



ストラクチャード・クレジット ; 2019年のポイント

- CLOと欧州のABSの新規発行は、2019年は減少すると予想しています。
- 100を超えるCLOがウェアハウジング（ローンの組入途上）にあり、供給への圧力が続くでしょう。
- 日本の投資家が引き続きAAAの主な投資家になるとみられます。
- ストラクチャーにおける資産の質と分散への懸念によって、価格の差は広まると思います。
- 欧州の証券化商品に対する規制が投資家にとって不透明な材料となるでしょう。
- 社債と比較した相対価値は魅力的です。
- 投資家にとっては魅力的な投資機会と考えています。

2019年は新規発行の減少が見込まれる
ここ数年、CLOといった、ストラクチャード・クレジット市場の一部セクターでかなりの市場規模の拡大が見られました。これには新規発行の増加とCLOマネジャーの増加が共に影響していますが、2019年の新規発行はやや落ち着いたものになると予想しています。

CLOの負債コストは2018年に拡大しました。背景には市場のボラティリティが高まったことによって投資家が引いてしまったこと、2017年と2018年の記録的な新規発行があると考えています。例えば、AAA格のCLOのスプレッドは2018年1-3月期時点では、欧州で60bps台後半、米国で100bps台前半であったものが、年末までにそれぞれ100bps半ば、120bps台前半まで拡大しました。

2019年2月

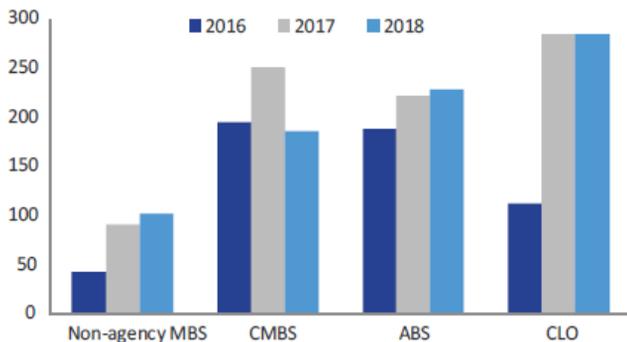
シド・チャブラ
ストラクチャード・クレジット
及びCLOチーム・ヘッド



このスプレッド水準は2016年後半頃の水準です。負債コストの上昇によって、CLOのスプレッド・アービトラージが縮小し、その結果、CLOの発行は減少することが予想されます。これは、米国よりも欧州市場で強まる傾向となるとみています。

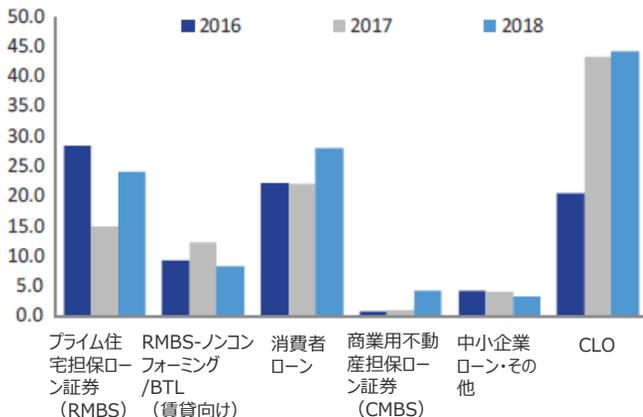
欧州のABS市場はEUの証券化商品に対する規制の不透明感やプレグジットによって、少なくとも2019年前半は新規発行の多くない状況が続くと考えています。ストラクチャード・クレジットの資産クラスの中で最もこの影響を受けやすいとみられるのは、プライム証券化商品であるとみています。プライム証券化商品は規制による恩恵を受けているとともに、英国資産が担保となった取引が多いからです。

図1：米国市場のセクター別新規発行内訳（10億米ドル）



出所：Nomura, Morgan Stanley 2018年12月末

図2：欧州市場のセクター別新規発行内訳（10億ユーロ）



出所：JPモルガン 2018年12月末

組成途上のCLOによって新規発行予定がたくさん

CLOマネジャーは、組成中の案件を終了させて、2019年最初のディールを行おうとしているようです。しかし、2年間にわたる多額の新規発行によって、投資家には疲れがみられます。

