

# 英国住宅ローン担保証券 の構造的な回復力

2020年11月

M&amp;G アセット・バック・セキュリティー

- 3月に英金融行為監督機構（Financial Conduct Authority – “FCA”）による特別制度が施行されて以降、推定250万の住宅ローンに支払猶予が与えられました。ただし、猶予期間が終了した後70%以上が全額で返済を再開しています。
- 経済への短期的な下方圧力は高まる可能性があります。シニアの住宅ローン担保証券（RMBS）の構造的な回復力により、高格付け証券への影響は限定的だと考えます。

投資価値は変動し、投資から得られる利益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ないことにご留意。

## 英国の借手に与えられた住宅ローン返済猶予制度

今年の3月に英金融行為監督機構（FCA）は、コロナ禍における財政支援として臨時的に住宅ローン救済措置を発表しました。UK Financeによると、推定250万のローンに3か月の支払猶予が与えられ、6月時点で180万が対象となっており、これは住宅ローン市場の17%に相当します<sup>1</sup>。5月には支払猶予が最大6か月に延長され、10月には終了する予定でした。しかし、2度目の英国全土におけるロックダウンにより、FCAは2021年1月末まで延長すると発表しました。これまでにこの制度を利用したことがない場合、合計で最大6か月の返済延期を2回申請できます。一方、現在、返済延期を利用している借手、および最初の延期後に返済を再開した借手は、最大3か月の返済延期を2回目申請できます。

英国の住宅ローン担保証券（RMBS）市場での投資において、この返済猶予制度や政府の幅広い支援策が、RMBSのストラクチャーへ与える潜在的な影響と、将来の住宅ローンの返済延滞およびデフォルト率への影響を考慮する必要があります。心強いことに、住宅ローンの返済猶予制度の利用は6月以降着実に減少しています。制度の延長により住宅ローンのキャッシュフローへの圧力が高まるのではないかと懸念が高まったものの、UK Financeは猶予期間が終了した後70%以上が全額返済を再開したと推定しています。しかし、今後の経済においてさらなる課題が待ち受ける中、シニアRMBSの構造的な回復力がますます重要な役割を果たすと考えます。

## 返済猶予制度を利用する背景は？

新型コロナウイルスによるロックダウン当初の影響と、初夏以降のローン返済猶予制度利用の低下は、RMBS取引レポートデータで確認できます。JPモルガンは、コロナ禍で返済猶予を利用したローンの累積現在残高は、7月の167億ポンドから9月には97億ポンドへと40%以上減少したと推定しています。よって、コロナ禍で返済猶予の対象となるローン全体に対する比率は、18.6%から10.5%へと下落しました（図1を参照）。英国プライムRMBSマスタートラスト・プログラムでは、返済猶予が適用された割合はわずか5.6%でした（図2を参照）。

図 1. 住宅ローン返済猶予制度の利用率<sup>2</sup>

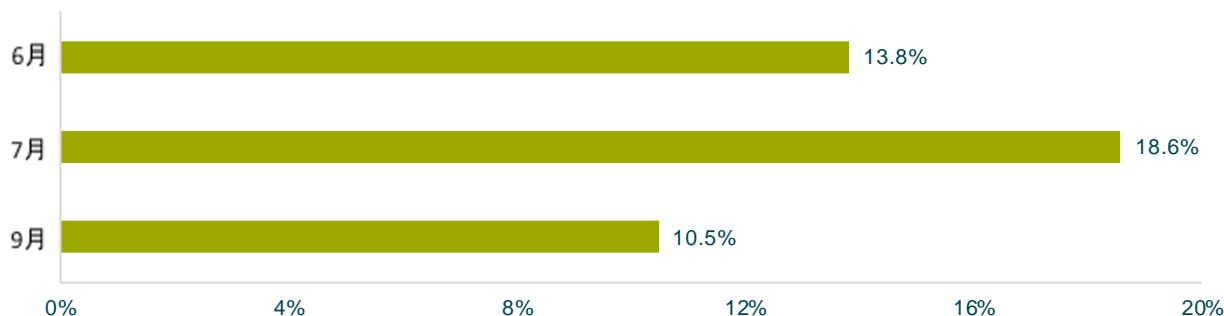


図 2. 担保の種類別 返済猶予制度の利用状況, 2020 年 9 月<sup>3</sup>

担保の種類	返済猶予制度が報告された取引数	資産残高 (百万ポンド)	返済猶予が適用された資産残高 (百万ポンド)	返済猶予適用割合 (%)	返済猶予適用数	返済猶予適用最低率 (%)	返済猶予適用最大率 (%)
BTL	39	£24,333	£2,210	9.1%	12,426	0.0%	44.9%
NCF	50	£15,916	£3,031	19.0%	36,790	1.2%	45.5%
Non-Standard	12	£9,388	£1,592	17.0%	19,311	7.4%	33.3%
Prime	23	£16,278	£1,362	8.4%	6,983	2.6%	58.4%
Prime MT	4	£26,361	£1,481	5.6%	9,611	4.0%	8.9%
合計	128	£92,276	£9,675	10.5%	85,121	0.0%	58.4%

