



## レバレッジド・ファイナンス：変化する市場ダイナミック

グローバルなリスク資産で、不透明感とボラティリティの高まりという時代に投資家は直面しています。この不吉な環境は、グローバル貿易における足元の対立、経済成長差の拡大や低迷、国内の政治ストレスの高まり、価格水準が高値圏にあることなどが、複合的に重なった結果であると言えるでしょう。

こうした不透明感が増すなかで、市場ベータに依存するような静的な投資判断は痛手を被りやすくなっていると考えています。

このような状況に対処するためには、動的なアプローチが要求されていると考えており、変化に十分に対応し得る柔軟な投資手段を持ち、資産クラスの範囲や地域間の偏りといったことに制約の少ない戦略が、中期的に良好なリターンを得る上で最も有効であると考えています。

2019年9月

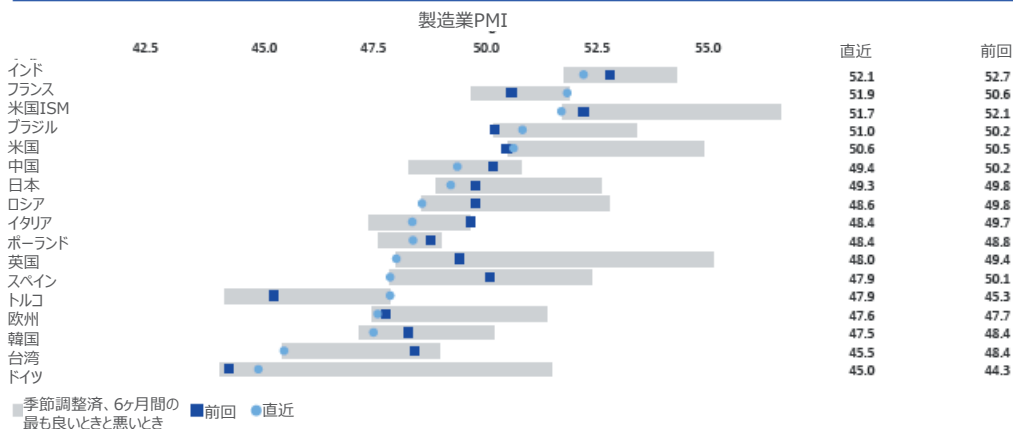


ジャスティン・ジュエル  
シニア・ポートフォリオ・マネジャー



アンドレス・スキーバ  
米国クレジット債ヘッド

図1：経済成長の差



レバレッジド・ファイナンス市場は発行体の負債の性質から、地域、産業、セクターによって大きなパフォーマンス差が生まれる可能性があります。

出所：Macrobond、2019年6月

レバレッジド・ファイナンスの投資ユニバースのなかで、資産クラス間の線引きが次第に曖昧となってきていることから、動的な投資姿勢を持たねばならないという考えは、真理を捉えていると考えています。例えば、レバレッジド・ローンにはハイ・イールド債的な特徴が強まっていることがその理由の一つですが、この詳細については後述します。

