

欧州ストラクチャード クレジットのレビューと 見通し：力強さがさらに力強く

2023年のストラクチャードクレジット、特に欧州のABSは、魅力的なバリュエーション、消費者や企業の借入コストの上昇にもかかわらず、堅固なパフォーマンスを上げる原資産が担保になっていることや、高い水準のインカム収入が期待できることから、経済見通しが良化しないなかでも力強いパフォーマンスを上げました。2024年を迎えるにあたり、2023年におけるストラクチャードクレジットのパフォーマンスに何が大きく寄与したかを考察するとともに、これからの数四半期は何に注視すべきについて解説します。

相対的価値は特に魅力的

ここ数年における欧州の資産担保証券(ABS)のパフォーマンスは、単に好調であっただけでなく、どの資本構造においても、同等格付の社債よりも魅力的なリターンを提供してきました。社債との利回り格差は、2023年の大半を通してこの10年間で最大級の水準を維持し、投資家に対して、歴史的とも言える魅力的なバリュエーションでの投資機会を提供しました。

ABS投資に伴うリスクのなかで、信用リスクは重要視しなければならないリスクのひとつであることは当然ですが、欧州のABSやローン担保証券(CLO)においては、与信保全がストラクチャーで十分に講じられていることは以前と変わっておらず、デフォルト・リスクや格下げリスクは管理可能な水準にあるとM&Gは見ています。

A格の英国住宅ローン担保証券とA格の英国社債（指数ベース）の利回り格差



AA格のユーロ圏ローン担保証券とAA格の欧州社債（指数ベース）の利回り格差



出所：M&G、Citi Velocity、ICE BofA 英ポンド建てA格社債指数(UN30)、AA格ユーロ建て社債指数(ER20)の最低利回り、2024年1月現在

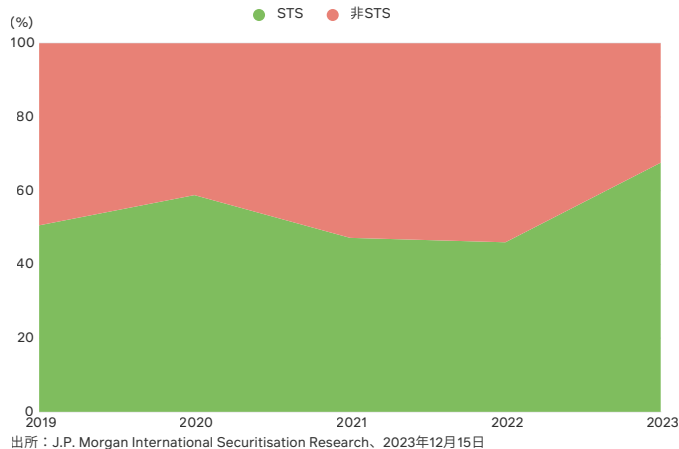
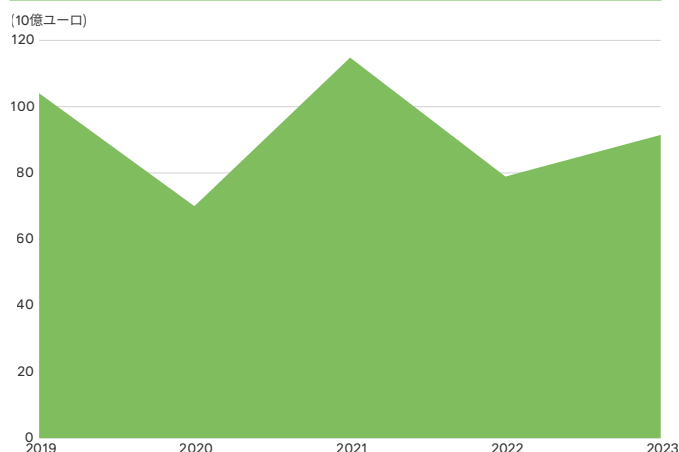


新規発行は高水準を維持する見通し

2022年の欧州ABSとCLOの新規発行額は、マクロ経済の変動が大きかった影響を受けて年を通じて低調に推移しましたが、2023年になり回復しました。2023年の公募債の発行額は915億ユーロと、世界金融危機以降の平均額と同水準でしたが、前年の789億ユーロからは大幅に増加しました。

