

証券化クレジット: 資産クラス入門

ポイント

- **大規模な主流の資産クラス:** 証券化クレジットはもはや専門的なニッチ市場ではなく、5兆米ドル規模のグローバル市場へと成長しました。しかし、多くの投資家のポートフォリオにおいて依然として保有比率が低い状態です。
- **構造的な設計が投資妙味を支える:** 資産をプールし、トランシェ化することにより、証券化は投資家保護を目的とした仕組みを内包する債券を組成します。
- **構造的な質を伴う魅力的なインカム:**
証券化クレジットは通常、同水準の格付の投資適格社債よりも高い利回りキャリーを提供します。社債よりもスプレッド・デューレーションはより短く、シニア・トランシェではクレジットの質もより高くなっています。
- **内在する分散効果:** インカムは分散された担保資産のプールから得られる一方、大半の証券化債券は主に変動金利であることから金利感応度が抑制され、伝統的な債券市場との相関が低下します。
- **多層の構造的保護:** 証券化債券は、下位の債券が最初の損失吸収バッファとして機能し、シニア債保有者に先立って損失を吸収するように設計されています。投資適格トランシェについては、これが歴史的に極めて低い実現デフォルト率につながってきました。

内容

- 証券化とは何か?
- 証券化は実務上どのように機能するのか?
- 証券化クレジットの主要なカテゴリは?
- 欧州の証券化クレジットの投資機会とは何か?
- 証券化クレジットにおける構造的保護と、それが社債クレジットと異なる理由
- なぜ証券化クレジットに投資するのか?
- 証券化クレジットへのアクセス方法は?
- 考慮すべきリスク
- 証券化クレジット: 詳細に検討する価値のある主要な資産クラス

証券化とは何か?

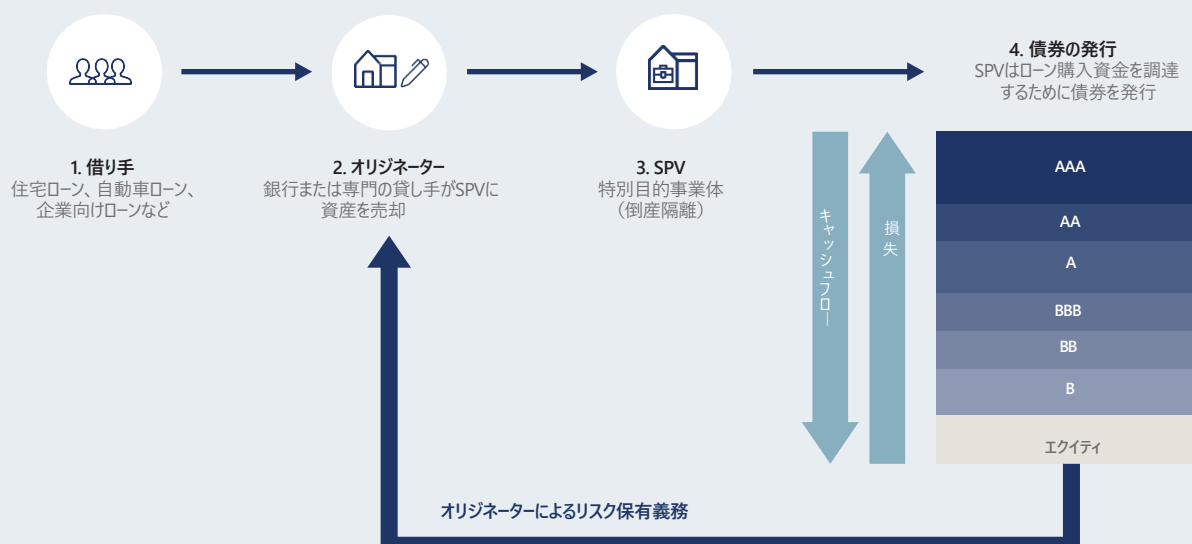
証券化とは、個々の資産をプールし、そこから生み出されるキャッシュフローを用いて、資産担保証券として知られる取引可能な債券を発行するプロセスです。証券化には2つの目的があります:

- オリジネーター（銀行やその他資金の貸し手）が資金調達源を分散し、解放された資本を新たな貸出に再投入することを可能にします。これは実体経済が機能するうえで重要なプロセスです。その際、利害の一致を確保するため、オリジネーターはいくらかの経済的リスクを維持します。
- 住宅ローン、消費者信用、企業向けローンなど、通常であればアクセスできない、あるいは非流動的な、分散された実体経済のキャッシュフローへのアクセスを投資家に提供します。

証券化は実務上どのように機能するのか?