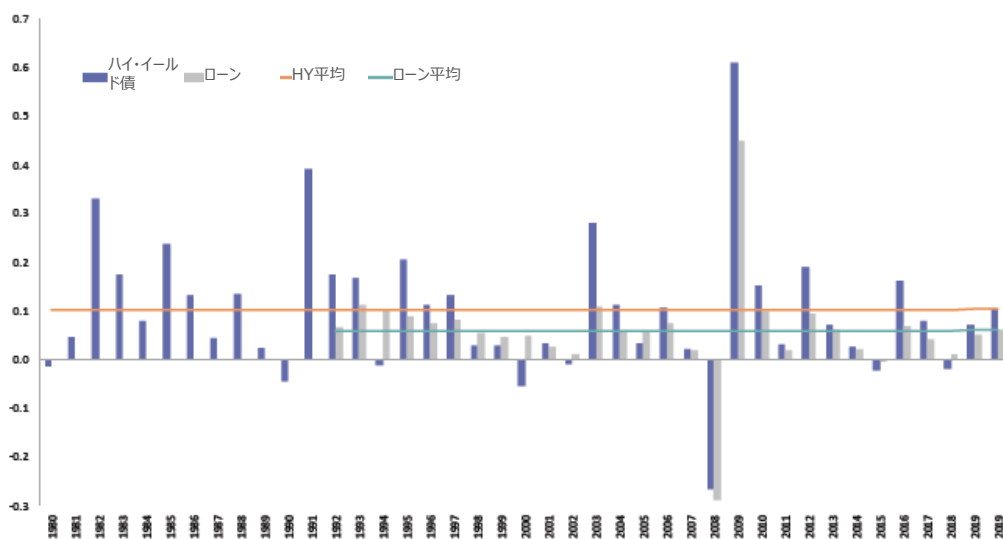
さらに、レバレッジド・ファイナンス市場は発行体の負債の性質から、地域、産業、セクターによって大きなパフォーマンス差が生まれる可能性があります。

### 長期間の堅調なリターンによって、パフォーマンスの大きな差異は覆い隠されている

レバレッジド・ファイナンス市場という資産クラスは、日々の事業活動のなかで多くの負債を活用する企業、すなわち、バランス・シートの資産に対してレバレッジをかけている企業が発行する債権から成る、と定義することができます。この市場は長きに亘って堅調なリターンを生み出しています。

グローバル・ハイ・イールド債市場の過去38年間の年間平均リターンは10.36%で、リターンがマイナスとなったのはわずか8年間だけで、5%以上のマイナス・リターンとなった年は2回しかありません。同様に、米国レバレッジド・ローン市場の過去26年間の年間平均リターンは6.16%で、マイナス・リターンとなったのはたった2年間である上、その間のボラティリティも非常に低くなっています。

図2：レバレッジド・ファイナンス市場のパフォーマンス



出所：BlueBay Asset Management、2019年7月末

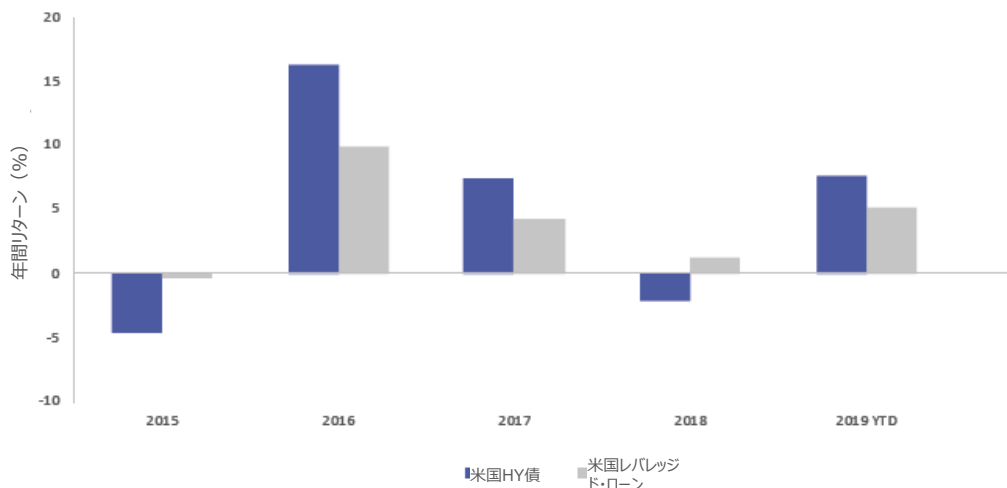
グローバル・ハイ・イールド債：1980年12月から1986年12月まで - BAML High Yield 100、1987年1月から1996年12月まで - BAML US High Yield Index (H0A0)、1997年1月以降 - BAML Global High Yield Constrained Index (HWOC)

