

# 金利上昇への対応

## インカム、信用スプレッド、証券構造がハイブリッド証券に及ぼす影響

ウィリアム・スカペル、CFA、債券ディレクター兼ポートフォリオ・マネージャー  
ジェリー・ドロスト、CFA、バイス・プレジデント兼ポートフォリオ・マネージャー

### 要旨

- ハイブリッド証券の高クーポンと開いた信用スプレッドは、米国債利回りの上昇によるネガティブな影響を和らげることができます。インカムが価格に影響を及ぼし、発行体である金融機関のファンダメンタルズの改善がスプレッド縮小に繋がるからです。
- ハイブリッド証券の構造は、多くの場合、金利感応度を左右する最大の要因です。デュレーションが短い固定金利から変動金利に転換される構造の証券は、一般的に金利または利回りの変化による影響をあまり受けません。
- グローバルなハイブリッド証券のユニバースは、ポートフォリオの金利リスクを管理することに役立ちます。金利サイクルが異なる複数の市場に分散することができるからです。

金利の変動が激しくなり、上昇が見込まれるなかで、ハイブリッド証券は、高インカムや開いた信用スプレッド、デュレーションの短い多様な構造のおかげで、他の多くの債券投資より優れた位置づけにあると考えます。

### 過去は将来を予測する手掛かりを提供

ハイブリッド証券は過去5年間のトータル・リターンが5.8%（年率換算）と、他の債券セクターより良好なリターンを生み出しています（図1）。しかし、金利上昇環境ではどうでしょうか。

最近の著しい金利上昇局面となった2013年が特に有益な情報を提供すると考えます。同年全体で、店頭（OTC）市場と上場市場を併せたハイブリッド証券のリターンは0.6%となり、金利が上昇したため価格が下落した他の多くの債券セクターを上回りました。

この良好なパフォーマンスをもたらした重要な要因は、高インカム、開いた信用スプレッド、そしてデュレーションの短い証券構造でした。パフォーマンスの源泉に関する理解を深めるため、これらの各要因を考察し、ハイブリッド証券市場を掘り下げます。

図1:債券リターン

	修正 デュレーション <sup>(1)</sup>	5年年率換算 リターン	2013	2014	2015	2016	2017	2018年 初来
金利変化			↑	↓	↔	↑	↔	↑
<b>ハイブリッド証券</b>								
ハイブリッド証券ベンチマーク	5.1	5.7	0.6	10.8	4.1	4.8	10.9	-1.3
機関投資家向け(OTC)ハイブリッド証券	5.0	5.5	4.5	8.8	1.9	5.7	9.5	-2.3
ハイブリッド優先証券	6.2	6.6	-3.3	16.0	7.8	0.8	11.8	1.1
コンテンツジェント・キャピタル証券(CoCo債)	3.9	-N/A	N/A	5.4	6.7	7.8	15.0	-4.4
<b>米国債券</b>								
米国普通社債	7.0	3.5	-1.5	7.5	-0.6	6.0	6.5	-3.1
10年物米国債	8.5	1.5	-7.8	10.7	0.9	-0.2	2.1	-2.7
米国ハイ・イールド債	4.2	5.5	7.4	2.5	-4.6	17.5	7.5	0.1
<b>グローバル債券</b>								
グローバル普通社債	6.4	2.6	0.1	3.1	-3.8	4.3	9.3	-3.1
グローバル総合債券	7.1	1.5	-2.6	0.6	-3.2	2.1	7.4	-1.5
グローバルハイ・イールド債	4.1	5.1	8.0	-0.1	-4.2	14.8	10.2	-1.5

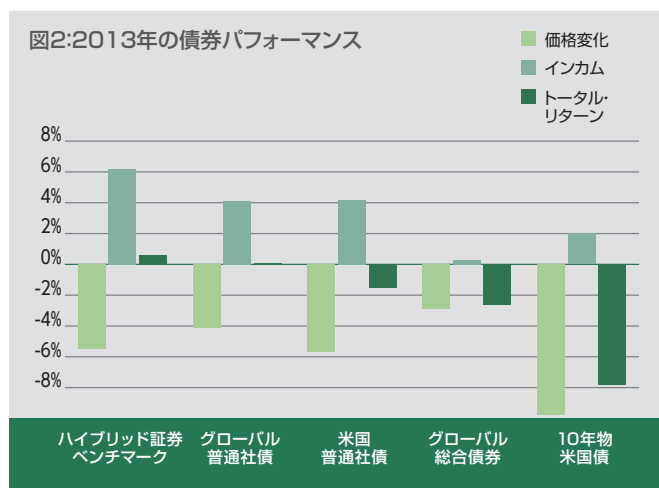
2018年6月末日現在。出所：パークレイズ、ICE BofA メリルリンチ、コーヘン&ステアーズ。