証券化プロセスの第一段階は、オリジネーター（例えば不動産担保ローンを実行した銀行）が特別目的事業体（SPV）への資産売却に合意することです。SPVはオリジネーターから法的に分離された形で資産を保有するため、たとえオリジネーターが破綻した場合でも、裏付け資産に対する投資家の請求権は保護されることになります。これらの資産をもとにSPVは投資家に債券を発行します。

図表1: 証券化の仕組み



RBCブルーベイ・アセット・マネジメント、2026年7月29日時点。例示のみを目的としています。

コラテラル（担保）として知られる裏付け資産はキャッシュフローを生み出し、SPVはトランシェ化と呼ばれるプロセスを通じて、これを異なるリスク・リターン特性を持つ証券へと組成します。これにより、一般に「ウォーターフォール」と呼ばれるクレジット（信用力）の階層が生まれ、各支払期間にキャッシュフローが分配される際に誰が最初に支払いを受けるか、またキャッシュフローが不足した場合に誰が最初に損失を吸収するかが決まります。

これを図表1に示しています。この仕組みは、裏付け担保ローンの一部がデフォルトした場合でも、最上位の債券保有者が下位に位置する劣後トランシェによって保護されるように設計されています。信用補完の水準は証券化資産の種類や地域によって異なることがありますが、共通しているのは、シニア・トランシェ（クレジット階層の最上位）がデフォルトに対して相応の緩衝を備えている点です。

独立した信用格付機関がこれらの仕組みを評価します。最上位の債券は通常AAAに格付され、構造的な保護がより手厚いことを反映して、利回りは最も低くなります。債券は段階的に低い格付で発行され、より大きなリスクを取る対価として、それぞれより高い潜在的な利回りを提供します。大半の証券化債券は、固定クーポンではなく変動金利クーポン（通常はEuribor1、SONIA2、SOFR3といったベンチマーク金利に対してスプレッドが上乗せされます）を支払います。

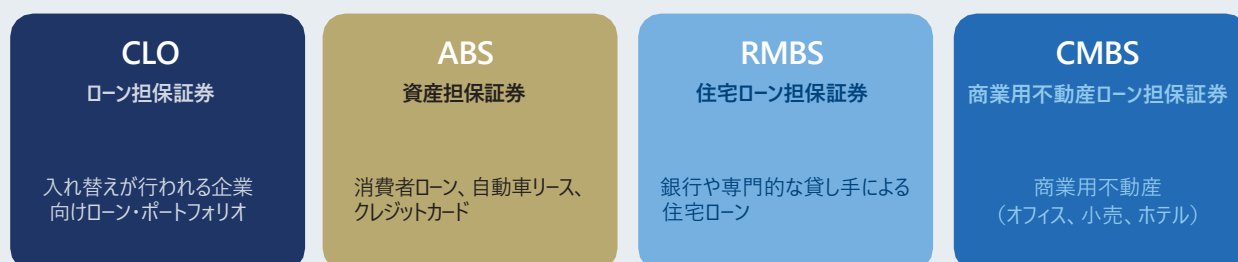
担保付優先債務を主な裏付け資産とするローン担保証券（CLO）には、格付債券の下位に位置するエクイティ・トランシェが存在します。これは、他のすべての債務が履行された後に残るSPV資産の残余持分を表します。定められたクーポンはなく、代わりにすべての格付トランシェへの支払いが完了した後に残るキャッシュフローを受け取ります。エクイティ・トランシェは最も高いリスクを負い、キャッシュフローが不足した場合に最初に損失を吸収します。他の種類の証券化資産にもエクイティ・トランシェは存在しますが、通常はオリジネーターが保有しており、一般的には活発に取引されることはありません。

