



## 証券化クレジット市場に対する見方

証券化クレジットチーム

2024年5月

「私たちは、質の高いマーケット分野に引き続き注目しています。スプレッド・デュレーションが低くても利回りは1桁台後半と高く魅力的であるためです。」

証券化クレジット戦略が全体として好調なリターンをあげています。そこで、同分野を巡る重要なテーマや、証券化クレジット市場における懸念点、今年の後半の見通しについて、RBCブルーベイの証券化クレジット責任者であるシド・チャブラが見解をまとめます。

### ポイント:

- 全体的な見通しとして慎重ながらもポジティブでいます。なぜなら、財務状況が悪化した企業と消費者は過剰債務を解消する必要があると考えているからです。
- 今年の残りの期間についても、高水準の新規発行額が継続する可能性が高く、証券化クレジットのスプレッドは、社債よりもはるかに拡大した水準が続くと考えています。
- 私たちは、質の高いマーケット分野に引き続き注目しています。スプレッド・デュレーションが低くても利回りは1桁台後半と高く魅力的であるためです。

今年もすでに上半期が終わろうとしています。金融市場、特に証券化クレジットの分野で、どのようなテーマに着目していますか？

インフレの落ち着きとソフトランディングの両立というシナリオは、特に米国のサービス業で強いインフレデータが続いた結果、疑問視される状況となっています。このため、物価の落ち着きは先送りされ、利回りカーブは全体として上昇に転じました。

英国・欧州の経済成長は引き続き弱い状況ですが、それでも上向きつつあり、インフレも改善しています。一方で、英国・欧州の債券利回りは米国の金利上昇に引きずられて上昇しています。

2023年10月とは異なり、利回りの上昇はリスク資産に大きなプレッシャーを与えておらず、資金流入による需給要因が信用スプレッドを支えています。投資家と金融市場は、利回りの上昇と経済指標の改善のバランスをうまく活用しながら、リスク資産の価格を支えています。

**「個人消費者分野では、債務の悪化と延滞の増加を目の当たりにしていますが、これは主に貯蓄や資産の少ない借り手（典型的には所得の低い層）に起因するものです。」**

投資適格の社債、質の高いハイイールド、レパレジッド・ローンのスプレッドはタイトなままです。また、株式市場は好パフォーマンスを続けています。このような環境は、証券化クレジットの投資家にとって支えとなっています。

今年に入って、リスク資産に対するセンチメントが好転したことで、欧米のABS、RMBS/MBS、CLO市場全体で供給量が大幅に増加しましたが、投資家の需要もこれに匹敵する水準となっています。

その結果、高い利回りと緩やかなスプレッドの縮小が組み合わされ、証券化クレジットの力強いリターンがもたらされました。一方、債券利回りの上昇が全く市場を苦しめなかったわけではありません。ファンダメンタルズの弱い過剰債務に苦しむ企業、特に債務の満期が近い企業は市場全体を大幅に下回りました。

そうした背景を踏まえ、証券化クレジットのパフォーマンスはどのように推移してきたのでしょうか？

証券化クレジット市場は、投資適格債およびハイイールド債市場で見られたスプレッドの回復から大幅に遅れて年明けを迎えました。年初来、当市場では大幅な新規発行が見られましたが、先進国の社債に比べて高水準のスプレッドが提供されたこと、また当資産クラスの大半は金利デューションが短いことから、これまでのところ大幅なプラスパフォーマンスとなっています。

私たちの戦略の大半は、今年に入ってすでに1ケタ台半ばのリターンを確保し、いくつかはそれを上回っています。これは、質の高いキャリー収益と、特にメザニン部分のスプレッドの縮小が重なったことが要因となっています。証券化クレジットは、債券市場の他分野を著しくアウトパフォームしています。

**「higher for longer（高金利が長期に継続する）」というシナリオについて少し掘り下げてみましょう。証券化クレジット市場にどのような影響があるのでしょうか？**

個人消費者と企業は、長らく高金利と生活費の高騰への対応に迫られてきました。個人消費者分野では、債務の悪化と延滞の増加を目の当たりにしていますが、これは主に貯蓄や資産の少ない借り手（典型的には所得の低い層）に起因するものです。これは企業分野でも同様で、最もリターンが低迷しているのは、ファンダメンタルズに問題があり、過剰債務を抱えて金利上昇による影響を受けやすい企業群となっています。

