

米国レバレッジド・ローン：市場はコロナ禍に関連した不安感を払拭し、リフレーションに向かう可能性を意識し始めている

ブライアン・ジュリアーノ, 米国バンクローン・チーム責任者

ワクチンの接種開始を受け、大規模な金融・財政刺激策がもたらす効力が意識される中、投資家はコロナ禍に関連した不安感を払拭し、リフレーションに向かう可能性を意識し始めており、資産配分に関する議論において改めて米国レバレッジド・ローンが頻繁に検討材料として挙がるようになってきている。米国レバレッジド・ローンは、依然として不透明な経済環境において投資家による利回り希求の動きが続く環境においては魅力的なスプレッド水準および資本構成の優先性、またインフレ期待や金利が上昇を続ける環境においては限定的なデレーションと変動金利に基づくクーポンという、どちらの環境にも適合するような特性を有している。

歴史的な低金利と信用スプレッドの縮小を背景として、2020 年の市場回復時にクレジット・セクター全体の利回りは低下した。しかし、レバレッジド・ローンのベンチマーク・インデックスの利回りは約 4.90% であり、これは他の広範なハイイールド債のインデックスを最大 90 bps 上回るものであったと考えられる。¹ こうした利回り面における優位性の一部は、レバレッジド・ローン市場の 1/3 に 50~75bps の LIBOR フロア（引き続き LIBOR の水準は 25 bps 程度）が設定されていること、およびレバレッジド・ローン市場のスプレッドが依然として米国ハイイールド債市場よりも概ね 75 bps 上回る水準にあることに由来している。² また、新型コロナウイルスの影響を受けた一部の銘柄には価格上昇の余地が残されており、市場で額面価格を上回って値付けされている銘柄は全体の約 38% となっている。

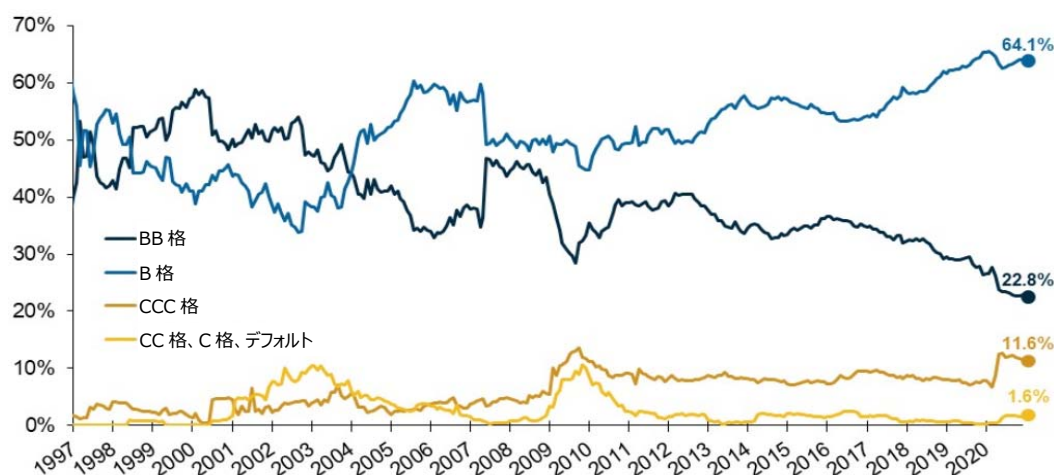
ローンの期限前返済によって更なる価格上昇は制限される可能性があるとの指摘もあるだろう。しかし、例えクレジット・ファンダメンタルズが改善に向かったとしても、様々な要因の中でも特にコロナ禍を背景とした経済的不確実性を考えれば、資本構成の最上位にあるローンの先取特権が重要であることは明らかである。また、コベナントの制約が緩い契約やローンのみによる資本構成が普及するにつれて回収率が低下しているとは言え、2021 年に入ってから上昇に転じており、2020 年後半に回収率は底入れした可能性がある。更に、レバレッジド・ローンのデフォルト率は、2020 年の 4.3% から今年は 3.5%、2022 年には 2.0% にまで低下すると予想されている。³

銘柄選択によって超過収益が創出される

ファンダメンタルズが改善に向かっているからといって、信用調査の必要性が低下する訳ではない。むしろ、上述したレバレッジド・ローンの特性を活かすために、銘柄選択とリスク管理の重要性は高まっている。

過去数十年にわたり、ローン市場の構成は大きく変化してきた。B 格のローンは 2002 年後半に市場の 1/3 強を占めていたが、現在では 2/3 近くを占めており、また CCC 格のローンは市場の 10% 超を占めている。その一方で、BB 格のローンが占める比率は、2002 年後半以降で 1/2 以下に低下している（図 1）。概してレバレッジが高水準であり、またコベナントの制約が緩い契約が普及している中、こうした信用の質の変化は景気後退の局面では大きな懸念材料となるであろう。

