

執筆:

GLOBAL X リサーチ

GLOBAL X ETFリサーチ

金利上昇局面における変動利付優先証券の活用について

編集者注: シーグリーン色で表示された用語は、巻末用語集に登場順に掲載されています。

金利が歴史的な低水準から上昇を続けている現在、いかにしてインカムを創出しつつ投資元本の損失を最小限に抑えるかがインカム投資家の重要な関心事となっています。一般的なアプローチとして挙げられるのは、**デュレーション**と呼ばれる金利感応度が高くなりがちな固定金利証券への配分の引き下げです。その代わりに投資家は現在、変動金利または変動利率証券を好んで組み入れています。これらの証券は、デュレーションリスクが低いうえ、金利上昇に伴って配当やクーポンが上昇する可能性があります。

本稿では、金利上昇局面におけるインカムソリューションとして特に変動利付優先証券を取り上げ、そのレジリエンス(回復力)に優れた特性を検証します。また、金利上昇局面における変動利付優先証券のパフォーマンス実績を、他の債券資産クラスと比較します。さらに、投資家のポートフォリオの中で、変動利付優先証券をどのように活用できるかをご紹介しますと思います。

重要なポイント

- 変動利付優先証券は、他のインカム型資産クラスよりも高い利回りを創出する可能性と相対的に低いデュレーションという魅力的な組み合わせを提供する傾向があります。
- 金利上昇局面における過去のパフォーマンスの分析によると、変動利付優先証券は広範な債券をアウトパフォームしていることが明らかになりました。
- 変動利付優先証券の利回りが長期平均を上回っていること、2022年の発行額はこれまでのところ極めて少額であること、他の債券資産クラスとの**相関が低いこと**からこれらの証券がポートフォリオの分散先として魅力的である可能性があるため、当社は引き続き変動利付優先証券に対し前向きな姿勢を維持しています。

変動利付優先証券とは

変動利付優先証券、特にフィックスド・トゥ・フローティング・レート優先証券は、特定の期間(通常は5年または10年間)に固定された配当額を支払う株式証券です。その後、あらかじめ決められたスケジュールで変動金利の配当に切り替わるため、これらの証券はフィックスド・トゥ・フロート(固定金利から変動金利)と呼ばれるようになりました。通常、変動利付優先証券のデュレーションは、変動金利型配当'に転換するまでの残存年数に近いものとなっています。

この調整可能な配当金の支払いは、一般的に現行の金利に基づいているため、変動利付優先証券のデュレーションは固定金利優先証券よりも低くなる傾向があります。これは主として、優先証券の固定レグに起因します。2022年5月31日現在、変動利付優先証券のデュレーションプロファイルは1.90年で、変動金利期間の証券のデュレーションは0.08年となっています。フィックスド・トゥ・フロートへのサイクルのうち固定部分にある証券のデュレーションは2.15年でした。²

これに対し、フローティングレート優先証券は、その存続期間中、調整可能な配当金または最低金利(「フロア」)を支払います。配当は、あらかじめ設定されたスケジュール(通常3カ月または6カ月ごと)で調整されます。配当金の支払いは、一般的に3カ月物ロンドン銀行間取引金利(LIBOR)、または米国債利回りやSOFR(担保付翌日物調達金利)などの代替金利に、主に発行体の信用リスクを反映した固定スプレッドを加えて決定されます。³つまり、金利が上昇するにしたがって、



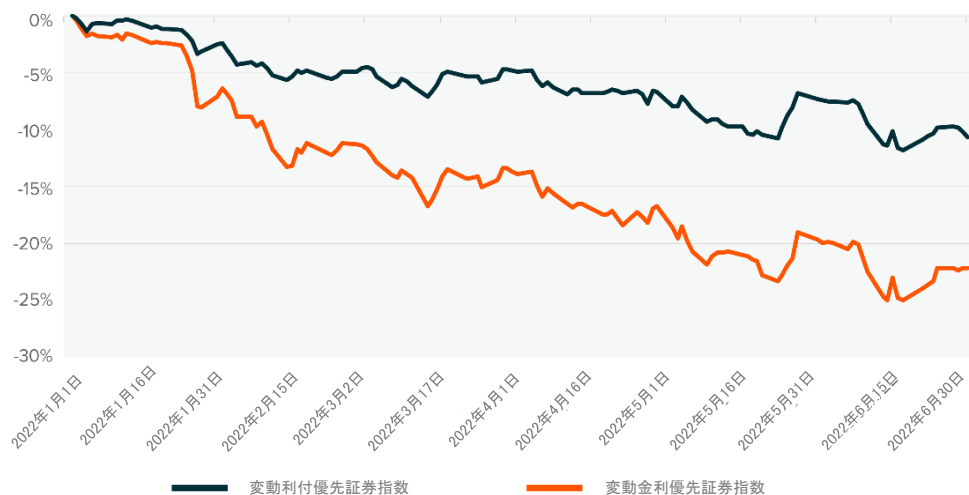
金利上昇分にスプレッド加算したものを加えた最低金利が適用されない限り、投資家への配当金支払い額も上昇するはずですが、逆に、金利が下がれば、配当も減ることになります。

