



債券領域における 再投資の工夫とポートフォリオ強化

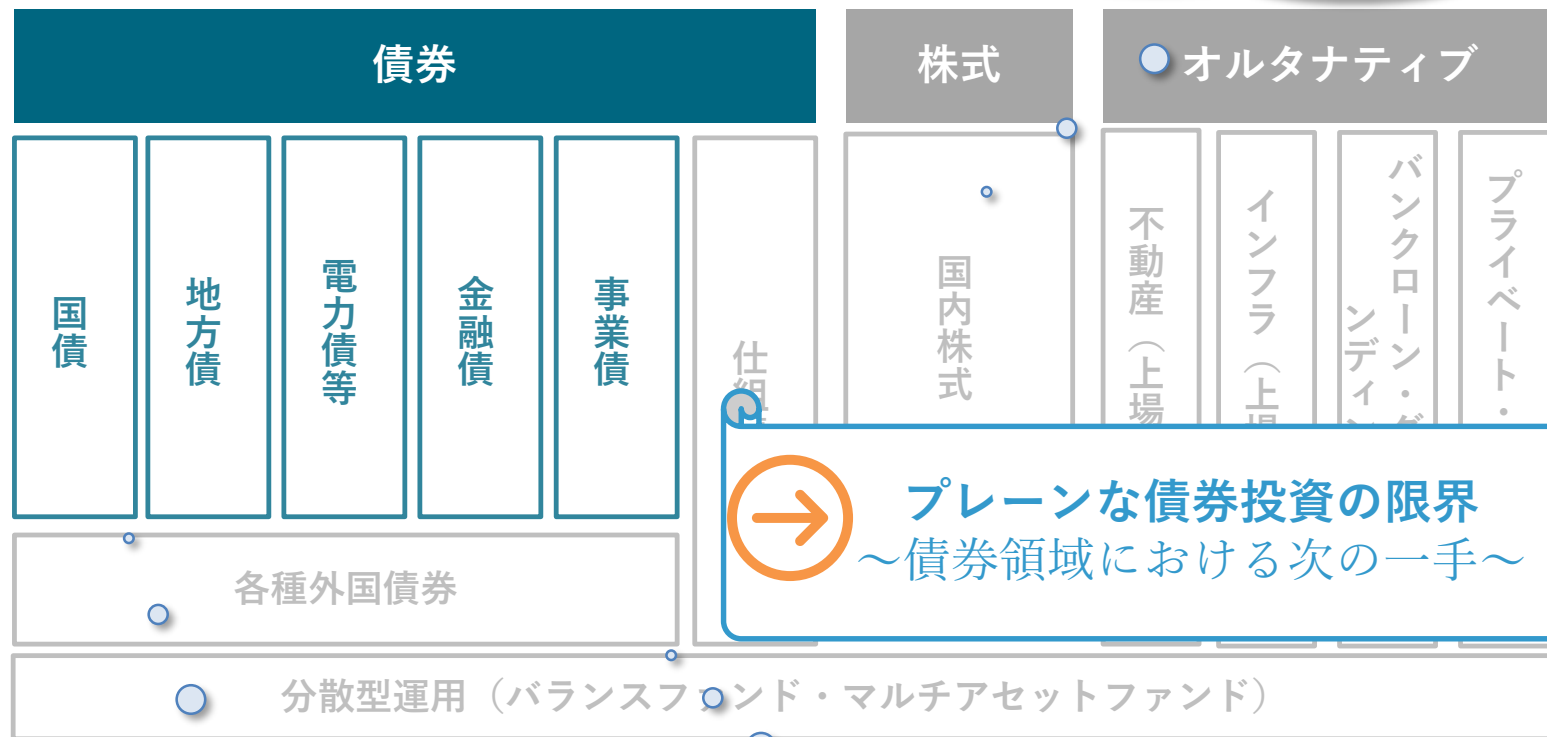
2021年2月

三井住友信託銀行株式会社

債券投資の次の一手

- 公共債を始めとするプレーンな債券では利回り確保に限界がある中、“債券領域における次の一手”をご紹介します

利回りを引き上げたいが、株式やオルタナティブはちょっと・・・



プレーンな債券投資の限界
～債券領域における次の一手～

国債や社債では
利回りが足りない・・・

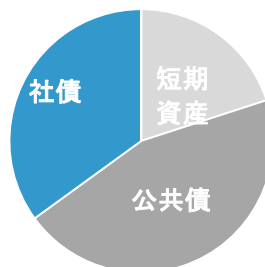
投資したいタイミング
で発行されない・・・

社債投資における課題とは？

- 運用収入を補完する上で、信用リスクの多様化は比較的ハードルが低い方策の一つ