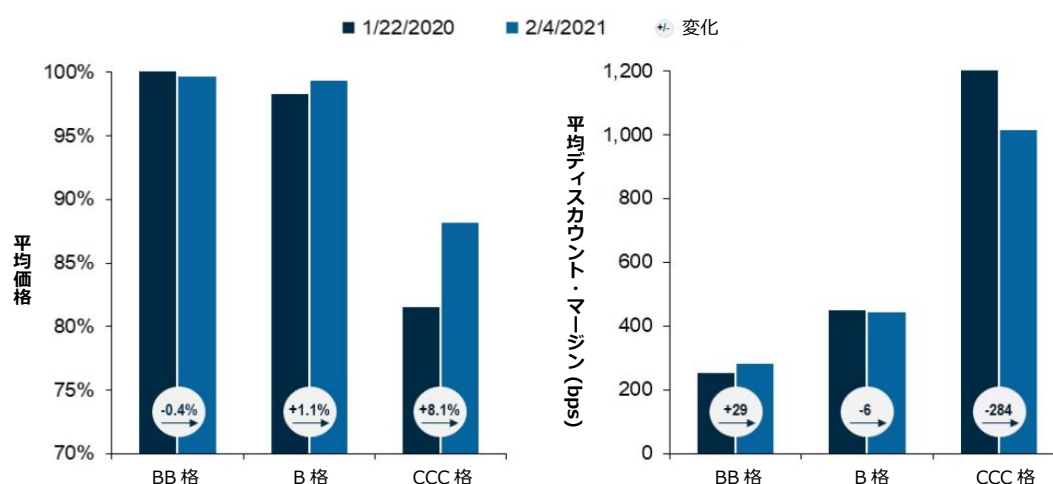
図 1：近年では、より低格付のローンの比率が高まっている



出所：クレディ・スイス米国レバレッジド・ローン・インデックス。ローンの比率は、無格付のローンを除いて標準化されたもの。

更に、ローン価格の上昇に伴って期日前返済される可能性が生じることで、より非対称的なリターン特性が創出される。よって、同セクターにおける魅力的な投資機会を捉えるためにも、伝統的かつ十分に検証されたアプローチ手法が必要となる。こうした手法に基づき、特に B 格および CCC 格と比較した場合のレティブ・バリューを考慮して、我々は BB 格のローンおよび一部の選別された B 格のローンを選好している（図 2）。望ましいポートフォリオには、一部の魅力的な価格水準のハイールド債や永久優先株などに加え、（市場においては 1,700 近い銘柄が存在しているが、その中から）厳選された 225 銘柄程度のレバレッジド・ローンが含まれるべきと我々は考えている。また、ポートフォリオ組み入れに際して厳選された銘柄選択を行うことで、市場全体よりもデフォルト率を著しく低く抑えることができる可能性がある。

図 2：BB 格のローン価格は依然として 2020 年の高値を下回っており、ディスカウント・マージンは最近のタイト化した水準から拡大したままとなっている



出所：クレディ・スイスおよび PGIM フィクスト・インカム。

足元で経済が転換点を迎える中、インデックスに含まれている大型銘柄のみを対象としたパッシブ運用ではなく、銘柄選択によるアクティブ運用とリスク管理が、同セクターにおける良好なパフォーマンスと超過収益獲得に大きく寄与する可能性があるという点に注視する必要がある。

