



Global Asset Management
BlueBay Asset Management

CLOとは： なぜ今注目すべきか？



マーク・シュエハット
シニア・アナリスト

2022年3月

CLOの市場規模は2021年に1兆米ドルに達し、投資家からの需要はより一層高まっています。当レポートでは、変動金利資産である同資産クラスについて、他の証券化商品との違いや足元のボラタイルな市場環境下で予想されるパフォーマンスなどを中心に掘り下げていきます。

CLOとは？

CLOはローン担保証券(Collateralised Loan Obligation)の略称です。レバレッジド・ローンを束ね、それを担保として証券化した資産担保証券の一種で、これらばローンから受ける元利金の支払いが、CLOに投資する投資家にとってのキャッシュフローとなります。

CLOの資産は一般的に、非投資適格の変動金利のファースト・リーエン(第一返済順位担保権付きローン)で構成されており、これは資本構造の最上位に位置するものです。またCLOの中には、セカンド・リーエン(第二返済順位担保権付きローン)や債券などの固定金利資産を含む柔軟性を持たせたCLOも存在します。

CLOへの投資は、ローン市場への代替的なアクセス手段になり得るものですが、投資家にとって最大の魅力とも言えるのは、CLOにはリスク・リターン特性の異なる多くのトランシェが存在するということです。

“CLOへの投資は、ローン市場への代替的なアクセス手段になり得るものですが、投資家にとって最大の魅力とも言えるのは、CLOにはリスク・リターン特性の異なる多くのトランシェが存在するということです。”

トランシェの仕組み

CLOは多くの債券トランシェによって構成されており、一般的にはAAA格からB格までのトランシェが存在し、エクイティ・トランシェもあります。ローンからの元利金は、まず支払優先順位が最も上位の債券から順に配分され、もし残りがあれば、エクイティ・トランシェにまで支払われることとなります。反対に、担保となっているローン・プールにおける損失は、まず最も支払い順位が劣後するトランシェで吸収されます。つまり当初の損失を被るのは、エクイティ・トランシェになるということです。

AAA格の債券は資本構造において最上位にあり、支払い順位が最も高い位置にあります。AAA格債券のクーポンは最も低いものの、流動性は最も高く、デフォルト・リスクから最も距離を置いています。

ほとんどのAAA格CLOは35-45%の信用補完によって構成されています。つまり、AAA格の債券の元本が毀損するには、担保プールの約半分が回収率0%でデフォルトする必要があることを意味します。また、CLO発行時における他の構造的なプロテクションによって、AAA格の債券が損失を被るまでには、担保ローンでこれよりも更に大きな損失が必要となります。

一方で、資本構造のより下位に位置するBB格の債券については、支払いの優先順位も低く、よりデフォルト・リスクにさらされていると言えます。しかしそのリスクの見返りとして投資家には、大幅な上乗せスプレッドや高いトータル・リターンが提供されます。

ただし、BB格やB格のトランシェでも6-10%の信用補完があり、構造的なプロテクションや分散された担保ローンのプール等を踏まえると、信用リスクは比較的抑えられていると言えるでしょう。

“AAA格債券のクーポンは最も低いものの、流動性は最も高く、デフォルト・リスクから最も距離を置いています。”

CLOと他の証券化商品との違い

主な違いは、CLOが運用者によってアクティブに運用される一方で、他の証券化商品は資産プールが本質的に固定されているという点です。CLOには一般的に5年の再投資期間があり、この間、運用者は取引を行ったり、返済された元本を新たなローンへの再投資に回すことが出来ます。このような再投資期間は、とりわけミスマッチが発生する市場環境下において強みを発揮します。

CLO市場の規模と今年の発行予想

CLO市場は過去10年間で成熟し、成長してきました。2021年には市場規模が1兆米ドルに到達しました。地域別では約80%が米国、約20%が欧州となっています。

CLO市場の参加者は毎年増加しており、新たな投資家タイプが同資産クラスの持つ魅力から参加してきています。したがって、この先も市場は拡大基調を辿ると予想しています。

また、2021年には記録的な額の新規発行が見られました。米国ではその額が実に1,870億米ドルにのぼり、これは2020年実績の2倍、2019年実績の1.5倍でした。欧州でも、2020年及び2019年の250億ユーロ、330億ユーロに対して、2021年には450億ユーロの発行がありました。両地域ともに、拡大したスプレッドや低水準の資本コストによる恩恵を受けたほか、パンデミック後のタイミングを見計らった借り換えや条件変更などによる取引の増加が追い風となりました。

“CLO市場参加者は毎年増加しており、新たな特性を持った市場参加者が、同資産クラスの特徴に魅了されています。したがって、この先も市場は拡大基調を辿ると予想しています。”

2022年のこれまでのパフォーマンス

新規発行市場は、米国でのLiborからSOFRへの移行や、その他のマクロ環境面での変動の大きさなどがスプレッドの不確実性につながり、やや緩やかなペースでの滑り出しとなりました。

足元では地政学的な懸念の高まりが見られますが、最終的には事態は落ち着くとみられ、2022年には底堅い発行市場が予想されます。その背景として、CLOのエクイティ投資家がアービトラージ取引の機会を見出し始めたことや、ローン市場及びCLOトランシェ市場において、変動金利資産への需要の高まりが見られることが挙げられます。