- ただし高格付社債の投資優位性は低下しており、代替投資の工夫が必要な状況

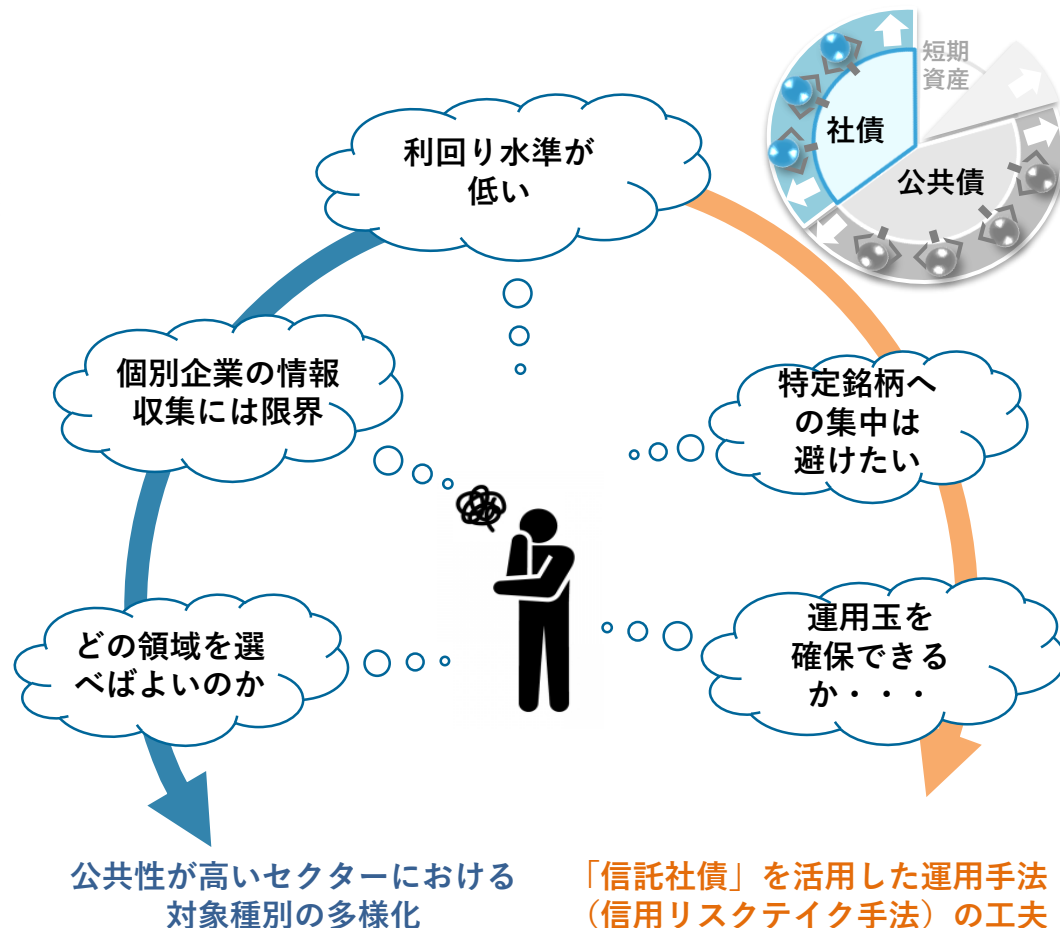
社債投資の環境

一定の格付け基準に基づいた社債投資のみではリターンは得られにくい環境



【出所】 Bloomberg g より弊社作成

信用リスク投資の課題と代替投資の着眼点



どの資産への投資が可能か考えてみよう！

■ 利回り改善を図るためのアプローチは、投資対象の拡張により収益源泉を広げることが基本



金融機関への投資は可能
だが、外資系は×・・・

事業会社への
投資できない・・・

元本が変動するの
は難しい・・・

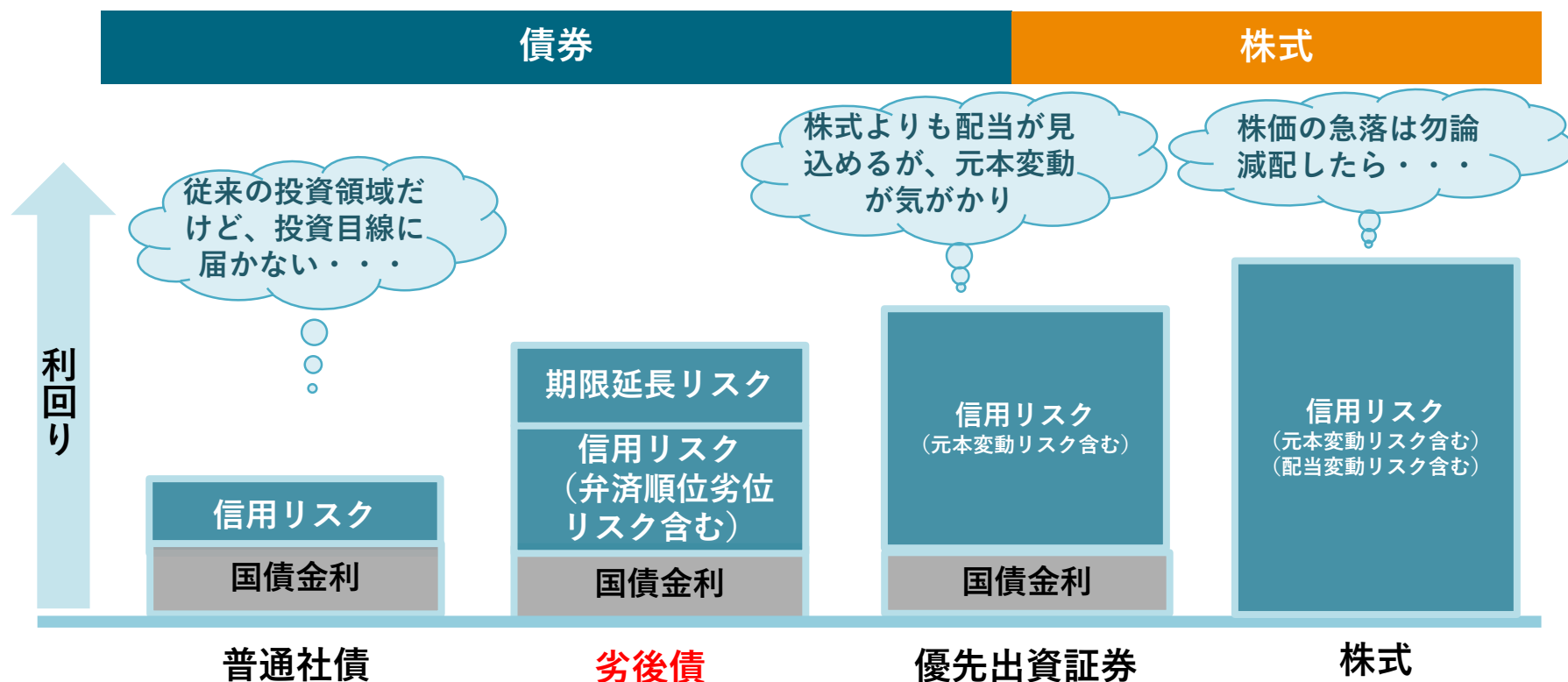
国債・地方債等からの拡張の第一歩として国内金融機関リスクが選択肢も、利回りが・・・
投資可能な資産に限られる場合には、投資可能な資産のリスクを深堀することも選択肢です

同じ企業が発行する投資対象（＝調達手段）にも様々

- 同一企業が発行する投資対象でも、債券や株式の種別によりリスクが異なるため、リスクを適切に認識して、投資することが大切

■同一企業が発行する投資対象（資金調達手段）とリスクの代表例

（利回りを構成するリスク要素イメージ）



* 1 劣後債の場合、
弁済順位劣位リスク追加

元本変動リスクが低く、相対的な高金利を背景に年度で
確実な実現益が必要な投資家の注目が高まっている領域

金融機関の劣後債投資を検討する時の“よくある悩み” ①

- 金融機関が発行する劣後債は、投資家が比較的取り組みやすいとして注目集める領域
- 先ずは劣後債特有のリスクの整理や、発行業態による特徴の違いを理解することが必要

