

ストラクチャード・クレジット債： 運用者からの解説

ストラクチャード・クレジット債はこの10年間で大きな発展を遂げ、安定した、しっかり規制された、そして私どもの考えでは、魅力的な値付けとなっている資産クラスとなりました。社債よりもディフェンシブな側面を持つと同時に無視できない利回りプレミアムもあり、ストラクチャード・クレジット債は現在の超低金利環境下にあっては、かなりの魅力があると考えています。

そこで、ストラクチャード・クレジット債の専門家であるルカ・ミオドラゴヴィッチより、この資産クラスについて投資家にどのような魅力があり、この複雑なる資産クラスとの10年以上の付き合いから、何を学んだのかを詳しくご紹介します。

ストラクチャード・クレジット債投資を始めてからの経歴を教えてください。

ブラックロック社に2008年入社し、分析を担当する部署に所属となりました。当時、ブラックロック社はグローバル金融危機のあいだ、ストレス状態にあるモーゲージ・ポートフォリオの分析を行い、それを解体するという業務を複数の中央銀行から請け負っていました。これが始まりで、私が初めてストラクチャード・クレジット債に係わったきっかけであり、そしてそれ以来、ずっとこの資産クラスに関わっています。2010年にはアナリストからポートフォリオ・マネジャーに異動となりました。

2019年10月



ルカ・ミオドラゴヴィッチ
ポートフォリオ・マネジャー

ストラクチャード・クレジット債の歴史は比較的浅く、常に変化を続けています。新たなディールや商品が常時出現しています。一般的に言って、金融危機後に行われた規制の変更の大部分には対応済みです。欧州では当初の極端に保守的な規制の反動で、いくらかこれを緩和する動きが見られ始めています。

投資業務に携わる中で得られた、今でも重要だと思うような知識はありますか。

私は間違いなく幸運で、この資産クラスの歴史において最も興味深い時期に、モーゲージ証券（MBS）に関わり始めました。もっとも、すごく大変な時期でもありました。ここから投資全般について多くのことを学びましたが、特にキャッシュフローがいかに大切かを知りました。原資産となるローンのキャッシュフローは、価格ノイズを含めて、何よりも重視しているものです。それから、中央銀行と強い関わりを持てたことです。重要な時に大きな経済活動の一部に自分になったように感じました。

ストラクチャード・クレジット債は進化を続けている資産クラスです。それを一番最初の危機から経験したことは、関係者全てにとっても大きな経験でした。幸運にも、この資産クラスは、より安定した、規制された、そして魅力的な価格付けがなされた市場として立ち直っています。

ストラクチャード・クレジット債市場はどの程度の規模で、原資産のタイプによってどのように分けられているのですか。今、最も成長をしている、あるいは今後数年で成長しそうなエリアは何ですか。

市場規模は米国でおよそ2.5～3兆米ドル（約270～325兆円）で、欧州で5,000億米ドル（約55兆円）です。さらにいくつか小さな市場もあり、例えばオーストラリアの住宅ローン担保証券（RMBS）などがありますが、米国と欧州が中心となっています。この資産クラスの大部分は住宅ローンあるいは商業用不動産ローンを裏付けにしたものです。RMBSが米国でも欧州でも最大のシェアとなります。ローン担保証券（CLO）は全体の約25%で、最も成長の早いセクターの1つです。

その他に、自動車ローン（自動車を担保とした個人ローン）が米国では急速に成長してきており、意外にも2013年に初めて住宅ローンを上回りました。CLOを別とすれば、自動車ローンは金融危機前の規模を超えるまでに成長した唯一のセクターとなります。航空機リースの資産担保証券も急速な成長となっているセクターで、この数年で大きく伸びています。

投資家にとって資産担保証券（ABS）はどういった魅力があるのですか。

社債に対していくつかの優れている点があると考えており、一般的によりディフェンシブな側面を持っています。ABSの重要な特徴は、担保資産のパフォーマンスにのみ影響され、発行機関に影響されないという点です。例えば、もしある銀行が住宅ローンを行い、それをABSとして一括して売却した場合、このABSの投資家はこれらの個々の住宅ローンのパフォーマンスにのみリスクを持つこととなりますが、一方で、この銀行の債券を購入する社債の投資家は、銀行のパフォーマンス全体にリスクを持つこととなります。もしこの銀行が債務不履行に陥っても、このABSは他に売却することができますし、もともとの住宅ローンの借手が返済を続ける限り、ABSへの投資は損失を受けません。

対照的に、銀行社債への投資家は投資元本を失うリスクがあります。こうしたことから、ABSは「倒産隔離」という立場にあると考えられています。

この良い例と言えるのが、リーマン・ブラザーズがローン債権を保有し、ABSの発行を行った英国のRMBSで、今も私たちは投資を行っていますし、個々の住宅の所有者が住宅ローンを返済あるいは借り換えをすることで、これらのRMBSは全て額面償還されると考えています。