このような傾向は、米連邦準備制度理事会（FRB）と欧州中央銀行（ECB）が明らかにタカ派寄りの姿勢を示している中で、今後も続く予想されます。

また、CLO市場に対する投資家の投資意欲も続いており、継続的な需要は更なる発行増につながるとみています。

セカンダリー市場に目を向けると、広範なマクロ面での懸念を背景に、CLOのスプレッドは過去数週間で拡大基調にあります。CLOのセカンダリー価格は、資本構造上の位置や債券クオリティによるものの、1月に付けた高値から数ポイント下落した水準にあります。買いの好機と捉えることが出来る水準とみており、慎重かつ丁寧に投資を進めていく方針です。

“セカンダリー市場に目を向けると、広範なマクロ面での懸念を背景に、CLOのスプレッドは過去数週間で拡大基調にあります。”

CLOが足元の投資環境下で魅力的な理由

投資家にとってCLOが魅力的な投資対象である理由として、幾つか挙げられます。

まず、これらの資産クラスが変動金利資産であり、固定金利資産と比較して金利上昇による影響を抑えることが出来るという点です。

次に、同等の格付を有する社債との比較で見た場合、CLOの相対的な価値が挙げられます。例えば、BBB格の米国CLOのセカンダリー市場におけるスプレッドは現状325-375bps近辺にある一方、BBB格米国社債のスプレッドは155bpsです。このようなスプレッド差は、CLOトランシェに投資した場合の投資家の信用リスクを十分に担保するものであると考えており、特に前述の構造上及び担保でのプロテクションを考慮すれば、尚更です。

時に、CLO投資家には実質的に「名前によるプレミアム」が提供されているとも言われます。実際には、同等の社債と比較して信用リスクから守られているとも言えるにも関わらず、CLOが「CDO」と似た響きであることが、一部の投資家の警戒感につながっているとみられるためです。しかしこれらは全く別の資産です。

シニアの投資適格CLO債の加重平均年限(もしくはスプレッド・デュレーション)は、一般的に投資適格社債よりも短くなっています。市場ボラティリティが高まる局面では、スプレッド・デュレーションが短い資産の方が時価評価ベースで、その影響を受けにくいと、これは重要な点であると言えるでしょう。

“これらの資産クラスが変動金利資産であり、固定金利資産と比較して金利上昇による影響を抑えることが出来るという点です。”

“CLOが「CDO」と似た響きであることが、一部の投資家の警戒感につながっているとみられるためです。しかしこれらは全く別の資産です”

CLOのファンダメンタルズ

CLOのファンダメンタルズ見通しもポジティブです。企業の概ね健全なキャッシュ保有状況やレバレッジ水準、近々償還を迎えるローンが限定的であることなどから、ローンのデフォルト率は低位に留まると予想されています。低水準のデフォルト率と、金利上昇環境下の組み合わせは、CLOにとっての良好な投資環境につながります。

CLO市場にとってのリスク要因

CLO市場にとっての最大のリスク要因は、大幅なリスクオフにつながるクレジット・イベントや、多分に金融引き締めや景気減速などを背景とした、特に長期的に苦戦を強いられている銘柄での個別のクレジット・イベントであるとみています。これは金利リスクと信用リスクの双方にまたがるものとなるでしょう。2022年の年初に見られたクレジット市場の下落の主因は、インフレ懸念と金利上昇でした。結果として、CLO市場は比較的持ち堪え、実際に、変動金利資産への需要の高まりや、米国市場におけるリテール投資家からの記録的な資金流入などによって、CLO市場は他の多くの資産クラスと比べて極めて良好なパフォーマンスを収めました。

マクロ経済及び地政学的なニュースが市場の話題を独占する中、過去のグローバル金融危機や欧州債務危機、新型コロナ危機の時と同様に今、CLOの構造が再び試されていると言えるでしょう。過去のこれらの前例のない危機を上手くくぐり抜けてきた実績が、同資産クラスへの新たな投資家を引きつける要因になると考えています。

ファンダメンタルズ面でも、CLOは過去の様々なサイクルの都度試されてきた堅固な投資資産であるとみています。実際に米国でも欧州でも、AAA格もしくはAA格のCLOが損失を被った例はなく、A格の米国CLOで過去わずかに1つが損失を計上したのみです。ただし、いくら魅力的な投資先であっても、詰まるところCLOはリスク資産であるため、大規模な市場の混乱の中では、他の資産クラスに連動した動きとなり、流動性が低下する傾向があることは事実です

しかし全体的に言えば、CLOは現状の、またこれから予想される市場のリスクオフ・イベントに対する耐性を有しているとみており、CLOが提供する魅力的な投資機会を踏まえ、価格の下落局面では前向きに投資を検討していく方針です。

“2022年の年初に見られたクレジット市場の下落の主因は、インフレ懸念と金利上昇でした。結果として、CLO市場は比較的持ち堪え、実際に、変動金利資産への需要の高まりや、米国市場におけるリテール投資家からの記録的な資金流入などから、CLO市場は他の多くの資産クラスと比べて極めて良好なパフォーマンスを収めました。”



ディスクレマー

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主な手数料や費用等は以下になります。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になります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	エマージング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

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、お客様ご自身のご判断でなさようお願いいたします。

以上