

AAA 格付け 欧州資産担保証券: ディフェンシブな資産クラス

2020年7月



AAA格付け欧州資産担保証券： ディフェンシブな資産クラス

- 歴史的な低金利の水準が続きマイナスともなる利回りを背景に、機関投資家は、社債や国債など高格付けの「安全な」債券資産を保有することにより、大きな機会費用に直面する可能性があります。
- 通常、短期および変動金利のAAA格付け欧州資産担保証券（ABS）は、同等の格付けの国債および社債よりも魅力的な利回りを提供します。
- これらの証券は通常、保護機能があり、他の債券資産との相関性が低いいため、魅力的な代替資産クラスになります。

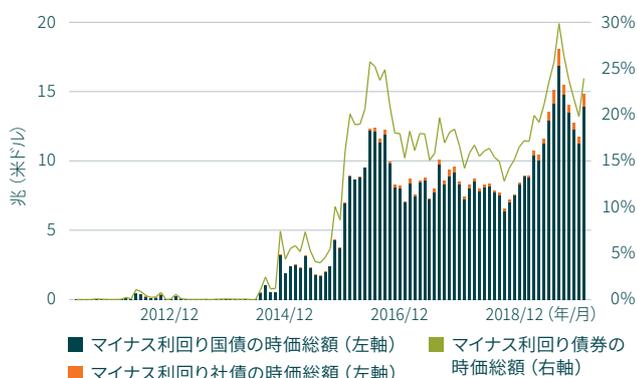
投資価値は変動します。そのため投資価値は上昇あるいは下落することもあり、投資元本を下回る可能性もあります。過去のパフォーマンスが表示されている場合、将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

機会費用の増加が見られる 高格付けの国債と社債

2020年の世界経済の衰退は、中央銀行の大幅な緩和政策の終止符は当分うたれないことを示唆しています。安全資産の利回りが歴史的に低く、多くの場合マイナスともなる中、現金もしくは債券を保有する投資家に重大な課題を提示しています。スプレッドが厚めとなる可能性が高く、構造的な保護機能により、同等の格付けの国債や社債に代わる魅力的な投資資産として、AAA格の欧州資産担保証券(ABS)を検討することができるでしょう(図1～4を参照)。このレポートでは、AAA格の欧州ABSの主な特徴を説明し、ポートフォリオの組入れにおいて、他のAAA格債券からの分散の可能性を探ります。

¹ 出所：S&Pグローバル・レーティング、2019年グローバル・ストラクチャー・ファイナンス・デフォルトおよびレーティング移行調査（7ページ、32ページ）（2020年6月9日）

