

CLO市場の今後



マット・マジオ
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

2026年10月

CLO市場の今後の行方を探ります。米国CLOマネジメント・チームのマット・マジオが、今日の厳しい利ざや環境と変化する投資家動向、そして2026年後半に予想されるM&Aの回復がCLOに新たな機会をもたらす可能性がある理由について解説します。

ポイント

- **利ざやの縮小がCLOを再編**: 裏付けとなるローンに比べてCLO組成時の資金調達コストが高止まりしているため、新規CLO案件の採算が合わず、今年の新規組成は約25%減少し、多くの既発債がコール（買い戻し）される要因となっています。
- **投資家はCLOヘシフト**: 近年プライベート・クレジットに殺到していたLPとしての投資家は現在、そのアロケーションに不安を募らせていることから、CLOをより高い分散性と透明性を備えた投資対象として見ています。
- **2026年後半のM&Aは回復の見通し**: 高金利がしばらく定着する様相を呈するなか、市場の価格は調整されるはずであり、年後半にかけてのM&A（合併・買収）の回復がCLO市場に新たな息吹を吹き込む可能性があります。

今日のCLO市場と主要な参加者

誰が何を買っているのかについて大きな変化は見られないため、その点において大きな変化はありません。CLOマネジャー側では、最も活発に発行しているのは、LP（リミテッド・パートナー）から資金を集めてCLOエクイティ・ファンドを運用しているマネジャーです。

厳しい状況のアービトラージと、CLOエクイティのNAVに対する現在の取引価格を考慮すると、案件をリファイナンスやリセットするよりもコールする方が価値が高い場合があることから、コールされる案件を多数見受けます。対照的に、新規発行額は年初来で約25%減少しています。既発債がコールされると、その資金は市場に戻りますが、投資家の確信度が低い銘柄は敬遠され、価格下落の圧力となります。これが現在の市場におけるバーベル（二極化）効果を生み出しています。

LPがCLOについて懸念していること、そしてCLOへの投資を継続する理由

LPは、10%台半ばから後半のリターン水準で提案された投資が、それを大きく下回る結果になっているのを目の当たりに始めています。その結果、主にLPがブレーキをかけており、新規発行の減速が見られます。

プラスの面では、LPが投資を継続する要因として、米国クレジット環境のファンダメンタルズがかなり堅調であるという事実があります。

さらに、資金の向かう先を見ると、近年多くのLPがプライベート・クレジットへと向かっています。現在、プライベート・クレジットは売買があまり行われていません。バリュエーションは主にマネージャーの裁量に委ねられていることから、その投資に対する懸念が高まっています。CLOは、はるかに大規模で分散された非上場資産のプールを提供し、さらに利用可能な膨大なデータによる透明性も備えているため、CLOへの移行が進んでいます。

その透明性は、CLO市場の差別化要因として投資家が評価しています。プライベート・クレジットで少し痛い目を見た投資家は現在、パブリック市場に移行しており、CLOをパブリックな投資対象として拡大することを考えています。

CLOのパフォーマンス vs ベンチマーク

過去24カ月間で最もパフォーマンスが良かった資産クラスの一部はCLOでした。CLOの中でもエクイティではなく、むしろAAAやBBBトランシェが好調でした。私たちは特にそこに注目しており、BBBがスイートスポットとなっていると考えられます。

これらのトランシェはCLOエクイティをアウトパフォームしています。原資産の価格に対してCLOトランシェのスプレッドが依然としてワイドであるため、これがエクイティの利ざや縮小の要因となっています。この状況を踏まえると、リスクに対してワイドなスプレッドを提供しているトランシェがアウトパフォームすると予想されます。

集中リスクへの懸念は正当か、それとも非合理か？

CLOはダイバーシティ・スコアを提供しており、これにより投資家はポートフォリオの集中度を把握することができます。懸念は特にソフトウェアおよびAI関連セクターにあります。私たちは、CLO市場全体に対して、それらの分野をアンダーウェイトとしてきました。市場のエクスポージャーは約11～12%ですが、RBCブルーベ이는7～8%近くとなっています。