レバレッジド・ローン：1992年12月から2002年12月まで - CSFB Lev Loan Index、2003年1月以降 - S&P LSTA Leveraged Loan Total Return Index

これらの個々の資産クラスはそれぞれ長きに亘って魅力的なリターンを創出していますが、この結果、クレジット・サイクルの様々な局面において屢々現れた大きなパフォーマンス差が見え難くなっています。例えば、米国レバレッジド・ファイナンス市場での過去5年間のパフォーマンスを見てみると、ローンと債券は長期的には高相関があるものの、一方がもう一方を上回るパフォーマンスとなった回数は丁度同じで、2015年と2018年はローンが債券をアウトパフォーマンスしていますが、2016年と2017年は逆になっています。2019年の年初来パフォーマンスはローンがややアンダーパフォーマンスしています。

これらの個々の資産クラスはそれぞれ長きに亘って魅力的なリターンを創出していますが、この結果、クレジット・サイクルの様々な局面において屢々現れた大きなパフォーマンス差が見え難くなっています。

図3：最近のレバレッジド・ローンとハイ・イールド債のパフォーマンス比較



出所：米国HY債 – BofAML US HY Index (H0A0)、米国レバレッジド・ローン – CS LLI 2019年7月末

さらに、ここに欧州のレバレッジド・ファイナンス市場を加えると、一層のパフォーマンス差が確認出来ます。例えば、2019年年初来（5月末まで）で見ると欧州ローンは先進国のレバレッジド・ファイナンス資産のなかで最もリターンが低迷していますが、2018年は最も良好なリターンとなった資産クラスでした。

投資適格社債と米国のCLOも加えると、CLOが2年連続で最も良好なパフォーマンスとなった2012年から2013年を唯一の例外として、ひとつの資産クラスが連続してトップ・パフォーマンスとなったことはありません。資産間の相対パフォーマンスは資産クラス及び地域間でかなり変動のあることが分かります（図4参照）。

図4：グローバル・クレジットの年間リターン (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (YTD)
米国HY債	4.38%	15.58%	7.42%	2.50%	-4.64%	17.49%	7.48%	-2.26%	10.72%
米国レバレッジド・ローン	1.82%	9.43%	6.15%	2.06%	-0.38%	9.88%	4.24%	1.14%	6.22%
欧州HY債	-2.55%	28.56%	10.21%	5.32%	1.49%	9.15%	6.76%	-3.32%	8.49%
欧州レバレッジド・ローン	-1.23%	10.51%	9.38%	2.49%	4.39%	5.42%	3.71%	1.25%	2.97%
CLO BBB/BB	N/A	34.33%	11.86%	3.80%	-2.12%	15.74%	12.88%	-0.13%	7.32%
米国IG債	7.51%	10.37%	-1.46%	7.51%	-0.63%	5.96%	6.48%	-2.25%	10.29%
欧州IG債	1.99%	13.20%	2.34%	8.25%	-0.43%	4.75%	2.42%	-1.14%	6.82%

出所：米国HY債 – BofAML US HY index、米国レバレッジド・ローン – CS US LLI、欧州HY債 – BofAML European High Yield Constrained Index、欧州レバレッジド・ローン – CS WE LLI、CLO BBB/BB – blend JPMorgan CLOIE BBB/BB index、米国IG債 – BofAML US corporate index、欧州IG債 – BofAML European Corporate Index 2019年7月末（いずれも現地通貨建てのリターン）

図4で示した過去のトレンドと同様に、今後も資産クラス間でリターンや方向性に大きな違いが生まれると予想しています。さらに、グローバルな経済成長の不透明感が増していることや、それに関連して金利見通しや財政政策による差が現れることで、このトレンドはさらに助長されると考えることは妥当でしょう。