証券化クレジットの主要なカテゴリは？

証券化に用いられる裏付け資産は、コラテラルと呼ばれます。SPVは通常、類似した経済性とサービシング（ローンの管理・回収）を有する一つのタイプのコラテラルを保有します。その主要な分類を図表2に示しています。

結局のところ、ここでの略称は、どのタイプのコラテラルが債券を裏付けているかを示しています。これらすべてに共通するのは、ローン支払いの契約上の義務が存在することです。これらの支払いが、SPVが発行する証券の投資家へのクーポンおよび元本の支払い原資となります。

図表2: 証券化クレジットのカテゴリ



出所: RBCブルーベイ・アセット・マネジメント

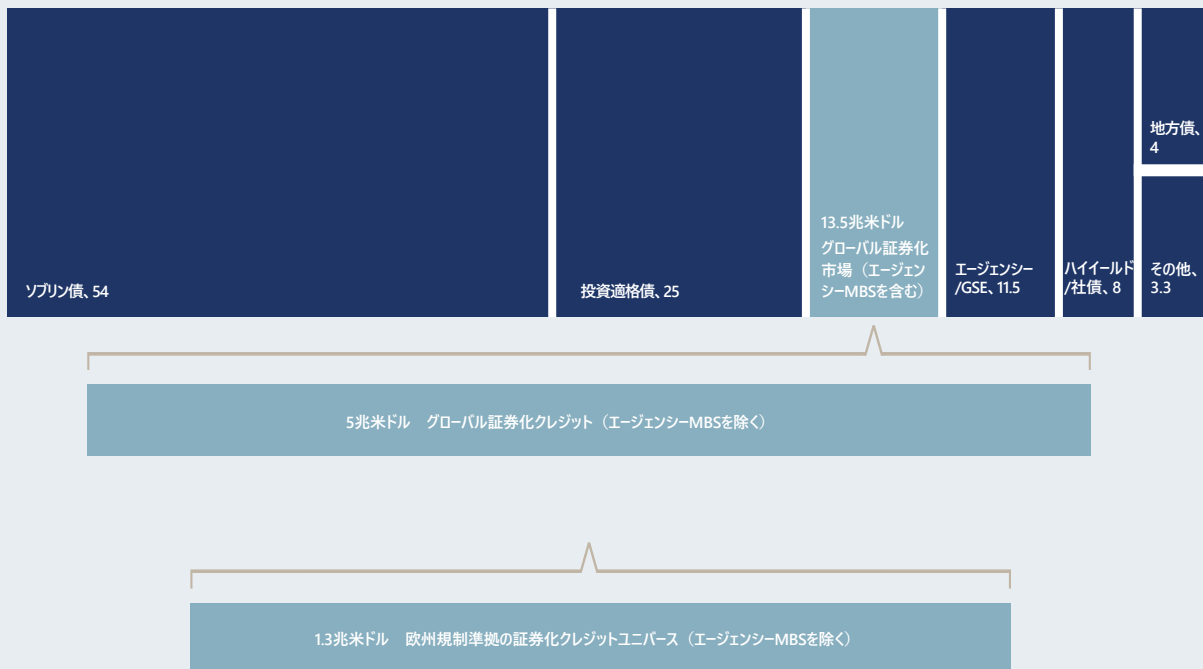
1 欧州銀行間取引金利
2 英ポンド翌日物平均金利
3 担保付翌日物調達金利

欧州の証券化クレジットの投資機会とは何か？

証券化クレジット市場の継続的な成長と発展により、この資産は主流な資産クラスとなりました。グローバルの証券化市場は現在、約13.5兆米ドルに達しています。信用リスクを負わず、クレジット商品というよりも金利商品として機能するエージェンシーMBS（政府機関が保証する債券）を除くと、その合計は約5兆米ドルとなり、そのうち1.3兆米ドルが欧州規制に適合した投資可能なユニバースです。

