



ストラクチャード・クレジット：2022年の見通し



シド・チャブラ

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12月

2021年は経済成長の回復、ファンダメンタルズの改善、活況な新規発行により、ストラクチャード・クレジット債市場は全般的に堅調なパフォーマンスとなりました。

一年の内ではボラティリティが高まる局面も見られ、その中でも目立った動きが見られたのは、新型コロナの変異種「オミクロン株」の話題が浮上した11月末にかけての市場でした。

2022年を見通すにあたり、市場と投資家にとって障壁となり得る材料について考えていきたいと思えます。

市場

- トレンドを上回る経済成長、失業率の低下、家計のバランスシートの強固さ、という環境は追い風になるでしょう。
- 向かい風は、中央銀行による支援の縮小、インフレ率、金利上昇、グローバルなニュースを今だに牛耳り、消費者心理に重石となっている新型コロナ・パンデミックによる不透明感、といったリスクが挙げられます。
- 個別材料によるデフォルトが増加するであろうと予想しています。タイトなサプライチェーン、労働力の不足に加えて、コスト・インフレの影響によって、個別ショックの可能性が増すということが背景にあります。
- ストラクチャード・クレジットは、資産クラスのほとんどが変動金利の特性やデフォルトに対する構造的なプロテクションから、こうした課題に対処することが出来ると考えています。さらに投資適格のストラクチャード・クレジットは、投資適格の社債と比較して、スプレッド・デュレーションが短くなっています。そのため、ストレス下の市場のボラティリティに対して、通常は価格のブレが小さくなると言えます。

投資家

- 投資家にとっての最大の難題は、リスクを取り過ぎることなく利回りを得ることでしょう。グローバル債券市場の20%がマイナス利回りとなっている中、投資家は魅力的な利回りを得ることが難しくなっています。
- ストラクチャード・クレジットは、これに対するソリューションになると考えています。ほとんどのアセット・タイプにおいて、シニアなトランシェでもプラスの利回りとなっており、同格付けの社債と比較しても高い利回りを提供しています。

2022年の主要テーマ

ファンダメンタルズ

1. 消費関連は良好な状況ながら、今後は苦しい局面も

消費者関連の担保証券（コンシューマーABS）と住宅ローン債権担保証券（RMBS）は概して堅固で、2021年を通して堅調なパフォーマンスとなりました。ファンダメンタルズは盤石で、一部の分野では2020年に若干悪化があったものの、その後回復が見られました。

米国では、住宅市場は非常にしっかりしていますが、金利上昇による影響の可能性と、住宅価格が購入可能な水準にあるのかという高まる疑問点を引き続き注視しています。最も魅力的なバリエーションを提供するのは、より時間が経過した担保で、住宅価格の上昇が相当含まれており、より高い住宅ローン金利で組成されていることから、期限前返済率が高く、エクステンション・リスクが軽減されています。

欧州ではほとんどの住宅ローンについて、支払い猶予期間が終了しましたが、図1で示す滞納率からも分かる通り、RMBSのパフォーマンスへの影響は限定的です。

住宅市場は強い状況にあると考えています。英国市場を見ると、住宅価格の上昇は、不動産購入の印紙税減税やロックダウン後のバントアップ需要から、2021年9月にグローバル金融危機（GFC）以降のピークに達したと見ています。2022年は、インフレ圧力と金利上昇、増税による影響から、住宅価格の上昇は減速すると考えていますが、構造的な供給不足が下支えになると見ています。

英国の賃貸市場は堅固で、2021年には賃貸用投資（BTL；buy-to-let）住宅が強い需要を集めました。金利が上昇に向かえばBTL住宅への需要は減退するかもしれません。

昨年今の時期と比較して、一時帰休スキームの終了、インフレ率とエネルギー価格の上昇、増税によって、英国市場についてはやや慎重な見方をしています。そのため、英国RMBS市場においては、よりシニアでディフェンシブなポジションを選択しています。