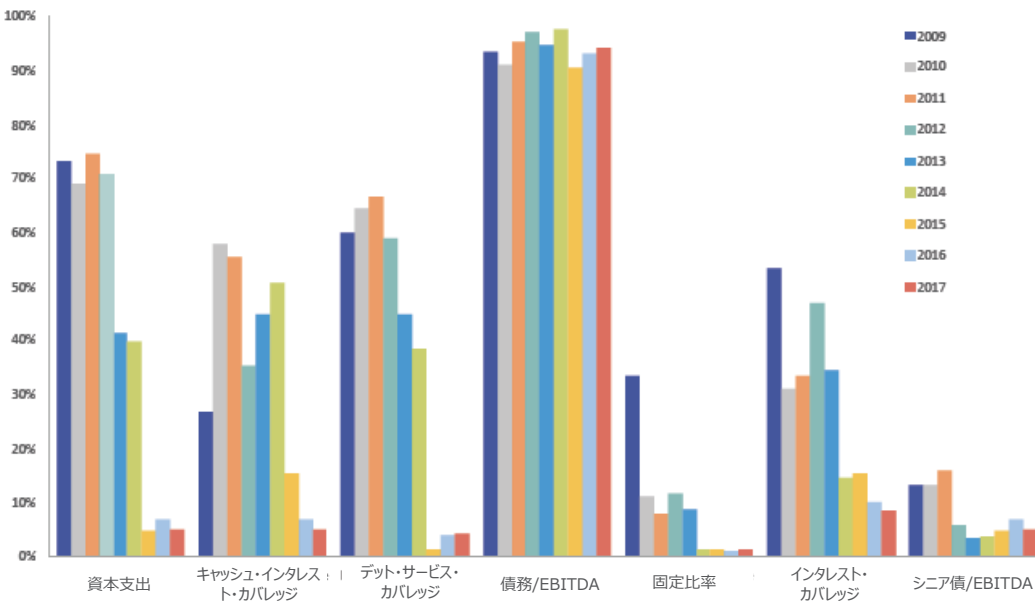
### 曖昧な線引き

ハイ・イールド債とレバレッジド・ローンを取り出して見てみると、それぞれの資産クラスには優位な点があります。しかし、この二つの資産クラス間で、よりダイナミックに資産配分を変え、地域の面でも柔軟性を持たせることで、今後の期待リターンのボラティリティを抑えながら、同時にアルファを創出するような投資機会を活用出来ると考えています。

この背景に、ハイ・イールド債とレバレッジド・ローンの線引きが次第に曖昧となり、二つの資産クラスの違いが薄らいでいくなか、両者間で柔軟なアロケーションを出来る投資アプローチの魅力が増していると見えています。

この数年かなり話題になっているように、レバレッジド・ローンのコベナントによるプロテクションが低下していることで、ハイ・イールド債とレバレッジド・ローンの線引きは非常に曖昧となってきています。そのため、それぞれの優位性などを再度探る必要もなくなってきました。

図5：激減するローンのコベナント



出所: S&P LCD 2019年3月末

固定金利と変動金利という重要な違いはあるものの、二つの資産クラスに差がほとんどない中、投資ガイドラインの制約だけのために、ある発行体をローンか、あるいは債券かという範疇に振り分けるようなことを避け、バランスシートとリスクリターンという点から、最適な発行体を見付けてくる柔軟性を持つことは重要だと考えています。

こうした投資を実現するためには、クレジット・アナリストは資本構造を通して（ローン、債券、時には株式の場合があるかもしれませんが）分析を行い、その中で最適な投資対象がどれかを判断していく必要があるでしょう。ブルーベイではこのような分析をするようにアナリストを促しており、こうしたアプローチ採って、資産クラス間での十分な柔軟性を持つ戦略が、最も高いアルファ創出能力を持っていると考えています。

クレジット・アナリストは資本構造を通して分析を行い、その中で最適な投資対象が何かを判断していく必要があるでしょう。

## レバレッジド・ローン

債券とローンのどちらが魅力的なリターンなのかを判断するという、柔軟性あるアプローチの長所を強調しつつも、資産クラスそのものの変化が均質化をもたらす要因ともなっています。