図1：世界マイナス利回り債券



出所：M&G、ブルームバーグBNYDMVU指数、LEGAMVU指数（2019年12月現在）

図2：短期国債と高格付け社債のイールド

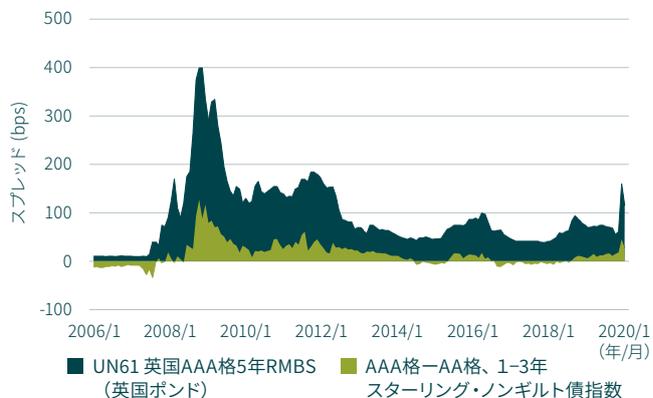


出所：ICE BAML（2020年5月31日現在）

欧州ABSの長期的な安全性

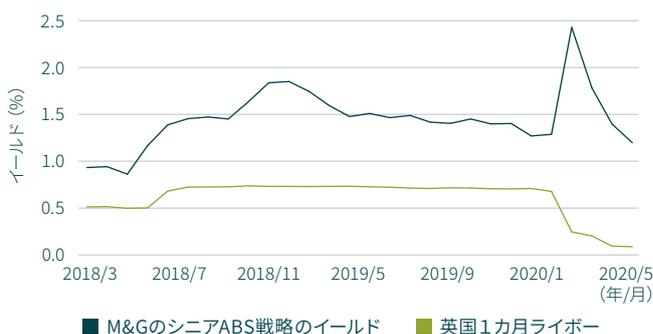
一部の投資家の間では、ABSに関する誤解が依然として見られます。特に、欧米市場と米国市場のデフォルトの違いを理解することは重要です。米国のAAA格付けからCC格付けの住宅ローン担保証券(RMBS)の長期にわたる年間平均デフォルト率は4.9%ですが、欧州のRMBSは0.3%となっています。また、すべての投資適格欧州ABSの年間平均デフォルト率は0.1%です。さらに、投資適格の英国RMBSおよび欧州のローン担保証券(CLO)はデフォルトがありません¹。より有利な債権制度、より質の高いローンブック、より保守的な発行構造により、2008年でさえも、欧州では米国と比較してデフォルト率は大幅に低くなっています(より詳細な分析は「資産担保証券の概要」レポートを参照してください)。この良好なパフォーマンスは、投資家と投資リスクを共有するためにスポンサーが少なくとも5%のABSを保有するという欧州の規制によってもサポートされています。

図3：AAA格英国RMBSの同格付け社債とのスプレッド



出所：ICE BAML（2020年4月30日現在）

図4：M&GのシニアABS戦略と英国LIBORのイールド



出所：M&G、ブルームバーグ（2020年6月18日現在）

構造的な保護機能：AAA格付けのストレスからの回復力

図5は、典型的なAAA格付けの英国 RMBSが、新型コロナウイルス禍のストレステストによる極端な市況にどのように耐えることが期待できるかを示しています。このストレステストでは、英国の住宅価格が即時に40%下落し、その後も回復しないというシナリオを想定しています。1989年から1993年の間の最大の価格下落であった18%の下落と比較しています。

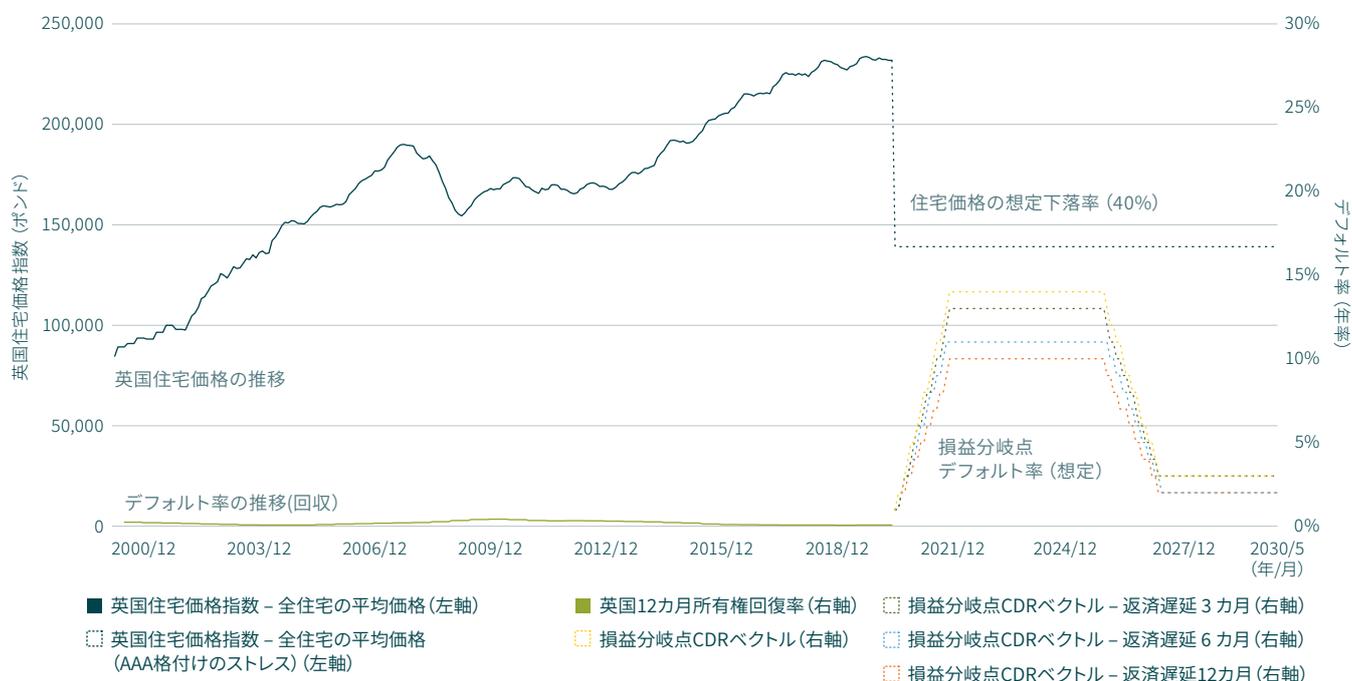
担保100%で、住宅ローンの返済延滞期間が3カ月、6カ月、および12カ月というシナリオに基づいています。注意すべき点として、現在、英国の新型コロナウイルス救済措置の一環として、英国の住宅所有者は、2020年10月末まで、最大6カ月の返済猶予が認められています。現在、典型的な