2023年の特徴であり、2024年も継続すると予想されるのは、銀行が発行体として証券化市場へ戻ってきたことです。これは、市場関係者が望んでいたことでもありました。欧州中央銀行(ECB)やイングランド銀行(BOE)による金融機関に対する資金供与プログラムが終了したことを受けて、銀行は資金調達が多様化を図っています。このことが、STS（単純で透明で標準化）基準を満たした証券の大幅な発行増につながっています。投資家需要の観点からは、自己資本規制上の資本コストが低いため、銀行や保険会社など、規制に神経を尖らす投資家にとって、魅力が大幅に高まっています。

ABSの発行額



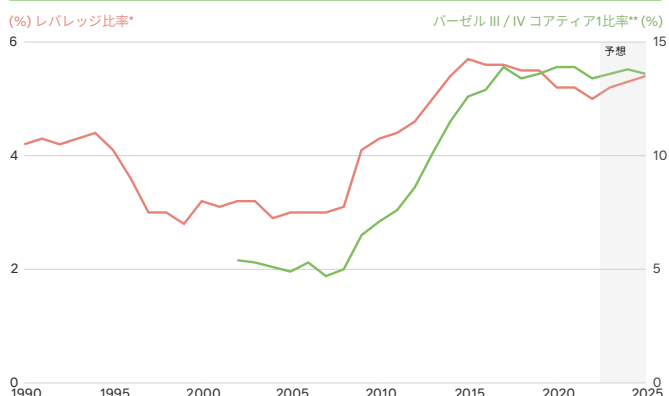
発行体としての銀行に関しては、2023年第1四半期に世界的に勃発した銀行業界の混乱が、資産と負債のミスマッチのリスクなど、銀行のバランスシートを注視する必要性を露わにし、金利上昇が資産価格に如何に影響を及ぼすかを再認識させました。

ABSとストラクチャードクレジットは、堅固なパフォーマンスを上げる原資産が担保となっているうえに、バリュエーションが魅力的な水準にあり、さらに高い水準のインカム収入が期待できることから、2024年も投資家層の拡大が続くでしょう

銀行業界は、資金調達コストと資本コスト（特にバーゼルIIIの最終局面が迫っている）の両方の上昇に直面しており、今後多くの銀行がバランスシートの最適化を効果的に進めざるを得ない状況になると考えられます。

バランスシートの最適化と資本の効率化に再び焦点が当たるような現在の環境においては、SRT（重要なリスク移転；バランスシートの資産を売却することなく、自己資本規制上のリスクウェイトを引き下げる）のようなリスク共有案件や、今後SRTのスキームとして採用されると考えられる、消費者ローン関連のスペシャリティファイナンスの分野において興味深い投資機会が多く訪れるものと考えています。結論としては、自己資本規制を達成しなければならない多くの銀行にとって、証券化（通常、シンセティックの双方）やローンポートフォリオのバルクセールスなどのリスク共有取引以外に選択肢がほとんどないのが実情です。なぜならば、低バリュエーションと高金利により、普通株や優先株の発行が極めて高コストになっているからです。

バーゼルIII/IVにおける自己資本規制



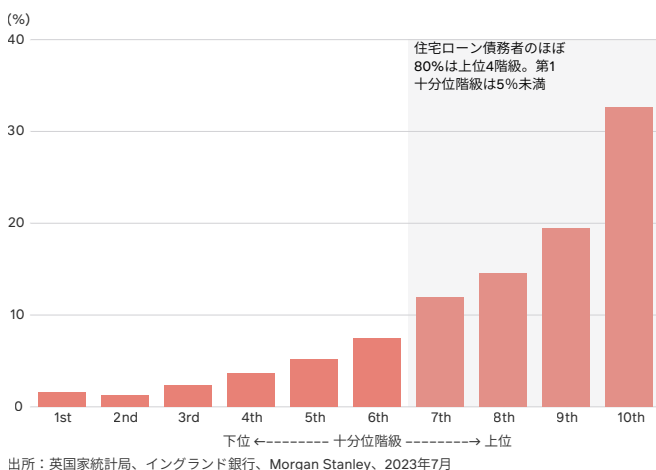
*有形自己資本／リスク調整後資産
**2011年以前はバーゼルI/IIの比率に基づき推定。
出所：ECB、各企業データ、Autonomous Researchの推定

