

欧州 ABS: 2020 年のまとめと 2021 年の展望

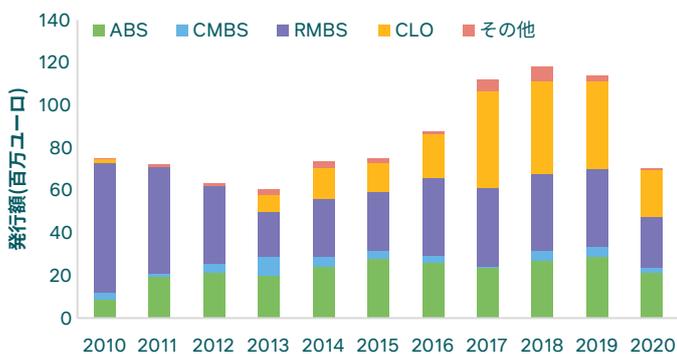
2021年1月

- 2020年は、欧州の資産担保証券(ABS)は逆風環境に強いことを実証し、高い相対的価値があることが明白になりました。当レポートでは、歴史に残るような2020年に、新型コロナウイルス感染症によるパンデミックがマクロ経済に与えた不安定さ、そのなかで今でもABSに相対的価値が存在している理由、またどのような点に価値があるかについての考察、及び2021年の見通しについて解説します。
- 投資価値は変動します。そのため投資価値は下がる場合も上がる場合もあり、投資元本額を回収できない可能性もあります。本レポートに示されている実績は過去のものであり、将来の運用成績を保証するものではありません。

2020年の乱気流を乗り切った欧州のABS

金融市場の他のほとんどの資産クラスと同様に、新型コロナウイルス感染症は2020年の欧州ABS市場に大きな影響を与えました。それまでの数年間は発行額が着実に増加し、2018年には1,000億ユーロを超えました。2019年は減少したものの、その水準は前年をわずかに下回るものでした(図表1を参照)。3月に新型コロナウイルス感染症が世界的に拡大したことにより、第2四半期の発行額は大幅に減少しました。反動で、夏期は例年とは異なり大幅に発行額が増加し、その後も年末に向けて好調な発行市場でしたが、それでも2020年の総発行額は約650億ユーロと、M&Gが予想していた規模をはるかに下回る結果となりました。

図表1: 2020年に減少した欧州ABS発行額

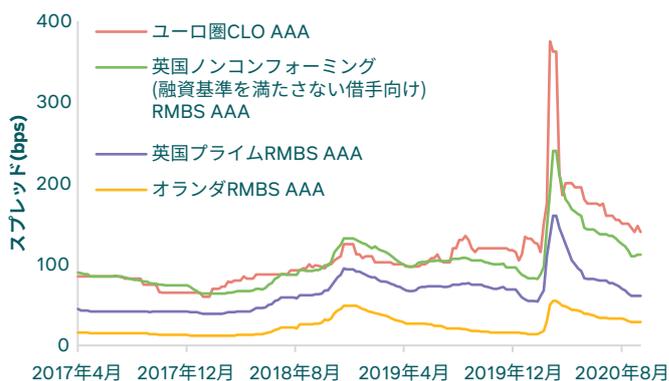


出所: J.P. Morgan International ABS & CB Research, 2020年12月4日

2020年の年初は、ABSのспредが縮小しましたが、あらゆる種類のABSの発行額が増加し、投資家は種類を問わず投資することが可能でした。ABSの相対的な価値が他の債券より優れていたため、ABS案件の主要トランシェでは超過需要が発生しました。欧州での新型コロナウイルス感染症の大流行に伴い、リスク資産の価格水準は急速、かつ劇的に下落しました。それとともに、欧州のシニアABSを含め、ディフェンシブ色の強い多くの債券も売却の対象となりました。欧州のABSという期間が短く最高格付

の債券でさえспредが急速に拡大したということは(図表2を参照)、金融市場における3月と4月の価格の下落が、信用力のファンダメンタルズとはほぼ関係がなかったとM&Gは考えています。このような下落幅は、2008年のリーマンブラザーズの破綻以降は見られなかった程の大きなものでした。

