

証券化クレジット債における割安なものを見極める



トム・モウル
ポートフォリオ・マネジャー

2022年11月3日

証券化クレジット債市場は他の債券の資産クラスと比較してより大きな調整が見られと考えており、非常に魅力的な投資機会を提供しています。

2022年、世界的なインフレへの対応とそれに伴う大幅な金融環境の引き締まりを受け、債券やその他のリスク資産は圧力下に置かれました。ウクライナ紛争が天然資源に及ぼす影響、最近では英国の年金基金が流動化を進めたことによる過剰供給など、リスク資産の価格圧力となるいくつかの要因が重なっています。

一部の市場では、ファンダメンタルズのリスクとバリュエーションに乖離が見られます。投資家が市場の調整を活用する際に重要なことは、ファンダメンタルズよりもむしろテクニカルな要素を捉えることです。証券化クレジット債市場は他の債券の資産クラスと比較してより大きな調整が見られと考えており、非常に魅力的な投資機会を提供しています。魅力的な絶対及び相対的な水準だけではなく、証券化クレジット債のファンダメンタルズは堅固で、デフォルトに対してより強いプロテクションを提供します。今日の投資環境においては、元本毀損を防ぐことが何よりも重要と言えるでしょう。

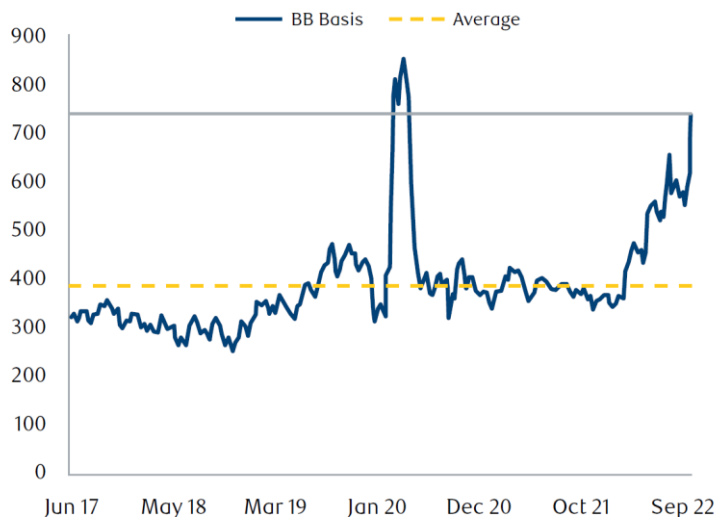
このレポートでは、証券化クレジットとその他の資産を比較して、最も魅力的なバリュエーションを提供している資産について深掘りしていきたいと思います。

CLO

まず、企業向け債権を裏付けとした証券化商品であるCLO（Collateralised Loan Obligations：ローン担保証券）を見てみましょう。企業の借り手が担保の主体であり、リスク要因が類似していることから、社債と直接的な比較をすることが出来るでしょう。図1（次ページ参照）は、欧州のBB格社債と比較したBB格CLOの信用スプレッドを示しています。社債とCLOを比較した信用スプレッドの差異は、ボラティリティの小さな時期よりもはるかに大きく、新型コロナ・パンデミックの時期に近い水準にまで拡大しています。

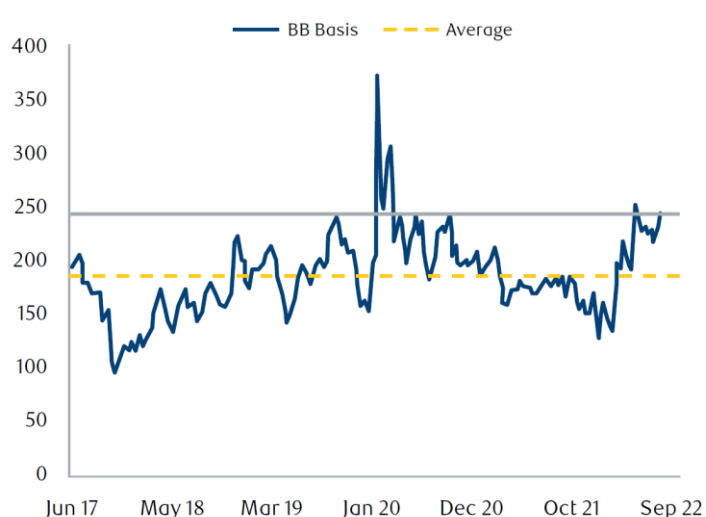
一方、図2（次ページ参照）では、同じ分析を米国で行った場合、その差は欧州よりも小さいことがわかります。欧州CLOは米国CLOよりも調整が進んでおり、スプレッドが正常化すればアウトパフォームするでしょう。この差の一因は、欧州企業の方が高いファンダメンタルズ・リスクを抱えていることにあります。しかし、CLOのデフォルトに対するプロテクションの水準を考慮すると、CLOの価格は過度なファンダメンタルズ懸念を織り込んでおり、多くのテクニカルな要因が価格の動きを主導していると考えています。例えば、英国の年金基金による流動化に伴う膨大な供給過多や欧州の証券化クレジット債の投資家層の変化などが挙げられます。最後に、この分析は、CLOの異なる格付けにおいても同様の結果が得られます。欧州CLOのバリュエーションは、資本構造全体を通じて、ファンダメンタルズから乖離している状況にあると考えられます。