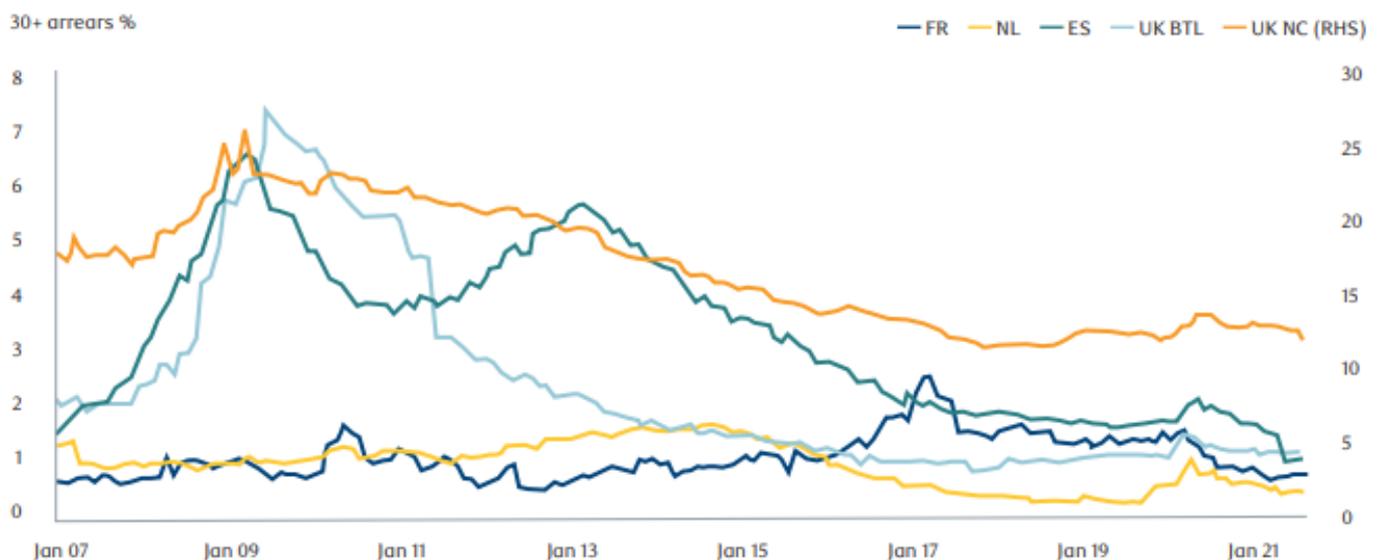
自動車の分野では、滞納率は新型コロナ前の低い水準から僅かに上昇しているものの、ドイツの自動車ABSは最も盤石なセクターと言えるでしょう。中古車市場の伸びにより、自動車ABS市場は全体的に恩恵を受けるとみています。

消費者関連ビジネスの最も大きなリスクは、インフレ率と金利です。価格上昇は消費者にとってマイナス材料となりますが、燃料や食料品といった材と金利の上昇による債務コストの上昇は、賃金インフレの上昇と累積された貯蓄によって、一定程度埋め合わせられると考えています。さらに、新型コロナのパンデミックが続いていることは消費者心理に重石となり、これが続けば消費者支出と経済成長にはマイナスに作用するでしょう。全体として、コンシューマーABS及びRMBSについては前向きな見通しであるものの、脆弱なエリアもあるだろうと考えています。