図表2: 3月・4月における欧州ABS売却のインパクト

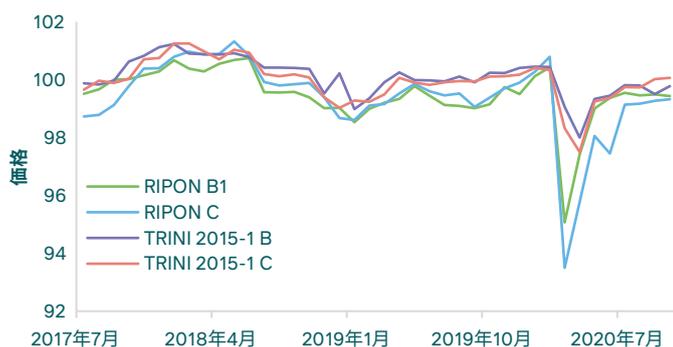


出所: M&G・J.P. Morgan, 2020年10月8日

M&Gは、保有するすべての債券の内容を再精査した結果、最も優先順位の低い債券のほとんどが、大きなストレスがかかる環境においても問題とはならず、安心して保有し続けることができると判断しました。そして、質の高い資産が提供する良好なспредは、中期的な投資家にとって購入する好機であるとの結論に達し、選択的ながら、新規投資家と既存投資家の両方に投資を働きかけることになりました。

市場センチメントは第2四半期末にかけて改善し、各国・地域の中央銀行による前例のない量的緩和と多くの国での新型コロナウイルス感染症の新規感染者数の低下により楽観的な見方が広がりました。図表3のとおり、リスク選好度の世界的な上昇とともに、欧州ABSの価格は第2四半期に大幅に回復しました。

図表3：2020年第2四半期における欧州ABS市場価格の回復



出所：M&G、2020年10月1日

その間、新型コロナウイルス感染症拡大後の最初の新規案件が発行されましたが、それは英国における消費者金融と欧州CLOが主で、多くの場合、相対取引又は小規模クラブディールでした。これらの案件は、新型コロナウイルス感染症拡大前よりも保全性が高いストラクチャーで、より単純な担保物件、より投資家よりのプライシングであったため、M&Gは同四半期中に多くの案件に投資しました。また、競合他社が新発案件への投資に消極的であったこと、あるいは投資する体力がなかったことから、通常よりも多くのアロケーションを受けることができました。以下は、投資したいいくつかの案件の概要の例示です。

ELVET 2020-1 C (RMBS)

概要：Atom銀行が発行した英国のプライム物件のRMBSであり、シングルA格付けを受けたメザニンのトランシェです。M&Gは、オリジネーターと相対で交渉し、メザニントランシェの全額を購入しました。クラスCトランシェの利率はSONIA(英ポンド翌日物平均金利、“S”)+225ベースポイント(bps)であり、2025年6月の最初のコールオプション実行日に償還されない場合、以降の利率はS+325bpsとなります。**主な特徴：**担保資産の特性として、借入金の割合(LTV、加重平均ベース)は67.9%、延滞債権はゼロ、自営業者に対する融資比率はわずか5.4%でした。**コメント：**イングランド銀行が中小企業向けのタームファンディングスキームを再導入することにより、今後数年間は英国でのプライムRMBSの発行額が減少すると予想されており、相対ベースで質の高い債権プールをもつ案件に投資できることは非常に魅力的でした。

ELSTR 1 A (RMBS)

概要：Enra Specialist Financeが組成した英国物件の新発RMBSで、AAAの格付けを有するシニアトランシェに投資しました。債権プールは、プライムの投資用住宅物件のローン、プライムあるいはプライムに近い第一順位・第二順位の住宅ローン債権で構成されています。シニア債の利率はS+140bpsで、2023年11月にコールされない場合はS+280bpsになります。このステップアップ後の利率は、償還を迎えていない英国RMBSのシニアトランシェとしては高い利率の部類に属します。**主な特徴：**クラスAのトランシェの信用補完率は25.25%、指数加重平均ベースのLTVは66.65%、現在の平均ローン残高は82,500英ポンドです。債務者のうち新型コロナウイルス感染症による支払猶予を受けている借手の比率は2.9%と、セクター平均を大きく下回っています。**コメント：**M&Gは、アレンジャーから事前に打診を受けた極限られた投資家の1社でした。ストラクチャーとプライシングの交渉の結果、クラスAトランシェで大きなシェアを確保することができました。