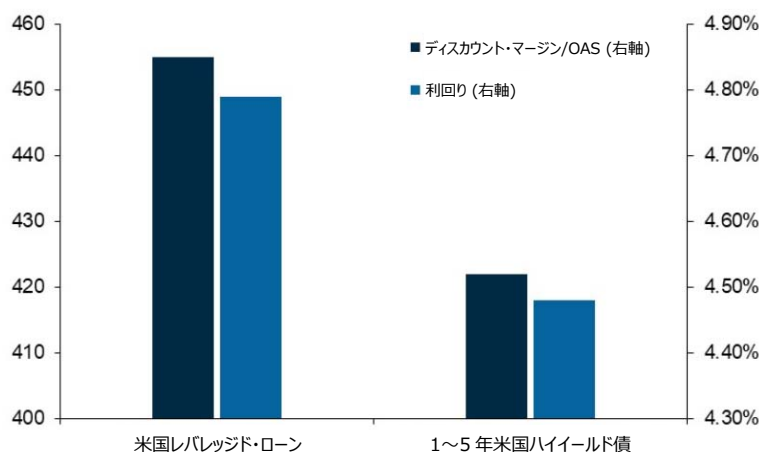
リフレーションへの転換

経済回復に対する投資家の期待は、様々な市場に反映されている。連邦準備制度理事会（FRB）は、長期にわたって緩和的な政策スタンスを維持することを最近発表したものの、米国 10 年債の利回りは最も低かった水準から 70 bps 超上昇して 1.30%に、10 年ブレイク・イーブン・インフレ率が 170 bps 上昇して 2.2%にまで急騰するなど、市場の動きはリフレーションへの転換を確実に意識している。インフレや金利の上昇を懸念する投資家が、魅力的なスプレッドと同様に元本の保全についても希求してきたことによって、ローン市場の需給バランスにも改善が見られた。2019 年と 2020 年には 200 億米ドルを超える資金が流出していたが、新型コロナウイルスの感染拡大を受けて FRB は利上げを封印し、FF 金利の誘導目標をゼロ付近に据え置いたことによって、足元の資金流入は年初来で 40 億米ドルを超えている。また、CLO の組成も引き続きローン市場における堅調な需要をもたらすと我々は見込んでいる。

発行市場は引き続き活況で、2 月初旬までの発行総額は 1,140 億米ドルを超えているものの、足元の発行の多くはリプライシングまたは借り換えに関連したものとなっている。よって、年間を通じたネットの発行額は 10%減少することが予想される。⁴ これに加えて、我々は発行市場において引き続き厳密な銘柄選択を行っており、概ね 4~5 の発行案件の中から 1 銘柄を選別してポートフォリオに加えている。

2021 年のレバレッジド・ローン市場のリターンは 4~5%と予想されているが、リフレーションへの転換が意識される中で、これはデデュレーションの長い資産クラスと比較しても遜色がないと考えられる。また、より短いデデュレーションの資産クラスを選好する投資家にとっては、前述したレバレッジド・ローンの利回りとスプレッドは、同様にデデュレーションの短いハイイールド債を凌いでいる（図 3）。

図 3：レバレッジド・ローン市場は、リフレーションの環境下で魅力的な取引を提供できる可能性がある



出所：クレディ・スイスおよび ICE BofA インデックス。2021 年 2 月 2 日現在。

我々は、低金利の維持およびインフレ率が概して中央銀行の目標値を下回って推移することを、引き続き長期的な基本シナリオとしている。なお、参考までに、2018 年後半に FRB が前回の利上げを実施した際には、LOBOR が 2.80%近くまで上昇する中でレバレッジド・ローンの利回りは 6.29%に達したが、その当時のスプレッドは 2021 年 2 月初旬よりも 10 bps 弱上回っていたに過ぎなかった。

市場がコロナ禍に関連した不安感を払拭してリフレーションに向かう可能性について投資家が意識し始める中、景気回復に関する見通しに応じて資産配分の見直しを行うことは当然であろう。現時点では、レバレッジド・ローンの魅力的なスプレッドと資本構成の優先性が投資家に訴求している。しかし、これらの特性を享受するためには、積極的な信用調査とリスク管理が必要である。今後に目を向けると、前例のない金融・財政刺激策が世界規模で実施されていることが大きな追い風となる可能性があるものの、景気回復がこの先どのような道筋を辿るのかについては依然として不透明である。リフレーションに向かうとの見通しが本格化するようであれば、限定的なデレーションと変動利付の特性によって、レバレッジド・ローンのパフォーマンスが支えられるであろう。そして、事態の進展が右往左往したものになる可能性がある中、レバレッジド・ローンに資産を配分することで、こうした転換期を上手く掻い潜ることができるかもしれない。

¹ クレディ・スイス米国レバレッジド・ローン・インデックスおよび ICE BofA 米国ハイイールド・インデックスに基づく。

² レバレッジド・ローン市場のスプレッドは、平均残存期間 3 年のローンのディスカウント・マージンを指す。

³ 2021 年 2 月 1 日現在の J.P. モルガンの情報に基づく。

⁴ J.P. モルガンによる推定値。

本資料は 2021 年 2 月 18 日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。データの出所 (特に断りのない限り) : PGIM フィクスト・インカム。

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社である PGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点の PGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点の PGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものではありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したのですが、その情報の正確性、完全性、および情報が増えたり減ったりすることを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していただきません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV 第2A 部をご覧ください。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域（EEA）では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2021 PFI and its related entities.

留意事項 2

資料はPGIMフィクト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した“U.S. LEVERAGED LOANS: FROM TREPIDATION TO POTENTIAL REFLATION”をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関ブルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ79606