



## クレジットが再び重要に RBCブルーベイ・証券化クレジットチーム

ミンスパイ、新年の抱負、ジム通いの再開と並び、「来年を見通す時期」です。良い時であっても、短中期的な予想は危険をはらみますが、少なくともここ数年についていえば、予想は難しかったと言えるでしょう。金利のピークアウトが意識され、金利から経済成長率へと不確実性がシフトしていると見られるなか、焦点はトップダウンからボトムアップの分析へと移っていくでしょう。クレジットが再び重要になっています。証券化クレジット市場の最大の強みのひとつは、デフォルトに対する投資家の強いプロテクションにあります。このような背景に対して、1つ確実なことは、証券化クレジット市場のバリュエーションが1年前よりも魅力的になっていることです。

当レポートでは、大胆な予測に焦点を当てるのではなく、2023年に証券化クレジットに投資することにより、不確実なダウンサイドから資産を保護しつつ、リスク資産全体の魅力的なバリュエーションによるアップサイドをいかに捉えられるかということについて、探っていきたいと思います。

### 資産の保全

2023年にはグローバルで消費者も企業も同様に、金利の高止まりと経済成長の鈍化によって圧力を受けると予想しています。その結果（しばしば予測不可能な）、個別事由によるデフォルトが増加するかもしれません。このような環境では、資本の保全が重要となります。証券化クレジットの構造は、最も厳しい予想をはるかに超え、重大なデフォルトを吸収することが可能です。

デフォルトに対するプロテクションの水準を理解するために、当社が投資する3つのセクター（米国と欧州のRMBS、米国のCMBS、米国と欧州のCLO）を考察してみましょう。

### 米国及び欧州の住宅ローン担保証券 (RMBS)

住宅ローン金利及びインフレの上昇は借り手の財政を圧迫し、住宅需要の減少と住宅価格の下落に圧力をかけています。しかし、住宅ローン市場は全般的に質の高い投資であり、前サイクルと比べても堅固なポジションにあります。

- **借り手が最初に被る損失** - LTV（ローン・トゥ・バリュー）比率はヒストリカルで見ても低い水準にあり、最近の住宅価格上昇の恩恵を受けています。その結果、所有者持分が上昇し、住宅ローン所有者が損失を受けるまでのバッファが大きく広がっています。
- **住宅所有者は一般的に裕福であり、生活費上昇の圧力にさらされることが少ない**と言えるでしょう。
- **2008年の景気後退以降、住宅ローンの引き受けは質が高く、LTVは低く、所得審査はより厳しくなり、インタレスト・オンリーやその他の脆弱な商品特性の普及はかなり抑制されています。**
- **特に賃貸向けや投資用住宅ローンでは、家主による支払いが難しくなった場合にも、賃借人からの収入源による恩恵を受けることも出来ます。**

住宅ローンに損失を伴うデフォルトが発生した場合、証券化の構造上、より劣後する債券から先に損失を吸収することになります。従来よりも低いレバレッジでの保守的なストラクチャーとなっていることから、当社が投資するトランシエは多額の損失を吸収することができます。

米国での具体的な事例として、シーズンド（期間が経過した）エージェンシー・モーゲージの信用リスク移転

（CRT）と適格モーゲージ（QM）は積極的に見ています。CRTはエージェンシーが保有する住宅ローンの信用リスクを移転するもので、QMは厳しい融資基準から外れるものの、投資家、自営業者、外国人など、質の高い借手を対象としたプライベート・レーベルの組成となります。

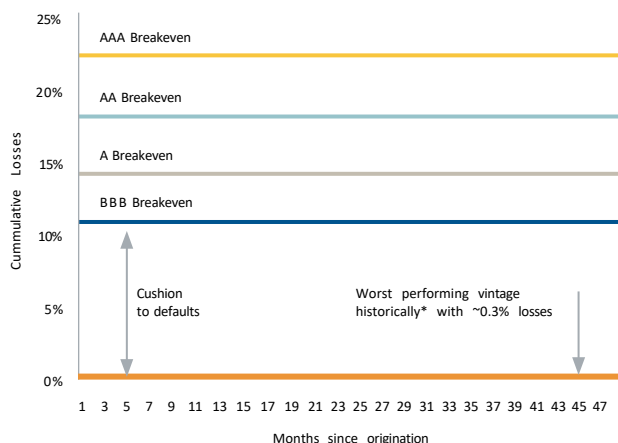
資産クラス	CRT	Non-QM
BBBトランシェLTV	52.1%	32.6%
BBトランシェLTV	52.4%	36.0%
オリジナル・プールLTV	72.2%	63.8%
カレント・プールLTV	52.9%	41.7%
WALA*発行時	6カ月	20カ月
WALA*現在	23カ月	47カ月
FICO	763	712