SGSHR 1X A(社会住宅CMBS)

主な特徴：英国全土にある住宅1,609戸で構成され、賃料が該当地の市場実勢の80%以下で提供される社会住宅のモーゲージ案件です。優先債券の利率はS+125bpsです。**コメント：**ESG要因に関しては、Sage社は非営利の住宅協会と同じ要領で規制を受けている営利の社会住宅供給業者です。本案件は、第三者機関であるサステナリティクス社によって検証を受けたSage社のソーシャルボンドのフレームワークに基づいて発行されました。M&Gは、アレンジャーから事前に打診を受けた極限られた投資家の1社で、多くのポートフォリオの投資適格トランシェに投資しました。

ABSにおける相対価値

図表5のとおり、3月以前に発行された案件、例えばAVOCA 21X(図表5を参照)と比較して、欧州ABS発行市場の再開後の案件、例えばBBAME 1X(図表4を参照)などの新発CLOの信用補完策には明確な違いが見られました。M&Gは、BBB格の新発債を購入しましたが、ストラクチャーは2020年第1四半期に発行されたA格のトランシェと同等であり、実質的に高いスプレッドで投資することができました。再開後の案件の多くは、新型コロナウイルス感染症以前の案件よりも厳しい状況に耐えられるようなストラクチャーであるため、M&Gは、ポートフォリオにあったBBB格の債券を流通市場で売却して、より与信が保全されている新発債を購入することで、ポートフォリオ全体のリスクを軽減することもできました。

図表4・5：新型コロナウイルス感染症拡大以前のA格債は以降のBBB格債と同等の与信保全が図られていながら、大幅に高いスプレッドが享受できる

4. BBAME 1X案件、2020年6月条件決定。出所：M&G独自の分析

クラス	トランシェ	現在残高 (百万ユーロ)	スプレッド	格付け (Moody's/ SP/Fitch)比率	パー・アタッチメント・ポイント	パー・デタッチメント・ポイント	市場価格 アタッチメント・ポイント	市場価格 デタッチメント・ポイント	損益分岐 価格
AAA	A	140.0	E+1.6	NA/AAA/AAA	44.3%	100.0%	43.5%	43.5%	99.20
AA	B1, B2	27.5	2.65, E+2.2	NA/AA/AA	33.3%	44.3%	32.4%	43.5%	98.80
A	C	20.0	E+2.8	NA/A/A	25.4%	33.3%	24.4%	32.4%	98.63
BBB	D	15.0	E+4.1	NA/BBB/BBB-	19.4%	25.4%	18.3%	24.4%	98.38
BB	E	11.0	E+6.84	NA/BB/BB-	15.0%	19.4%	13.9%	18.3%	97.86
B	F	5.5	E+7.2	NA/B-/B-	12.8%	15.0%	11.7%	13.9%	97.84
エクイティ	劣後	31.5	0		0.3%	12.8%	-1.0%	11.7%	

5. AVOCA 21X案件、2020年2月条件決定。出所：M&G独自の分析

クラス	トランシェ	現在残高 (百万ユーロ)	スプレッド	格付け (Moody's/ SP/Fitch)比率	パー・アタッチメント・ポイント	パー・デタッチメント・ポイント	市場価格 アタッチメント・ポイント	市場価格 デタッチメント・ポイント	損益分岐 価格
AAA	A1, A2	279.0	E+0.89	NA/AAA/AAA	38.0%	100.0%	37.1%	37.1%	99.04
AA	B1, B2	45.0	1.85, E+1.5	NA/AA/AA	28.0%	38.0%	27.0%	37.1%	98.59
A	C	32.5	E+2.1	NA/A/A	20.8%	28.0%	19.6%	27.0%	98.36
BBB	D	28.0	E+3.15	NA/BBB/BBB-	14.6%	20.8%	13.3%	19.6%	97.58
BB	E	23.8	E+5.1	NA/BB-/BB-	9.3%	14.6%	8.0%	13.3%	95.25
B	F	12.5	E+7.48	NA/B-/B-	6.5%	9.3%	5.2%	8.0%	94.35
エクイティ	劣後	35.6	0		-1.4%	6.5%	-2.9%	5.2%	