当資料の過去のデータは将来のいかなる成果も保証するものではありません。(1) デュレーションは債券またはハイブリッド証券の平均残存期間を計算したもので、証券の金利（または利回り）の変化に対する価格リスクを測る尺度としての役割を果たします。修正デュレーションは証券の金利（または利回り）に対する感応度を残存期間より正確に計測します。指数定義及び追加の開示事項については6～7ページをご覧ください。

## インカムの重要性

ハイブリッド証券は、通常、高格付け債券市場のなかで最も高い利回りを提供します。高インカムという優位性は、ハイブリッド証券が長期的に他の多くの債券投資より安定したリターンをもたらしてきた1つの理由です。価格リターンは、インカムおよびその再投資によって長期的にトータル・リターンを押し上げる可能性を考慮していないことを念頭におかなければなりません。

2013年のハイブリッド証券の平均利回りは6.2%で、投資適格の普通社債を大きく上回りました(図2)。投資適格ハイブリッド証券の複合指数は価格が5.5%下落しましたが、年率6.2%のインカムを加えたトータル・リターンは0.6%でした(四捨五入のため差は一致していません)。



2018年6月末日現在。出所：コーペン&ステアーズ、ICE BofA メリルリンチ。

当資料の過去のデータは将来のいかなる成果も保証するものではありません。指数定義及び追加の開示事項については6～7ページをご覧ください。

ハイブリッド証券の高インカムは、金利上昇による打撃を和らげることに役立ちます。

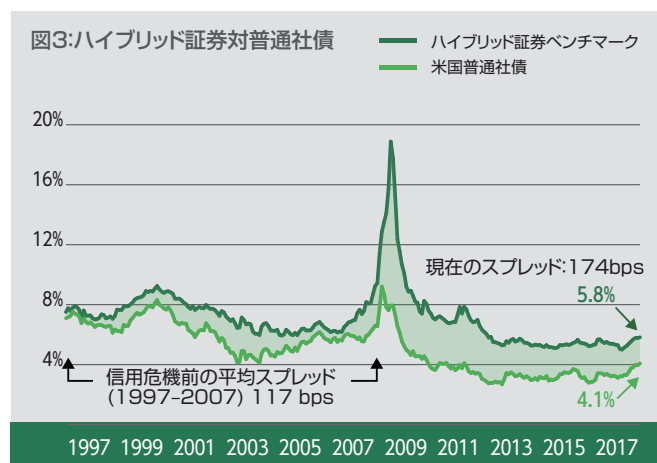
## 信用スプレッドのクッション

ハイブリッド証券の投資ユニバースは、銀行および保険会社を中心に、ハイブリッド証券を発行することによって、自己資本規制上、有利な取り扱いを受ける金融機関が発行した証券が大部分を占めています。

これらの証券の信用スプレッドは金融危機時に大幅に拡大し、危機前よりワイドな水準にとどまっています(図3)。現在のスプレッド水準をある程度説明できるであろう事実は、格付機関が多くの金融機関およびハイブリッド証券の格付けを引き下げたことと考えられます。広く厳格化された規制要件が自己資本を改善し、業務リスクを軽減したことによって、発行体の信用力が劇的に向上しているにもかかわらず、格付けはやや低い水準に留まり、開いたスプレッドは持続しています。現在、ハイブリッド証券は投資適格の普通社債より174 ベーシスポイント (bps) 高い利回りを提供しており、これは金融危機前の平均117bpsを上回っています。

信用リスクは経済環境が改善するなかで歴史的に低下しているため、スプレッドの縮小は、一部のハイブリッド証券が時間の経過とともに米国債利回り上昇の一部または全部を相殺することに役立つでしょう。こうした状況は2013年に生じており、信用スプレッドが縮小し、多くのハイブリッド証券が普通社債、米国債、その他の債券セクターを上回るパフォーマンスを収めることに役立ちました。