出所: ブルームバーグ、ブルーベイ  
\*加重平均経過期間

当社は、この両セクター（上の表を参照）において既述の箇条書きが全てあてはまるシーズンドを選好していますが、加えて、この2年間の住宅価格の上昇と住宅ローンの引受段階での保守的なLTVにより、BBB及びBBトランシェのレバレッジは低下しています。一方で、このリスクを保有するためのスプレッドは、供給過剰やマクロ環境など、様々なテクニカルな理由から依然として魅力的で、調整された水準となっています。

欧州では、オランダのプライム貸貸向けRMBSの例を挙げることができます。図1は、各トランシェが減損せずに吸収できる損失のレベル（損益分岐の水準）が、オランダのプライム住宅ローンで見られた過去の損失レベルよりもはるかに高いことを示しています。世界金融危機を通して欧州の住宅ローン市場で最悪のパフォーマンスのひとつとなった英国のノンコンフォーミング住宅ローンでさえ、2007年に組成されたものの累計損失は4%に到達する程度でした。最後に、オランダの市場は住宅供給が不足し、変動金利の住宅ローンが少ないため、ピア比、優位な状況にあります。

図1: オランダのプライムBTL RMBSの損益分岐と過去の損失の比較



出所: ムーディーズ、インデックス、ブルーベイ  
\*1997年開始のムーディーズのデータを使用。

### 米国商業用不動産担保証券(CMBS)

住宅用と並び、商業用の不動産市場も2023年は住宅ローン金利の上昇への対応が必要となるでしょう。キャップレート（不動産の年間収入と現在の市場価格の比率）は、国債金利の上昇に伴って高くなり、バリュエーションに下方圧力がかかると予想しています。多世帯住宅や産業用の不動産では賃貸料の伸びが鈍化し、小売業では景気後退の懸念から需要の減退する可能性があるため、どの不動産タイプもこの影響を免れないと考えています。新型コロナ危機で大きな打撃を受けたホテルは回復したものの、失業率が上昇すれば、景気後退の懸念がこの需要を減退させる可能性があります。オフィスは、新型コロナ後の在宅勤務の継続と、この分野での資金調達の枯渇により、引き続き転換期を迎えています。

とはいえ、2022年を通して市場が調整され、滞納率も全体で3%前後と低水準に留まっていることから、CMBS市場には投資機会が存在すると考えています。今後、特にオフィスなどの脆弱なセクターでは滞納率が上昇すると予想していますが、CMBS市場のレバレッジは比較的抑えられており、市場全体としては不動産価値の下落に耐えられると考えています。

しかし、より盤石な市場において適切な資産を選ぶことが最も重要であることに変わりはありません。多世帯住宅市場は減速し、住宅取得能力が課題となり、シエルの供給が不足しているために大きな調整はないと考えています。産業部門は引き続き堅調に推移するでしょう。デジタル経済と国内での物流が、産業用倉庫の分野に有利に働くからです。ホテルは、より広範な経済状況に左右され、景気後退の影響を受ける可能性があります。しかし、旅行は依然として堅調であり、オペレーターはその資産タイプの性質から、他の不動産タイプよりも早くインフレに対応できました。オフィスは依然として問題を抱えており、オフィス利用の将来はまだ見えていません。長期リースのトロフィー・アセットは混乱に耐えることができると考えています。しかし、テナントの入れ替えがあるBクラスのオフィスは、今後かなりの問題を抱えることになると懸念しています。

資本構造上、上位にある資産で営業利益（NOI）成長率が継続的にプラスの資産に引き続き着目しています。これらの資産は、より劣後する債券と借り手の負担分による強固なプロテクションにより、十分に保護されています。このセクターに強い資本力とコミットメントを持つ大手機関投資家は、特にNOIが成長を続け、長期的な見通しが建設的であれば、評価額の下落に耐えることができるでしょう。