ESG

M&Gは長期の投資家であり、ESGは投資を成功に導くにあたって重要な役割を果たしていると考えています。そのため、ESG要素の分析を投資プロセスに全面的に組み込んでいます。ESG要素が少なからずリスクやリターンに影響を与える可能性が高いと判断した場合は、分析の対象とします。この数年は、新規投資を行う際は全発行体を評価しています。

規制当局は、ABSにESG考慮事項とESGに沿ったレポートを組み込ませる傾向にあり、その傾向は大きくなっていきます。ABSに関しては、第三者機関によるESGスコアリングがないため、投資目的にESGターゲットを明示することは困難ですが、運用機関は投資決定にESGの枠組みを適用するべきだと考えています。図表6では、M&GがESG考慮事項をどのようにABS投資に組み込んでいるかを示しています。また、2021年初頭にはM&GのESGの取り組みに関する最新情報をお知らせする予定です。その際はM&Gの担当者からお知らせいたします。

図表6：M&GのESG考慮事項

	環境		社会		ガバナンス	
	除外	評価	除外	評価	除外	評価
全ABS	該当なし	・ 担保物権が長期にわたって価値が維持できる案件の利率は低い ・ グリーン・レシーバブルの比率	以下の各種類の項目を参照	・ 貸手の業務がどの程度社会的責任を果たしているか ・ 審査・回収業務	・ スポンサーの実態(例えば資金洗浄、犯罪性、事業手法が劣る証拠)	・ 経営陣・スポンサー ・ スワップカウンターパーティーに対する評価 ・ スポンサーが抱える罰金・規制当局問題 ・ データ報告・開示度
RMBS		・ エネルギー効率(例えば改築) ・ 環境リスクが高い地域	・ 略奪的貸付 ・ 不適切・返済困難な融資	・ 債務過多の債務者、低収入の債務者の比率 ・ 債務者自身の住居か賃貸用か	・ 頻繁にリファイナンスを行わせる貸手 ・ 略奪的サービシング(デフォルトした際の回収事務)	・ 新規参入者に対する高い利率・流動性プレミアム・実証されていない融資経験
オートローンABS		・ 債権プールに占めるディーゼル車の比率	・ 同上	・ 複雑な仕組みをきちんと教えているか	・ 同上	
消費者ローンABS			・ 給与見合いのローン	・ 同上		
CMBS		・ エネルギー効率 ・ 環境リスクが高い地域(例えば洪水リスクが高い地域に所在する物件の比率)	該当なし	・ 社会住宅のCMBS：営利か非営利か	・ 市場の持続性に有害となるような融資規範の緩和、例えばコベナンツを適用しない・ゆるいものにする	
CLO		・ 石油・ガスに対する特別な懸念		・ 大企業を社会貢献の基準でランク付けすることに注力、例えば金融会社、タバコ	・ CLOマネージャーのガバナンス、例えば不適切なリスク水準	・ CLOマネージャーとの利害不一致
SRT – 事業法人		・ 債務者(債務者ごと又はセクターごと)の環境基準の評価(例えば石油・ガスに対するエクスポージャー)		・ 同上	・ 引当対象ではなくなった資本の活用方法。M&Gが取引する機関は、対象とする分野における恒常的な貸し手。M&Gはその機関が事業を行う主要国における主要資産のみに投資	・ デフォルトにつながる事由、例えばデフォルトリスクを大きくするような論争
SRT – その他		・ リファイナンスリスク		・ 社会に対するポジティブなインパクト、例えば実体経済の中小企業向け融資	・ 同上	

ブレグジット

2020年末に英国とEUの間でブレグジットに関する合意が成立し、今後の貿易関係の確実性が増したことになり、合意に至らなかった場合に英ポンド建て資産が受ける可能性があったリスクが大幅に軽減されたと判断しています。この数年間でブレグジットが英ポンド建て資産にもたらしたリスクプレミアムの大きさを考慮すると、今回の合意は2021年における英国ABSのスプレッドにとってサポート要因になると思われます。供給サイドでみると、合意により、英国ABSのアレンジャーは2021年第1四半期の新規発行に対する信頼感を高めると考えられます。これは、もし合意が不成立の場合には考えられなかったようなことです。