英国の住宅ローン全体の約17%で、この返済猶予制度が適用されています。

チャートの英国プライムRMBSの利回りは約0.8%です。3カ月の返済延滞を想定した場合、この証券が投資した最初の1ポンドを失うには、危機期間の最初の4年間のコンスタント・デフォルト率 (CDR) が、長期金利年率2.5%での調整前に年率12.5%に達する必要があります。最も極端なシナリオでは、担保全体で12カ月の返済延滞が起これば、CDRが長期的に年率1.9%下落し、証券の損益分岐点は4年間で年率9.5%となります。

このモデルに用いた前例のない水準のストレスは、失業率が上昇し金利が15%に達した1992年に、英国の歴史的な回復率が年率0.79%であったことと比較できます。言い換えれば、この代表的なRMBSは、潜在的なリスクに対して非常に高い水準の保護を提供していると言えます。

図5：新型コロナウイルスのストレステストー損益分岐点コンスタント・デフォルト率 (RMBSのイールドは約0.8%)

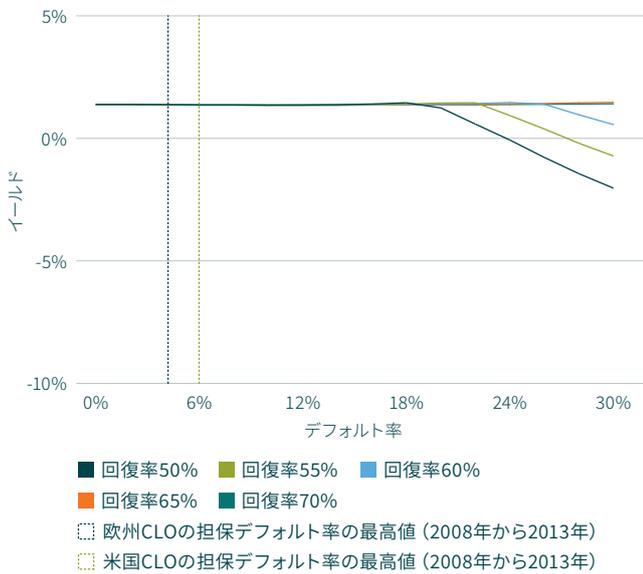


図示のみを目的としています。

出所：M&G、住宅ローン貸手評議会、ABSxChange、全国 (2020年5月27日現在)

個別のアカウント、商品、戦略が、上記と同様の利益、損失、結果を達成するもしくは達成する可能性を示唆するものではありません。

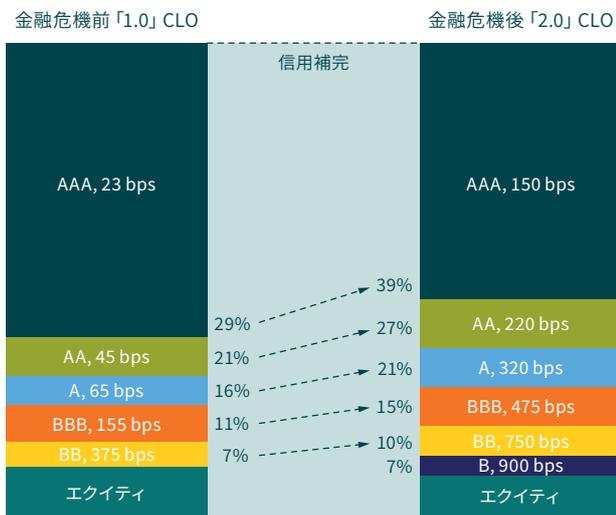
図6: AAA格CLOストレステストの例



出所: M&G、Fitch Ratings Data (2019年7月)

