

ストラクチャード・クレジット： 市場アップデートと今後の投資機会



シド・チャブラ
パートナー
ストラクチャード・クレジット及び
CLOマネジメント・チームヘッド

2020年4月16日

市場のアップデート

ここ数週間で、金融市場のボラティリティは大きく高まり、ストラクチャード・クレジット市場もその例外ではありませんでした。実際にスプレッドは大幅に拡大し、中央銀行の一連の政策によっていくらかスプレッドは戻したものの、多くのストラクチャード・クレジットのスプレッドはここ10年間で最もワイドな水準にあります。

スプレッドの動きは、ファンダメンタルズとテクニカル両面からもたらされたものでした。ファンダメンタルズ面では、新型コロナウイルスが世界中で急速に拡散したことによって、リスクの見直しがなされました。多くの国で新型コロナウイルスの蔓延を食い止めようと、程度に差はあるものの都市封鎖（ロックダウン）が実施されるなかで、ビジネスの多くは休業に追い込まれました。この不確かな時代に、中央銀行及び政府は企業と個人への支援に乗り出し、様々な財政、金融政策を投じています。

この前例のない財政及び金融政策に対する評価を市場が定めるまでに、いくらかの時間を要するでしょうが、こうした支援策が個人と一部の企業の下支えとはなるものの、グローバルに続く大幅な経済減速を考えると、リセッションを回避出来る可能性は低いでしょう。

こうした中央銀行の行動の一部は、ストラクチャード・クレジット市場を直接的に支援するものとなっています。例えば、米連邦準備制度理事会（FRB）はエージェンシー商業不動産担保証券（CMBS）などのエージェンシー・モーゲージ担保証券（MBS）を無制限に買い入れることが出来る政策を発表しました。さらに、投資適格の資産担保証券（ABS）及びAAA格のローン担保証券（CLO）についてもレポ・ファシリティを提供することを発表しました。

3月末にかけて、FRBはさらにターム物資産担保証券貸出制度（TALF）を導入し、消費者関連のABS市場において、1,000億米ドルに上る新規貸し出しがされることとなります。4月に入ると、スタティック型CLOのAAA銘柄とAAA格のCMBSも適格担保として扱われることになりました。スタティック型CLOの市場におけるシェアはそれほど高いものではありませんが、FRBの政策は市場全体に対してポジティブであり、その結果スプレッドの縮小が見られました。概して、これらの政策は資本構造上のシニア部分や喫緊の流動性の問題を助けるものになるとみえます。

テクニカル面では、キャッシュや流動性を手に入れようとする動きによって市場動向はさらに悪化し、ここ最近では最も急速な下落となりました。幅広い市場で多くの解約が見られ、特にレバレッジを高めることが出来る戦略や日次もしくは週次で解約可能な戦略での解約が目立ちました。

ストラクチャード・クレジット市場に限ってみれば、MBSやCMBS、ファニーメイやフレディ・マックといった信用リスク移転債（CRT）、ABS及びCLOの投資適格銘柄に投資するファンドで、日次や週次の流動性のものが、3月の終わりにかけて解約のための資金化を進めなければいけない状況になりました。例えば、AAA格のCLOには45億米ドル程度の売却が見られました。その他、TRACEのデータによれば、米国のABSの取引量は830億米ドルに上り、前年比25%増の取引量となりました。CRTについては、2月最終週に12億米ドルだった取引量は、先週には26億米ドルに上りました。

年初には110bpsであったAAA格のCLOの спреッドは、175～250bpsに拡大しました。これらのトランシエは非常に盤石で、デフォルト率が上昇したとしても影響をほとんど影響を受けないと考えています。

価格の大幅な動きを受けて、高格付けの資産にレバレッジを適用していた多くのファンドもマージン・コールに見舞われました。例えば、投資適格のシニアCRTの спреッドは、キャッシュ+75bpsから+1,500bps以上に拡大し、2年物のクレジット・カードABSの спреッドはキャッシュ+15bpsから+300bpsに拡大しました。この悪循環によって、担保型商品の売り圧力が強まり、一部のストラクチャード・クレジットのボラティリティは高まり、スプレッドは拡大しました。しかし、この悪循環は3月、そして4月に再度、FRBが高格付け資産の買入れに乗り出したことで食い止められました。価格は反発したものの、一部のABSとCLO市場はまだ回復しておらず、今年初めよりもスプレッドは2倍から3倍の水準のままとなっています。

