

証券化クレジット債でこの冬を乗り切る



トム・モウル
ポートフォリオ・マネジャー

2022年9月14日

デフォルトに対して非常に強いプロテクションを提供する証券化クレジット債は、魅力的な投資機会を提供するかもしれません。

欧州では、インフレ圧力とスパイラル的なエネルギー・コストの上昇がのしかかるなか、個人及び企業にとって厳しい冬となりそうです。コスト圧力はデフォルトの増加につながる可能性があります。こうした暗い見通しに対して、デフォルトに対して非常に強いプロテクションを提供する証券化クレジット債は、魅力的な投資機会を提供するかもしれません。

証券化クレジット債はデフォルトに対するプロテクションを提供するだけでなく、変動利付債であることから、金利上昇に対してもプロテクションを発揮します。証券化クレジット債は、通常、その他の債券資産クラスと比較してスプレッド・デュレーションが短く、利回りが高くなっています。利回りに関しては、クレジット・リスクがかなり低いものでも、高い利回りを提供します。

表1では社債と比較した証券化クレジット債の利回りを示しています。絶対及び相対的に見て、あらゆる格付けにおいてより魅力的な水準となっています。デフォルトに対するプロテクションについては後述していきます。

表1：証券化クレジット債の利回り水準

Asset class		Average rating	Yield (Euro, hedged)	Weighted average life
Securitized Credit	High Grade	AAA	3-4%	1-2 yrs
	Investment Grade	AA	5-6%	2-3 yrs
	Sub-investment Grade	BB	12-15%	4-5 yrs
Corporates	Investment Grade	AA	2-3%	5-6 yrs
	Sub-investment Grade	BB	6-7%	4-5 yrs

出所：BlueBay, Bloomberg. Yields in EUR as at 1 September 2022. Investment Grade Corporates Index - ER20. Sub-investment grade corporates index HP10. Securitized Credit information based on indicative market data.

証券化クレジット債はどのようにデフォルトに対するプロテクションを発揮するのか

様々な担保の種類や取引によって、プロテクションは異なりますが、概して二つのプロテクションがあります；

1. 原資産となるローンや資産からのプロテクション
2. 証券化の構造によるプロテクション

以下では、実際にこれらがどのようにプロテクションとして機能するのかを紹介してみたいと思います。

住宅ローン（モーゲージ）を例に挙げてみましょう。最初に生じる損失は、頭金として資金を支払い、エクイティ（住宅資産価値からローン残高を差し引いた金額）の所有者である借り手によって吸収されます。それでも、借り手がモーゲージの返済が出来なかった場合、貸し手がその不動産（このケースにおいては担保となっている）を保有し、ローンの残りを回収するためにこれを売却して、最優先事項としてローンの返済を行うことができます。しかし、もし売却代金がローンの返済に不十分だった場合、損失が発生します。

表2では、こういった場合でも「通常の市場」においては、それほど少額の損失しか発生しないかを示しています。これは、モーゲージ残高よりも不動産価格の方が高いためです。この例では、ローン資産価値（LTV）比率が70%だった場合、ローン残高の6%程度の損失になることが想定されます。言い換えると、回収価値は94%ということになります。

さらに欧州市場においては、貸し手は個々の借り手に足して日、通常「フル・リコース」を持っています。これは、損失（この例においては10,313英ポンド）があった場合、貸し手は不動産の保有に加えて、この金額を借り手に負担してもらうことが可能ということです。これによって損失はさらに削減されることになり、多くの場合ではゼロとなります。

より大きな損失が発生するのは住宅価格が下落した場合です。表2の二つ目のシナリオにおいては、住宅価格が40%下落していると、LTVが70%だった場合には、モーゲージの損失は48%程度となります。

表2：損失シナリオ

Scenario	Normal market	House Prices down 40%
Property Value (A)	£250,000	£150,000
Mortgage Balance (B)	£175,000	£175,000
Loan-to-Value	70%	117%
Sales Proceeds:		
Forced Sale Discount (C)	25%	25%
Sales Proceeds (D = A x (1-C)%)	£187,500	£112,500
Repossession costs:		
Variable Sales Costs (E)	2%	2%
Fixed Sales Costs (F)	£20,000	£20,000
Total Costs (G = D x E + F)	£22,813	£21,688
Net Sale Proceeds (H = D - G)	£164,688	£90,813
Loss (I = B - H)	£10,313	£84,188
Loss severity (I / B)	5.9%	48.1%