LIBORは、過去のレート設定操作への懸念から、廃止の方向で手続きが進んでいます。変動金利証券の新規発行は代替参照レートに基づき、既存証券はLIBORからSOFRなどの代替レートに徐々に移行していく予定です。この移行は数年前から進められており、中央銀行、規制当局、そして企業幹部は、新しい参照レートへの円滑かつ秩序ある移行に向けて取り組んできました。

変動金利優先証券については、現在、S&P米国変動金利優先証券指数に11銘柄が採用されているのみで、この市場の規模は非常に小さいことに留意する必要があります。4 また、これらの証券のデューションリスクが無視できるほど小さいものの、その代償として、クーポンの支払いが上昇する可能性があるため、信用リスクが高くなります。以下に示すように、デューションリスクを回避することは、必ずしも金利上昇環境下でのアウトパフォーマンスにつながるとは限りません。

変動利付優先証券は変動金利優先証券をアウトパフォーマンスしてきた(年初来)

出所: 下記から得た情報に基づき、Global X ETFが作成した分析: Bloomberg L.P. (日付なし)。変動利付優先証券はS&P米国変動利付優先証券指数、変動金利優先証券はS&P米国変動金利優先証券指数で計測されています。2022年6月30日時点のデータ。Global X ETFのブルームバーグ端末から取得。



発行体にオプションリティを与える変動利付優先証券のコラブル性

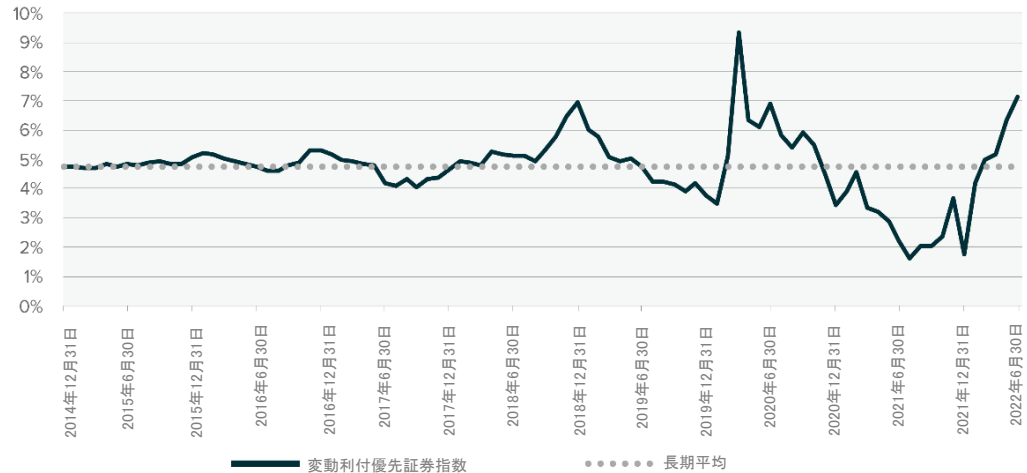
変動利付優先証券は、多くの場合、他の種類の有価証券にはあまり見られない特徴を持ちます。例えば、変動利付優先証券では通常、固定金利型配当から変動金利型配当へ切り替わる際にコールオプションが設定されます。このオプションは、発行体があらかじめ決められた価格、通常は額面価格かそれをわずかに上回る価格で優先証券を買い戻すことを可能にするものです。その結果、これらの有価証券の価格は、提供される利回りとコールされるリスクを反映したものになります。このコールリスクを埋め込むことへの対価を投資家に支払うために、これらの証券の利回りは、一般的にはこの機能を持たない証券よりも高く設定されています。投資家にとっては、これによりコールされるリスクが当該有価証券に織り込まれていることとなりますので、変動利付優先証券の相対バリュエーションを計測するうえで「最低利回り」数値は重要となります。