見通し

2020年は、金融市場全体で前例のない水準のボラティリティが見られました。このような環境で投資するには、ABSチームのみならずM&Gの多くの社員が業務に支障を与えずに、在宅での勤務を行うことを含め、困難に立ち向かうための高いレベルの忍耐力と適応力が必要でした。

各国の政府や中央銀行による迅速かつ大規模の政策対応に支えられて、すべての資産クラスが目覚ましい回復を見せました。欧州ABSの価格の回復は、社債や国債よりも緩やかでしたが、この差は、他の債券と異なり、ABSが中央銀行の資産購入の対象ではなかったことで説明できると考えています。

3月には、ABS市場全体における大幅な価格下落により、日々の値動きを気に留めない投資家のうち、個別案件を評価するために欠かせない豊富なリソースを有する中期志向の投資家にとって、魅力的な投資機会が到来したと感じました。実際に価格が回復したことで、第2四半期以降の新規案件がより強固なストラクチャーになってきたことから、魅力的な案件に投資する機会が増加した一方、ポートフォリオの組み替えも実施することができたことが、この見方が正しかったことの証左だと考えています。

しかしながら、他の種類の欧州債券とは異なり、欧州ABSのспредは、2020年の年初よりも総じて拡大したままです。したがって、欧州ABSの相対価値の考え方は依然として当てはまると考えています。M&Gの見解では、ABS市場は、将来的な投資機会と2021年中にさらなる利回り低下が期待できることの両方に大きな潜在価値があると考えています。これらが現実のものとなった際は、M&Gは十分に享受できるようなポートフォリオを構築していると考えます。

M&G ABSチーム

用語

- ABS：資産担保証券
- CLO：ローン担保証券
- CMBS：商業不動産担保証券
- 市場価格アタッチメント・ポイント：該当トランシェに損失が発生し始める市場価格
- 市場価格デタッチメント・ポイント：該当トランシェの全額が損失になる市場価格
- パー・アタッチメント・ポイント：該当トランシェの損失が発生し始めた際のプール全体の損失比率
- パー・デタッチメント・ポイント：該当トランシェが全損失となった際のプール全体の損失比率
- RMBS：住宅ローン担保証券
- SONIA：英ポンド翌日物平均金利
- SRT：相当のリスク移転
- STS：シンプル・透明性・標準化(simple, transparent and standardised)

For Investment Professionals only. Not for onward distribution. No other persons should rely on any information contained within. This guide reflects M&G's present opinions reflecting current market conditions. They are subject to change without notice and involve a number of assumptions which may not prove valid. The distribution of this guide does not constitute an offer of, or solicitation for, a purchase or sale of any investment product or class of investment products, or to provide discretionary investment management services. These materials are not, and under no circumstances are to be construed as, an advertisement or a public offering of any securities or a solicitation of any offer to buy securities. It has been written for informational and educational purposes only and should not be considered as investment advice, a forecast or guarantee of future results, or as a recommendation of any security, strategy or investment product. Reference in this document to individual companies is included solely for the purpose of illustration and should not be construed as a recommendation to buy or sell the same. Information is derived from proprietary and non-proprietary sources which have not been independently verified for accuracy or completeness. While M&G Investments believes the information to be accurate and reliable, we do not claim or have responsibility for its completeness, accuracy, or reliability. Statements of future expectations, estimates, projections, and other forward-looking statements are based on available information and management's view as of the time of these statements. Accordingly, such statements are inherently speculative as they are based on assumptions which may involve known and unknown risks and uncertainties. Actual results, performance or events may differ materially from those expressed or implied in such statements. All forms of investments carry risks. Such investments may not be suitable for everyone.

M&G Investments is a direct subsidiary of M&G plc, a company incorporated in the United Kingdom. M&G plc and its affiliated companies are not affiliated in any manner with Prudential Financial, Inc, a company whose principal place of business is in the United States of America or Prudential Plc, an international group incorporated in the United Kingdom. This financial promotion is issued by M&G Investment Management Limited (unless otherwise stated), registered in England and Wales under number 936683, registered office 10 Fenchurch Avenue, London EC3M 5AG. M&G Investment Management Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. M&G Real Estate Limited is registered in England and Wales under number 3852763 and is not authorised or regulated by the Financial Conduct Authority. M&G Real Estate Limited forms part of the M&G Group of companies. 524501 / JAN 21

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。