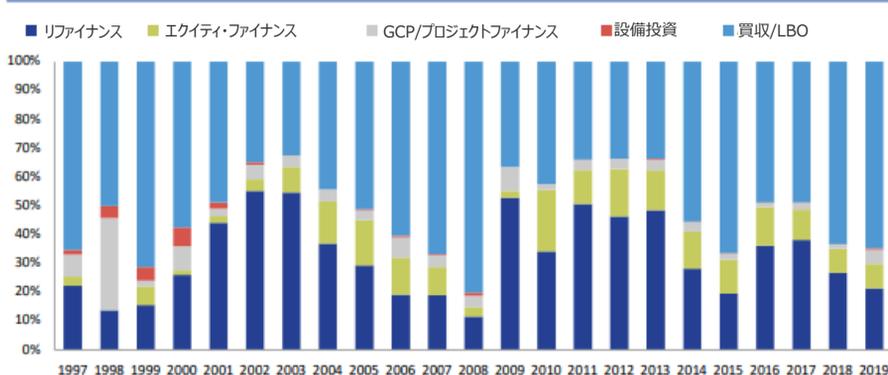


米国レバレッジド・ローン市場：舞台裏

米国レバレッジド・ローン市場は、過去数年間に亘って困難な環境に直面しながらも、底堅さを示していました。ただしその傾向に、ここ最近変化が見られています。

過去1年間に亘って米レバレッジド・ローン市場ではリテール投資家からの資金流出が続いています。実際、2019年には、ローンに投資する米リテール投資信託から330億米ドルの資金が流出しました。コベナンツなどの投資家にとってのプロテクションは過去のものであるかのように見受けられ、ローン市場は、レバレッジド・バイアウト（LBO）及び買収を目的とした、伝統的によりアグレッシブであるとされる起債にさらされています。これは一般的にサイクル後期の兆候でもあります。

図1：レバレッジド・ローンの新規発行 - 買収/LBO目的の資金調達が増加傾向にある



出所：BofAML、2019年8月末

2019年11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



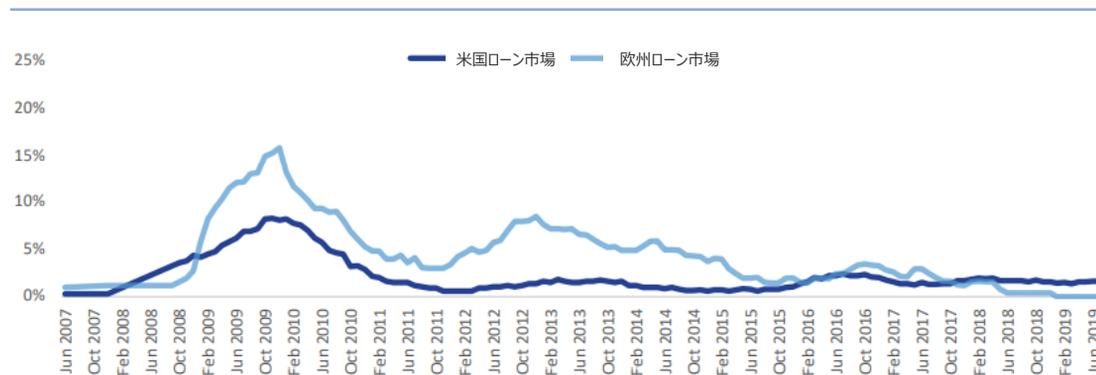
アンドレス・スキーバ
米国クレジット債ヘッド

このような状況にも関わらず、米国レバレッジド・ローンは見事なパフォーマンスを見せています。より金利感応度（及びボラティリティ）の高いハイ・イールド（HY）債市場こそ下回るものの、底堅いプラス・リターンを獲得しています。ただしここ数週間では、ついに亀裂が見られ始めており、ローンのパフォーマンスはHY債を大幅に下回る展開となっています。

直近リターンが弱含んでいる背景には何があるのでしょうか。これは一時的な市場の調整でしょうか。

表面的に見れば、米レバレッジド・ローンのスプレッドは、同市場における主要な信用リスク、すなわちデフォルト・リスクを十分に担保しているように見受けられます。欧州市場におけるデフォルト率の低さには及ばないものの、比較的 low water mark に留まるデフォルト率（米レバレッジド・ローン市場のデフォルト率は、長期平均の3.2%に対して足元で2%程度）を考慮すれば、スプレッド水準は十分であるとも取れそうです。