当然、このデータは個々の貸手からの事例証拠には遅れをとっています。英国住宅ローンのノンバンク最大の貸手の一社であるケンジントンは、返済猶予制度への申請は6月上旬にピークに達し、その後、ロックダウンが緩和され、多くの人々が仕事に復帰したために減少したと述べています。また、多くの顧客が最初の3か月の猶予期間を延長しないことを選択したことも判明しました。ケンジントンは直近のレポートで、返済猶予制度を申請した26,000の借手のうち、約7,000だけがまだこの制度を利用していると報告しています。

制度の初期段階では、若い世代の借手と自営業者からかなりの申請がありました。ただし、月々の支払い額が多い場合と、借手がレジャーおよび観光セクターに従事している場合は、まだ返済猶予制度を利用しているケースが最も高くなっています。これは、借手の毎月の返済額とその雇用セクターが、返済猶予制度の利用の主な原因となっていることを示しています

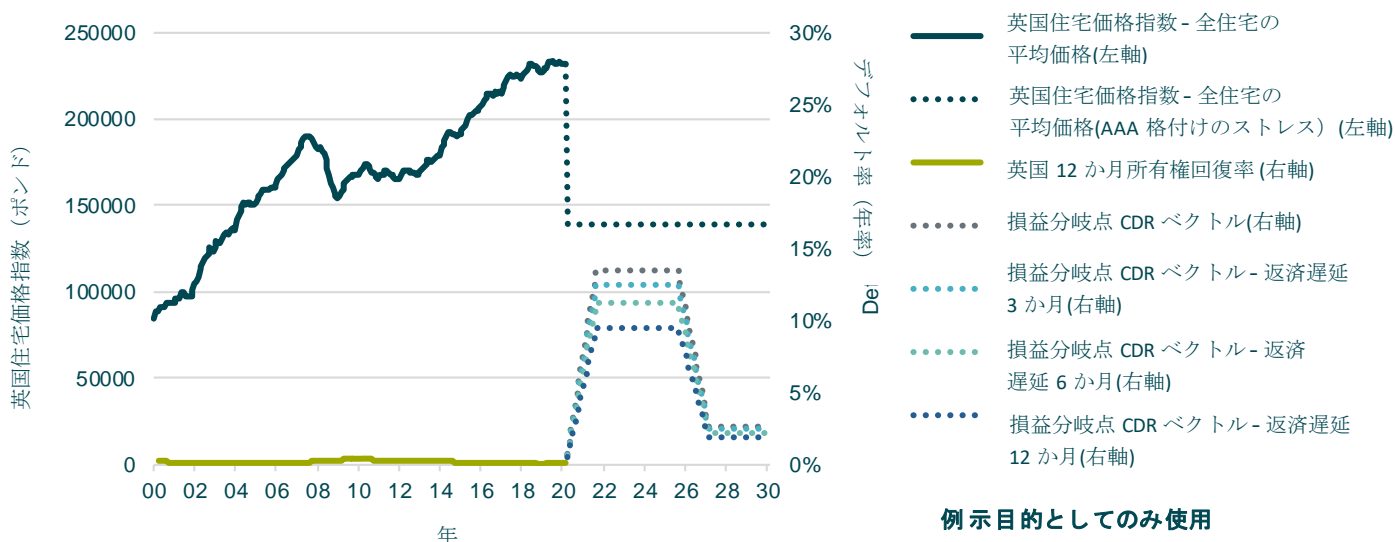
### 英国 RMBS にはどの程度の回復力があるのか

M&Gはパンデミックの初期段階で、大幅な住宅ローンの返済遅延など、コロナ禍で起こり得る深刻な状況に対する典型的な英国 RMBS の構造的回復力におけるストレステストを実施しました。モデルは次の仮定に基づいています。:

- 英国の住宅価格はすぐに40%低下し、将来の回復は見込めない
- 期限前償還が5%に低下
- 全ての住宅ローンで6か月の返済遅延が起きる（現状は、3か月の返済遅延率が10.5%）

図3のクラスAのUKプライムAAA格付けRMBSが元本を下回るには、コンスタント・デフォルト率（CDR）が、長期的に年率2.5%に下落する前に、4年間継続して年率11.3%となる必要があります。これは、住宅ローンプールの累積デフォルト率41%に相当します。比較例として、1992年に見られた英国の過去最高の年間デフォルト率は、0.79%でした。

図 3. 典型的な AAA 格付けの英国プライム RMBS が元本損失をなすには、裏付けとなるモーゲージ・プールの累積デフォルト率が 40%を越える必要がある<sup>4</sup>