2. クレジットのファンダメンタルズは概ね安定しているものの、非常に低い水準であったデフォルト率は上昇すると予想

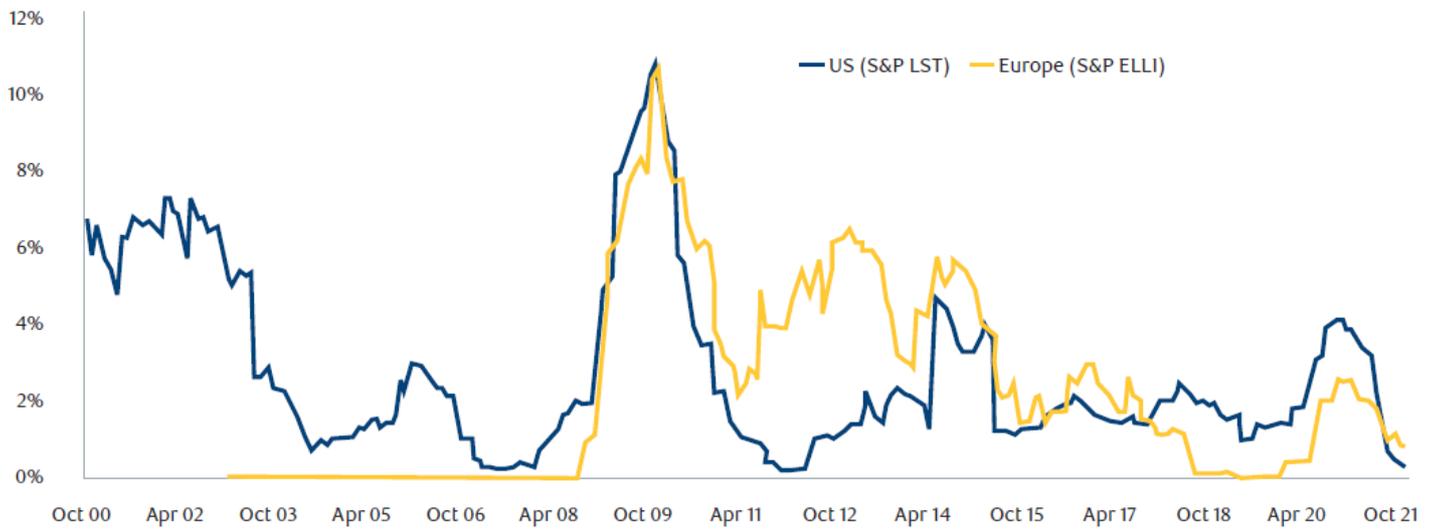
商業用施設では、大部分のビジネスが再開したことが、2022年にむけて商業用不動産担保証券（CMBS）市場の追い風になっています。リテール・セクターは懸念を持っている分野ですが、その他の不動産市場は新型コロナ後の世界において、安定感を見せてきています。オフィスの空室率は2021年7-9月期にわずかに低下しましたが、リターン・トゥ・オフィスへの流れは強くないことから、公共交通機関市場の多くは引き続き圧力下に置かれています。

図1：RMBSの30日間以上の滞納率



出所：Fitch, Morgan Stanley Research 2021年12月

図2：米国及び欧州のデフォルト率推移



出所：S&P LCD 2021年11月末

ホテル業の回復は進んでおり、レジャー関連のホテルは健全な需要が見られる一方、出張は構造的な変化を迎えており、回復は遅れています。集合住宅と工業不動産のファンダメンタルズは供給を上回る需要が見られる中で、堅固さを維持しています。明らかに脆弱な面もありますが、サプライ・チェーンのボトルネックが改善し、ビジネスが新型コロナによる混乱から完全に回復していく中で、これらのセクターは改善が見られると考えています。

ローン担保証券（CLO）では、欧州及び米国で共に担保の質の改善が見られました。この質の改善はCLOの構成にも反映されており、CCC格の比率は下がり、ローンのデフォルト率も低下しています。

CLOのファンダメンタルズは、トレンドを上回る経済成長とローンのデフォルトが低水準となる中で、来年も良好な状況が保たれるとみています。但し、デフォルトについては年後半に増加し、ストレス・レベルで取引される資産も増加すると見込んでいます（図2参照）。