ハイブリッド証券市場の大部分を占める銘柄の発行体である金融機関のファンダメンタルズが改善していることから、スプレッドは今後さらに縮小する余地があると見ています。



2018年6月末日現在。出所：モーニングスター。

当資料の過去のデータは将来のいかなる成果も保証するものではありません。上記の利回りは最終利回りを示しています。追加の開示事項については6～7ページをご覧ください。

## 証券構造およびデュレーション

ハイブリッド証券の投資ユニバースは明確に異なる2つの市場、すなわち個人投資家向け(リテール)上場ハイブリッド証券市場と機関投資家向け店頭(OTC)ハイブリッド証券市場で構成されています。2013年に、OTCハイブリッド証券市場は上場ハイブリッド証券市場を9%以上も上回るパフォーマンスを収めました(1ページの図1)。おそらく最大の理由は各取引市場で支配的な証券構造が異なるからでしょう。

上場市場における多くのハイブリッド証券は永久固定金利証券で、デュレーションが長く、要求利回りの変化に対する感応度が高い傾向にあります。一方、OTC市場のハイブリッド証券は多様な証券構造を特徴とし、そのうち固定金利から変動金利に転換される構造の多くの証券はデュレーションが短く、金利上昇をうまく乗り切ることができます。

下記はハイブリッド証券の異なる構造の一例で、デュレーションも示しています。

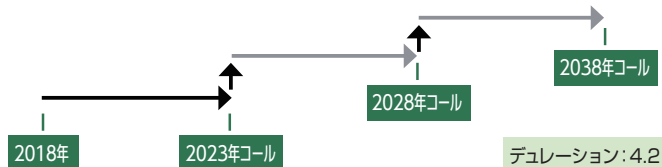
**固定利付証券:** 固定金利を永久に支払います。信用スプレッド縮小の可能性があるため、要求利回りは必ずしも米国債利回りの変化に連動しませんが、金利上昇に対する感応度はかなり高い傾向があります。

**例:** リテール(上場)固定利付、クーポン6.5%、2023年に額面金額で繰上償還可能



**固定金利がリセットされる証券:** 機関投資家向けの固定利付証券で、5年毎に繰上償還されなければ、金利がリセットされます。この構造はデュレーションを著しく短期化します。

**例:** リテール(上場)固定利付、クーポン6.5%、2023年に額面金額で繰上償還可能



**固定金利から変動金利に転換される証券:** 固定金利を一定期間(通常10年)支払った後、償還されるか、変動金利に転換されます。変動金利部分は金利リスクがほぼゼロになるため、短期債に類似し、デュレーションが遥かに短くなります。

**例:** 機関投資家向け(OTC)固定・変動転換、クーポン6.5%、2028年に額面金額で繰上償還可能(または2028年に変動金利に転換)



**変動利付証券:** 通常、ロンドン銀行間取引金利(LIBOR)など短期指標金利に連動する変動金利を支払いますが、一部の証券は10年物米国債利回りなど長期金利にスプレッドを上乗せした金利を支払います。これらの証券に伴うキャッシュフローは長期性があり、指標金利の上昇に応じてリセット金利も上昇することから、市場が予想を上回る将来金利を織り込み始めるならば価格が上昇します。

**例:** リテール(上場)証券および機関投資家向け(OTC)変動利付証券(クーポンはLIBOR<sup>(a)</sup>を基準として四半期毎にリセット)



(a) LIBOR(ロンドン銀行間取引金利)。指数定義については6ページをご覧ください。

上記の情報は証券構造の例であり、コーペン&スティアーズが運用・提供するファンドやアカウントの実績を反映したものではありません。

**デュレーションの短い証券構造は金利感応度を低下させます。**

## ハイブリッド証券：金利上昇の課題に対応

この多様な証券構造はハイブリッド証券ポートフォリオにおいて金利リスクを管理するための多くの選択肢を提供します。OTCハイブリッド証券市場の規模が上場ハイブリッド証券市場の約5倍で(図4)、幅広い低デデュレーション構造を有することを考慮すると、機関投資家向けOTCハイブリッド証券への投資が今後数年にわたりトータル・リターンの主な要因になると見込まれます。