図表3: 債券市場における証券化クレジットの位置付け

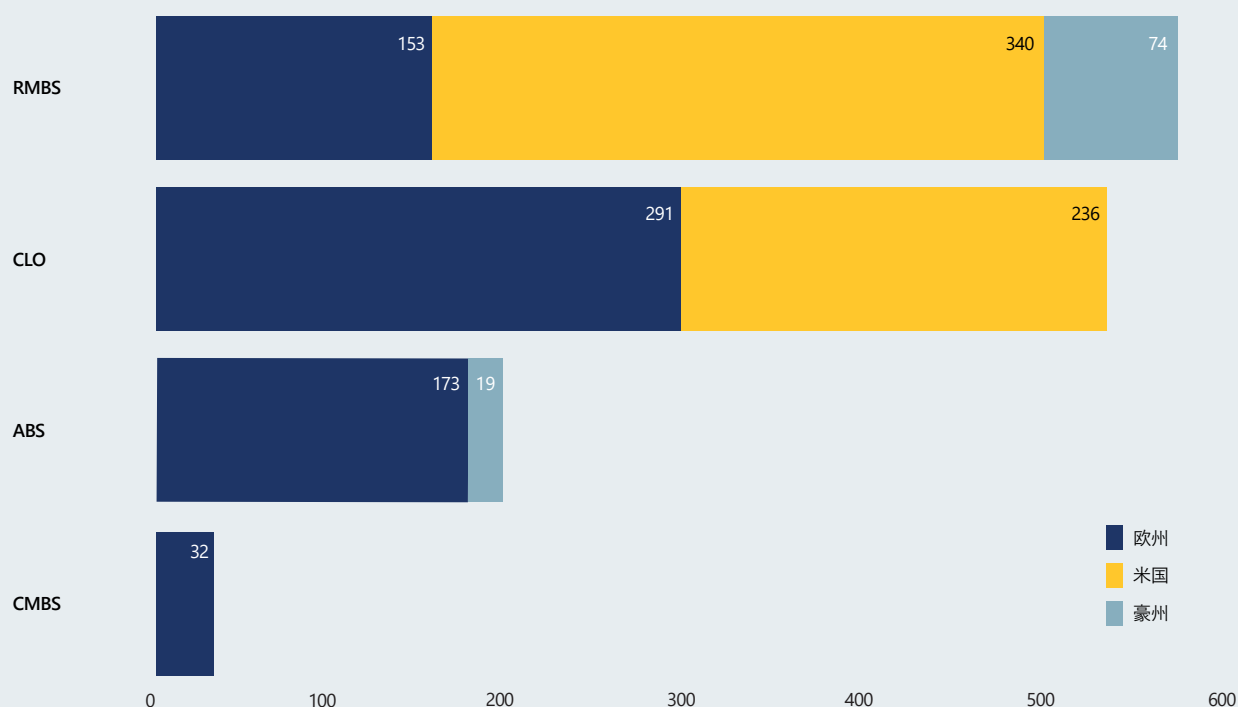
先進国債券市場の発行残高（兆米ドル）



RBCブルーベイ・アセット・マネジメント、MSCI、2026年6月30日時点

以下の図表は、これを証券化クレジットのサブアセットクラス別および地域別に分解したものです。

図表4: セクター別・地域別に見た欧州規制に適合した投資可能ユニバース



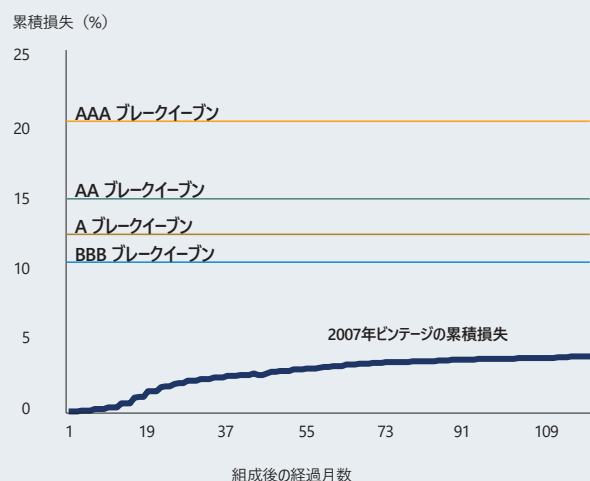
RBCブルーベイ・アセット・マネジメント、MSCI、2026年6月30日時点

証券化クレジットにおける構造的保護と、それが社債クレジットと異なる理由

証券化の仕組みには、複数かつ独立した信用保護の層が組み込まれています。これは、社債の単一の債務者リスク特性とは根本的に異なります。証券化クレジットの保護は、単一の発行体のバランスシートの健全性に依存するのではなく、書面化された契約として組み込まれ、法的に分別された特別目的事業体を通じて執行されます。具体的には以下のとおりです。