下図は、変動利付優先証券の最低利回りを時系列で示したのですが、これまでのところ2022年のアンダーパフォーマンスにより、現在は長期平均の4.74%を上回る利回りになっています。



変動利付優先証券最低利回りバリュエーションの魅力が高まっている

出所: 下記から得た情報に基づき、Global X ETFが作成した分析: Bloomberg L.P. (日付なし)。変動利付優先証券は、S&P米国変動利付優先証券指数で測定されています。2022年6月30日時点のデータ。Global X ETFのブルームバーグ端末から取得。

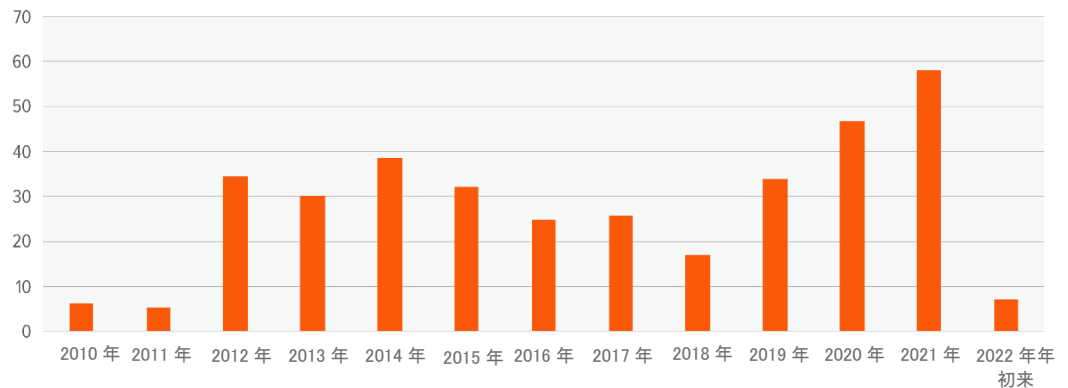


金利が上昇する中、債券または優先株を資金調達に利用している企業にとっては、金利コストが高くなる可能性が高いことから再資金調達の魅力が半減します。当社では、このことがコールオプションのある優先証券が発行体によってコールされにくくなった一因と見ています。世界金融危機以降、優先証券の発行は金利の方向性と密接にリンクする傾向を示してきました。金利が低下すると、利回りが低下するため発行量が増加し、結果として発行体のコストが低下します。

例えば、2016年～2018年や2022年年初来のような金利上昇局面では発行量が減少し、2014年～2015年や2019年～2020年のような金利下降局面では発行量が増加します。2021年においては、米国金利が上昇基調にあつたにもかかわらず、優先証券の発行量は高水準でした。これについて当社では、相対的に非常に低い金利水準に加え信用スプレッドが極めて縮小したことにより、企業にとって依然として魅力的な資本発行環境であったことがこの高水準の発行につながつたと考えています。2022年の最初の5カ月間に関しては、発行額は2019年～2021年を大きく下回りました。単純な需給関係から言えば、供給が少なければ優先証券の価格もそれにつらあつたものになるはずですが。

優先株式の発行高(10億米ドル)

出所: 下記から得た情報に基づき、Global X ETFが作成した分析: 株式市場取引委員会 (2022年6月1日)。米国株式および関連統計、データは2022年5月31日現在、2022年年初来は2022年1月1日から2022年5月31日までの期間を指します。米国証券業金融市場協会(SIFMA)。



変動利付優先証券は金利上昇の影響を軽減した実績を持つ

米国10年物国債の動きで計測される過去の金利上昇局面の例を分析するにあたり、変動利付優先証券、固定金利優先証券、および広範な債券市場のパフォーマンス・リターンを比較し、パフォーマンスに何等か傾向がみられるか比較しました。但し、過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンス動向を保証するものではないことにご留意ください。