いくつかのセクターを別とすれば、ABSの大部分は徐々に償還していくという特徴も持っています。伝統的な社債は、例えば5年という年限で発行されれば、満期日まで元本返済がないものですが、ABSは発行されたその日から返済による元本償還が始まります。つまり、初日からABSのリスクは減っていくこととなります。

ABSには、不動産のように価値が高まる可能性のある担保を裏付け資産としているものもあります。このことで、原資産での支払者に何らかの支障が生じた際に、担保資産の価値上昇分をローンの返済に用いることができるため、投資リスクの減少に繋がります。

さらに、ABSへの投資は、同程度の格付やデュレーションのクレジット債に対するスプレッド・プレミアムも得られます。これは私たちの投資アプローチにも活用しており、高い格付けでリスク調整後のスプレッドが大きな銘柄を選好しています。

どれくらい活発に取引が行われているのですか。

取引量はセクターによって変わり、米国のコンデュイット型CMBSのように、多くの市場参加者のいる流動性の高い市場から、オーストラリアの投資適格未満のRMBSのように、あまり取引量の多くないものまであります。

ABSにはLiborフロアがどの銘柄にも付いているのですか。

CLO以外では、最近発行された欧州のCMBSについてのみ、原資産ローンにEuriborのフロアが付与される傾向にあることから、Euriborフロアがあります。ほとんどの消費者向けローンは固定金利か、貸し手が標準とする変動金利に連動するかのどちらかで、Euriborではなくクーポン全体へのフロアが自然であるという点に債券との違いがあります。

さらに、住宅ローン、自動車あるいは消費者ローンのような消費者向け商品に、ゼロ%でない最低金利を設けることは一般に好ましく見られません。スペインの住宅ローンの最低金利は違法で、「不正行為」との判決が欧州司法裁判所で出されています。金利がゼロ%以下にならないと言う他に、最低金利を設定できなければ、そうしたローンを裏付けとする債券にフロアを設けることはできないのです。

ストラクチャード・クレジット債に投資をすることで、最も難しいことは何ですか。

ストラクチャード・クレジット債は進化を続けており、そのために最大の困難は構造や原資産であるローンが変化することです。MBSでは、ある会社の健全性をモニターするのではなく、相当数の人々がどのように住宅ローンの返済を行うかが重要です。クレジット、マクロ経済、期前返済という3つのリスクを投資家は抱えることとなり、キャッシュフローの変化という形でそれが現れますし、より単純な社債と比較してのリスクと言えるでしょう。ストラクチャード・クレジット債の構造もリスクオンとリスクオフといったセンチメントに反応して変化します。市場の雰囲気に合わせて、もっと保守的な構造にすることも可能なのです。

他に直面する困難は規制です。規制は資産クラス全体でも、ストラクチャード・クレジット債の個別セクター・レベルでも絶えず変化しています。例えば、ディーゼル車を禁止しようとしている都市や国では、ディーゼル車の価値は想定よりもガタ落ちになる可能性があります。自動車ローンやリースのクレジットに影響すると考えられます。

投資適格級のストラクチャード・クレジット債への投資は、債券ポートフォリオのリスク軽減に寄与すると思いませんか。

個人的にはそう思います。ストラクチャード・クレジット債は目に見える担保で直接裏付けられた、比較的ディフェンシブな資産クラスだと思います。投資適格級の債券は、構造上の相当な劣後部分から恩恵を一般的に受けるようになっており、原資産の損失が高まっても相当な損失吸収クッションを持ち合わせています。さらに、ABSやCLOのスプレッド・デュレーションは比較的短くなっています。例えば欧州では、ABS債の大半が3年未満のスプレッド・デュレーションであり、CLOは一般的に4~6年のスプレッド・デュレーションです。この結果、社債に比べて価格変動は一般的に小さいと言えます。ABSは市場の大きな動きに影響されることが、それが上昇にせよ下落にせよ継続しない限りは、あまりないので、短期的なポートフォリオ内の相関を低下させることに役立つと考えています。例えば、iTraxx 欧州社債Indexが7月から8月にかけて15bps拡大して、9月に同程度縮小する中で、欧州ABSのスプレッドはほとんど動いていません。

中央銀行の政策金利はストラクチャード・クレジット債に影響を与えますか。もしそうならば、ポートフォリオのポジション取りにどのような影響を与えますか。

中央銀行は大きな影響力を持っていますし、米FRBとECBは共にABSとMBSを購入するプログラムを実施していました（ECBは再開もします）。中央銀行はこの市場を金融政策を直接実施する手段として見ています。最終的に住宅ローン金利を低下させるために、金利を低下させることもできますし、需給を引き締めて、貸し手が金利を引き下げざるを得ないよ

うにモーゲージ債を直接大量に買うことも出来ます。

中央銀行の行動が影響を与えた最近の例では、米国の住宅ローンで期前返済が大幅に上昇したことが挙げられます。借り手が超低金利の恩恵を受けるために借り換えを行ったのです。この結果、私たちは米国RMBSでオーバーパーのものについて、キャッシュフローのタイミングと金額が不透明なことから、購入することが難しくなりました。