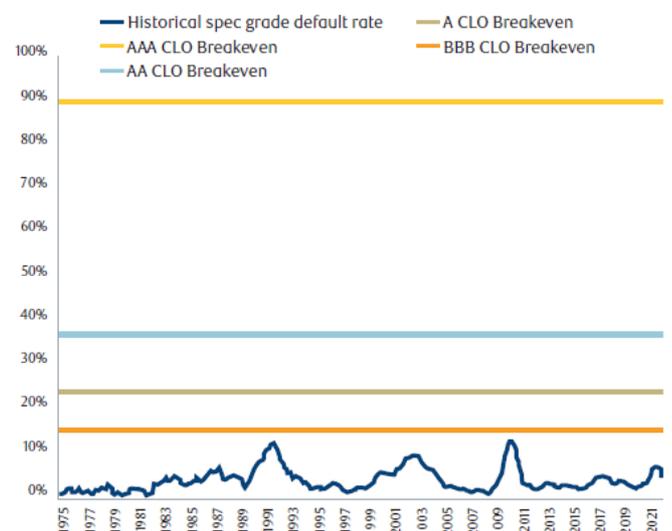
低いデフォルト率と金利上昇の可能性は、CLOにとって強い下支えとなります。特にエクイティ・トランシェにおいては良好なパフォーマンスになることを予想しています。さらにパフォーマンスの差別化も予想しています。個別リスクの高まりによって、CLOマネジャーにとっては、他社をアウトパフォームする機会が訪れると見ています。

債券投資家にとっては、CLOストラクチャはデフォルトの増加による影響から投資家を守るように、良くデザインされています。図3では投資適格のトランシェで損失が出ることになる、累計デフォルト率の水準を示しています。BBB格のトランシェが減損する水準は、世界金融危機時のピークである約12%というデフォルト率が継続的に発生するという想定になります。こうしたケースは予想しておらず、より低格付けの資産で保有が可能である場合には、メザニン・トランシェにも投資の魅力が高いと考えています。

米国では、LIBORからSOFR(Secured Overnight Financing Rate、担保付翌日物調達金利)への移行が新年の主要テーマになるとみており、実際にこの数週間でも既に話題となっています。2022年に設定されるCLOディールはSOFRを基準に設定され、LIBORに替わる適切な基準となるのか、投資家が探ろうとする中であっては、年初旬の需要は抑制されるかもしれません。

CLOマネジャーにとっては、負債は1つのパターンだけですが、資産サイドはより複雑なように思います。2022年1月以降に発行されるローンはSFORを基準に行われるものの、以前からのローンは主にLIBORを基準としています。ここにはLIBORとSOFRの間のベシス・リスクが発生しますが、CLOエクイティの投資家はそのエクスポージャーを取ることとなります。そのため、この移行に対して、どのように各マネジャーが対応するかによって、エクイティ部分のパフォーマンスには差が生まれるかもしれませんが、投資機会に繋がる可能性があるでしょう。

図3：CLOブレイクイーブン・デフォルト率



出所：Moody's 2021年6月末

供給面

2021年を通して、供給側のテクニカル面がストラクチャード・クレジット債市場のスプレッドの動きに大きく影響しました。この動きは2022年も続くと考えています。

プライマリー市場における供給は活況となり、米欧両市場でCLOがそれを牽引しました。現時点で、米国では1764億米ドル、欧州では366億ユーロの純発行があり、両市場で過去最高の発行額となりました。比較的落ち着いてマクロ環境と魅力的なCLOアービトラージによって、来年年健全なペースでの新規発行を見込んでいるものの、米国では既述の通り年初から数ヶ月はLIBORからSOFRへの移行によってやや減速が見られるかもしれません。

2021年は借り換えも活況となり、2020年にワイドなスプレッド水準で発行されたCLOは、より好条件で負債の借り換えを模索しました。CLOの借り換え・リセットは、通常はCLO市場全体に対して大きな影響を及ぼしませんが、テクニカル面においては大きな影響があります。借り換えのボリュームと新規発行の多さは、プライマリー市場のスプレッドの圧力となりました。来年もこうした借り換えは活発になると見ているものの、その水準は2021年ほどにはならないと考えています。

米国では発行額が減少したエージェンシーCMBSを除き、ABSやMBSの供給がほとんどのエリアで増加しました。不適格モーゲージ（非QM）債の発行は2019年の水準となり、ローンでは400億米ドル、RMBSでは250億米ドルの発行がありました。貸し手の競争と資金を手当てできる機会の拡大から、来年は新規発行は50-100%増になると考えています。新型コロナの影響によって、融資は引き締められましたが、非QMの平均FICOスコア（信用情報スコア）は、2017-2019年が710でしたが、新型コロナ以降は730に上昇しました。これは2022年に幾らか和らぎ、それによって発行が増加するとの見通しを持っています。