伝統的に、アンコンストレインド型のレバレッジド・ファイナンスの運用戦略（これは特段目新しいものではありません）においては、レバレッジド・ローンは、市場のストレス時にリスクを減らす手段として使う資産クラスと考えられていました。なぜなら、レバレッジド・ローンは、ストレス時に低いボラティリティであるという実績があったからです。

つい最近まで、レバレッジド・ファイナンス市場において、レバレッジド・ローンがディフェンシブなアロケーション先としての役割を果たしてきたということには賛成いたします。

そしてどちらかと言えば、レバレッジド・ローンはディフェンシブ寄りの資産としての立ち位置を今後も維持すると思いますが、クレジット・サイクルの次の場面においては、これまで通りの役割を果たすのを期待することは、もはや適切でないと考えています。

コバナンツによるプロテクションが減り、よりリスクの高い発行がレバレッジド・ローン市場で広まる中で（つい最近まで良好な需給がそうした動きを後押ししました）、クレジット・サイクルが進むに連れて明白となるリスクは、ローンは一般的に安全で低ボラティリティの資産であるという期待に、そぐわないかもしれないことだと考えています。

その代わりに、今日の投資環境においては、資本構造上での投資の柔軟性だけでなく、格付けについても柔軟性を持つことが、今後予想される厳しい投資環境下で効率的なポジション構築を行うために重要になると考えています。

例えば、経済状況が悪化した際にクレジット・リスクを抑えるために、もしくは金利低下による恩恵を受けるために、投資適格の銘柄に投資できることは補完的な手段になると考えています。この柔軟性については過去には見過ごされていたかもしれませんが、将来的にはアンコンストレインド型戦略において、重要な長所となる可能性があると見ています。

## ストラクチャード・クレジット

柔軟性を高めるというテーマを続けると、ストラクチャード・クレジットという資産クラスを検討することも有意義と考えています。現行のストラクチャード・クレジット（主にCLO）は、10数年前にニュースを賑わせたストラクチャード・クレジットとは全く異なる性質を有していることに投資家が安心感を取り戻すなかで、主要な投資先としての地位を回復してきています。

他の資産クラスと原資産が重なるケースもありますが、図6で示しているとおり、CLOと他のレバレッジド・ファイナンス市場との相関は、必ずしも想定されるほど高くはないと言えるでしょう。

図6：グローバルなクレジット資産とCLOの相関

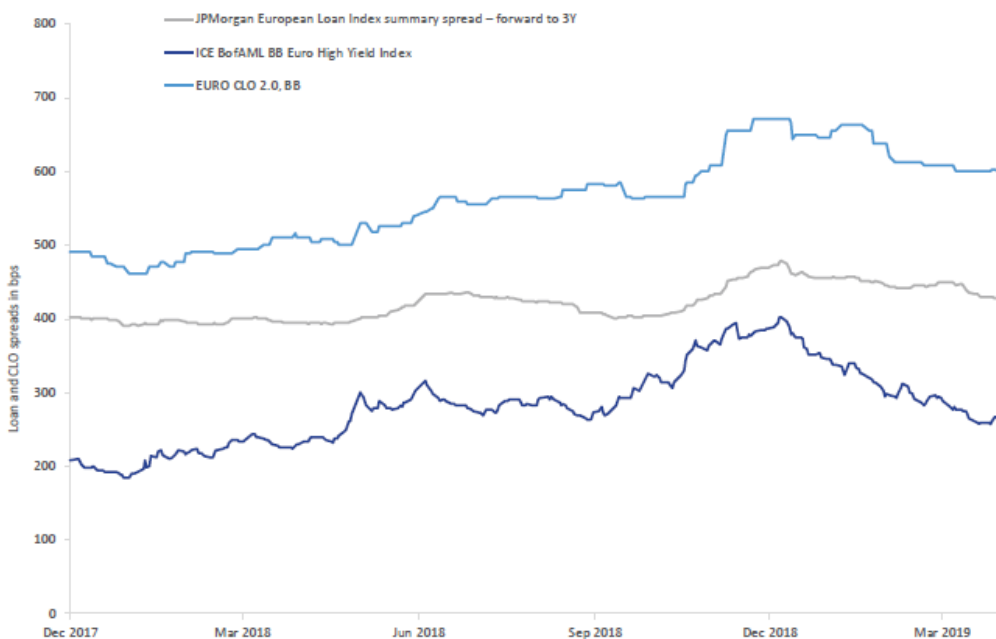
	CLO IG	CLO SUB IG	US IG	EU IG	US HY	EU HY	JP LLI
CLO sub-IG	0.9						
US IG	0.3	0.3					
EU IG	0.19	0.21	0.68				
US HY	0.64	0.64	0.55	0.47			
EU HY	0.57	0.63	0.37	0.27	0.71		
JP LLI	0.58	0.62	0.51	0.64	0.82	0.57	
JP ELLI	0.84	0.75	0.37	0.27	0.81	0.67	0.68

