



## 証券化商品におけるクレジット・ プロテクションについて説明します

いかなる債券投資戦略においても、元本毀損を防ぐことが中核にあるべきであると考えています。今回は、証券化商品のクレジット・プロテクションをどのように評価しているかをご紹介します。

私たちは常に自問自答しています。「投資が根本的に損失を被るのはどのようなときか」

その他の質問と共に、何が時価変動リスクとなり、どれくらいの流動性が想定されるかといった問いが私たちの投資プロセスの基礎を築いています。

**投資が根本的に損失を被るのはどのようなときか**

概して、今日の証券化市場は非常に保守的に構築されており、厳しい担保条件が求められていることが、デフォルトに対する潜在的な緩衝材となっています。

図1は、住宅ローン担保証券（RMBS）セクターの例を用いて、今日の市場環境を可視化しています。グレーの点線は、典型的なAA格の英国モーゲージ債券が損失を被ることになる、モーゲージのデフォルト率を示しています。青色の線は、2007年に組成された（ヒストリカルに最も弱いヴァンテージ）代表的な英国ノンプライム・モーゲージの過去のデフォルト率を示しています。

2021年7月26日



**トム・モウル**  
ポートフォリオ・マネージャー

図1：RMBS市場のデフォルト分析



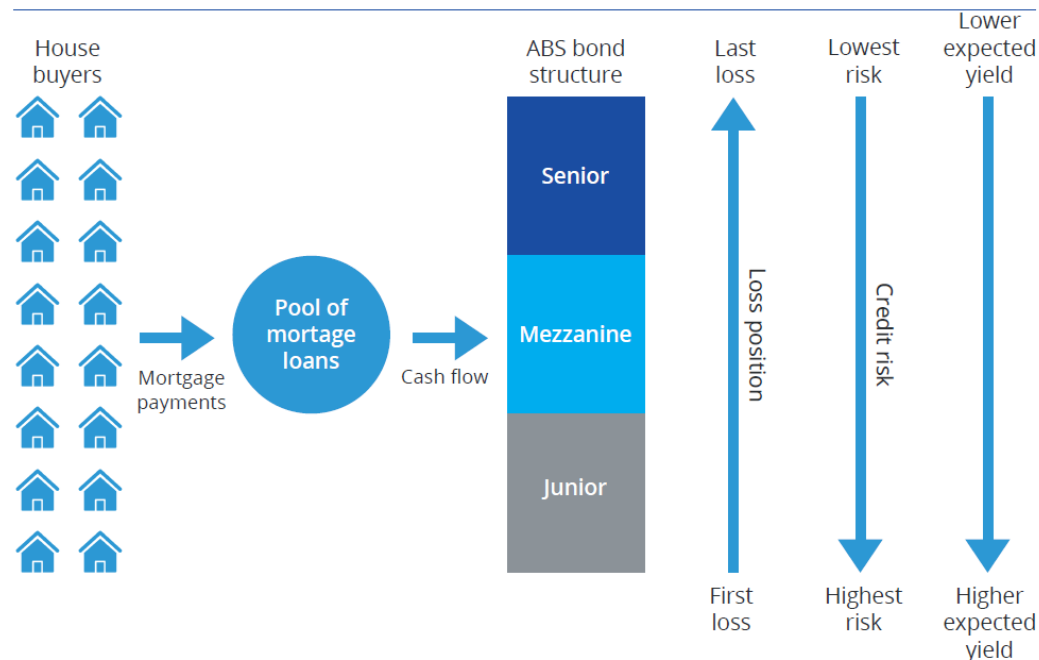
出所：Moody's, Intext, ブルーベアセットマネジメント、2021年7月時点

現在の投資が減損となるには、デフォルト率が2007年に見られたピーク時の2.6倍の水準に達し、それが永遠に続くという状況（あるいは2007年のヴァンテージより累積損失が5倍以上大きくなる）となる必要がありますが、今日のモーゲージの質を考えると、これは極めて可能性が低いと考えられ、ブルーベアがRMBS市場のファンダメンタルズ・リスクに対する前向きな見方の根拠となっています。

### どのようにしてリスクからの距離をここまで取ることが出来ているのか

ここで一度、資産担保証券（ABS）の仕組みを思い出してみましょう。図2で示されているように、ABSは担保資産をプールにして作られ（この例ではモーゲージを用いています）、担保資産からのキャッシュフローがそれぞれのトランシェへの支払いに充てられ、損失は下位の資産から配分されます。

図2：投資家によって違うリスク・リターン特性



ABSの構造を考慮せずとも、モーゲージ債券では一つ目のプロテクションとして、少なくとも不動産の借手が提供する出資部分があります。モーゲージの裏付けとなる担保資産のローン・トゥ・バリュー（LTV）比率は一般的に60-75%で、借手は25～40%の頭金を支払っていることから、モーゲージがデフォルトした際には、最初の損失は借手が負うこととなります。

不動産価格が大きく下落し、損失が出資額を上回った場合、損失はABS構造における下位の資産から配分され始めます。

グローバル金融危機の後、格付け会社や投資家は保守的な姿勢を強めたため、資本構造の中で劣後債の規模が大きくなりました。AA格トランシェに対する劣後部分が2倍になっているケースもあります。

その結果、現在では、投資適格債券はデフォルトに対する強固な緩衝材を持ち、特に、裏付けとなる担保の質が高いことを考慮すると、将来の潜在的なデフォルトサイクルにおける損失を十分に吸収することが出来ると考えています。

債券のクレジット特性に安心感を持つことが出来たのであれば、投資プロセスにおける次のステップは、提供されているスプレッドと想定される時価変動のボラティリティを検討することです。ABSは現在、スプレッドは大幅に拡大した水準にあるほか、時価変動のリスクを抑えるために加重平均残存年限が短く、予想される金利上昇へのプロテクションとなる変動利付債となっています。担保の種類（モーゲージ、消費者ローン、企業ローンなど）や債券の返済優先順位が異なれば、リスク要因やリターン特性も異なるため、投資家は高い質でありながら、分散されたポートフォリオを構築することができます。

全体として見れば、当資産クラスは魅力的な投資機会を提供していると考えています。

ABSの構造を考慮せずとも、モーゲージ債券では一つ目のプロテクションとして、少なくとも不動産の借手が提供する出資部分があります。

## 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 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (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