投資機会

こうした状況に対して、ストラクチャード・クレジット市場の中で魅力的な投資機会が訪れている市場があると考えています。

CLO

クレジット債として見てみると、CLOの спреッドは大幅に拡大し、資本構造上シニアな部分についても、スプレッドの拡大が見られました。そして、これは投資家に魅力的な投資機会を提供していると考えています。CLOの原資産はレバレッジド・ローンとなっていますが、3月に大きな価格の調整が見られました。ローンは80ポイント台後半で取引されており、一部のセクターではさらに下押し圧力が強くなっています。

CLOについては見ていかなければいけない点が二点あります。一つはローンの格下げがどれだけあるか、もう一つは最終的なデフォルトがどれだけ増加するか、です。

まず格下げについては、企業にとっての根本的なリスクが高まる中で増加すると予想しています。実際に、先週から格下げが行われたり、見通しがネガティブ・ウォッチとなるという波が起きています。CLOの中でCCC格の割合が増え、ローン価格がさらにディストレスト水準に落ち込んでいった場合、超過担保テストが行われる可能性が出てきます。

この結果、CLO内でローンを売却してキャッシュを積み動きが強まるのが考えられ、債券部分にとっては信用力を高めることになりメリットがありますが、エクイティやファースト・ロスとなる証券など、資本構造上劣後する部分はその損失を負担することとなります。

多くのCLOは今後数週間もしくは数ヶ月うちにトリガー水準に抵触し、エクイティ部分のキャッシュフローを止めることになると予想しています。そのため、CLOのエクイティ部分は15～30セントくらいまで価格が下落する可能性が高いと考えています。これは、今年初めから30～50セント、下落した水準です。

次にデフォルトについてです。年初には、欧州も米国もローンのデフォルト率は非常に低い水準で、ブルーベイでは2020年はデフォルトが上昇するとみていました。現時点では、今後半年から一年間で、欧州と米国で共にデフォルト率が一桁台後半まで上昇するとみっていますが、デフォルトのピークは一年から一年半後にやってくると予想しています。しかし、ほとんどのCLOはこの水準のデフォルト率上昇であれば耐え切ることが出来るとみており、当然最もシニアなトランシエが最もバッファを有しています。

構造的なプロテクションによって、投資家はローンの格下げやデフォルトから守られることになり、CLOについては魅力的な投資機会が見られ始めていると考えています。グローバルなCLO市場の規模は約8,000億米ドルに上り、ここ数年で市場規模は急速に成長しました、そのため、魅力的な価格水準での投資機会が多くあります。

年初には110bpsであったAAA格のCLOの спреッドは、175～250bpsに拡大しました。これらのトランシエは非常に盤石で、デフォルト率が上昇したとしても影響をほとんど受けないと考えています。AAA格のCLOは、原資産となるローン全体がほとんどデフォルトとなった場合（回収率は60%を想定）も持ち堪えることが出来ると見えています。BBB格までのトランシエの例では、投資適格ではあるものの、欧州及び米国でスプレッドは700～800bpsとなっており、価格は70セント台後半で取引されています。これらのトランシエは累計デフォルト率が35～50%（回収率は60%を想定）までは持ち堪えることが出来ると見えています。

こうしたことから、投資妙味があると考えている資産の一つが投資適格のCLOトランシェで、投資家は高い利回りを得ながら、デフォルトの増加に対してもプロテクションを享受できると考えています。

従って、ローンのデフォルト率が増加することが避けたい中で、高格付けのCLOは歴史的にも魅力的なスプレッド水準で投資家にかなりのプロテクションを提供することができていると考えています。