金融機関が発行する劣後債への投資を検討するための課題

銀行と保険会社の劣後債で何が異なるのか？

コールスキップの蓋然性を説明できない

投資したい金額の劣後債の割り当てがない

購入したい時期に新規発行がなく、セカンダリーの流通も少ない

セカンダリーで銘柄があっても、オーバーパーで投資しづらい

円建債券の玉確保が困難。
とは外貨建では・・・

銀行と保険会社が発行する劣後債
各々の特徴を理解し、選択することが必要

銀行と保険会社が発行する劣後債の違いを確認してみよう！

- 金融機関が発行する劣後債は、銀行と保険会社が発行する劣後債に大別
- 各々で発行条件が異なるため、違いを理解した上で投資することが大切

	保険会社劣後債	(参考) 銀行劣後債	
		Tier2債	Additional Tier1債
<u>償還期間</u>	<u>期限付き又は永久</u>	<u>期限付き</u>	<u>永久</u>
利払の繰延 ※繰延事由の解消後に、繰延利息の支払がなされるものは「累積」、なされないものは「非累積」	裁量 (累積・非累積)	不可	裁量 (非累積)
<u>クーポン・ステップアップ</u>	<u>可能</u>	<u>不可</u>	<u>不可</u>
実質破綻事由 ※実質破綻認定時に、当局判断により、元本削減・普通株に転換	無し	有り (元本削減・普通株転換)	有り (元本削減・普通株転換)
<u>自己資本比率トリガー</u>	必要 (利払強制停止)	不要	必要 (元本削減・普通株転換)
<u>期限前償還時の 当局宛て事前承諾</u>	<u>必要</u>	<u>必要</u>	<u>必要</u>

本日のご紹介領域

保険会社が発行する劣後債の特徴

- 銀行と保険会社が発行する劣後債には、発行条件や資本性認定等に違いあり。保険会社が発行する劣後債の特徴として、一般的にコールの蓋然性が高いといわれていることがあります。

発行体の安定性が極めて高い

外部格付及び保険会社の資本規制上の数値から、
その安定性を評価できます

詳細次頁

ステップアップ条項の存在

一般的に、100bpsステップアップ条項が付帯しており、コールスキップを行った場合、発行体の調達コスト増加に繋がります

コールスキップ時に
資本性認定の低下の可能性

一般的に、初回コール日以降に
資本性認定の引き下げが行われる可能性があります

- 上記特徴に加え、コールスキップは市場におけるレピュテーションリスクに繋がるため
コールの蓋然性が高いといわれています（*1）（*2）

（*1） 2021年1月末現在、国内生命保険会社発行の劣後債でコールスキップがなされた事例はございません

（*2） 将来に渡り、その可能性を完全に排除するものではありません

【参考】 保険業法上の資本規制について

- 保険会社は、健全性を確保するため、支払余力とリスクを定量化して算出するソルベンシー・マージン比率を基準とした保険業法上の規制（ソルベンシー・マージン規制）が適用されます。
- ソルベンシー・マージン比率が200%を下回った場合、監督当局により早期是正措置が講じられます。
- 保険会社が発行する劣後債が、当該規制上の資本性の要件を充足するためには、劣後性（無担保且つ他の債務に劣後すること）、元本償還（任意償還する場合、当該償還後もソルベンシー・マージン比率を維持できると見込まれる場合等）、利払（利払の義務の延期が認められるものであること）などの条件を充足する必要があります（1996年2月29日大蔵省告示第50号、2011年金融庁告示第23号）。
- なお、金融庁は、欧州で採用されている「ソルベンシーⅡ」に準じた新規制の導入を検討しており、今後適用される規制が変更される可能性があります。