- **優先劣後構造**は、資本構成をエクイティ、メザニン、シニアという債券の階層に分割するトランシェ化のプロセスによって生み出され、それぞれが損失のウォーターフォールにおいて定められた位置につきます。裏付け資産の損失は、シニア債に毀損が及ぶ前に、まずエクイティ・トランシェが、次にメザニン・トランシェが吸収します。回収額が財務悪化時点における発行体の残存企業価値に左右される社債とは異なり、証券化商品の投資家は、契約上定められた損失配分ルールによる恩恵を受けることができます。
- **エクセス・スプレッド**（担保資産からの利息収入と、債券保有者へのクーポン支払いおよび取引費用との差額）は第一の防衛線として機能します。上記の優先劣後構造が機能する前に、担保資産の損失をその都度吸収し、動的かつ自己補充型の信用補完として働きます。すなわち、エクセス・スプレッドが日常的な担保資産の損失を吸収し、各トランシェの構造的な緩衝材を、より深刻なストレスシナリオに備えて温存します。社債には、債券保有者の利益のために自動的に発行体のキャッシュフローを振り向けて損失を吸収する、これに類似する仕組みは存在しません。
- **担保資産の特性**は、さらなるリスク遮断をもたらします。多くの資産クラス、顕著な例は住宅ローンですが、借り手が対象資産にエクイティ（例えば住宅所有者の自己資金やその後の価格上昇分）を有している場合、このエクイティは、損失が証券化資産に及ぶ前に完全に毀損されることになります。また、証券化ポートフォリオは通常、借り手、地域、業種にわたる数百または数千の個別エクスポージャーで構成されており、社債ポートフォリオに内在する単一発行体への集中リスクを大幅に軽減します。

図表5: 強固な仕組みは、ストレスシナリオ下でも投資家を損失から保護（英国RMBSの例）



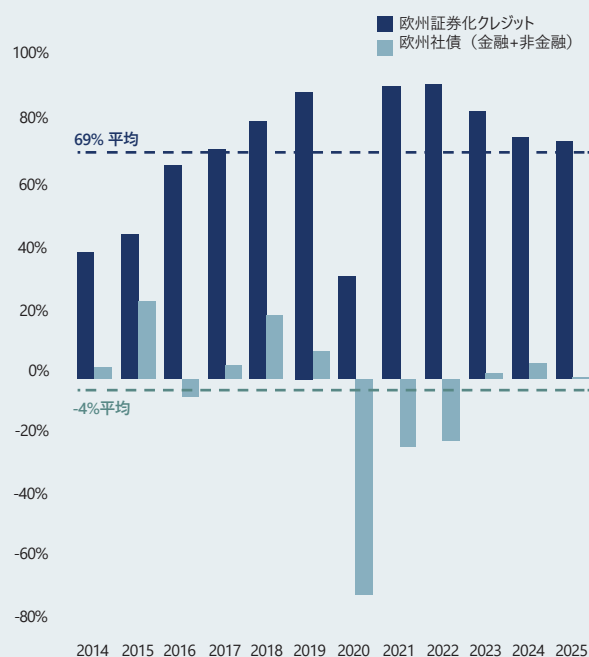
出所: RBCブルーベイ・アセット・マネジメント。例示のみを目的としています。これは、特定の証券の売買を推奨するものではありません。

これらの仕組みは、ストレスシナリオ下でも投資家に損失に対する強固な保護を提供してきました。英国住宅ローン担保証券に関する図表5は、異なるトランシェの投資家が損失を被るために必要となる累積損失の水準を示しています。過去30年で最も困難なビンテージであった2007年に発行された住宅ローンでさえ、累積損失は5%を超えることはなく、投資適格トランシェに影響を及ぼす水準には達しませんでした。