図2：米国及び欧州レバレッジド・ローン市場のデフォルト率の推移



出所：S&P LCD, 2019年6月末

低デフォルト率がより好まれることは事実ですが、デフォルト率は、その性質上、回顧的な指標でありリアルタイムでの真の姿をやや曖昧にしてしまう傾向があります。

むしろ、懸念材料となるのはその他幾つかの新たなトレンドで、これらが足元の「消化不良」の要因になっているとみています。寛大な（もしくはほぼ存在しないとも言える）コベナンツと相まって、レバレッジド・ローンは過去と同様の水準のプロテクションを投資家に提供しているとは言えないでしょうし、そうした点からスプレッドの調整の一部は正当化されるとも言えるかもしれません。

デフォルト率のみに注目することは、表面的には安心をもたらしますが、同市場における銘柄固有リスクの高まりを見落とすことにつながりかねません。ネガティブな信用イベントが増えていくなかで、ディストレス率（80未満で取引されているローンの比率）には上昇の兆しが見られています。警戒すべき水準ではないものの、トレンドは明確に存在しているようです。市場における圧力の高まりに注意を払い始めるために、物理的なデフォルトは必ずしも必要ではないようです。

図3：額面ベースのデフォルトおよびディストレス率



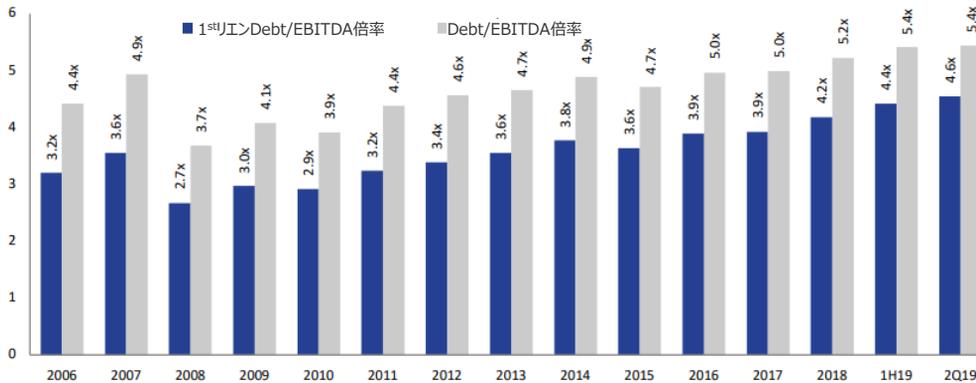
出所：S&P LCD, 2019年9月末

増加する負債と収益の調整

企業の借り入れ水準、つまり結果としてレバレッジ比率も上昇し始めています。（図1で示した）LBO及び買収目的の取引の増加も、このような傾向に拍車を掛けています。また、借入利率が比較的安く、それに伴い借り手も比較的ローンによって資金を調達しやすい環境であることから、市場にもより高いレバレッジ比率を受け入れる意思があることも影響しているでしょう。

収益の大幅な上方修正にも関わらず、債務レベルは上昇しています。

図4：米国ローン市場のレバレッジ比率

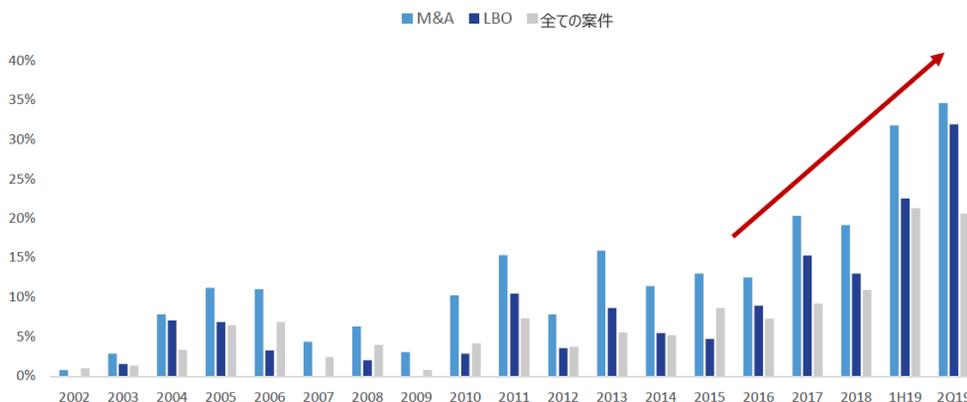


出所：S&P LCD、2019年6月末

しかしながら、（通常、レバレッジ倍率算出の際の分母を増やすことで、レバレッジ倍率を引き下げる効果がある）企業収益の大幅な上方修正が見られているにもかかわらず、足元で負債比率が上昇していることには注意が必要です。