返済が大幅に減少した場合でも、RMBS の様々な構造的特徴がシニア RMBS 取引の流動性をサポートし、利息の支払いに対する保護としても役立っています。これには、利息を支払うために使用できるかなり大きな流動性準備金、および元本を利息の支払いに使用できるようにするウォーターフォール（優先順位の高い方から利払いが行われる）が含まれます。ムーディーズの最近の調査によると、格付会社に評価された 788 の RMBS トランシェのうち 6 か月未満のインタレスト・カバレッジはわずか 11%です<sup>5</sup>。さらに、額面未満で購入された債券の場合、抵当流れの期限前償還の可能性による償却の加速により、追加のリターンが得られます。

これらの取引の回復力は、パンデミックが始まって以来、英国の RMBS の格付けが下がっていないことから明らかです。ドイツ銀行によると、パンデミックが始まって以来、英国 RMBS の 17 のトランシェのみが格下げされました。これらのトランシェはいずれも、元の格付けが A 格以上で世界金融危機後に組成されたものではありませんでした。英国を含む欧州全体でダウングレードは合計 77 で、発行残高の 1.4%に相当します<sup>6</sup>。社債とは異なり、RMBS の構造的保護、特に投資適格のトランシェは、将来の格下げリスクが低いことを意味します。

### 今見られる投資機会は？

現在の市場のダイナミクスは、スプレッドがコロナ以前の水準から上昇したままであり、格付水準に慎重な格付会社が増えていることにより、ABS 構造がさらに強固になっているため、資金を投下する魅力的な機会を提供すると考えています。取引は少数の投資家の間でもシンジケートされており、M&G などの大規模な機関投資家が債券にアクセスしやすくなり、発行体の執行リスクが軽減されます。

一つの例として、ほぼ 50 年間市場で貸出を行なっている Together Personal Finance の AAA 格付けの英国シニア RMBS 取引があります。SONIA+（ポンド翌日物平均金利）145bps のクーポンは、2024 年 6 月に取引が執行されない場合は、SONIA +290bps に上昇し、現在発行されている英国 RMBS シニア債の中で最も高いステップ・アップ・クーポンとなっています。クラス A は、23.50%の信用補完を提供し、加重平均インデックス 57.5%のローン・トゥー・バリュー住宅不動産担保で裏付けされています。さらに、この取引は、一般準備金にコロナ準備金を含めるように構成されています。償還されない場合、最初のオプションの償還日後にキャッシュフローからオリジネーターは外れ、シニア債の償却を加速するように設計されています。

M&G は、この取引が市場に出る前に相談を受けた少数の投資家のひとつであり、ストラクチャーとプライシングに関する交渉の後、資本構造全体に実践的な保護機能を構築しました。参考までに、この種のプロファイルを持つ AAA 格付け債は、2月に SONIA +95bps 前後で取引されており、現在いかに追加プレミアムがついているのかわかります。

## 見通し

最近の返済猶予制度に見られる傾向は RMBS 取引にとって下支えとなっている中、政府の支援スキームが来年初めに撤回されるまで、経済的打撃の全貌は明らかにはならないでしょう。ソーシャル・ディスタンスの制約の下で運営されている企業の実行可能性、一時的な休職要請が解雇へとつながる割合、そして結果として生じる英国の住宅ローンの返済滞納とデフォルトへの影響など、現在の情勢について今後より理解が深まっていくでしょう。この不確実性にもかかわらず、当社は、英国のシニア RMBS のトランシェは、構造的な回復力が高いために、信用リスクが低いと見えています。一方、プライシングは、同等の格付けの他の債券と比較して魅力的に見えます。よって、取引を厳密に評価するために必要な豊富なリソースを有する投資家は、この市場で魅力的な投資機会にアクセスできる最適な立場にあると考えます。

## M&G ABS チーム

### 参照資料

1. プレスリリース: *UK Finance responds to FCA guidance on ongoing support for mortgage customers*, 2020 年 9 月 14 日
2. J.P. モルガン *UK RMBS COVID-19 Payment Holiday Tracker*, 2020 年 10 月 2 日, 2020 年 7 月 10 日, 2020 年 6 月 12 日
3. J.P. モルガン *UK RMBS COVID-19 Payment Holiday Tracker*, 2020 年 10 月 2 日
4. M&G, *Council of Mortgage Lenders, ABSxChange, Nationwide*, 2020 年 5 月 27 日
5. ムーディーズ, *Sector In-Depth Research, UK RMBS*, 2020 年 7 月 14 日
6. ドイツエバンク・リサーチ, *European RMBS Monthly*, 2020 年 10 月 15 日

[www.mandg.com/institutions](http://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。M&G plc はイングランド及びウェールズにおいて登録された持ち株会社であり、The Prudential Assurance Company の直接親会社です。The Prudential Assurance Company Limited はアメリカ合衆国を主たる事業地とする Prudential Financial, Inc (プルデンシャル・フィナンシャル・インク)、英国で設立され、国際的に展開する企業グループである Prudential plc (プルデンシャル・ピーエルシー)のどちらの関係会社でもありません。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。2020 年 11 月/509414

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。