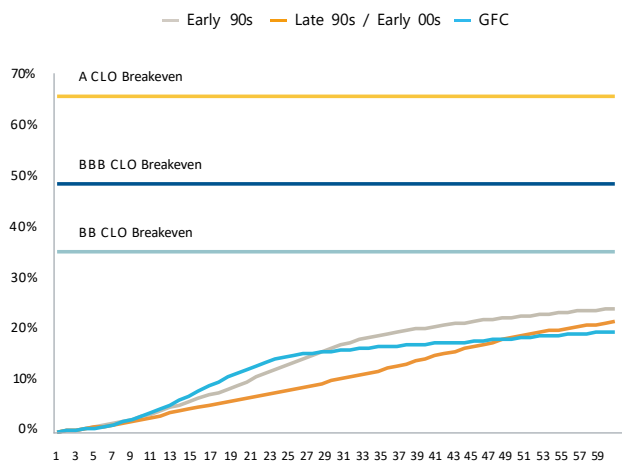
最終的には、モーゲージとCMBSの構造における低いレバレッジが、CMBSを損失から守ることになると考えられます。

集合住宅の案件を例にとると、1つの資産と1人の借り手で、信用補完（構造上、劣後する債券）が30%以上あり、借り手の負担分が大きく、結果としてCMBSのLTVが50%以下であれば、繰上償還オプションのアップサイドを持つ短期デュレーションで8%を超える利回りが、魅力的であることには変わりありません。これらの市場は供給が制限される中、97%以上の稼働率で好調を維持しています。

### 米国と欧州のCLO

担保付ローン債務（CLO）は、主に広範にシンジケートされたシニア担保付企業ローンを裏付けとする証券化商品です。この資本構造は非常に堅固で、これを示すために、過去の累積デフォルト率と、投資適格及び投資適格未満の様々な債券を減損させるために必要な累積デフォルトの損益分岐レベルを比較してみます。図2より、これらのトランシェを減損させるには、デフォルト率が以前のサイクルより大幅に高くなる必要があることが分かります。現在の見通しではこのような事態は起こりえず、今後予想されるデフォルトの増加に対して、非常に余裕のあるクッションを提供しています。さらに、資本構造の上位にある高格付け・高グレードの債券に移行するにつれて、プロテクションはさらに強くなります。

図2：CLO デフォルトの損益分岐と過去のサイクルにおける累積デフォルトの比較



出所: Moody's、Intex、ブルーベイ

当社の見解では、年間のデフォルトは現在の低水準から上昇するものの、累積デフォルトが過去のサイクルを超えることはないと考えています。ローンの償還の壁は比較的に緩やかであり（ローンの約8%が2023年または2024年に満期を迎える）、依然と比較して市場はより大きく、より成熟しており、流動性は向上しています。

しかし、重要なメッセージとして、CLOのデフォルトに対するクッションで安心感を得るために、デフォルトについて特定の予測をする必要はない、つまり安全である余地をかなり備えている、ということです。CLOの構造は確かに厳しいデフォルト見通しに耐えることができ、CLOのリターンは単一企業よりもデフォルトとの相関が低くなっています（CLOの分散要素と構造的な保護があるため）。

### 収益見通し - 何が織り込まれているのか？

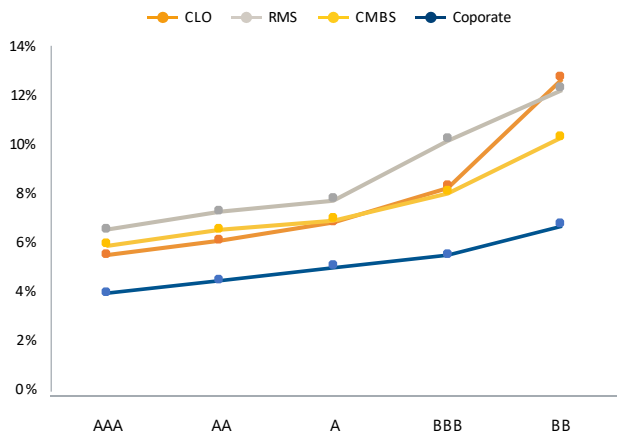
ファンダメンタルズは確かに弱含んでいますが、担保と債券の構造の組み合わせは非常に強くなっており、ユニバースに含まれる債券の質は全般的に非常に高くなっています。重要な点として、債券価格も下落していますが、次の疑問は、現在の水準で何が織り込まれているかということです。私たちは、非常に厳しいダウンサイドシナリオが織り込まれているとみており、ファンダメンタルズに対する価格水準には大きな乖離があると考えています。