変動利付優先証券は、分析したすべての期間においてプラスのパフォーマンス・リターンを示し、平均して他の2つの資産クラスをアウトパフォームしていました。

金利上昇期における変動利付優先証券のパフォーマンス

出所：下記から得た情報に基づき、Global X ETFが作成した分析：Bloomberg L.P.（日付なし）。各資産クラスの表記は下記を意味します。変動利付優先証券＝S&P米国変動利付優先株式トータルリターン指数、固定金利優先証券＝S&P米国固定金利優先株式トータルリターン指数、債券全般＝ブルームバーグ米国総合債券トータルリターン指数。2022年6月14日時点のデータ。Global X ETFのブルームバーグ端末から取得。すべてのパフォーマンスは累積。

期間	10年物国債利回りの上昇 (bps)	変動利付優先証券のパフォーマンス	固定金利優先証券のパフォーマンス	広範な債券のパフォーマンス
2015年1月30日～2015年6月10日	84	1.7%	0.6%	-2.8%
2016年7月8日～2018年11月8日	188	7.8%	4.5%	-2.5%
2020年8月4日～2022年6月14日*	298	6.6%	-9.0%	-14.3%
平均	190	5.4%	-1.3%	-6.5%

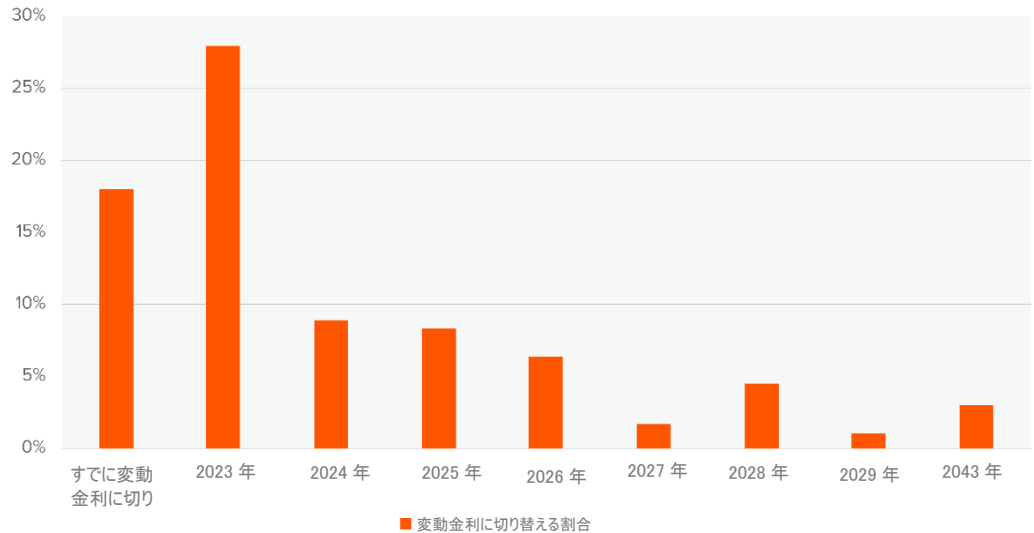
*注：この特定期間は、現在までの期間です。

デューレーションリスクを計測するにあたっては、フィックス・トゥ・フロート優先証券が変動金利証券に切り替わる時間軸を理解することも重要です。これらの証券の発行量は、時間の経過とともに一様の動向を示していません。変動利付優先証券の大半は、低金利だった2013年～2014年と2018年～2019年に、5年および10年固定金利で発行されました。下のグラフには、2023年と2024年に変動金利に切り替わる有価証券の割合が大きいことが示されています。



YEA 変動金利への切り替え年

出所: 下記から得た情報に基づき、Global X ETFが作成した分析: Bloomberg L.P.(日付なし)。[データはICE米国変動利付優先証券指数] [データセット]。2022年6月30日時点のデータ。Global X ETFのブルームバーグ端末から取得。