出所：BlueBay 上記は例示であり、リターンを保証するものではありません

こうした損失が発生した場合においては、どのようなことが起きるのでしょうか。この時には、証券化構造からの第二のプロテクションが機能し、非常にストレスが強いシナリオにおいても、十分に損失を吸収することが通常であれば可能です。

モーゲージが返済されなかった場合に、借り手が最初に損失を吸収するのと同じように、証券化の構造上で優先度の高い債券（シニア債）が損失を被る前に、劣後する債券が損失を吸収することになります。このことから、シニア債は二重のプロテクションを実質的に保有していると言えます。

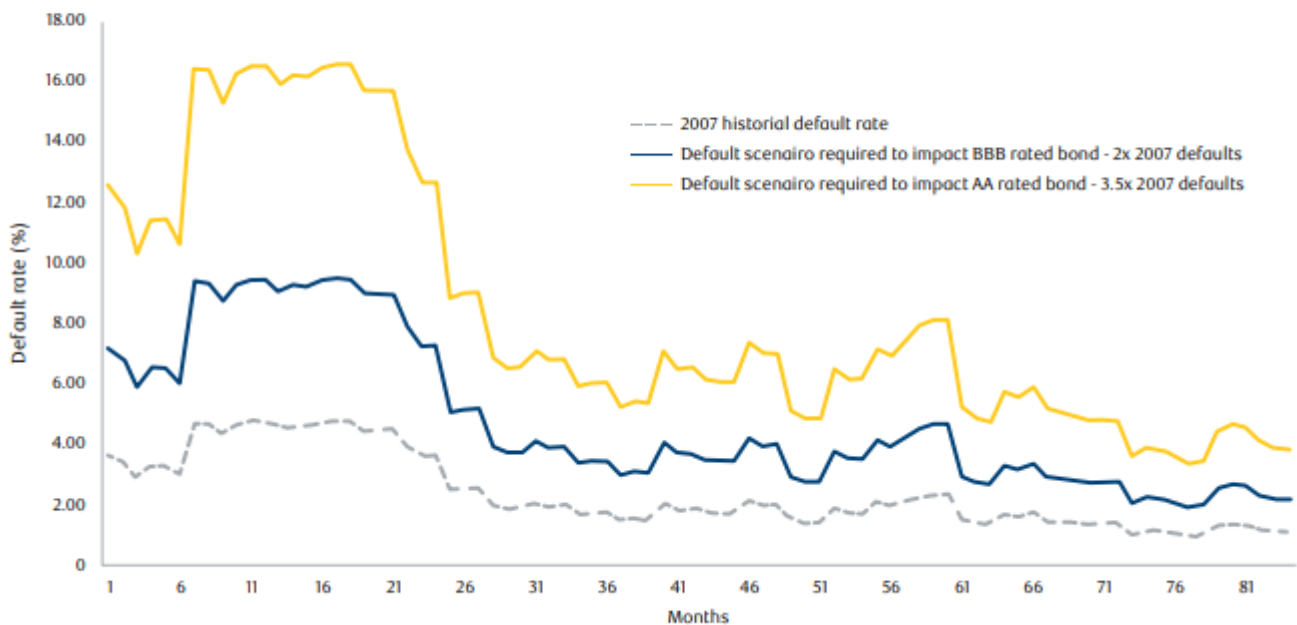
どれだけのデフォルトが吸収可能なのか

これは債券のシニア度合に依りますが、非常に簡単に言ってしまうと、かなりが吸収されます。

引き続き先ほどの例を使っていきます。住宅価格が40%下落した場合で、BBB格の債券が損失を被るのは、2007年時の2倍のデフォルトとなった場合です。AA格では3.5倍となります。さらに重要な点は、2007年よりも証券化クレジット債の引受基準は厳しくなっていることです。図1を参照すると、上記のようなケースはいずれも起こる可能性が低いと考えています。さらに、今回の例では英国のモーゲージ市場を想定していますが、英国市場はインフレ圧力によって現在、特に厳しい状況となっています。欧州の見通しは概してもっと安定しており、相当極端なシナリオでない限り、損失は発生しないでしょう。

結論として申し上げます、証券化クレジット債のデフォルトに対するプロテクションは非常に高いと言えます。こうした分析は、様々な担保タイプや格付けに広げることが出来ます。BB格のトランシェでもかなりのプロテクションが提供され、投資適格のトランシェでは相当なものとなっています。加えて、魅力的な利回り水準や金利上昇に対するプロテクションとして変動利付債が求められる環境から、証券化クレジット債は魅力的な投資機会を提供していると考えています。

図1：デフォルト・シナリオ



出所：BlueBay, Moodys

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



RBC BlueBay
Asset Management