クレジットファンダメンタルズは引き続き良好

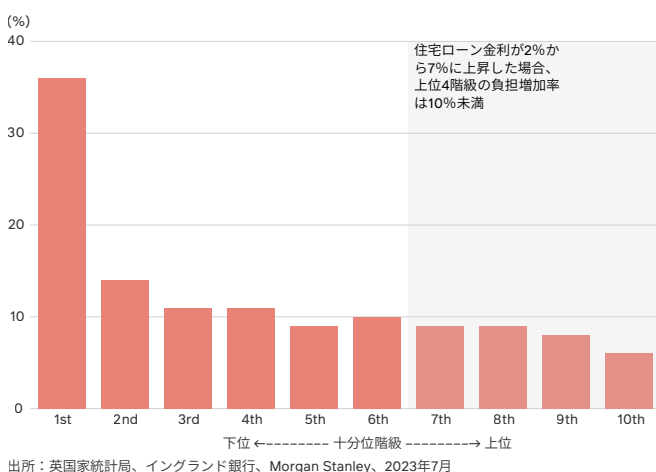
この1年間は、力強い労働需要と賃金上昇、余利貯蓄、政府による財政支援策のすべてが家計にとって好都合であり、多くの消費者が上手に「新常識」に適応できたことが実証されました。特に英国では、足元の労働者の採用ペースが減速しているなか、労働市場が依然として逼迫していることやインフレ率がなかなか低下しないことにより、給与の上昇が抑制されるには至っていません。欧州の消費者にとっては、生活費高騰の最悪期は過去のものになったと言えるでしょう。

一般的な家庭にとって、住宅ローンが家計の最大の負担ですが、2023年は、金利が上昇したにもかかわらず、住宅ローンの滞納が大幅に増加することはありませんでした。

英国における住宅ローンの借手の所得（十分位階級別）



可処分所得に占める住宅ローン支払額の増加率



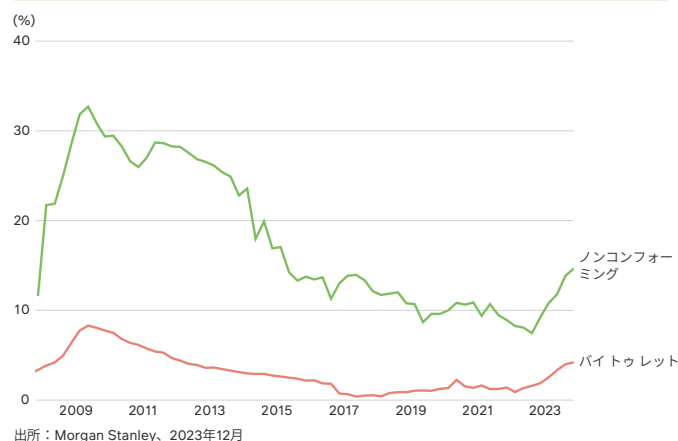
この1年間、特に英国における住宅ローンの負担増が注目の的になりましたが、滞納が大幅に増加しなかった背景には、住宅ローンの借手の大部分（約80%）が高所得層ということが挙げられます。上位4階級にとり、住宅ローン金利の上昇（2%から7%に上昇した場合）が可処分所得に与えるネットベースの影響は10%ポイントにもなりません（下図表の右縦軸）。したがって、平均的には、住宅取得能力はそれほどの影響を受けておらず、また、2023年下半年に英ポンドのスワップ金利が大幅に低下したことにより、新規の住宅ローンの金利はこの数か月ですでに低下傾向を示しており、この状況が継続すれば、さらに影響は小さくなると考えられます。