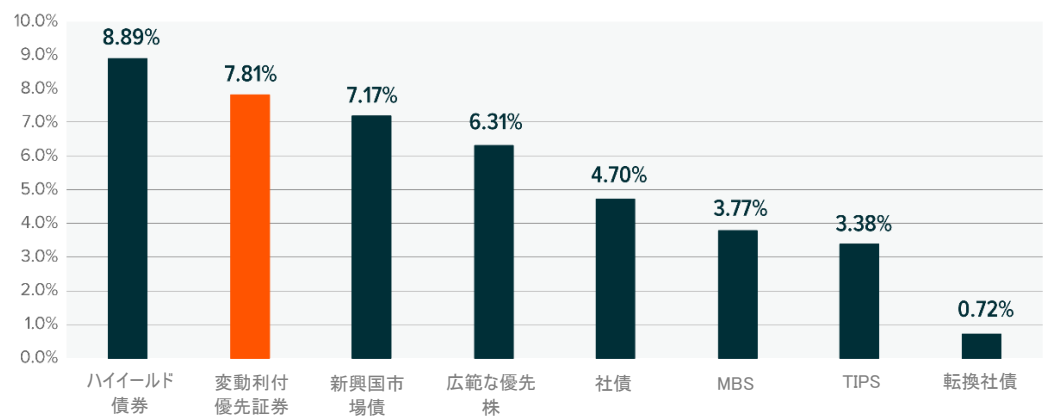
ポートフォリオにおける変動利付優先証券の利用法

変動利付優先証券には、ポートフォリオに組み込むべき魅力的な資産クラスとなり得るいくつかの重要な特性を持ちます。

変動利付優先証券は、以下のグラフに見られるように、これまで他のインカム創出型資産と比較して高い利回りを提供してきました。

他の多くのオルタナティブよりも高い利回りを提供する変動利付優先証券

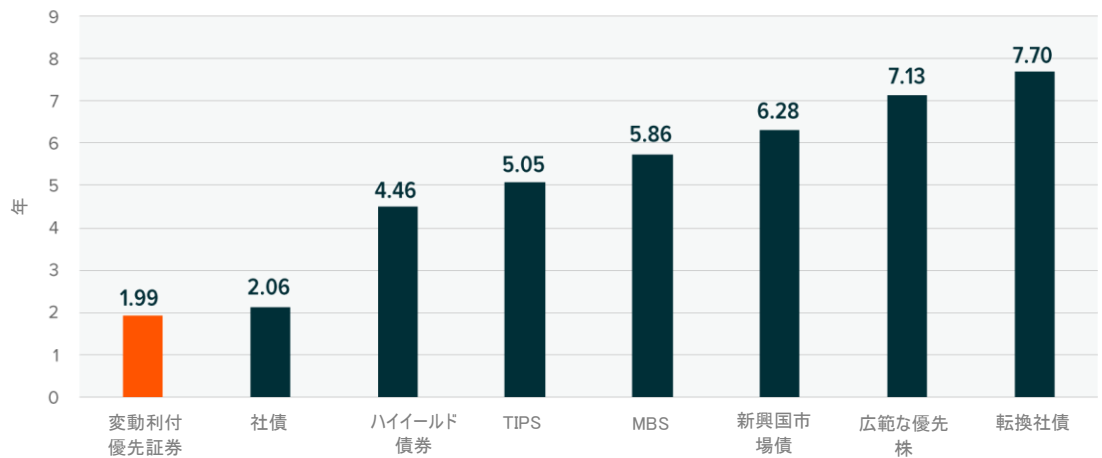
出所: 下記から得た情報に基づき、Global X ETFが作成した分析: Bloomberg L.P.(日付なし)。利回りは最低利回りで計測。アセットクラスは下記で表現しています。転換社債=ブルームバーグ米国転換社債指数、変動利付優先証券=ICE米国変動利付優先証券指数、MBS(モーゲージ担保証券)=ブルームバーグ米国MBS指数、ハイイールド債=ブルームバーグ米国社債ハイイールド・トータルリターン指数、優先証券全般=ICE BofAダイバーシファイド・コア米国優先証券指数、新興国市場(EM)債=ブルームバーグ新興国市場米ドル建アグリゲート・トータルリターン指数、TIPS(物価連動米国債)=ブルームバーグ米国物価連動国債トータルリターン指数、社債=ブルームバーグ米国社債トータルリターン指数。2022年6月30日時点のデータ。Global X ETFのブルームバーグ端末から取得。



上述の通り、変動利付優先証券はデレーションが低い特性を持つことから、金利上昇環境下で良好なパフォーマンスを計上してきました。

他の多くのオルタナティブよりもデレーションが低い変動利付優先証券

出所：下記から得た情報に基づき、Global X ETFが作成した分析：Bloomberg L.P.（日付なし）。アセットクラスは下記で表現しています。転換社債＝ブルームバーグ米国転換社債指数、変動利付優先証券＝ICE米国変動利付優先証券指数、MBS＝ブルームバーグ米国MBS指数、ハイイールド債＝ブルームバーグ米国社債ハイイールド・トータルリターン指数、優先証券全般＝ICE BofAダイバーシファイド・コア米国優先証券指数、新興国市場（EM）債＝ブルームバーグ新興国市場ドル建アグリゲート・トータルリターン指数、TIPS＝ブルームバーグ米国物価連動国債トータルリターン指数、社債＝ブルームバーグ米国社債トータルリターン指数。2022年6月30日時点のデータ。Global X ETFのブルームバーグ端末から取得。