欧州では30~35、米国では70~80の組成中の案件があるといわれています。その多くは2018年夏頃にスタートし、現在の負債のスプレッド水準を考えると、日本でAAAの買い手を得られなければ、CLOアービトラージが機能しない水準で資産を購入しました。

さらに、レバレッジド・ローンの新規発行がない中で、CLOマネジャーはポートフォリオ構築を進める必要もあります。

そのため新規発行のCLOの数が、特に欧州で少ないことに意外感はなく、2月5日時点で年初来から、プライシングされたCLOは3件しかありません。この状況は新規発行が枯渇した2018年12月、わずかに終わった11月から続いています。

アレンジャーとなる金融機関は、再投資期間を短くして（この傾向は米国ではあまり見られません）、様子見をしている債券投資家への魅力を高めたストラクチャリングにしたり、ディールを成立させるために、エクイティ・アービトラージが改善するように経済的な利益を共有するなど、今後は工夫を迫られるでしょう。対照的に、もっと低い調達コストで確定できた既存のCLOは、スプレッドが拡大する環境から恩恵を受けているとみられます。こうした案件のCLOマネジャーはよりワイドなスプレッドで資産に再投資をすることができ、最終的にエクイティ保有者に高いリターンを提供することができると考えています。

社債と比較して魅力的な価格水準

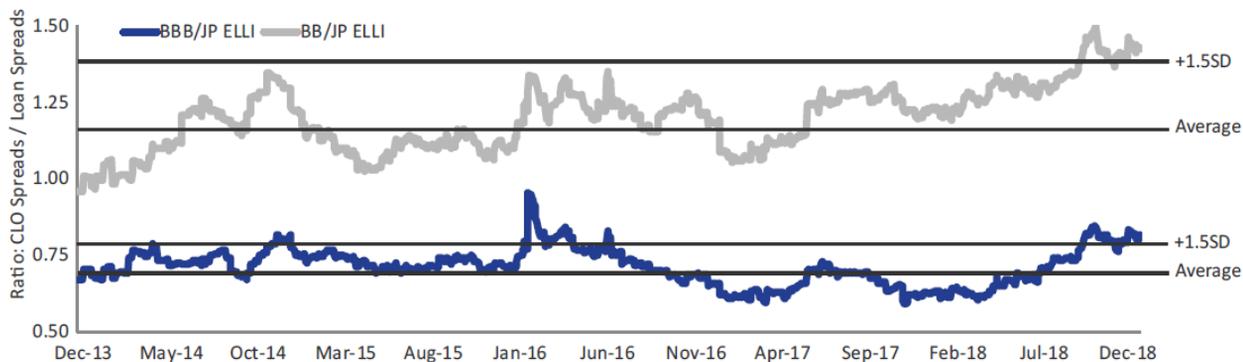
CLOのスプレッドは同格付けの社債と比較して割安な水準にあると考えています。例えば、BBB格のCLOは375~425bpsのレンジ、BB格は650~700bpsのレンジで取引されています。しかし、単純にスプレッドのみで判断できる資産クラスではありません。

すべてのCLOが同条件で組成されている訳ではありません。マネジャーの投資スタイル、柔軟性、ストラクチャー、担保資産に影響する条件が案件毎に異なります。規制当局や金融当局は担保資産の質やデフォルト・リスクの上昇に警鐘を鳴らしていますが、2015年から2016年にかけて市場が下落して以来の水準にまで相対価値が高まっている中、現在のCLOのスプレッド水準は多くのネガティブなニュースを十分に織り込んでおり、投資家によっては魅力的な投資タイミングになっているとみています。例えば、BBB格やBB格のCLOトランシェはローンに対してスプレッドを高めることができるだけでなく、デフォルトの増加やローンの回収率の低下に対するプロテクションを得ることができ、かなりの信用強化も同時に手にできると考えています。

