

ストラクチャード・クレジット市場：2021年の見通し



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

2021年1月26日

マクロ環境

各資産の2020年のパフォーマンスを振り返る中で、ドイツ銀行のリサーチ・ノートに、38ある投資可能な資産のうち、28資産（株式インデックスや債券、コモディティ、米ドルに対する通貨）が上昇し、2020年10–12月期には、そのうちの37資産が上昇したと書かれたことに目が留まりました。このレポートでは、新型コロナウイルスは实体经济に深刻な影響をもたらしたものの、資産価格には無風だったことへの言及が大半でした。骨子となるテーマはシンプルです。世界中の中央銀行及び政府による大規模な金融と財政の支援です。

当然ながら、ワクチン接種が加速していることに対しては安心感を抱いています。しかし、今後の市場の方向性を左右する要素として深読みはし過ぎずに、むしろ資金の流れについて行きたいと考えています。

米連邦準備制度理事会（FRB）が量的緩和（QE）の解消の最終段階に達し、「ソフト・ランディング」を試みようとしていた2018年のことを振り返りたいと思います。この時、パウエル議長が市場との対話に失敗し、市場（と当時の米大統領）が小さなタントラム（癩癩）を起こしました。この出来事は金融政策の正常化における最も難しい点を表していると考えています。ファンダメンタルズ分析にさほど注意を払わず、潤沢な資金供給が投資を決定づける状態に投資家が慣れている状況において、財政及び金融政策における大きなネガティブ・サプライズがあった場合、市場には大幅なボラティリティがもたらされる可能性があります。

2020年に实体经济は落ち込んだものの、ワクチンが日常生活に戻る助けとなる中で、2021年には経済回復が始まり、資産価格に「追いつく」展開となりそうです。2021年の成長率は大幅な上昇が見込まれているものの、2021年後半の「正常化への復帰」が大方織り込まれた足下のバリュエーションを考慮すると、多くの資産が堅調なリターンとなった2020年と比較して、今後は落ち着いたリターンに留まると見えています。

政府と中央銀行は、2020年対比で緩和姿勢を弱めた政策ミックスに転換する可能性があることから、ボラティリティの高まりが懸念されるものの、グローバルで見た国債利回りは0%、あるいはそれを下回る水準で抑制されていることには注目すべきでしょう。資本市場へのアクセスも簡単で、歴史的に低金利の中で企業は資金調達（あるいは債務の借り換え）を行うことが出来ます。それに加えて、プライベート・エクイティやプライベート・デットの投資家が潤沢な手元資金（ドライ・パウダー）を持つ中、今年は市場で大幅な調整が起きる可能性は低いと考えています。

この投資環境の中でストラクチャード・クレジット市場は、魅力的なスプレッド・プレミアムにあり、それ故に他の債券資産を上回る利回りとなっていることから、その他資産に勝るリターンを期待できると考えています。資産の大半が変動金利であり、住宅といった実物資産が担保となることから、インフレ上昇に対するプロテクションを一定程度、投資家に提供していると考えています。

CLO

これらのテーマをローン担保証券（CLO）投資に当てはめる際、まずはデフォルト率の上昇に耐えることができ、ワクチンの有効性、あるいは予想外の財政及び金融政策の変更といったネガティブなニュースによってボラティリティが高まる環境でも、持ち堪えられる信用力の高い資産を購入することが重要になると考えています。2021年最初の数か月は多くのビジネスにロックダウンの影響が及ぶと見ています。長期的目線で見ると、消費行動や労働環境は恒久的に変化した可能性があり、ビジネスの運用の見直しが求められています。

図1：AAA格の欧州CLOトランシェと欧州投資適格債の
スプレッド推移



出所:シティグループ、2021年1月6日、ICE BofA Euro Corporate Index (ER00 Index) Bloomberg

そのため、2021年を通してデフォルト率は緩やかに推移すると予想しています。BBB格のトランシェは米国及び欧州において、それぞれ累計デフォルト率が34%及び40%の水準に到達するまで持ち堪えることが出来ると見ています。現在とこのころ、これらのトランシェのスプレッドは300～400bpsとなっており、ハイ・イールド社債への投資と同等のスプレッドが得られます。BB格のCLOトランシェは累計デフォルト率が25%～30%に到達するまで持ち堪えることが出来ると見ており、現在のところ、キャッシュに対して550～700bpsのスプレッドを提供しています。

米国CLO市場では、トラックレコードに基づくマネージャーの序列が引き続き決定的な特徴となっています。CLO運用で長いトラックレコードを持つマネージャーは、新規の参加者と比べると、必要となる資本をより低コストで得ることが出来ています。LCDニュースによると、2020年は5つの新たなマネージャー（合計では90のマネージャー）からの案件が見られました。これに対して2019年は108のマネージャーでした。

この序列に加えて、ここ最近の新発債とウィルス流行前に発行された銘柄の間にベースが生じています。米国CLO市場のBBB格資産を見ると、ベースは50bps、BB格資産においては、150bpsの差が見られています。このうちのいくつかは、2020年にクレジットでの損失を実現したことが影響しているのですが、一方でファンダメンタルズ分析を活用すれば、追加的なリスクをほとんど抱えることなく、上乘スプレッドを得られるという相対価値による投資機会を見つけ出せると見ています。また、CLOの全資本構造において借り換え取引が増加することを見込んでおり、非投資適格証券は額面を下回る水準で取引されていることから、7～9%の魅力的なリターンが得られると見ています。2020年に大きく回復したCLOのエクイティ部分は、依然として12～20%のリターンが期待できますが、2021年にデフォルトが増加することを考えると、慎重な分析が必要だと思えます。