より広範な証券化クレジット市場は2007年以降、例えば信用補完がより高まるなど、進化を遂げてきました。その結果、現在のAAA格付の欧州RMBSの一部では、AAAトランシェが損失を被る前に裏付けローン資産の最大80%がデフォルトする必要があります。これは、欧州の証券化クレジットにおいて一度も発生したことがないシナリオです。あるBBB格付のCLOの損失が生じるデフォルト率は、世界金融危機（GFC）時に観測された市場最高のデフォルト率の約2倍の水準に相当します。

自然なデレバレッジは、社債には直接該当するものがない、証券化クレジットのもう1つの特徴です。裏付け資産となるローンが元本返済を行うと、その返済金はウォーターフォールを通じて、まずシニア・トランシェに支払われます。その結果、シニア・トランシェの償還が進むにつれて、低格付トランシェの保護バッファは強化されます。シングルAとして発行された債券が、時間の経過とともにA+やAA格の基準を満たすだけの十分な信用保護を蓄積し、それに応じて格上げされる場合もあります。この構造的な変動が、欧州の証券化クレジットにおいて格下げよりも格上げが多く生み出されてきた理由を説明しています。これは社債市場で観察されるパターンとは逆です（図表6）。

図表6: 欧州証券化クレジットと社債における格上げ・格下げ比率の推移



出所: モルガン・スタンレー、RBCブルーベイ・アセット・マネジメント、2025年12月31日時点。例示目的のみ。ここに描かれたまたは説明されたトレンドが今後も続くという保証はありません。

投資家の観点からは、ポートフォリオにおける証券化クレジット債のリスクは、他の条件が同じであれば、各年度の年初よりも年度末の方が低くなります。さらに、アクティブ運用者は格上げの基準に近づいている債券を特定し、その後に通常生じるスプレッド縮小に先んじてポジションを構築することができます。

なぜ証券化クレジットに投資するのか？

証券化クレジットは、投資家に多くの重要なメリットを提供します。

- ・ **魅力的なインカム**：証券化クレジットは通常、他の同格付けの伝統的債券と比較してより高い利回りを提供します。
- ・ **構造的保護**：これらの特徴は、複数の損失吸収の層を創出し、裏付け担保資産の相当部分がデフォルトするシナリオにおいてもシニア債の保有者を保護します。
- ・ **分散効果**：証券化クレジットは、裏付資産プールにおいて借り手、セクター、地域にわたって大きな分散を提供し、従来のクレジットと比較して単一発行体への集中リスクを低減します。また、一般消費者向けローンの担保は、社債リスクとは構造的に異なるリスクエクスポージャーをもたらす、ポートフォリオ全体の分散をより進めることになります。
- ・ **従来のクレジット・エクスポージャーよりも低いデレベーション**：証券化クレジットの債券は主に変動金利の構造であり、実効残存期間も短いことが多いため、従来の債券のクレジット・エクスポージャーと比較して金利変動に対する感応度がより低くなります。
- ・ **アクティブ運用の機会**：裏付資産の異なるサブアセットクラス間の微妙な違いは、市場の非効率性と相まって、専門知識と豊富なリソースを有するアクティブ運用者が付加価値を生み出す機会を創出できます。例えば、潜在的な投資機会を捉えるためにサブアセットクラス全体に投資し、分散効果をさらに高めることもできます。

厳密なリスク・リターン特性は、当該証券のキャッシュフローを生み出す裏付け担保によって異なります。

証券化クレジットへのアクセス方法は？

債券への直接投資：投資家は個別のABS、RMBS、CMBS、CLOのトランシェを直接購入することができます。ただし、最低投資金額が大きく、担保資産プールや構造を評価するための分析能力が求められるため、この手法は証券化クレジットの専門チームを有する大規模な機関投資家にのみ適しています。

個別運用口座（SMA）／個別委託運用：運用会社は、単一の顧客向けにオーダーメイドのポートフォリオを提供することができます。これらは最低投資額の要件があるものの、カスタマイズ性が高いという利点があります。