投資家は、コーヘン&スティアーズが行っているように、両市場における最良銘柄の保有に努める機動的なアプローチをとることによって、最良の結果が得られると考えます。このアプローチは、上場ハイブリッド証券市場で増大している課題の一部を軽減する可能性もあります(次ページのコラムをご覧ください)。

### 世界的な投資機会および異なる金利サイクルにアクセス

グローバル・ハイブリッド証券の約1兆米ドルの投資ユニバースには、米国以外の企業が発行した多くの証券が含まれます。これらの証券は多くの場合に複数の市場および通貨で発行されます。ハイブリッド証券は、通貨毎に概ね現地の景気サイクルと金融政策によって決まる国内市場のイールドカーブに反応する傾向があるため、金利リスクの分散に役立ちます。例えば、欧州の金融政策は現在、米国の金融政策より遥かに緩和的です。

また、グローバルなハイブリッド証券市場は5年未満のデデュレーションを特徴とする銘柄が3分の2以上を占めるため、投資妙味のあるデデュレーションが短い銘柄を発掘するために大規模なユニバースを提供します。

ハイブリッド証券市場の最近の拡大は、米国以外の企業による発行に加え、ほぼ機関投資家向けOTC市場のみで発行される証券の増加が主な要因です。

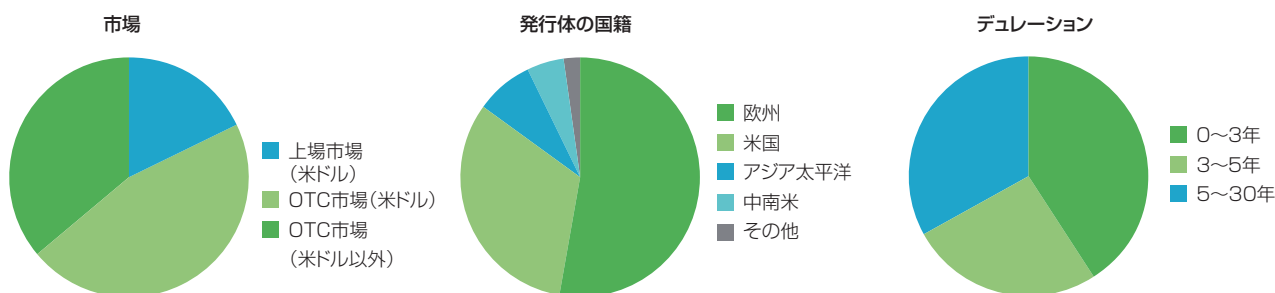
**コンティンジェント・キャピタル証券 (CoCo債):** CoCo債は比較的新しく、人気が高まっている債券タイプで、現在、ハイブリッド証券市場に占める割合は22%と、2011年のわずか2%から拡大しています。CoCo債はもっぱら欧州銀行が発行しており、魅力的な価格が設定される株式類似の自己資本を発行体へ提供しつつ、銀行の自己資本要件を満たすために利用されます。CoCo債は弁済順位が株式の上位、シニア債の下位に位置付けられ、銀行の信用ファンダメンタルズが所定の水準まで著しく悪化した場合には、株式に転換するか、元本を償却することによって、損失を吸収するように明示的に設計されています。

機関投資家向けOTC市場における他のタイプのハイブリッド証券と同様に、CoCo債は金利リスクをより効果的に管理できる特徴があります。CoCo債は主にコール(繰上償還)日までのデデュレーションが短い固定金利から変動金利に転換される構造を備えています。しかし、CoCo債はグローバル債券の中で最も高い利回りを提供する証券の1つです。他のハイブリッド証券と同様、相対的に高い信用スプレッドの一部は複雑な証券構造に対する「複雑性プレミアム」と言えます。同様に、CoCo債は主な債券指数に含まれないことから、CoCo債に専門性を持ち購入する投資家はわずかです。

金利上昇環境においても、企業の財務内容がさらに改善し、投資家心理が改善するなかで、CoCo債のスプレッドは縮小する可能性があると考えます。

**144A証券:** 適格機関投資家は144A証券と呼ばれる私募債に投資することができます。米証券取引委員会(SEC)規則にちなんで名付けられた144A証券は、しばしば投資適格の債券およびハイ・イールド債より大幅に高い利回りを特徴とし、個人投資家や多くの上場投資信託(ETF)が投資することはできません。

