

ストラクチャード・クレジット市場

ABS資産の盤石さ



トム・モウル
ポートフォリオ・マネージャー

2021年5月12日

リスク資産においては、昨年後半からのポジティブなモメンタムが2021年に入ってから継続しており、資産担保証券（ABS）市場もその例外ではありません。住宅ローンや自動車ローン、クレジットカード、レバレッジドローンなどセクターや地域を問わず、裏付けとなる担保資産のパフォーマンスは概ね好調であり、魅力的なスプレッドと相まって、新たな投資家を惹き付けています。

ワクチン普及が進む中、今後数ヶ月のうちに、大半の主要国経済が再開し、ある程度の正常化を取り戻す道筋が見えてきました。2021年の上半期末を迎えようとするなかで、一息ついて現在の状況を把握し、今後の方向性を考える好機であると考えています。

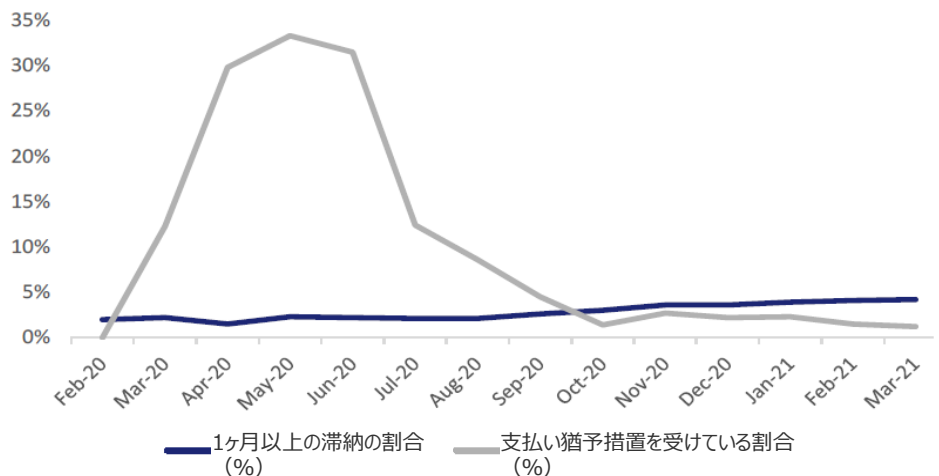
ファンダメンタルズは堅固である

昨年1-3月期末に高まったファンダメンタルズへの懸念はまだ顕在化していません。政府の大規模な支援により、担保資産の種類にかかわらず、パフォーマンスは堅調に推移しました。

英国のノンコンフォーミング・モーゲージを例に見てみましょう。支払い猶予措置を借り手は利用することができ、ほとんど制約なく利用できることが非常に上手く伝えられたため、非常に高い利用率となりました。ピーク時には、およそ30%の英国ノンコンフォーミング・モーゲージが支払い猶予措置（市場全体で見て15-20%）を受けていましたが、これはモーゲージ債の利払いの遅延にほとんど至っていません。その後、猶予期間が終了するなかでも滞納は2%未満の増加に留まったことで、このような傾向がパフォーマンスの悪化を覆い隠しているのではないかと懸念は和らぎました。図のグラフは代表的なノンコンフォーミング・モーゲージのパフォーマンスを示しています。

労働者のおよそ12%が依然として一時帰休の状態である中、支援制度終了後の2021年7-9月期、あるいは10-12月に失業や滞納件数が増加する可能性があります。支払い猶予措置を受けているノンコンフォーミング・モーゲージが全体の3%以下となるなか、さらなる滞納額の増加は抑えられると見ています。

代表的な英国ノンコンフォーミング住宅ローン担保証券（RMBS）のパフォーマンスデータ



最も脆弱とされる世界金融危機（GFC）の直前に組成されたノンコンフォーミング・モーゲージを見ると、1か月以上の滞納が2009年にピークの30%以上に達し、その後何年も高止まりしました。当時でさえ、RMBS債の損失は非常に限定的でした。

現在では当資産クラスの耐性ももっと強まっていると見ています。ローン・トゥ・バリュー（LTV）比率の改善とともにモーゲージの審査基準はさらに厳しくなっており、より多くのクレジット・プロテクションが付帯され、ABSの取引は保守的なストラクチャーとなっています。こうしたことから、英国のモーゲージ・クレジットについては前向きな見方をしています。