ファンドを通じた投資：ファンドには3つの種類があります。

- ・ **オープンエンド型ファンド**：日次または週次の流動性を提供し、最低投資額の要件も低く、ABS、RMBS、CMBS、CLOにわたる分散されたエクスポージャーを提供します。銘柄選択、ストラクチャー分析、継続的なモニタリングは専門の運用者が担当します。
- ・ **クローズドエンド型ファンド**：流動性は低いものの、よりニッチな資産を保有することができます。
- ・ **ETF**：流動性の高いエクスポージャーを提供しますが、一般的にシニアCLOへの集中度が高いため、他の戦略で得られるような分散効果に欠ける可能性があります。

「現在のAAA格付の欧州RMBSの一部では、AAAトランシェが損失を被る前に裏付けローン資産の最大80%がデフォルトする必要があります。」

考慮すべきリスク

証券化クレジットには、投資家が考慮すべき重要なリスクがいくつか存在します。主なものは以下のとおりです。

- ・ **スプレッド・デレベーション**：金利デレベーションは通常低い水準にありますが、スプレッド・デレベーションはより重要です。スプレッドの拡大は、裏付け担保のパフォーマンスに関わらず時価評価の下落につながる可能性があります。償還が早いシニア・トランシェは、その影響を受けにくくなります。
- ・ **クレジットリスク**：証券化クレジットは、観察可能な担保に裏付けられており、損失がシニア・トランシェに及ぶ前にそれを吸収できる構造的な保護が備わっています。投資適格トランシェにおいて、主に考慮すべき点は担保のタイプです。CLOシニア債、消費者ABS、CMBSはそれぞれ異なるリスク特性を有しており、いずれも専門的な分析が恩恵をもたらします。
- ・ **流動性および時価評価リスク**：セカンダリー市場の流動性、特にメザニンやCLOエクイティ・トランシェの流動性は、金融危機（GFC）や2020年3月のようなリスクオフ時に悪化する可能性があります。ビッド・アスク・スプレッドが拡大する可能性があり、売却を余儀なくされる売り手は、ファンダメンタルズが健全なポジションであっても時価評価損を確定させることになります。
- ・ **期限前償還リスクおよび期間延長リスク**：モーゲージ関連および消費者ABSにおいて特に重要となります。金利の低下は期限前償還を加速させ、利回りを圧縮し、より低いスプレッドでの再投資を余儀なくさせる可能性があります。金利の上昇は期限前償還を減速させ、期間を想定以上に延長させる可能性があります。アクティブ運用は、特にRMBSおよび消費者ABSにおいて、この変動に対応する上で重要な役割を果たすことが可能です。
- ・ **構造的な設計**：キャッシュフローの分配と損失の吸収に関するルールが構造に組み込まれています。社債と異なり、価格はディーラーの提示値や、借り手の行動およびデフォルト率に関するモデルの仮定に依存します。構造を正しく理解することは、クレジット分析を正しく行うことと同じくらい重要です。

これらのリスクは重要ですが、同時に管理可能でもあります。適切な投資期間とリスク許容度を有する投資家にとって、証券化クレジットの構造的な特性は、同等の格付を有する社債と比較して魅力的な対価を提供する選択肢となり得ると私たちは考えています。

証券化クレジット: 詳細に検討する価値のある主要な資産クラス

証券化クレジットに対する需要は引き続き堅調です。実際、欧州の投資家が現在投資可能な1.3兆米ドル規模の市場は、成長を続けると予想しています。その背景には、質の高いファンダメンタルズ、従来の債券との相関の低さ、主に変動金利のエクスポージャー、そして信用力の低さではなく構造上の複雑さを補ってきたスプレッド・プレミアムがあります。

さらなる構造的な追い風として、機関投資家の裾野の拡大が挙げられ、欧州および英国の保険セクターにおける規制変更が、今後3～5年の需要を牽引すると予想されます。この傾向は欧州以外にも広がっており、アジア、米国、中東の投資家からの関心が高まっています。

より広範で多様化した買い手の裾野が、流動性の改善、取引コストの削減をもたらす、市場環境が変化しても、安定した需要が創出されるでしょう。こうした背景は、証券化クレジットを活用することの潜在的な利点をさらに強固なものにしています。

ディスクレマー

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 資産運用業協会会員、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になります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プロライアント戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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



RBC BlueBay
Asset Management