出所：BlueBay Asset Management, Bloomberg, ICE BAML, Credit Suisse & JP Morgan, 2018年12月末

柔軟性を高めるというテーマを続けると、ストラクチャード・クレジットという資産クラスを検討することも有意義と考えています。

さらに、CLOのリスク単位あたりのリターン（同格付け銘柄と比較したスプレッド水準）は魅力的な水準にあり（図7参照）、クレジット市場の荒波を上手く乗り切る方策を考えたときに、この資産クラスをオポチュニスティックに活用することが賢明なのではないかと考えます。

図7：欧州のBB格のCLO、ハイ・イールド債、レバレッジド・ローンのスプレッド比較（bps）



出所：CLO－CitiGroup、ハイ・イールド債－ICE BAML BB European High Yield Index (Bloomberg code: HE10 Index)、ローン－JPMorgan European Loan Index (Bloomberg code: JES3LLI Index) 2019年4月末

### まとめ

レバレッジド・ファイナンス市場の資産クラスとしての特徴がこれまでとは変化し、グローバルでの経済成長、政策、政治の違いも大きくなる中で、ボトムアップによる銘柄分析とトップダウンによるマクロ見通しを上手く組み合わせることで、最適なアセット・ミックスを実現することが出来ると考えています。この二つのアプローチはかつてないほど繋がりが強くなっており、この投資環境において成功するポートフォリオは、流動性と資産配分における柔軟性を保ちながら、この二つアプローチをアクティブに組み合わせることで達成できると考えています。

レバレッジド・ファイナンス市場の資産クラスとしての特徴がこれまでとは変化し、グローバルでの経済成長、政策、政治の違いも大きくなる中で、ボトムアップによる銘柄分析とトップダウンによるマクロ見通しを上手く組み合わせることで、最適なアセット・ミックスを実現することが出来ると考えています。

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手数料や費用等は、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。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が、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマーシング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマーシング総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマーシング短期総合債券戦略：年率 0.60%（税抜） / エマーシング債アンコンストレインド戦略：年率 1.00%（税抜） / ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.70%（税抜） / 投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜） / 投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜） / グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率1.10%（税抜）成功報酬 15%（税抜） / 金融ハイブリッド債戦略：年率0.80%（税抜） / 転換社債戦略：年率 0.75%（税抜） / オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜）成功報酬 20%（税抜） / マルチクレジット戦略：年率 0.75%（税抜） / ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜）成功報酬 20%

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（ダイレクト・レンディング戦略については、管理報酬その他管理事務に関する費用等が投資先外国籍リミテッド・パートナーシップにおいて）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等の書面の内容を十分にお読みください。

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、資料作成時点（2019年9月18日）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、当社による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ます。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、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。