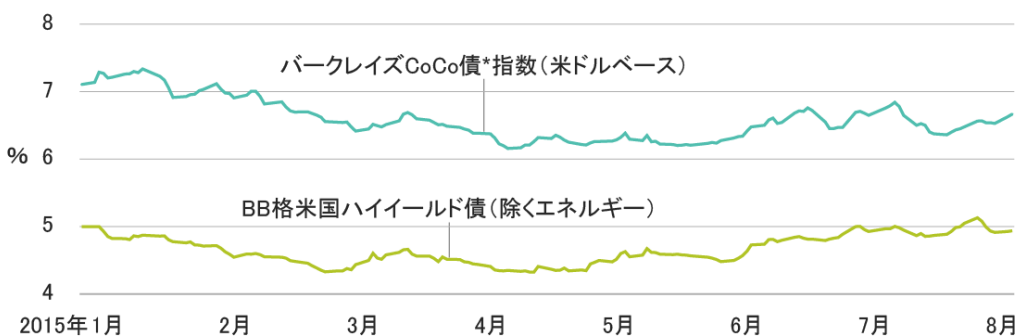
あるいは住宅価格の急騰が認められた国に対しては慎重な姿勢をとる必要があるだろう。こういった国々における経済成長の減速は、不良債権の急増や、銀行の発行済ハイブリッド証券におけるボラティリティの上昇を引き起こしかねない。

むしろ、個別の銀行となると、どの国に所在するかにかかわらず、運用会社には、各銀行のファンダメンタルズと信用力を見極める優れた能力が求められる。言い換えれば、運用会社は、安心して単独ベースの銀行に投資できることになる。

規制制度: 詳細まで理解する必要あり

地域ごとの規制制度をよく理解することも重要だ。例えば、米国では、2008年の救済措置に見たように、銀行に対する政府の例外的な救済手段により、米国優先証券における強制的な元本減額あるいは株式への転換が行われる可能性がある。

【図表2】 バゼルⅢ対応証券はより高い利回りを提供
バゼルⅢ対応証券とBB格米国ハイールド債（除くエネルギー）の平均利回り



過去の一定期間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。
2015年8月4日まで。*偶発転換社債
出所: バークレイズ

しかし日本では異なり、政府は特定の状況において銀行を支援する柔軟性を持つことが取り決められているものの、自動的に元本が減額したり、投資家が損失を被ったりすることはない。明敏な運用会社であれば、こういった細かい違いを理解していなければならない。

構造上の微妙な差異を理解する

さらに詳細を見ていくと、運用会社は各証券の構造上の特徴を深く理解する必要がある。先に述べたように、各地域のそれぞれの証券の構造は大まかには似ているものの、微妙に異なる。この小さな違いが市場において誤った値付け（ミスプライス）を発生させる場合があり、それによって、観察力の鋭い投資家は、ポートフォリオの相対価値を高める投資機会を獲得できる。

欧州の銀行のAT1債を例に挙げると、米ドルベースとユーロベースでは異なる価格で取引されるかもしれない。投資家は、異なる市場における証券の需給要因にも注意する必要がある。需給動向は証券の価格に影響を及ぼす可能性があるからだ。

規制は強化の一途をたどる

他のどの投資にも共通するように、バーゼルⅢ対応証券への投資にもリスクが伴う。中には、危機時に大きな損失を被る可能性のあるリスクは取れない投資家もいるだろう。しかし、先にも述べたように、バーゼルⅢ対応証券のリスク水準は、それぞれの証券、発行体の銀行、地域の経済状況、規制環境によって異なる。

さらに、世界中の金融規制当局は今後も銀行への圧力を強める姿勢を示している。規制はより厳格になっており、より広い範囲で適用されている。結果として、多くの銀行が負債を減らし、損失を和らげるために自己資本比率を上げ続けるだろう。これは債券保有者にとっては嬉しい話である。

つまり、ハイブリッド証券は、低利回りの環境においてポートフォリオのリターンを上げる可能性を大いに持つとABでは考える。しかし、この成長中の投資機会を活用するには、グローバルな専門知識と徹底した分析が重要なカギとなる。

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（ http://www.standardandpoors.co.jp/ ）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」（ www.standardandpoors.co.jp/unregistered/ ）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（ http://www.moody.co.jp/ ）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、意義および限界について | 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はありません。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、格付意見に達す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、黙示的の間を問わず、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、2015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。

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／一般社団法人第二種金融商品取引業協会
<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。