このような状況は英国のモーゲージ市場に限ったことではありません。ABSの担保の種類にかかわらず、ファンダメンタルズは全般的に盤石となっており、ストラクチャーも過去と比較して保守的なものとなっています。米国の非適格モーゲージ市場でも、救済措置（フォーベアランス）が約20%まで急増するという同様のトレンドが見られましたが、堅固なファンダメンタルズを背景に健全な回復が見られ、その割合は足下で10%以下となっています。この数字も構造的に吸収できる範囲内になっています。オランダのプライム市場や投資目的（Buy-to-let）などの他の住宅モーゲージセクターでは、支払猶予措置はそもそも検討されるものではありませんでした。

モーゲージ市場以外でも、パターンは似ています。ローン担保証券（CLO）投資では、これまでのところ、ローンのデフォルト率は過去のサイクルを大幅に下回る水準でピークに達しています。現在、非投資適格の企業のデフォルト率が、欧米ともに8%以下の水準でピークを迎える中、デフォルト率はGFC以降の低水準に戻っていると考えられます。繰り返になりますが、AAA格もしくはAA格のCLOが元本を毀損したことはGFCでもなく、社債市場と比較してCLO市場の損失率は低かったものの、CLO市場のストラクチャーはさらに改善してきています。

パンデミック期間中のABSの担保資産とストラクチャーのパフォーマンスを見ると、当資産クラスの強いショックに対する耐性を証明していると考えています。今後はこの資産の案件やストラクチャーの高い質を示す事例として、GFCや欧州債務危機に加えて、Covid-19パンデミックを挙げることができると見られます。

需給面

供給は順調に消化されていますが、今後の市場はどこに向かうのでしょうか。

2020年はCovid-19による影響を受けた新規発行市場でしたが、2021年初めのプライマリー市場での発行額は非常に健全であり、新たな資金が流入したこともあり、概ね順調に消化されました。一部の資産、特に大幅な供給増

加がスプレッドの圧迫要因となった非投資適格のトランシェなどは弱含みましたが、これは投資機会となりました。夏に向けて、ABS市場では発行ペースが減速しており、ここ数週間は供給が抑えられていることで需給面は改善しています。欧州のABSは欧州中央銀行（ECB）が買い手であることも需給面の下支えとなっています。

しかし、利回りはどうでしょうか。

その他のリスク資産と同様に、ABS市場も利回りが低下しています。グローバルの中央銀行は、「リターンなしのリスク資産」とも言えるマイナス利回りの債務を13兆ドル超生み出し、クレジット市場などのリスク資産の価格を押し上げてきました。しかし、大局的に考えると、ABSの絶対的なスプレッド水準は魅力的であり、社債や国債のリスクと比較して優位であると見ています。

3年物のAAA格英国ノンコンフォーミングRMBSのスプレッドは75bpsであり、4年物のAAA格CLOのスプレッドは120bpsとなっています。これはここ最近の社債市場で見られる新発債（典型的なBBB格5年債のスプレッドはおおよそ40bps）と比較して魅力的であり、低いリスクと短いスプレッド・デュレーションで、より高いリターンが獲得できる機会を提供していると考えています。資本構造のより低いところに目を向けると、スプレッドの上乗せ幅はさらに拡大し、BBB格社債のスプレッドが40bpsであるのに対して、5年物のA格およびBBB格CLOはそれぞれ200bpsと300bpsの水準で取引されています。

またABSには、分散効果が得られる利点や変動金利、つまり金利デュレーションが短いという特徴もあり、インフレ及び金利の方向性が不透明な世界において注目が集まると見ています。そのため、現在の環境では、投資家が既存の保有資産を補完するためにABSをポートフォリオに加えることは非常に説得力があると考えています。

次は何が起きるのでしょうか。

現在、当社のポートフォリオでは、相対価値の面で魅力があり、上乗せのキャリーを提供する投資機会を活用していますが、リスクは低位に抑え、デフォルトや担保資産の劣化による影響に対して十分なクッションを持つ銘柄への投資をしています。現在、市場は堅調に推移していますが、一部では供給過多が見られており、よりスプレッドが拡大した水準で投資を行う機会が生まれていると見ています。足下のリスクを認識し、デュレーションを短く維持している他、変動金利債を通じて金利上昇の影響を抑えながら、今後のボラティリティー上昇局面をうまく捉えられるように備えをしています。

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