図6のストレステストが示す通り、AAA格の欧州CLOはRMBSと同様に、魅力的なディフェンシブ資産です。この図は、元本損失を引き起こすには、取引の全期間を通じて、一定のデフォルト率が世界的な金融危機のピーク時よりも4倍高くなる必要があることを示しています。基となるポートフォリオに分散的がきいており、スポンサーによる5%のリスク保持を含む、はるかに厳しい基準と規制要件もあって、金融危機後のCLO取引は2008年以前と比較して大幅に健全です。図7に示すように、信用補完の割合が増加しているにもかかわらず、投資家はAAA格付けのリスクに対して大幅に高い収益を獲得することもできます。この代表的な金融危機後のCLO「2.0」のAAAトランシェの150ベースポイントの спреッドは、2008年以前のCLO「1.0」の23ベースポイントの6倍以上です。

図7: CLO信用補完の例



出所: 金融危機前CLO1.0 CADOG 4X 2007年4月27日の価格。金融危機後CLO ARBR 7X 2020年7月の価格。

AAA格ABS市場の流動性

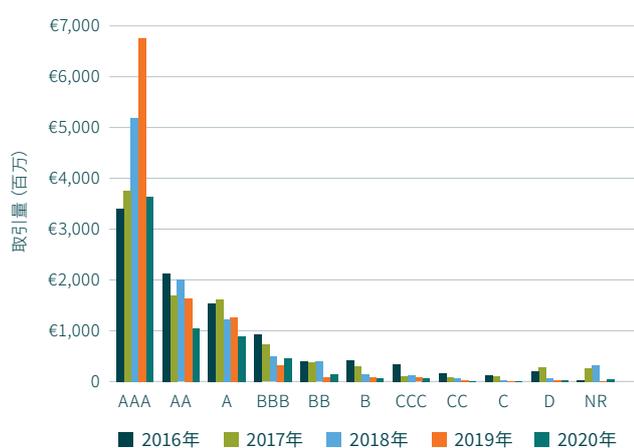
高格付け債券資産への投資において、流動性は重要です。欧州ABSのプライマリーおよびセカンダリー市場の一貫した取引量は、多くの証券でAAAトランシェが大部分を占めるということと相まって、市場のストレス下においても、シニアABSは他の債券資産クラスと同様に流動性が高いと考えます。

過去4年間の信用格付けごとの欧州ABSオークション(BWIC)の取引量を示す図8は、この見解を裏付けていると言えるでしょう。AAAトランシェは、市場で群を抜いて最大の取引量を占めています。また、多くのAAAトランシェでは十分な取引が見られ、個々の証券を定期的に売買する上でも、市場価格に大幅な変動をもたらすことはありません。

これらの債券の期間が短いことと、投資家基盤が底堅いことから、ビッド・オファー・スプレッドも通常低くなっています。2020年3月に多くの市場のボラティリティが著しく高まった際、スプレッドの拡大は見られたものの、通常スプレッドは5から20ベースポイント程度です。

これらの特性により、ポートフォリオマネージャーは流動性に過度の時間を費やすことなく、資産配分と投資機会の調査に集中することができます。

図8：欧州ABSオークション(BWIC)信用格付け別取引量



出所：JPモルガン・インターナショナルABS BWIC トラッカー（2020年6月）

ABSが提供する資産の分散化

過去20年間、ABSと他の債券資産との相関は非常に低くなっています(図9を参照)。これは主に、ABSがさまざまな種類の債務、つまり企業やソブリンの債権ではなく消費者ローンへのエクスポージャーを提供しているからです。

図9：ABSと他の債券資産との10年間の相関

	AAA格 欧州ABS	AAA格 欧州社債	AAA格 英ポンド 社債 (ユーロ ヘッジ)	欧州 国債
AAA格欧州ABS	-	0.28	0.15	0.34
AAA格欧州社債	0.28	-	0.77	0.76
AAA格 英ポンド社債 (ユーロヘッジ)	0.15	0.77	-	0.55
欧州国債	0.34	0.76	0.55	-

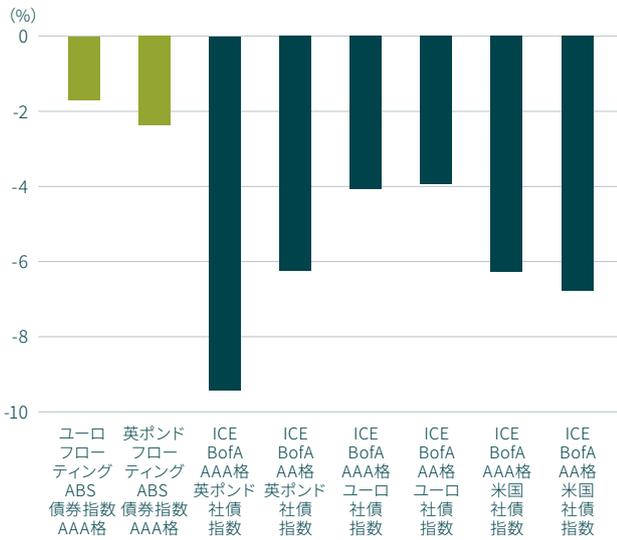
過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