英ポンドの2年スワップ金利は7月上旬から200bps以上も低下

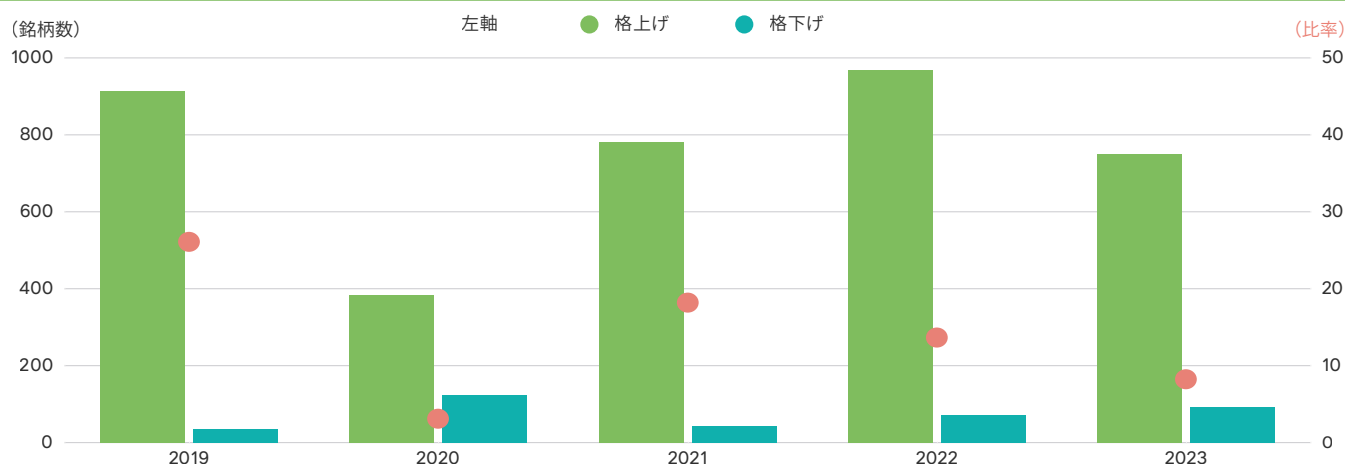


欧州ABS案件の担保資産のパフォーマンスは2023年も総じて良好であり、比較的クレジットの質が高い資産に対する投資機会を引き続き多く提供しています。ローン実行間もない時点での延滞は、特にノンプライムの債務者で増加しているのは事実ですが、増加率はそれほど高くなく、それも、絶対値としては非常に低い水準からの増加です。また、実行間もない時点での延滞は増加していますが、重要なことは、現段階ではそれ以降の延滞に大幅な増加が見られないことです。

英国のバイトウレット（賃貸用物件）とノンコンフォーミング住宅ローンの延滞率（30日超）



欧州ABSの格上げ銘柄数と格下げ銘柄数



出所：J.P. Morgan International Securitisation Research、2023年12月15日

経済見通しが良化しないなか、一部の分野ではパフォーマンスにやや悪化が見られますが、英国、オランダ、ドイツ、フランスなどの欧州主要国におけるABSに関しては、格付会社が2023年に格上げた銘柄数が格下げした銘柄数の8倍以上になりました。このことは、証券化案件に対する厳格な審査、および借手による返済が進むにつれてレバレッジ比率が低下するという強固なストラクチャーが寄与していると断言しても良いと考えます。

今後の見通し

ABSとストラクチャードクレジットは、堅固なパフォーマンスを上げる原資産が担保となっているうえに、バリュエーションが魅力的な水準にあり、さらに高い水準のインカム収入が期待できることから、特に投資家が魅力的なリスク調整後リターンとポートフォリオの分散を図るための最適な資産配分を追求しているなかで、2024年以降も投資家層の拡大が続くと考えます。厳格な与信審査と規律ある銘柄選択が引き続き鍵となりますが、ABSとストラクチャードクレジットは、債券やオルタナティブ資産と比較して魅力的であると考えます。



本資料はプロの投資家向けです。受領者以外の方は本資料の情報に依拠できませんので、再配布はご遠慮ください。

本資料は、現在の市場動向におけるM&Gの見解を述べたものです。これらの見解は今後、予告なしに変更される可能性があり、有効であると実証されない可能性のある前提条件が含まれています。本資料の配布は、いかなる有価証券の売買の推奨や勧誘には該当せず、投資助言又は投資運用サービスの提供を行うものでもありません。本資料は、いかなる場合においても、いかなる有価証券の宣伝、公募、又は取得の申し込みの勧誘と解されるものではありません。本資料は情報提供と教育的目的のみのために作成したものであり、投資に関する助言・将来予想の提供・パフォーマンスの保証、又は特定の有価証券・投資戦略・投資商品の推奨を行うものではありません。本資料において言及される個別ファンド又は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。本資料が提供する情報は、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、独自の検証は行われておらず、M&Gは、情報の正確性、完全性及び信頼性について保証せず、その責任を負いません。将来の見解、見通し、予測及び将来予想に関する記述は、現時点において入手可能な情報に基づいたものです。したがって、それらは既知及び未知のリスクと不確実性を伴う前提に基づいており本質的に推測的なものです。実際の結果、パフォーマンス又は事象が、本資料において明示的又は黙示的に示された記載事項と大きく異なることがあります。あらゆる投資はリスクを伴います。当該投資はすべての投資家に適切であるとは限りません。

M&G Investmentsは英国で設立されたM&G plcの直接子会社です。M&G plc及びその関係会社は、アメリカ合衆国を主たる事業地とするPrudential Financial, Incとはいかなる関係もありません。本資料は 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。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。JAN 24 / W1147804

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