変動利付優先証券は、伝統的な債券との相関が比較的低いため、既存の債券アロケーションの中で活用することが可能です。変動金利債やTIPSなどといった資産で構成される債券ポートフォリオでは、変動利付優先証券をポートフォリオに加えることで、ポートフォリオの利回り向上と下の図のような低相関による分散効果を狙うことができます。



変動利付優先証券と他の資産クラスの相関

出所：下記から得た情報に基づき、Global X ETFが作成した分析：Bloomberg L.P.（日付なし）。各資産クラスの表記は下記を意味します。変動利付優先証券＝S&P米国変動利付優先株式トータルリターン指数、社債＝ブルームバーグ米国社債トータルリターン指数、変動金利債券＝ブルームバーグ米国変動金利国債指数、ハイイールド債＝ブルームバーグ米国社債ハイイールド・トータルリターン指数、MBS＝ブルームバーグ米国MBSトータルリターン指数、新興国市場（EM）債＝ブルームバーグ新興国市場米ドル建アグリゲート・トータルリターン指数、TIPS＝ブルームバーグ米国物価連動国債トータルリターン指数、転換社債＝ブルームバーグ米国コンバーチブル・リキッド・ボンド・トータルリターン指数、S&P500＝S&P500トータルリターン指数。2017年6月30日から2022年6月30日までの週次相関を利用。Global X ETFのブルームバーグ端末から2022年7月1日に得たデータ。

	変動利付優先証券
社債	0.71
変動金利債	0.02
ハイイールド債	0.85
MBS	0.32
新興国市場債	0.72
転換社債	0.65
TIPS	0.39
S&P 500	0.69

優先証券は低格付け／高利回りの証券と考えられていますが、実際には、米国のハイイールド債券よりも全体として信用格付けが高い傾向にあります。変動利付優先証券の平均信用格付けがBBB-であるのに対し、ハイイールド債券の平均信用格付けはBB-となっています。⁵ 変動利付優先証券は、相対的に高いインカムを維持しつつデフレーションリスクを低減したい投資家にとって、ハイイールド債券などの比較的相関性の高い高利回り債券セグメントの代替となり得る可能性があります。

結論

インフレが高水準で持続する現在のマクロ経済環境により、米連邦準備制度理事会（FRB）をはじめとする中央銀行が金利を引き上げたことから、多くの債券投資が2022年に入り大幅に下落しています。そのためポートフォリオで高い水準のインカムを得たいと考える投資家にとって、金利リスクが大きな検討対象となっています。市場は利上げを積極的に織り込んでおり、インフレが後退し始めたり、FRBが利上げを減速する必要があると判断した場合、インカム投資家には多少のアップサイドリスクが残ると当社は見えています。当社では、魅力的な利回りと低いデフレーションプロファイルを持つ変動利付優先証券に対しポジティブな見通しを持っています。

優先証券を大量に発行する大手銀行のような金融サービス企業は、一般的にバランスシートのポジションが堅実で、FRBなどの規制当局は圧倒的多数の銀行の自己資本比率を承認しています。6月に発表された2022年FRBストレステスト結果によると、ストレステストの対象となった大手銀行33行はいずれもストレスシナリオに対して十分すぎるほどの資本水準を有していました。⁶ 世界金融危機以降、銀行は自己資本比率を着々と改善しており、この点では企業側の問題はほとんどありません。米国の金融機関のS&P発行体格付け平均はAであり、これらの企業の発行体レベルでの財務内容の強さが裏付けられています。⁷

より高い利回りの可能性と、伝統的な債券資産と比較して変動利付優先証券が提供できる分散投資の可能性とを模索する投資家にとって、インカムソリューションとして変動利付優先証券を検討することは適切ではないかと当社は考えています。