さらに、投資適格のCLOトランシェの5年間のシャープ・レシオは1.7となっており、他のスプレッド型商品と比較してリスク対比のリターンも高くなっています。CLOは、Euriborでゼロ%のフロアが付いた変動利付債で、投資家はマイナス金利や金利の上昇に対するプロテクションを得ることが出来ます。

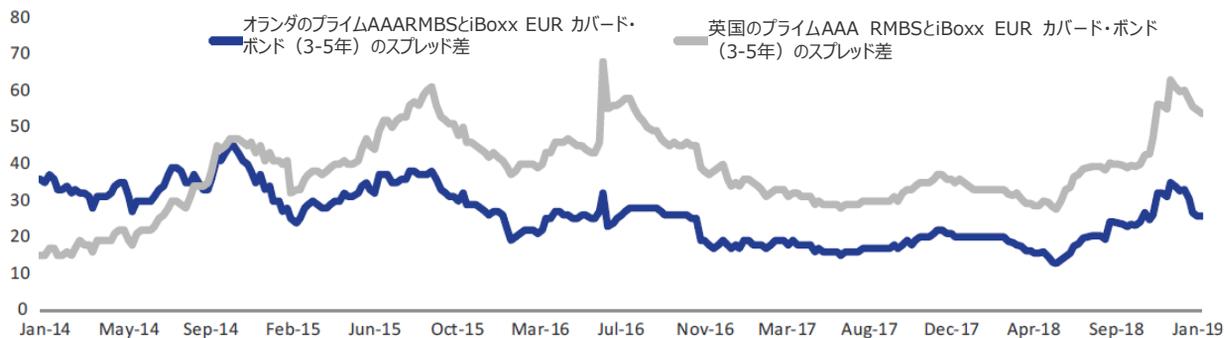
ストラクチャード・クレジットのユニバース全体の中で他には、プライム住宅担保ローン証券（Prime RMBS）が、欧州のカバード・ボンドと同様のデュレーションと格付でありながら、かなりのスプレッドのピックアップを得ることができ、高い魅力があると考えています。

図3：欧州市場におけるローンとBBB格及びBB格のスプレッド倍率



出所：BlueBay Asset Management, Citigroup, JPMorgan 2018年12月末

図4：プライムRMBSとカバード・ボンドのスプレッド差 (bps)



出所：JP Morgan International ABS & CB Research, 2019年1月28日

両者のスプレッド差は、2015年中頃や2016年中頃のごく短い期間に見られたピーク時に近い水準となっており、特にブレグジットの不透明感と大型のAAA格銀行資産の売却がある中で、英国のRMBS市場ではその傾向が色濃くみられます。さらにセカンダリー市場での全体的な下落によって、カバード・ボンドとのスプレッド差は広まっており、英国ほどではないにしてもオランダのプライムRMBS市場でもそうした傾向が見られます。プライム担保資産市場以外でも、ノンコンフォーミングRMBSやAAA格の商業用不動産担保ローン（CMBS）も、欧州金融シニア債と比較して格付けとスプレッドを高めることが可能で、ストラクチャー上の弁済の高さや担保によって、借り手の債務不履行に対してシニア社債よりも恩恵を受けることができます。

魅力的なエントリーポイント

ストラクチャード・クレジットのスプレッドはその他の債券資産と比較して拡大した水準にあり、絶対及び相対ベースで魅力的なリターンを得る可能性があると考えています。既存のウェアハウスにより、新規発行のパイプラインが積み上がっていることはスプレッドに拡大圧力となるかもしれませんが、CLOの負債コストがさらに高まった場合、アービトラージが非常に難しくなります。そのため、CLOの新規発行は抑制され、需給バランスは自然にもっとバランスが取れたものになると考えられます。

その結果、クレジットもしくはマクロ環境が悪化しない限り、CLOのスプレッドは現在の水準近辺で落ち着くとみえています（スプレッドは2018年の最もタイトだった時からは既に60～80%拡大しています）。これは、高利回りとコンベクシティ効果を得ようとする投資家にとって良好なエントリーポイントになっていると思います。特にイールドカーブが比較的フラット化していることから、再投資期間が短い既発のCLOは魅力的です。