◆ 国内大手生命保険会社のソルベンシー・マージン比率と格付

	ソルベンシーマージン比率 (単体)	格付 S&P/MDY/R&I/JCR
日本生命相互会社	1,006.4%	A+/A1/AA/AA+
第一生命保険株式会社	953.0%	A+/-/AA-/AA-
明治安田生命相互会社	1,051.5%	A/A1/AA-/AA-
住友生命保険相互会社	953.0%	A+/A1/AA-/AA-

健全な
財務体質

【出所】生命保険会社各社の開示情報より弊社作成

(2020年9月末日基準)

金融機関の劣後債投資を検討する時の“よくある悩み” ②

- 劣後債投資は円建債の発行や流通量の少なさ等が課題となり検討しづらいとの声が多い中「信託社債」の活用によって、ニーズに合わせた商品設計・ご提供が可能

保険会社が発行する劣後債への投資を行うにあたり直面する課題

銀行と保険会社の劣後債で何が異なるのか？

投資したい金額の劣後債の割り当てがない

購入したい時期に新規発行がなく、セカンダリーの流通も少ない

コールスキップの蓋然性を説明できない

セカンダリーで銘柄があっても、オーバーパーで投資しづらい

円建債券の玉確保が困難。
とは言え外貨建債券は・・・

「信託社債」による運用手法により、
投資家様のニーズに合わせた商品設計が可能となります。

信託社債を活用することで、どんなメリットがあるの？

- 信託社債の活用が、利回り面の魅力がありながらも様々な課題に直面する劣後債投資をより身近なものにします

投資玉確保 (国外市場の発行債を活用)

- 利回り面で魅力ある劣後債は、国内市場での流通量が少ない
- 信託社債では、国外市場（外債）では一定の流通量がある保険会社のセカンダリー債券を活用し、投資玉確保