図1: 欧州BB格社債に対するCLO信用スプレッド



出所：ウェルズ・ファargo、ブルームバーグ

図2: 米国BB格社債に対するCLO信用スプレッド

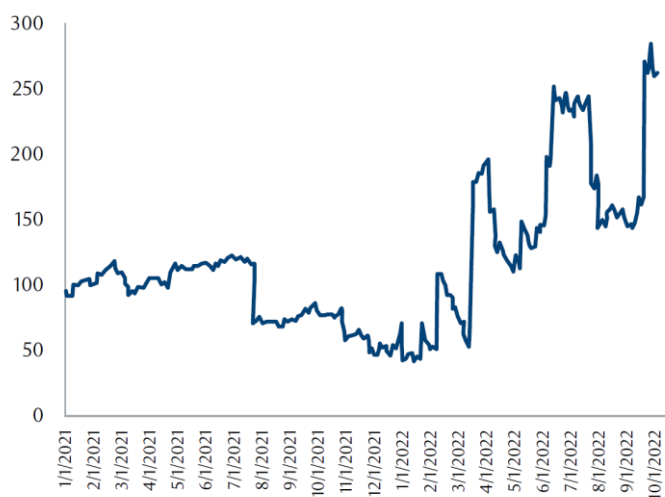


出所：ウェルズ・ファargo、ブルームバーグ

米国エージェンシー・モーゲージCRT（信用リスク移転）証券

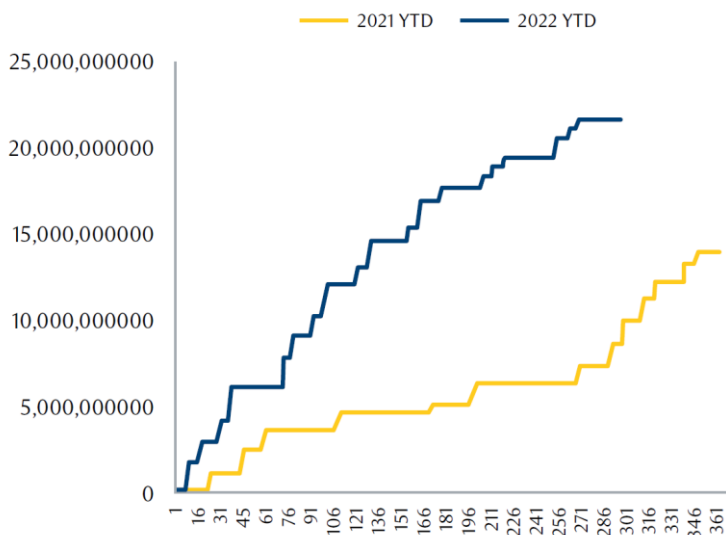
証券化クレジット市場の中で、投資家に魅力的なバリュエーションを提供しているのはCLOだけではありません。もう一つのセクターとして、連邦住宅抵当公社（ファニーメイ）と連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）が発行し、米国の住宅ローンを裏付けとする米国エージェンシー・モーゲージCRT（信用リスク移転）証券が挙げられます。図3は、これらとBBB格社債のスプレッドを比較したものです。なぜバリュエーションが調整したかを考えることは常に重要です。この場合は、図4に見られるように、膨大な住宅ローンを2021年にファニーメイとフレディマックが対応したため、年初に市場は供給過多となりました。さらに、住宅ローン金利の大幅な上昇に住宅市場がどう対応するかが不透明であったことも、ボラティリティを高める要因となりました。このリスクは住宅価格の上昇を織り込んだ年限の長い住宅ローンへの集中的な投資、米国の住宅ローンの引受は信用力が高く住宅ローンが固定金利であり、既存の集団はローン金利の上昇が純粋な圧力となるわけではないといった事実によって、軽減できます。今後、金利上昇により住宅ローンの発行が大幅に減少することが想定されることから、供給も大幅に減少すると考えられます。

図3: BBB 格CRT新発債とBBB格社債の差



出所：ゴールドマン・サックス

図4: CRT新発債の供給量



出所：ゴールドマン・サックス

英国RMBS

最後の例は、英国のRMBSです。AA格の債券は、ファンダメンタルズ・リスクの高まりに対して、非常に盤石なプロテクションを有しています。しかし、上述した全ての要因と英国が直面している現在の不確実な環境により、これらの債券は急激に下落しました。図5は英国社債とのスプレッド差です。AA格のRMBSが減損し、元本が全額戻らないこととなるには、累積損失が住宅ローンのプールで20%程度に達する必要があります。グローバル金融危機(住宅ローンの引き受けの質がはるかに悪かった時期)の際の損失率は4%以下でした。これらの証券は非常に強いプロテクションを持ち、バリュエーションの変動はテクニカルな要素に起因していることが分かります。

図5: 英国NC AA格と英国AA格社債の差



出所：シティ

結論として、証券化クレジットという資産クラスのバリュエーションは、様々な資産タイプ、資本構造、地域において、調整が進んでいます。こうした調整によって、投資家には、相対及び絶対水準でみて優れたエントリー・ポイントが提供されており、大きな質の高いリスク調整リターンがもたらされる可能性があるかもしれません。

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主な手数料や費用等は以下ようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。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になります。

ロング・オンリー戦略					オルタナティブ戦略		
(年率、税抜き)					(年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマーヅィング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■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又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

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、別途記載のない限り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、当社の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。

以上



RBC BlueBay
Asset Management