### 現在の利回りは？

基準金利とクレジットスプレッドの上昇により、債券全体の利回りは非常に魅力的となっています。投資適格のクレジット・リスクで10%の最終利回りが得られます。さらに、証券化商品のクレジットスプレッドは、社債クレジットよりもファンダメンタルズに対してさらに大きく調整しており、最近のクレジット上昇に遅れをとっています。

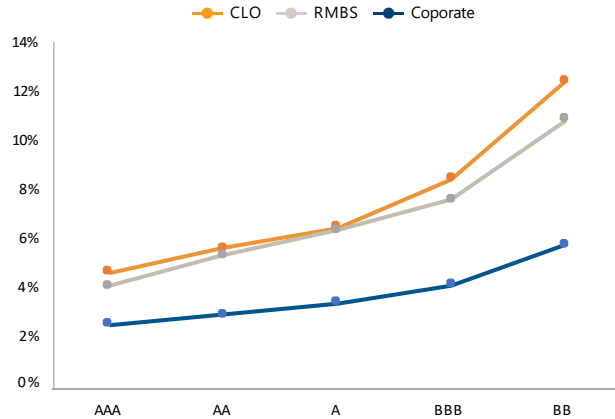
証券化商品の利回りは、同じ格付けの債券クレジットよりも高く（図3、4）、この相対的な魅力は最近高まっており、新型コロナウイルス時のワイドな水準とさほど変わりません（図5）。

図表3：米国債券の利回り、証券化商品と社債の格付け比較



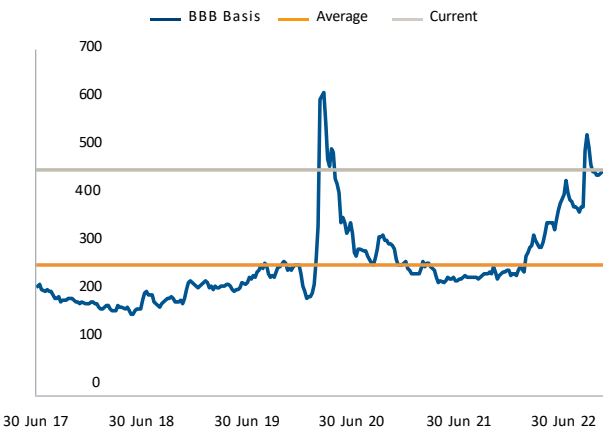
出所: ブルームバーグ、ブルーベイ

図4：欧州債券の利回り、証券化商品と社債の格付け比較



出所: ブルームバーグ、ブルーベイ

図 5: BBB CLO と BBB 債券のスプレッド



出所: ブルームバーグ、ウェルズ・ファーゴ・セキュリティズ、ブルーベイ

### ここからのリターンの可能性は？

クレジットスプレッドが正常化し、高いキャリーを伴うと、1年または2年のリターンは魅力的な見通しとなります（表1）。潜在的なIRRは7～30%の範囲にあります。これは社債クレジットと比較しても遜色ありません。

表1：CLOを例とした証券化クレジットの潜在的なリターンの目安

地域	格付け	現在のイールド (米ドル)	現在のスプレッド (現地通貨、bps)	2022年1月のスプレッド (現地通貨、bps)	1年IRR(米ドル) (2022年1月の水準に回復)	2年IRR(米ドル) (2022年1月の水準に回復)
米国	AAA	5.5%	195	105	10%	8%
	AA	6.2%	265	150	13%	10%
	A	7.0%	345	200	16%	11%
	BBB	8.3%	475	300	19%	14%
	BB	12.7%	900	630	28%	20%
欧州	AAA	6.0%	200	100	11%	8%
	AA	7.0%	300	175	14%	10%
	A	7.9%	380	215	18%	12%
	BBB	10.2%	600	315	27%	18%
	BB	14.3%	1000	600	36%	25%