円建投資

- 弊社銀行勘定が通貨スワップをご提供
- 信託社債では、外国債券が裏付となる劣後外債も、円建でのご投資が可能

投資希望年限に応じた 自由度の高さ

- 劣後債は当初満期10年超の発行が殆ど
- 信託社債ではセカンダリー債券を活用し、当初満期5年前後の投資期間に設定が可能

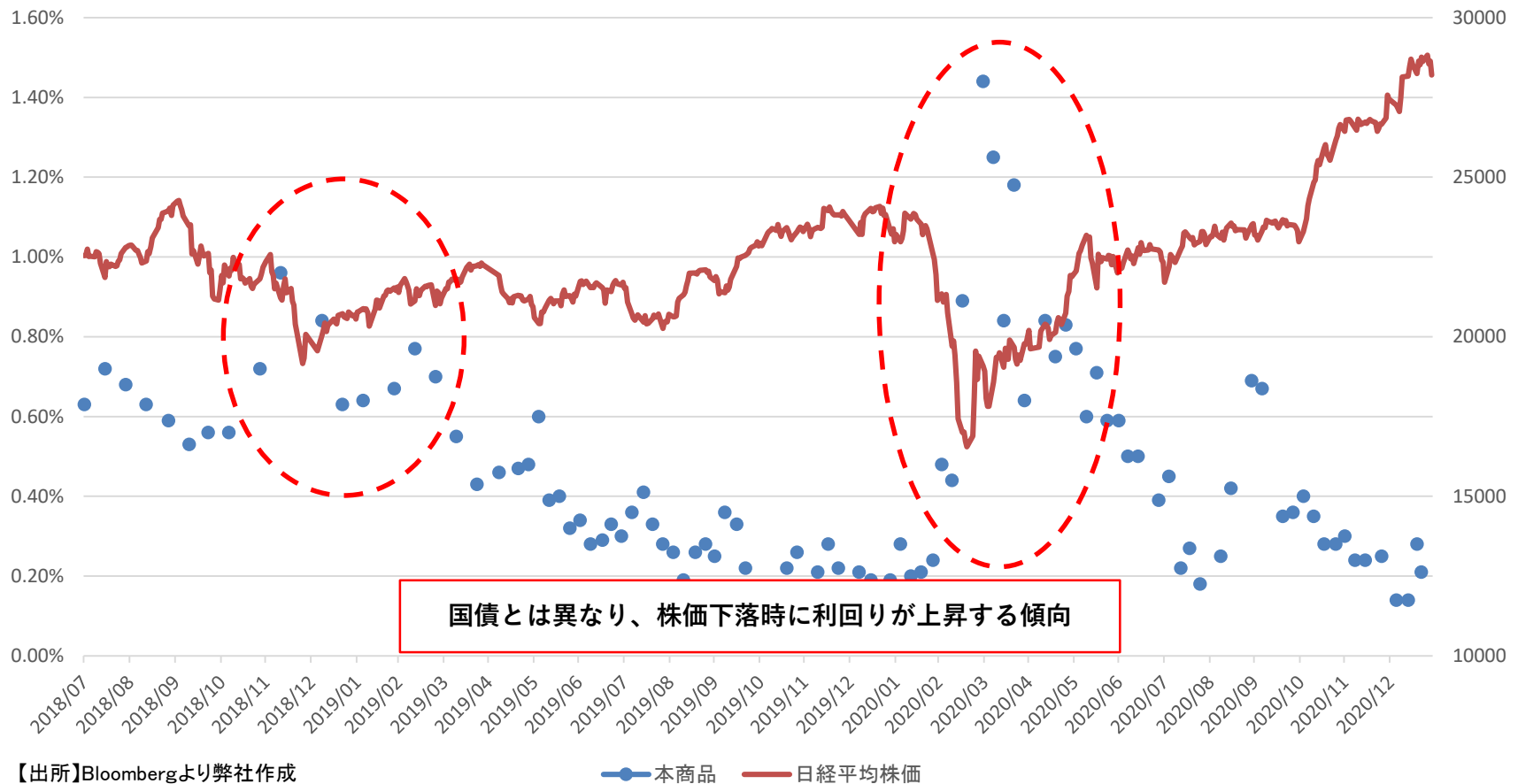
償還損が発生しない パー発行

- セカンダリー債券の多くがオーバーパーで償還時に償還損発生
- 信託社債は、セカンダリー債券（オーバーパー銘柄）も利回り調整によりパー（額面と同額）による購入が可能

信託社債を活用した保険会社が発行する劣後債への投資手法(利回り推移)

- 保険会社の劣後債を裏付けとする信託社債(以下、本商品)の利回りは、株価と逆の相関関係
- 利回りは日々変動するため、市場動向を見ながらご投資頂ける機動性があります