信用移転リスク証券（CRT）については、2021年の発行額は約200億米ドルでした。来年も同水準の発行を見込んでいるものの、期限前返済の鈍化によって、純発行額は今年の10億米ドルに対して約80億米ドルに上ると予想しています。

シングル・ファミリー住宅（SFR）のエリアでは、2021年に多くの発行があり、発行額は150億米ドルに上りました。発行体が資金調達コストの低下と足元の構造的な変化を魅力的と捉えていることから、2022年も高水準の発行が維持されると考えています。これらの発行は順調に消化され、市場のスプレッドには大きな影響は及ぼさないと見えています。

その他、ABS・MBS市場において、欧州での供給は2019年と同水準となり、2020年と比較すると発行額は減少しました。こうした供給状況によって、ほとんどの資産タイプのスプレッドは安定していました。RMBSでは約300億ユーロの供給がありましたが、英国のノン・コンフォーミング及びBTLの取引が活況となり、このエリアは来年も成長が見込めると見えています。全体として、前年比で発行は増えるかとみていますが、ゆっくりとしたペースになると考えています。

相対価値

今年、お出ししたコメントの中では、度々債券に対するストラクチャード・クレジットの相対的な魅力に触れてきましたが、この状況は今も変わりがないと考えています。

表1では、投資適格のストラクチャード・クレジット商品、社債、国債インデックスについて、平均年限、スプレッド・デュレーション、格付け、スプレッド、ブレイク・イーブン水準を比較していますが、ストラクチャード・クレジットのリスク調整後の魅力的なバリューを確認することが出来ます。より短いスプレッド・デュレーションと高い格付けで、よりワイドなスプレッドを提供しています。

ESG

2021年にABS、MBS、CLOなどのストラクチャード・クレジット市場において、ESGは大きなテーマとなりました。英国及びフランスではグリーンRMBS、英国ではソーシャルRMBS、ドイツではソーシャル・コンシューマーABS及びグリーンCMBSで、それぞれにとって初めての発行が見られました。2022年もこのモメンタムは強まると考えており、ESGラベルの発行は増えるかとみていますが、より全体的な市場の発行と比較すれば、かなり低い水準にあると見られます。

表1

	UK Autos	US CLO	US MI CRT	US Non-QM	European Investment Grade Corporates Index	US Investment Grade Corporates Index
格付け	A	AAA	BBB	A	A+	A-
スプレッド (bps)	160	140	216	125	52	95
スプレッド・デュレーション (年)	2.9	4.3	0.6	1.5	5.42	8.19

出所：OAS vs Libor spread, Bloomberg; European Investment Grade Index ER00, US Investment Grade Index C0A0, ABS and CLO sectors based on example bonds in November, 2021年12月10日

CLOについては、欧州ではネガティブ・スクリーニングが標準となっており、スクリーニングで排除される産業は増加しています。一部の欧州CLOではポジティブ・スクリーニングが取り入れられる例もありましたが、発行額は多くありません。米国では、新しく発行されるCLOの中で、ネガティブ・スクリーニングを実施しているのは全体の三分の一程度しかありません。

ESG分析をどのように取り入れるかについて、マネジャーは各々のアプローチを取っており、投資プロセスの一環としてCLOマネジャーがどのようなESGアプローチを取っているかを評価することは全体の質を見極める上で重要であると考えています。2022年は投資家がディールのESGリスクを分析する最も効果的な方法を体系化していく中で、CLOとABSユニバースにおいて大きなトピックになると見えています。

最後に

全体として、2022年にリスク市場が直面する課題について当社では認識を強めています。多くのエリアでファンダメンタルズは堅固に見えるものの、一部のエリアでは一定程度の不透明感があり、ボラティリティが高まる可能性があると考えています。ストラクチャード・クレジットは、魅力的な利回りとデフォルトに対する構造的なプロテクションとを両立する、変動金利資産へのエクスポージャーを投資家が見出すユニークな投資機会を提供していると考えています。



ディスクレーム

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	エマージング債	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



Global Asset Management
BlueBay Asset Management