1つの大きな問題は、これらのセクターの銘柄が非常に大規模であるため、大手マネージャーが過大なポジションを保有し、セカンダリー市場の価格に大きな影響を与えることなく売却することができないことです。つまり、一部の投資家は分厚く過大なポジションから抜け出せなくなっています。また、これらのセクターでの大規模なデフォルトが市場の他の部分に波及効果をもたらす可能性があるという懸念もあります。

もう一方の側面はプライベート・クレジットであり、一部のパニック売りには大規模なソフトウェアのポジションが含まれていました。あるファンドでは、ソフトウェアおよびAI関連企業への集中度が40%に達し、これが解約要求を引き起こし、ひいては分配の制限につながりました。

パブリックなシンジケート・ローン市場では、約2年前にプライベート・クレジット市場で資金調達を行った質の高い借り手企業のローンが、CLO市場に戻ってきており、これが満期の延長、金利コストの低下につながっています。しかし、質の高い銘柄がプライベート・クレジット分野から離れるにつれて、質の低い銘柄の集中度がファンドの大きな割合を占めるようになり、質の低いクレジットから抜け出せなくなるリスクがあります。

プライベート・クレジットに関する最後の問題は、質の高いローンが額面価格またはそれ以上で取引されている一方で、ソフトウェアおよびAI関連は90台前半で取引されていることです。その結果、ローン・インデックスの加重平均価格は約97となっています。この数字は誤解を招くものであり、バーベル状態（二極化）の現実を覆い隠しています。

米国から欧州へのCLOの波

その波は少し減速しています。過去数年間の大部分において、欧州での金利差による利ざやは米国よりも良好でした。欧州の市場規模が小さいことはクーポンの高さを意味し、ポートフォリオの集中度が大きくなる傾向がある一方で、ローンの流動性も低くなっていました。

しかし、現在ではスプレッドの縮小が見られ、米国と欧州のCLOはほぼ同じ水準で取引されています。

12カ月の見通し: 今後のCLO

第3四半期および第4四半期にかけてM&Aが回復すると予想しているため、今後の見通しについてはかなり強気です。イランやその他の混乱により、2026年上半年は多くの企業売却が保留され、企業売買に伴うローンの供給は下半期に先送りされました。今後、供給が増えれば原資産のクレジット・スプレッドの拡大に寄与するでしょう。それがひいてはCLOエクイティの利ざや拡大の支援材料となります。

過去2、3年間、ローンの純新規発行はそれほど多くはありませんでした。プライベート・エクイティのスポンサーは多くのドライパウダーを抱えています。その主な障壁となっているのは金利です。金利が高止まりする様相を呈している現在、現実的な負債コストに基づいて、企業の売買価格が調整され、今後12カ月間で活動がいくらか活発になると予想しています。

今後のCLOに関しては、その仕組みの中で工夫を凝らす方法が模索されています。固定シニア・エクイティが市場に登場し、B格のトランシェ追加によってレバレッジを高めていることも見受けられます。しかし、一般的な仕組みの観点から見ると、状況は長期に亘ってほとんど変わっていません。この資産クラスは、世界金融危機、コロナ禍、そしてその他の混乱を乗り越えて著しい回復力を示してきた数少ない商品の1つであり、それは今後も続くと考えられます。

今後最も変化すると予想されるのは、裏づけ資産の集中度です。それは、株式市場のバリュエーション、M&A、その他の様々な要因による影響を受けるでしょう。仕組みが変わる可能性は低いですが、その仕組み内にある集中度が、将来のCLOを決めると、私たちは考えています。

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 資産運用業協会会員、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。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プロライベート戦略	
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、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上



RBC BlueBay
Asset Management