日経平均株価と本商品(2024年8月償還)の利回り



お客様の声を集めてみました！！

■信託社債は、投資家様の様々なニーズに合わせて発行



投資には月次開催の委員会で承認を得る必要があり、条件の良い債券は比較的短期間で売り切れてしまうため、なかなか取り組むのが難しい・・・



委員会審議まで玉を確保してもらいやすかったのも、安心できた。



ラダー運用をしている中で、残存5年前後を埋めたいが、高格付シニア社債では利回りが・・・



アレンジが可能

足りない年限を当初満期で設定し、期間のバランスを図れた！



劣後債は既に取り組んでいるが、全て銀行銘柄。多様化を図りたいが、事業法人はちょっと・・・

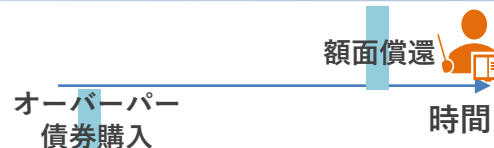


金融セクター内分散

銀行への一極集中から、安心感ある業態の中で分散が図れた！



オーバーパーの債券が償還すると償還損が一度に計上される・アモチゼーション(*)での会計処理は複雑で手間・・・



パー発行

ファーストコールで償還されても額面償還で説明が容易だった！

信託社債（信託財産：保険会社が発行する劣後外債）について

- 当社では、国内生損保が発行した劣後外債を信託でリパッケージした信託社債をご提供

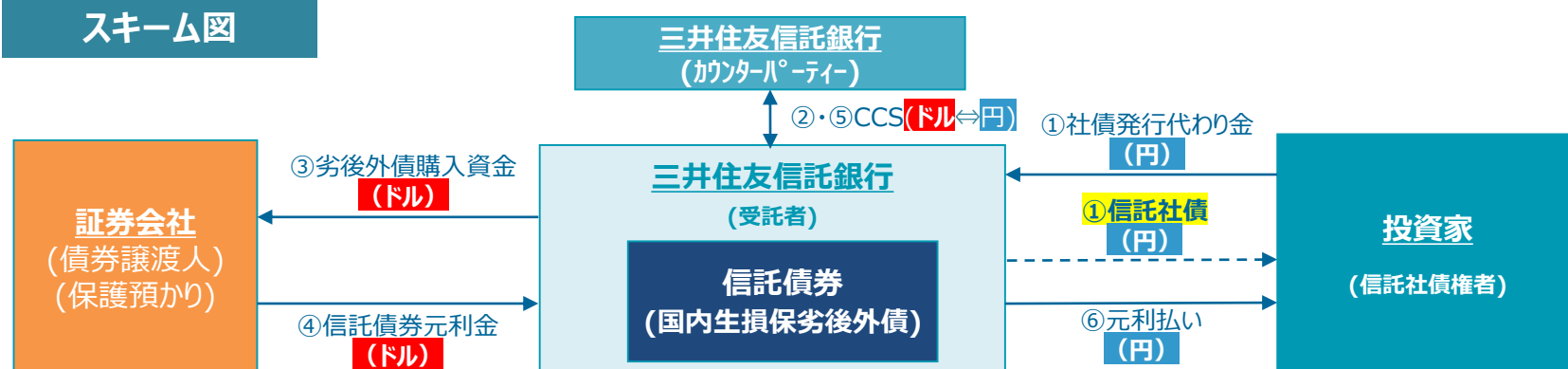
劣後外債リパ商品概要

- 劣後債のハイクーポンの享受: 高い信用リスクを負担する見返りとしてハイクーポンが設定された劣後債を裏付けとします。
- 円建での投資: 受託者が、当社銀行勘定とデリバティブ契約を締結することで、劣後外債を裏付けとして、円建での投資が可能です。
- 投資形態の転換: 劣後外債を裏付けとして信託社債の形態で投資いただけます。信託社債については、ほふりの利用が可能です。