出所: ブルームバーグ、ブルーベイ



表2：米国社債クレジットに期待できるリターンの目安

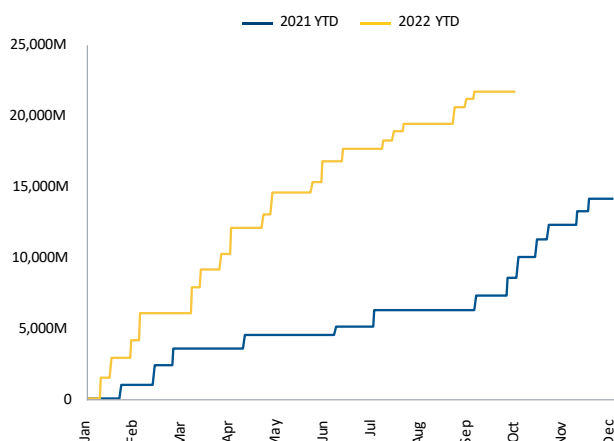
格付け	現在のイールド (米ドル)	現在のスプレッド (現地通貨、bps)	2022年1月のスプレッド (現地通貨、bps)	1年IRR(米ドル) (2022年1月の水準に回復)	2年IRR(米ドル) (2022年1月の水準に回復)
BBB	5.6%	200	125	8%	6%
BB	6.9%	305	224	9%	7%

出所: ブルームバーグ、ブルーベイ

### なぜ証券化クレジットの利回りは高いのか？

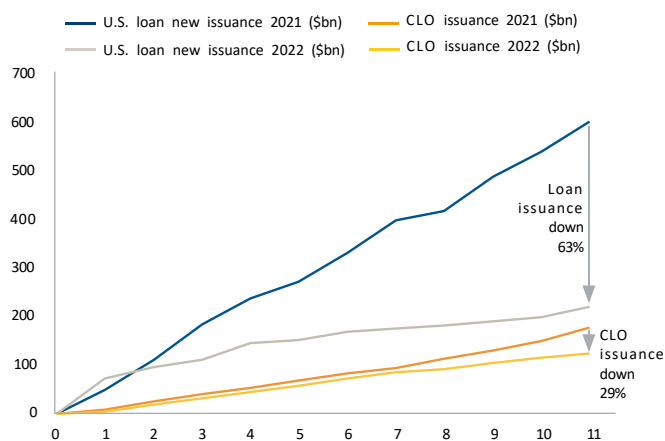
すでにボラティルな市場にあって、証券化クレジットは供給過多となったことが、2022年の差別化要因の一つであり、他の債券資産クラスとのスプレッドが乖離している主な理由の一つとなっています。これはテクニカルな要因であり、ここ数カ月は住宅ローンの組成が大幅に減少し、ウェアハウスローンの整理が進んでいるため、2023年にはやや落ち着くものと考えています。図6はエージェンシー・モーゲージCRTの新規発行における供給過剰を示しています。図7は、企業向けローンの発行（借入金利が上昇するこの環境では予想されるように）とCLOの発行が減少していることを示しています。実際、企業向けローンの発行が約63%減少しているのに対し、CLOの発行は29%しか減少していません。セカンダリー市場における供給面では、10月に英国の年金制度における流動化を受け、欧州市場に大きな混乱が生じました。その影響は現在も続いており、セカンダリー市場の供給量は2021年比で50%以上増加しています（図8）。

図6：エージェンシー・モーゲージCRTのプライマリー市場での発行状況



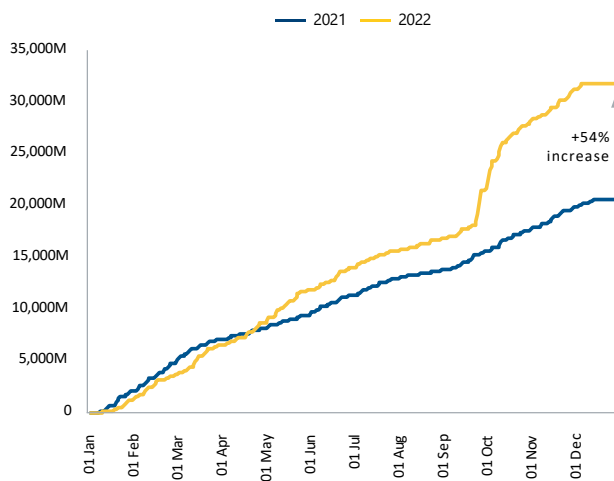
出所: バンクオブアメリカ、ブルーベイ

図7：今年、米国CLOのプライマリー市場での発行額は企業向けローンと比較して高い水準（年初来）



出所: バンクオブアメリカ、ブルーベイ

図8：欧州ABSのセカンダリー市場でのオークション供給量



出所: モルガンスタンレー、ブルーベイ

## 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れるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management