実際の数字で見ると、米国の M&A（企業の合併・買収）及びLBO取引の3分の1以上で、買収後の業績が0.5倍以上上方修正させていました。このような傾向は慎重にモニタリングする必要があり、伝統的なメンテナンス・コベンツの喪失と同様に厄介なものであると考えています。したがって、ブルーベイのクレジット・アナリストは、将来の収益見通しの下方リスクをストレス・テストする上で、これらの数字を確実に重要視しています。

図5：米国レバレッジ・ローン市場における業績の調整



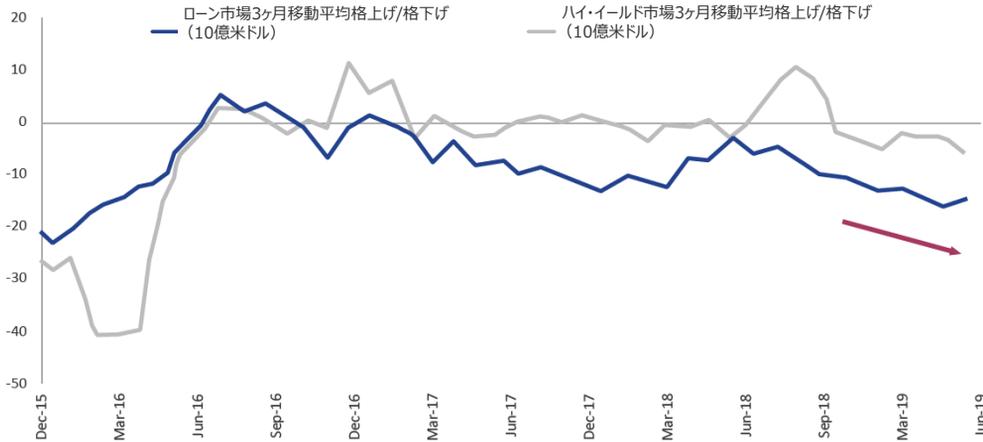
出所：S&P LCD、2019年6月末

デフォルトではなく、格下げ

デフォルト率が低位に留まっている一方で、日増しに明確になってきているのは米国ローン市場で格下げのペースが加速していることです。米国ローン市場の格下げペースは、米国HY債市場を大幅に上回っています。

米国レバレッジド・ローン市場では、低格付け銘柄の発行が急増しています。

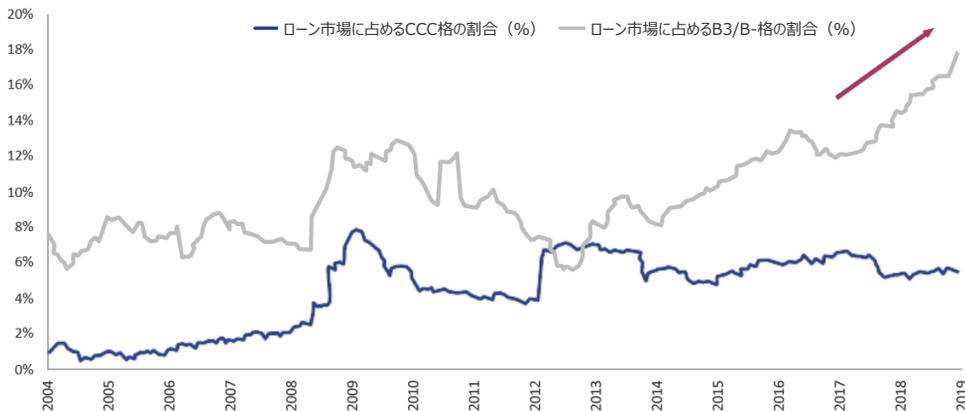
図6：ローン市場の格下げペースはハイ・イールド市場より速い



出所: Credit Suisse, 2019年9月末

このような格下げ基調に加え、LBO及びM&Aによる発行がローン市場で増えていることも相まって、米国レバレッジド・ローン市場では低格付け銘柄の発行が大幅に増加しています。B3/B-格銘柄の増加はとりわけ顕著で（図7）、市場の基調的なリスク特性を高めているほか、将来起こりうる市場ストレスの前段階であるかのようです。またこのような傾向はCLO市場で特に注目を集めており、CLO運用者は低格付け銘柄の集中リスクをより警戒し、結果として予防策としてか、このような銘柄の売却を行い始めているようです。