脚注

1. Bloomberg L.P.(日付なし)。「S&P米国変動利付優先証券指数」[データセット]。Global X ETFのブルームバーグ端末から2022年5月31日に得たデータ。
2. 同上。
3. 同上。
4. Bloomberg L.P.(日付なし)。「S&P米国変動金利優先証券指数」[データセット]。Global X ETFのブルームバーグ端末から2022年5月31日に得たデータ。
5. Bloomberg L.P.(日付なし)。「変動利付優先証券はICE米国変動利付優先証券指数、ハイイールド債はブルームバーグ米国社債ハイイールド指数で計測」[データセット]。Global X ETFのブルームバーグ端末から2022年5月31日に得たデータ。格付けはAAA(最高)からD(最低)まで、幅広い基準に基づき測定されている。
6. 米連邦準備制度理事会(2022年6月)。「2022年FRBストレステストの結果」。米連邦準備銀行
7. Bloomberg L.P.(日付なし)。金融はS&P500金融GICSレベル1指数で表されています。「平均」は、長期債信用格付けの加重平均として算出しています。Global X ETFのブルームバーグ端末から2022年5月31日に得たデータ。

用語集

デュレーション: 金利の変化に対する債券の価格感応度を示す指標です。

相関: 2つの証券が互いに関連してどのように動くかを示す計測値です。相関が1であれば、同じ値動きをすることを意味します。相関が0であれば、互いに全く関係のない値動きをする証券であることを意味します。相関が-1である場合、それらは互いに反対方向の値動きをする証券であることを意味します。

最低利回り: 契約条件の範囲内で運用される有価証券について、債務不履行の場合を除き受け取ることが可能な最低の利回りを示す指標です。コールオプションが組み込まれた債券や優先株式の場合、最低利回りは最終利回りと任意償還利回りの低い方となります。任意償還利回りは、最初に適格とされたときに発行体によってコールされた場合に、投資家が見込める利回りを指します。

投資には元本が毀損する可能性などのリスクが伴います。国際投資には通貨価値の不利な変動、一般に公正妥当と認められる会計原則の相違または他国の社会的、経済的もしくは政治的不安定性を原因とする元本毀損リスクが伴う場合があります。優先株は、金利リスクを含め、債券に伴うあらゆるリスクの対象となります。また、優先株には、配当金が支払われない可能性、発行体が配当金の支払を随時中止する可能性、さらに状況によっては、発行体が優先株を償還するか普通株に転換する可能性があります。ハイイールド株は多くの場合投機的かつ高リスクを伴う投資となります。こうした株式の発行会社は実際の体力を上回る配当金を支払っている可能性があり、また、いつでも配当金の減額や配当の停止を行うことができるため、これらの企業の株価やファンドのパフォーマンスに重大な悪影響を与える可能性があります。

金利変動型証券は、クーポン・レートの最大上昇幅に制限があり市場金利の変化に遅れる場合があります。クーポン・レートの下方調整が行われた場合、当ファンドにおける金利変動型証券の投資結果によって、ファンドのインカムが減少する可能性があります。金融セクターの企業の業績は、政府の規制、経済状況、格付けの引き下げ、金利の変化、信用市場における流動性の低下など、様々な要因により悪影響を受ける可能性があります。

本資料は特定の一時点における市場環境の評価であり、今後の出来事を予測することを意図しておらず、今後の成果を保証するものではありません。この情報は、特定のファンドまたは証券に関する調査または投資助言として読者が依拠すべきものではありません。分散投資は利益を確約するものでも、損失に対する保証でもありません。

ETFの証券は市場価格(NAVではありません)で売買され、当ファンドが個別に償還することはありません。投資リターンは、仲介手数料により減少します。



Global X Management Company LLCはGlobal Xファンドのアドバイザーです。当ファンドは、SEI Investments Distribution Co.(SIDCO)が販売しています。SIDCOはGlobal X Management Company LLCあるいはMirae Asset Global Investmentsの関連会社ではありません。Global Xファンドは、ICE Data Indices, LLCがスポンサー、保証、発行、販売、宣伝しているわけではなく、ICE Data Indices, LLCはGlobal X ファンドへの投資の是非についていかなる表明も行っておりません。SIDCO、Global X、およびMirae Asset Global Investmentsはいずれも、ICE Data Indices, LLCの関連会社ではありません。Global Xファンドは、Standard & Poorsがスポンサー、保証、発行、販売、宣伝しているわけではなく、ICE Data Indices, LLCはGlobal X ファンドへの投資の是非についていかなる表明も行っておりません。SIDCO、Global X、およびMirae Asset Global Investmentsはいずれも、Standard & Poorsの関連会社ではありません。