RMBS

2020年の市場の激しい動きを考慮すると、住宅ローン担保証券（RMBS）は想定よりも堅固に推移しました。RMBSは超緩和的な金融政策のメリットを受けており、借り手は低い金利水準を利用して前倒しでの支払いを行う一方、住宅価格は最高値を更新し、二方向からのレバレッジ解消の効果が見られる中、多くの取引でローン・トゥ・バリュー（LTV）比率が改善しています。住宅ローン、借り換え、住宅購入での増加をもたらした、多くのファンダメンタルズ要因は（歴史的に低水準にある住宅ローン金利や可処分所得の増加、購入者の嗜好変化など）2021年においても継続すると見ています。

そのため、2021年は当資産クラスファンダメンタルズに対して前向きな見方を維持しています。ウィルス流行後のK字型の経済回復や強制退去の一時猶予などを受けて、市場は投資用賃貸ではなく、居住用RMBSをより好むようになってきました。しかし、シニアや投資適格の格付けではテクニカル面がポジションを左右する可能性があるものの、最も投資妙味があると考えているのは、ノンプライムRMBSの資本構造上のメザニンの部分です。シニアのスプレッドは2020年初期の水準に戻っているものの、メザニンのトランシェは50%の回復に留まっています。表1は米国非適格ローン市場のインデックスであるAOMT（Angel Oak Mortgage Trust）からの例を示しています。従って資本構造上でのスプレッド縮小は2021年前半の重要なテーマとして見ています。

表1

Deal	AOMT 2020-1	AOMT 2020-R1	
Date	Jan-20	Dec-20	
Tranche	Pricing Spread	Pricing Spread	Spread Change
AAA	75	75	+ 0
AA	95	100	+ 5
A	105	135	+ 30
BBB	150	225	+ 75
BB	210	329	+ 119

出所:ブルーベイ・アセット・マネジメント、2021年12月

ABS

危機を迎えるまで消費活動は安定していたことから、消費者関連の資産担保証券（ABS）は2020年のロックダウンによって圧力が強まる局面でも持ち堪えることが出来ました。実際は、消費者の可処分所得は増加したものの、リスクオフの心理によって、2020年1-3月期から急速なレバレッジ解消の動きが見られました。サブプライムや借り手がより脆弱なサブセクターでは、政府による給与補填やその他の支援がショックをいくらか緩和しました。2021年はこれら支援の一部終了に伴い、ノンプライム消費者関連のABSのパフォーマンスは悪化すると予想していますが、これは証券化の構造によっていくらか緩和されると考えています。最終的には、中央銀行の当資産に向けた支援はスプレッドの下支えになると見えています。

中小企業（SME）ABSや航空機ABSといったサブセクターは、昨年のロックダウンからの回復が遅く、一部は今年に入り圧力が強まっていることもあり、今後のパフォーマンスは苦戦が続くと予想しています。時間が経てば、ワクチン普及や経済再開はこれらディールの状況改善を後押しすると見えています。超低金利の世界で利回りを求める姿勢や長期の見通しが短期的なファンダメンタルズへの圧力を打ち消す可能性を先行的に捉えた市場の動きが見られるかもしれません。

CMBS

商業用不動産は担保資産の質によって大幅なパフォーマンス差が生じた市場でした。小売向けはウィルスの流行前から苦戦を強いられていましたが、実店舗での買い物などに対する制限が厳格化する中、オンラインへのシフトが更に加速しました。純資産有利子負債比率（ローン・トゥー・バリュー；LTV）が低い小売企業ですら、ウィルス流行後にテクニカルなデフォルトに苦しみ、ショックによる影響をレバレッジの低さや構造上のプロテクションでも十分に埋め合わせられなかった状況を踏まえると、エージェンシー商業不動産担保証券（CMBS）の中核を成すセクターの長期的見通しは、苦境に立たされていると考えています。特に都市部のオフィスは安定的な資産クラスだと見なされていましたが、在宅勤務へのシフトは企業テナントがオフィス面積を縮小させることにつながり、少なくとも長期見通しに対する不透明感は一段と強まっています。ウィルス流行前のディールに影響をもたらすほどの急速に進む変化ではないかもしれませんが、今後組成されるCMBSに組み入れられる割安なノンロフィー・アセット（注目される物件以外のもの）は減る結果になると考えています。ホテル向けCMBSは、安値圏から反発が見られたものの、ファンダメンタルズ面で依然として下押し圧力が掛かっていることから、回復はワクチン普及よりも後になると見えています。一方、物流や冷蔵倉庫といった担保資産はやや複雑な資産として考えられていたものの、底堅いパフォーマンスを残しており、2021年は当資産クラス内の代表資産としてのポジションを確立する年になると考えています。

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主な手数料や費用等は以下になります。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となります。

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	イマージング債	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