再投資期間が短いCLOは、返済が早く始まることから、CLOマネジャーはコールや借り換えといった選択肢を考へざるを得なくなり、ディフェンシブであると考えています。

この二年間で、ローンの発行基準が緩み、コベナントを減らしてEBITDAに対する借入額を大きくしてきたことは、良く知られることです。しかし、CLOの発行条件は一般的に厳しくなっており、ポートフォリオのガイドラインの制約は厳しく、金融危機以前と比較して信用強化は高まっています。既発CLOの80%は投資適格となっており、CLOへの投資によって、投資家は、信用力を高め、デフォルトの増加へのプロテクションを得ながら、高く分散されたローンへの投資が出来ることとなります。例えば、欧州のBBB格市場と比較すると、同格のCLOの累積デフォルト率を半分でありながら、回収率は60%となっています。

2003年以来、CLOのデフォルト率と損失率は同格付けの社債よりも低くなっています。そのため投資家は、かなり魅力的なリスクを抑制した方法で、レバレッジド・ローン市場にアクセスすることが出来ると考えています。

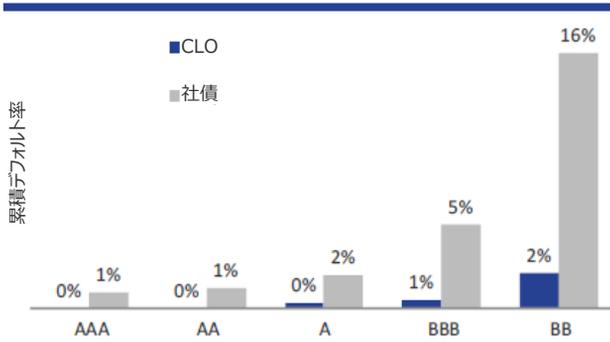
ブルーベイでは、価格評価の面では、ストラクチャード・クレジット市場の多くの資産クラスが魅力的な水準にあると考えています。

足元のスプレッド水準

資産クラス	シニア	メザニン
欧州CLO	110-120	375-425
米国CLO	125-140	350-400
英国自動車ローン	70	230
英国ノンコンフォーミングRMBS	125	240
アイルランドRMBS	95	260
スペインRMBS	98	327
イタリアRMBS	94	302
米国CMBS	58	335
米国サブプライム自動車ローン	25	105
米国ノンエージェンシーRMBS	95	190

出所：BlueBay Asset Management, 2018年1月末
 注：CLO以外の資産クラスではメザニンとはBBB格以下のものを指しますが、CLO市場ではメザニンとはA、BBB、BB格のものをいいます。上表のメザニンのスプレッドはBBB格を参照したものです。ちなみに、A格のスプレッドは欧州では230-280bps、米国では250-300bpsとなっており、BB格のスプレッドは欧州では640-700bps、米国では650-725bpsとなっています。

図5：CLOのデフォルト率は社債を下回る



出所：BAML, JP Morgan 2018年6月28日

同様に、ストラクチャード・クレジット市場の一角を成す、欧州のRMBSとCMBSの市場は最近の市場の下落を受けて、過去数年で最もワイドなスプレッドとなっています。中でも英国資産の魅力は高まってきており、返済と住宅価格の上昇によってCLOや担保資産の状況は良くなる一方で、クレジットの不透明感でスプレッドが拡大しています。

ローン・トゥ・バリュー・レシオが40%台で、過去13年間そして直近の下落局面においても住宅ローンの支払を続けてきた借り手から成るRMBSへの投資が現在可能です。過去最高に物件のエクイティは高まっており、返済も進んでいます。そのため2016年と同水準のスプレッドとなっていますが、信用状況は大幅に改善しており、一部のRMBSは格上げされています。

ディスクレマー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜） 成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜） 成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜） 成功報酬 20%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。