私たちの見解は一貫しています。2024年は下位4分の1グループに属する消費者と企業の弱さが拡大すると想定してきました。したがって、安全性が高く、スプレッドと利回りがすでに非常に魅力的となっていた、質の高い分野でポジションを取ってきました。消費者や企業の借り手の下位グループについては、引き続きプレッシャーが持続すると予測していますが、システム的なストレス上昇は見られていません。以上を踏まえて、私たちはポジショニングを大きく変えることはしていません。

この市場で最もリスクが高いのは、商業用不動産など高金利に苦しめられやすい分野と、固有のイベントが起きた場合や金利上昇によって影響を受けやすい資本構造の最も劣後している部分です。商業用不動産セクターが直面している問題は、入居が集まらないオフィスに限った話ではなく、集合住宅向けのトランジションローンなど、安価な資金調達によって過剰に供給された不動産が含まれていることを、私たちはかなり以前から強調してきました。現段階では、このような資産の市場価格はファンダメンタルズの根本的な弱さをよく反映しており、これ以上の著しい悪化はないと見ています。

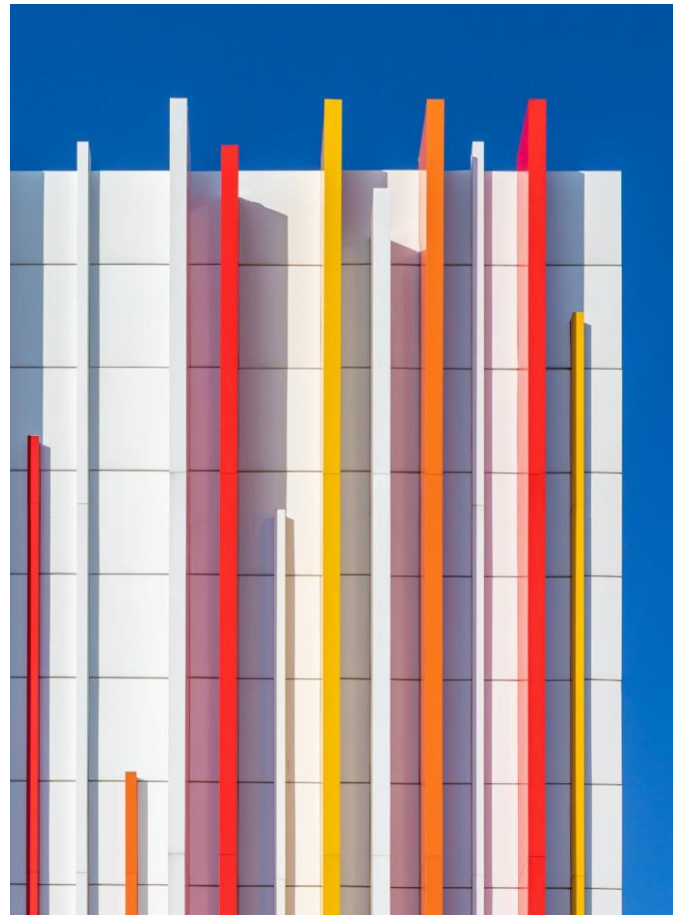
## 今年の残りの期間についてはどうなるとお考えですか？

インフレや金利、地政学的リスク、選挙など、今年もまだ長い道のりがあり、不確実性は高いままでしょう。投資家は物事をシンプルに考え、魅力的なリスク調整後リターンとデフォルトの増加に対するプロテクションを備えた、質の高い投資対象を狙うべきだと考えています。これには、証券化クレジットも含まれます。

この分野に投資することのメリットはここ数年間、証明されてきました。また、ファンダメンタルズと需給要因から見た見通しはポジティブなものです。

スプレッドは、供給の増加によって非常に魅力的なものとなっているため、投資家は他の債券資産と比較して、魅力的な総合利回りを受け取ることができます。

例えば、この市場で格付けされた多くのAAA証券は、現在、6.5～7%に近い利回りを提供しています。さらに、供給量が多い場合には、リスク調整後のスプレッドと利回りが最も魅力的なセグメントにポジショニングを傾け、また、証券の新規発行の機会も活用します。私たちのこのアプローチは、今年の上期にもうまく機能しており、年の後半についても同様であると考えています。



## 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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ヘッジ戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

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、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay  
Asset Management