出所：M&G(2020年4月30日)。ICEインデックス(AAA格欧州社債：ER10、AAA格英ポンド社債：UR10、全満期欧州国債：ECAS)。AAA格欧州ABS：ブルームバーグバークレイズ・ユーロ・フローティングABS債券インデックスAAA。特に明記されていない限り、すべてのデータは基本通貨で表示しています。コーポレート・インデックスのリターンは、スワップの超過分として見積もられます。

AAA格のABSが提供する多様性により、ストレス時に防御的な役割を果たすことができます。図10のABS市場と同等の社債(原資産の金利エクスポージャーの影響を取り除いたもの)のパフォーマンス比較からも、そのことがわかります。

図10：シニアABS対その他の債券

2020年3月の社債のパフォーマンス（社債指数の金利寄与は排除しています）



過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

AAA格のABSが提供する投資機会

M&Gは、AAA格のABSに投資することは、低金利やマイナス利回りの国債や社債に代わる魅力的な選択肢であると考えます。当資産クラスは、通常、変動の激しい市況下で強力な回復力を見せ、同格付けの債券よりも魅力的な利回り上昇を提供し、ポートフォリオに分散効果をもたらします。

詳細については、最寄りのM&G担当者にお問い合わせください。

www.mandg.com/institutions

お断り: 当ウェブサイトは英国SFC (証券・先物取引監察委員会) の審査を受けたものではなく、SFCに登録されていない戦略に関する情報が含まれている可能性があります。

機関投資家向け資料

当記事は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。今後、事前に通知することなく変更する可能性があり、実証しかねる推測を含む場合があります。過去の実績は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。当記事の配布は売買の推奨や勧誘を行うものではありません。当記事は情報提供と教育のみを目的としており、投資に関する助言や特定の証券、投資戦略、投資商品の推奨を行うものではありません。本資料における個別企業に関する記述は例示のみを目的としており、売買の推奨を行うものではありません。当記事が提供する情報ならびに参照した情報は、M&Gが信頼性が高いと判断する情報源から得た情報で作成していますが、情報の正確性について保証するものではありません。内容の正確性についてM&Gはその責任を負いません。当資料はM&G Investment Management Limitedが発行します。M&G Investment Management Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号936683、本社所在地10 Fenchurch Avenue, London EC3M 5AGにて登録されています。M&G Investment Management Limitedは英国Financial Conduct Authority (金融市場監督庁) により認可され規制を受けます。M&G Real Estate Limitedはイングランド及びウェールズにおいて番号3852763で登録されており Financial Conduct Authority (金融市場監督庁) の認可・規制は受けません。M&G Real Estate LimitedはM&G企業グループの1社です。AUG 20 / 466003

当資料はM&G及びM&G関連会社が発行した資料の翻訳です。和文と原文(英語) に差異がある場合は、原文を優先します。

M&G Investments Japan株式会社

投資運用業者、投資助言・代理業者、第二種金融商品取引業者

関東財務局長(金商) 第2942号

加入協会: 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

本書面は、当社又は当社の海外関連会社であるM&G Investment Management Limited、M&G Alternatives Investment Management Limited若しくはM&G Real Estate Asia Pte. Ltd.(以下あわせて「海外関連会社」といいます。) の運用に関する情報提供を目的としてお渡しするものであり、いかなる有価証券の勧誘となるものでもなく、それを意図するものでもございません。

当社は、投資助言・代理業者、投資運用業者及び第二種金融商品取引業者として金融商品取引法上の登録を受けており、今後、当該登録に基づき、①お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結の代理・媒介を行い、②当社が直接お客様と投資一任契約を締結し、又は、③お客様に対し海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘をさせていただく場合がございます。その際当該投資一任契約又は海外集団投資スキームへの投資に係る具体的なリスク、ご負担いただく手数料等の費用に関しては、個別の契約書及び契約締結前交付書面等のお客様向け資料に記載させていただきますので、それらの資料をご参照ください。なお、①お客様と海外関連会社との間の投資一任・投資顧問契約締結に係る代理・媒介業務、及び、③お客様に対する海外関連会社又はその関係会社が運用する海外集団投資スキームへの投資勧誘に関して、当社がお客様から手数料をいただくことはございません。