図4:ハイブリッド証券ユニバースの内訳



2018年6月末日現在。出所：ブルームバーグ、コーヘン&スティアーズ。  
指数定義及び追加の開示事項については6~7ページをご覧ください。

## アクティブ運用マネージャーの金利リスク管理ツール

アクティブ運用マネージャーは、各時点で最良と思われる投資機会を捉えるために、広範囲にわたる証券ツールを活用することによって、ハイブリッド証券のリターンを強化できる可能性があります。

金利上昇環境下では、以下のような手法を活用する可能性があります。

- **固定金利がリセットされる構造または固定金利から変動金利に転換される構造の証券の保有を引き上げ。**これらの構造は短期金利と連動し、金利感応度を低下させます。
- **高クーポン/高インカムの銘柄を選好。**インカムは下振れリスクの軽減に役立つからです。
- **信用スプレッドが開いている証券への配分を拡大。**高い利回りに加え、スプレッドが縮小した場合に相対的に高い価格リターンを提供し、いずれも金利上昇時に投資家を保護する傾向があるからです。
- **異なる通貨建てのハイブリッド証券に投資。**主要国の金利サイクルは相互に連動しない可能性があります。
- **機動的なヘッジ。**望ましい場合や必要に応じてリスクを制限します。様々な金利取引、為替取引、その他の類似取引が含まれます。

## 上場ハイブリッド証券市場の変化

**資金流入に対する脆弱性の高まり。**現在、リテール(上場)証券はハイブリッド証券市場の18%を占め、2012年の23%から低下しています。多くのハイブリッド証券上場ファンド(ETF)の規模が拡大し続けている時に、リテール市場の重要性は低下しています。多くのハイブリッド証券ETFは、額面金額が25米ドルの上場証券にのみ投資します(ETFによる保有は現在、上場市場全体の約20%を占めています)。そのため、上場ハイブリッド証券市場のパフォーマンスは、ETFの資金流入による影響をますます受けやすくなっており、それが金利上昇によるマイナスの影響をより強める可能性があります。

**繰上償還リスク。**2018年6月末日現在、上場ハイブリッド証券の相当部分が繰上償還可能です。ETFで最も広く保有されている多くの上場ハイブリッド証券は、リテール市場において新発債の供給が限られる中、高い需要を一因として価格がつけ上げられていることから、額面に対してプレミアム価格で売買されています。プレミアム価格での証券売買は、当該証券が額面価額で繰上償還された場合、直ちに損失を被るリスクを投資家にもたらす可能性があります。

**実際のデュレーションは報告されたデュレーションより長い可能性。**額面に対してプレミアム価格で売買されている証券のデュレーションは当該証券のコール日を基に計算されません。しかし、金利が上昇し、価格が額面以下に下落した場合、デュレーションは当該証券の満期(多くのリテール証券は永久)まで計測されます。その結果、金利上昇は特定の証券のデュレーションを長期化させる可能性があります。この効果によって、2013年にリテール(上場)市場における平均デュレーションは2倍以上になりました。OTCハイブリッド証券市場では、クーポンが通常リセットされるため、概ね延長リスクがありません。そのため、証券価格がプレミアム価格か、額面を下回っているかを問わず、正確なデュレーションは5.0年となります。



## 経験豊富で長く協働しているチームによるアクティブ運用

投資家はコーヘン&スティアーズを採用することによって、ハイブリッド証券スペシャリストの経験豊富で大規模なチームを利用することができます。

ポートフォリオ・マネージャーのウィリアム・スカペルとイレーン・ザハリス・ニカスは、平均で24年の経験年数を有し、チーム専属トレーダーのオースティン・ファガンとともに、2003年からコーヘン&スティアーズのハイブリッド証券ポートフォリオを運用しています。業界内の幅広い人脈にサポートされた独自の調査を行うアナリストのチームが2人を支えています。同グループは、コーヘン&スティアーズの市場をリードする不動産投資およびインフラ投資の専門家が有するグローバルな調査能力も活用します。運用チームは、コーヘン&スティアーズが世界中の個人投資家や年金基金に提供するすべての戦略にわたり、総額133億米ドル<sup>(1)</sup>のハイブリッド証券を運用しています。