ストラクチャード・クレジット債は、他の債券資産クラス同様に景気循環性がありますか。

リセッションは最終的にストラクチャード・クレジット債市場に影響を与えますが、その影響度はセクターによって変わります。中小企業に関連したABSやMBSは最も影響を受けやすいセクターと考えており、消費者の失業によって消費や設備投資が落ち込み、さらに企業の破綻（中小企業のABSに影響）や商業施設への入居減（CMBSに影響）をもたらす可能性があります。

もっと厳しい、あるいは長期の不況では、住宅ローンを裏付けにしたABSや自動車ローンのABSなど、消費者に関連したABSでデフォルトの急上昇が起こる可能性があります。就労者である借り手が車を手放す、あるいは住宅ローンを返済する貯蓄が底を突くなどの理由で、自動車ローンや住宅ローンの支払い能力を失う可能性があるからです。

ABSでの構造上の防御機能は、こうした影響を軽減するように考えられており、2008~2009年には機能して、米国のサブプライムやCMBSを別とすれば、資産や国を問わず損失は比較的抑制されていました。

今後の発展ということで、ストラクチャード・クレジット債で特記することはありますか。

この資産クラスの歴史は比較的浅く、常に変化を続けています。新たなディールや商品が常時出現しています。ごく最近では、太陽光発電パネルのローンやベンチャーキャピタルの債権を裏付けにしたものもありました。地理的には、先進国の資産が中心である状況が続いています。全般的に言って、金融危機後に行われた規制の変更の大部分には対応済みです。欧州では当初の極端に保守的な規制の反動で、（経済成長を刺激する目的で）いづらかこれを緩和する動きが見られ始めています。

貿易戦争といった地政学的な問題に懸念を持っていますか。それとも、他の債券と比べてセンチメントの変化に影響されにくいですか。

貿易戦争は最終的にマクロレベルで、あらゆるものに影響を及ぼすと考えています。

全てが下落する状況下では、通常はかなりの遅れがあるものの、ストラクチャード・クレジット債も下落するでしょう。そうした中で例外的にすぐに影響を受けそうなものの1つはコンテナのABSで、キャッシュフローの源泉がコンテナのリース契約となっているものです。従って、グローバルで貿易が落ち込めば、商品を輸送する船舶コンテナへの需要も減退し、こうしたリース契約を裏付けとするABSのパフォーマンスも影響される可能性があります。

ブレグジットは英国のABS市場にどのように影響すると思いますか。

個人的には、英国資産に対するリスクオフが長引くことで英国が売られれば、英国のABSも影響され、スプレッドの拡大が起こる可能性が高いと思います。例えば、消費が落ち込めば、小規模な企業は影響されるでしょうし、資金調達のプラットフォームを提供するFunding Circle社のような企業も中小企業関連のABSに対してネガティブな見通しを持つことになるでしょう。すでに小売り向け不動産やこれを裏付けとしたCMBSにはストレスがかかってきておりますが、ここには実店舗からオンラインでのショッピングへの移行という直接的な影響もあるものの、ブレグジットに関連したネガティブなセンチメントが、この動きを誇張する方向に働いていると考えています。

RMBSや自動車ローンABSといったコア市場はそれほど大きな影響はないはずで、住宅ローンや自動車ローンの返済は優先して行われると考えています。こうしたローンでも滞納や不履行は増える可能性が高いですが、特に投資適格級のものについては、投資家が強い懸念を持つようなことはないと考えています。

今後について、ABS市場での最大のリスクは何だと思えますか。

規制が最大の「リスク」と考えています。起債基準の改善が、この資産クラスに及んで、資産クラス自体が強固になったと考えていますが、意図的な規制変更が市場にダメージを与えるリスクがあります。

例えば、アイルランド議会が、借り手の同意を得られない限り、特別目的事業体（SPV）に住宅ローンを銀行やローン会社が売却することに影響が及ぶような法律を提案しました。もし借り手が拒否すれば、金融機関はローンの売却が出来なくなります。アイルランド中銀、財務省、法務長官、アイルランド銀行協会、ECBは全てこの法案に反対しましたが、議会では審議が続いています。

もしこの法案が通れば、アイルランドの証券化市場は実質的に消滅します。アイルランドのMBS市場でクレジットの悪化をもたらすような大規模な不動産価格の暴落があるかもしれません。

リスクをどのように管理していますか。

投資適格債戦略では、スプレッド・デュレーションと資本構造を用いて基本的にリスク管理を行っています。ABSはAAAからB格までのあらゆる資本構造のものに投資可能です。資産クラスが異なればデュレーションも異なります。CLOは比較的デュレーションが長い一方で、自動車ローンのABSは一般的に1～3年のデュレーションです。もし保守的に運用しようと思えば、資本構造で上部のものに投資が出来ますし、デュレーションの短いものも選択できます。リスクを積み増したいときは、その逆の方法で可能となります。

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手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

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をご覧ください。

■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等の書面の内容を十分にお読み下さい。

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、資料作成時点（2019年10月16日）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、当社による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、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。