※本商品のリスクについては次ページをご覧ください。

信託社債に関する詳しい動画もご用意していますのでぜひご覧ください。

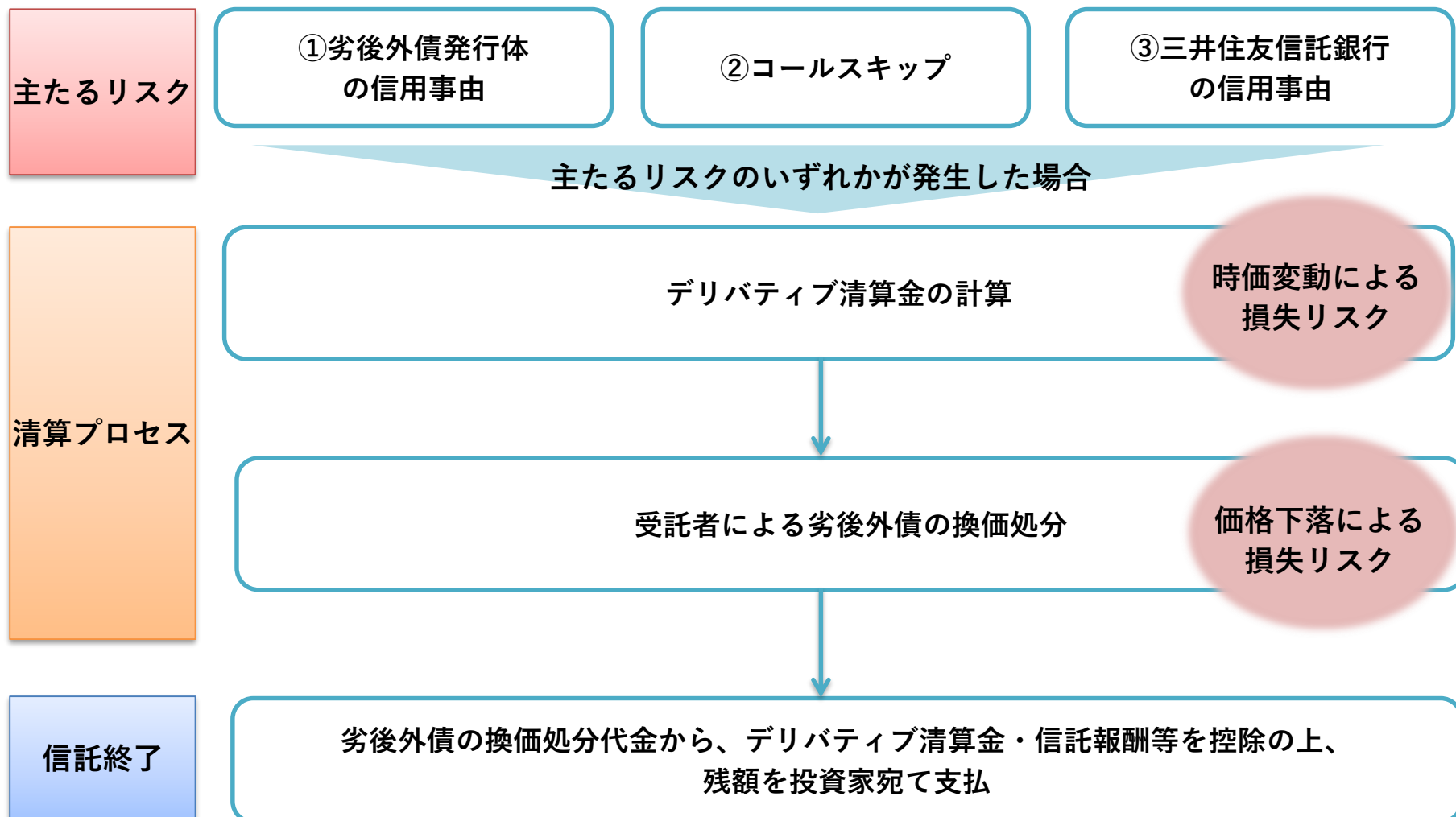
スキーム図



- ① 投資家は、受託者に対して、信託社債発行代り金を払い込み、信託社債を取得します。
- ② 受託者は、当社との間でデリバティブ契約を締結し、同契約に基づき、当社に対して、円を支払い、ドルを受け取ります。
- ③ 受託者は、当社から受領したドルを原資として、証券会社から劣後外債を購入します。
- ④ 受託者は、劣後債発行体より、元利金を受領します（証券会社経由）。
- ⑤ 受託者は、デリバティブ契約に基づき、当社に対して、ドルを支払い、円を受け取ります。
- ⑥ 受託者は、当社から受領した円を原資として、投資家に信託社債の元利金を支払います。

本商品の主なリスク

- 信託社債（信託財産：保険会社が発行する劣後外債）の主なリスクが発生した場合、所定の清算プロセスに従い、投資家様に償還を行います



【目的・免責条項】

- 本資料に基づく弊社からの提案につきましては、貴社自らその採否をご判断ください。
 - 本資料における弊社からの提案を貴社が採用されない場合であっても、弊社とのお取引について貴社が不利益な取扱いを受けることはありません。また、弊社は本資料における提案を貴社が採用されることを貴社とのお取引の条件とすることはありません。
 - 本資料に含まれる提案を実行する場合、一定のリスク・手数料・諸費用等が発生する場合がありますので、予めご了承ください。
- 本資料にシミュレーションが含まれる場合、前提として記載している想定条件に基づくシミュレーションであり、実際に取り組むことができない場合や条件が変更となる場合があります。ので、予めご了承ください。
- 本資料は、その確実性・完全性に関して保証するものではありません。貴社の弁護士、会計士、税理士、または格付機関等と、事前に十分にご相談頂くようお願い申し上げます。
 - 本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点での弊社若しくは執筆者の判断であり、今後、予告無しに変更されることがあります。弊社は本資料のアップデートを行うことをお約束いたしません。

【帰属・守秘義務】

- 本資料に記載された情報は、第三者資料等の引用部分を除いて機密事項であり、その権利は弊社に帰属します。かかる情報は貴社の為あるいは貴社の弁護士、税理士又は公認会計士等の専門家への相談の為にのみ作成されており、貴社は弊社の同意無く複製や第三者への開示を行うことは禁止されます。

【商号等】

- ・ 当社の商号等 三井住友信託銀行株式会社
- ・ 登録金融機関 関東財務局長（登金）第649号
- ・ 加入協会 日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会

《ご照会窓口》

三井住友信託銀行株式会社
資産金融部 証券営業室

TEL: 03-6256-5104