**ウィリアム・スカペル、CFA、**エグゼクティブ・バイス・プレジデント兼ポートフォリオ・マネージャーは、ハイブリッド証券戦略チームを主導しており、26年の業界経験を運用プロセスに活かしています。2003年にコーヘン&スティアーズ入社以前は、メリルリンチの債券調査部でハイブリッド証券のチーフ・ストラテジストを務めていました。それ以前は、

ニューヨーク連邦準備銀行で銀行監督および金融政策に携わっていました。



**イレーン・ザハリス・ニカス、CFA、**シニア・バイス・プレジデント兼ポートフォリオ・マネージャーは、21年の投資経験を有します。2003年にコーヘン&スティアーズ入社以前は、JP モルガン・チェースで8年間、クレジット・アナリストおよび内部監査人を務めていました。

(1) 2018年6月30日現在。

## 指数定義

投資家は当資料に記載された指数に直接投資することはできません。また、指数は運用報酬、諸費用、または税金を反映しておりません。

**ハイブリッド証券ベンチマーク**: 2016年12月までは、ICE BofA メリルリンチ固定金利優先証券指数50%、ICE BofA メリルリンチキャピタル証券指数50%を組み合わせた複合指数、2017年1月以降は、ICE BofA メリルリンチ米国投資適格機関出資証券指数60%、ICE BofA メリルリンチコア固定金利優先証券指数30%、ブルームバーグ先進国市場米ドルCoCo債指数10%を組み合わせた複合指数

**個人投資家向け上場ハイブリッド証券 / 米ドル建ハイブリッド証券**: ICE BofA メリルリンチ固定利付ハイブリッド証券指数

**機関投資家向けOTCハイブリッド証券**: ICE BofA メリルリンチ出資証券指数

**ハイブリッド優先証券**: ICE BofA メリルリンチハイブリッド優先証券(一発行体当たり8%上限)指数

**コンティンジェント・キャピタル証券 (CoCo債)**: 2016年12月31日までは ICE BofA メリルリンチ・コンティンジェント・キャピタル証券指数、それ以降はブルームバーグ・パークレイズ先進国市場米ドルコンティンジェント・キャピタル指数

**米国普通社債**: ICE BofA メリルリンチ社債マスター指数

**10年物米国債**: ICE BofA メリルリンチ10年物国債指数

**米国ハイ・イールド債**: ICE BofA メリルリンチ・ハイ・イールド・マスター指数

**グローバル普通社債**: ICE BofA メリルリンチ・グローバル社債指数

**グローバル総合債券**: パークレイズ・キャピタル・グローバル総合債券指数

**グローバル・ハイ・イールド債**: ICE BofA メリルリンチ・グローバル・ハイ・イールド指数

## 重要な開示事項

当資料は、情報提供を目的としたものであり、作成時のコーヘン&スティアーズ社の見解を反映しており、信頼できると考えられる情報源を元に作成しております。当資料中の記載内容及びデータの正確性を保証するものではありません。当資料中に記載されている見通しや見解はその実現性を保証するものではありません。当資料は投資の助言を目的としたものではなく、コーヘン&スティアーズ社や関連会社などにより提供される金融商品やサービスの営業用資料において、いかなる成果を保証するものではありません。

コーヘン & スティアーズ・ジャパン・エルエルシーは、金融商品取引業者として日本の金融庁および関東財務局【関東財務局長(金商)第2857号】に登録しており、一般社団法人日本投資顧問業協会に加入しています。

コーヘン&スティアーズ・キャピタル・マネジメント・インクは、企業、公的機関、労働組合向けの年金制度や寄金、財団、投資信託会社などに資産運用サービスを提供する、投資顧問業の認可を受けている運用会社です。

Cohen & Steers UK Limitedは英国の金融行動監視機構(Financial Conduct Authority)より認可、および監督を受けています。(登録番号458459)

## コーヘン & スティアーズについて

コーヘン & スティアーズは専門性の高い資産クラスに特化したグローバルな資産運用会社です。1986年設立以来、リートやインフラ株および商品を含む実物資産運用におけるリーディングカンパニーとして、お客様の資産運用に役立つ専門知識を深め、また日々革新の提唱に務めています。ニューヨークに本社、そしてロンドン、香港、東京およびシアトルに営業拠点を置き、世界中の様々な投資家にクライアント・サービスを提供しています。

発行日: 2018年7月 Copyright © 2018 Cohen & Steers, Inc. All rights reserved.