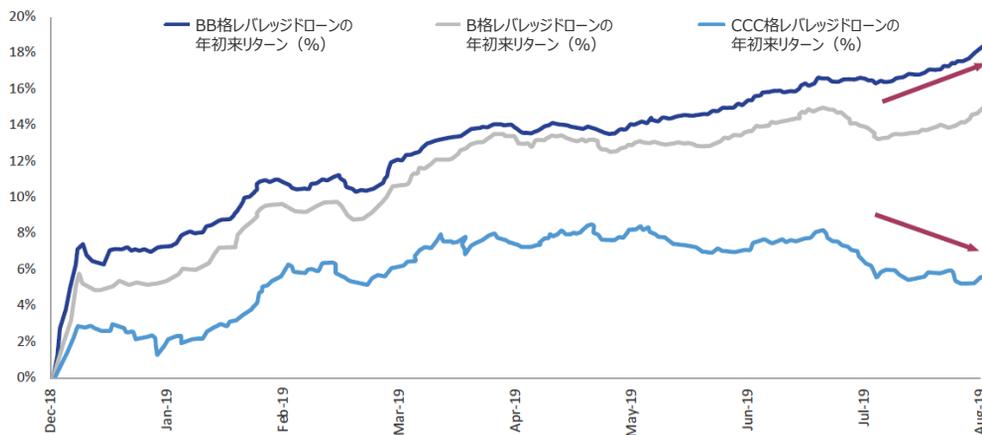
図7：米国レバレッジド・ローン市場は急成長している



出所: Credit Suisse, 2019年9月

HY債市場で見られるトレンド同様に、これら全ての要因が足元での低格付け銘柄の顕著なアンダーパフォーマンスにつながっていると見られます。

図8：低格付けローンのパフォーマンス推移

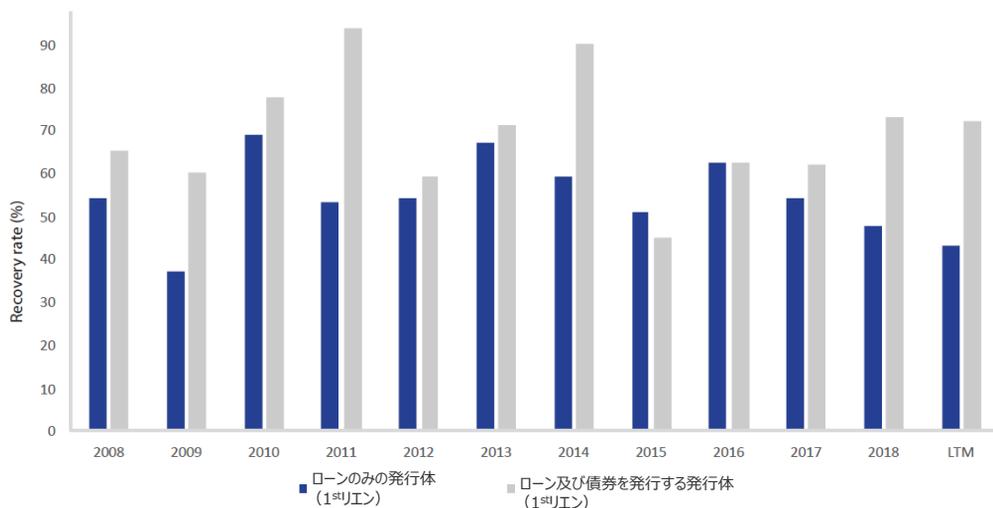


デフォルト銘柄が示す回収率に対する注目は高まっています。

出所: Credit Suisse, 2019年9月

前述の通りデフォルト率は低位に留まっているものの、デフォルト銘柄が示す回収率に対する注目は高まっています。コベナンツによるプロテクションの水準が下がっているなかでは避けられないことですが、実際にデフォルトが発生すれば、貸し手にとっての回収率はより低くなる可能性が高いと言えます。加えて、企業が債券市場での資金調達を避け、レバレッジド・ローンのみによって構成される資本構造を選好する傾向が見られているなか、弁済順位における付加的な層（債券）、すなわちレバレッジド・ローンの貸し手にとってのプロテクションがないことにより、（ローンのみを発行している）企業の回収率は既に大幅に低下し始めていることは特筆すべきでしょう。

図9：ローンのみを発行している発行体の回収率



出所: JP Morgan, 2019年9月末

デフォルト環境は当面穏やかな状況が続くかもしれませんが、多くの注視すべき新たなトレンドが発生し、実際にここ最近のローン市場の価格動向に影響を及ぼしています。リスクが高まるなか、投資家にはより一層慎重さが求められることとなるでしょう。しかしながら、銘柄選択を重視する規律ある運用者にとって、このような投資環境は相応の投資機会をもたらす可能性があると考えています。

ディスクレームー

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。

エマージングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング社債戦略：年率 1.00%（税抜） / エマージング総合債券戦略：年率 0.80%（税抜） / エマージング債アンコンストレイント戦略：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をご覧ください。

■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下さい。

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をご遠慮下さい。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、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。