これらのスプレッドを他の債券資産と比較してみます。前述したように、クレジット債のスプレッドは3月に大幅に拡大したため、多くの資産でスプレッドは魅力的な水準になっているように思います。しかし、他のクレジット債と比較してCLOのスプレッドの拡大幅はさらに大きくなっています。例えば、平均格付けがシングルAの米国投資適格債インデックスを見ると、4月14日時点のスプレッドは約235bpsでした。一方でA格のCLOのスプレッドは350~475bpsとなっています。つまり米国投資適格債と比較して、1.5~2倍のスプレッド水準にあるということです。さらにCLOトランシェのコンベクシティは大きく、金利デュレーションは短いです。

こうしたことから、投資妙味があると考えている資産の一つが投資適格のCLOトランシェで、投資家は高い利回りを得ながらデフォルトの増加に対するプロテクションを得ることが出来ると考えています。

資本構造上、劣後するトランシェについて見てみると、ジュニア・メザニン・トランシェは2015年から2016年にかけて見られた石油と天然ガス危機時よりも、わずかに厳しい損失を織り込む水準に現在あります。一部のジュニア・メザニン・トランシェは向こう1年~2年で、魅力的なリターンをもたらす可能性があります。将来の損失を完全に織り込んでいないトランシェもあります。そのため、銘柄選択が重要になってくると考えています。

スプレッド水準について言えば、BB格CLOのスプレッドはかなりワイドになっています。欧州では、1,000~1,200bps、米国では1,200~1,600bpsの水準になっていると見られます。CLOの条件とポートフォリオの質にかなり差があることから、資本構造上のこの部分については、かなり厳選して投資をしていくことになると思われます。

ABS

クレジットへの感応度が高いその他のストラクチャード・クレジット証券を見てみると、大きな歪みと価格の下落が見られるセクターが数多くあります。その一つ目が航空機ABSです。同市場が本格化したのは、つい最近の2016年からですが、急速に市場規模が拡大しており、現在の市場規模は200億米ドル程度です。

これらの証券は、海外渡航の禁止と政府支援が得られない可能性がある航空会社の債務不履行の増加というリスクにさらされています。今後、さらなるボラティリティの上昇の可能性があると考えています。質の面からは、案件ごとにかなりの差がありますが、多くの案件は似たような価格水準になっています。例えば、航空機ABSのA格のシニア証券は70ポイント台前半で取引され、10%台半ば前後の利回りとなっています。

さらに、マーケットプレイス貸出、CRT、CMBSといった分野で見られる投資機会についても慎重な姿勢でモニタリングを続けています。この分野では、価格とクレジット・リスクが投資家によって精査されており、大きな下落となっています。CMBSについては、多くの企業が家賃支払いを削減するなかで、さらに価格が下落する可能性があると考えています。

その他、英国及び欧州の住宅ローン担保証券(RMBS)で投資機会が提供される可能性がありますと見ています。英国及び欧州で新たに発行されたMBSは当初、2年から3年の間にコールされるという想定の下で発行されましたが、現在ではかなりコールが先延ばしされるという予想から、価格に大きな落ち込みが見られます。しかし資本市場から完全に資金調達をしている一部のオリジネーターは、今後1年~1年半の間に市場が落ち着いたタイミングでコールをするインセンティブを引き続き持っていると考えています。市場では、大半のディールについて、この可能性を織り込んでいません。そのため、英国のAAA格RMBSの価格は90ポイント台半ばで、割引マージンは100~200bpsとなっています。メザニンについては、価格は60~80ポイントで、担保条件によって差はあるものの、一桁台後半から10%台前半の利回りを提供しています。

この不確かな時代を上手く切り抜ける最良の方法は、魅力的な投資機会が顕在化したときにそれを活用できる柔軟性を持っている戦略への投資であると考えています。

引き続き規律ある投資プロセスとリスク分析を重視していきます。

投資機会は多く存在し、ボラティリティが高まるなかでさらに増加していくと考えています。一部の市場ではかなりのアップサイドが提供される一方、元本が毀損し損失を計上することになる資産もあると見えています。そのため、元本毀損を防ぐことに注力したボトムアップによるファンダメンタルズ分析が重要になるでしょう。

ディスクレームー

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 0.60%（税抜） / エマージング短期総合債券戦略：年率 0.60%（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） / レバレッジド・ファイナンス・トータル・リターン戦略：年率 0.75%（税抜）

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をご遠慮下さい。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。